



# INFLÁCIÓS JELENTÉS



2018  
DECEMBER

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

*Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről*



# INFLÁCIÓS JELENTÉS

2018  
DECEMBER

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

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

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

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

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

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

Az elemzés Virág Barnabás, Monetáris politikáért és közgazdasági elemzésekért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt készült. A jelentés elkészítésében a Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés, a Költségvetési és versenyképességi elemzések 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. december 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 .....	19
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 .....	37
3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség .....	43
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója .....	44
3.5. Költségek és infláció .....	45
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók .....	49
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok .....	49
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói .....	51
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója .....	53
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás .....	53
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra .....	55
5.3. Költségvetési folyamatok .....	59
6. Kiemelt téma .....	63
6.1. Bérek és termelékenység kapcsolata, valamint a bérhányad alakulása .....	63
7. A 2018. és 2019. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása .....	68
Ábrák és táblázatok jegyzéke .....	69

## Keretes írárok jegyzéke

1-1. keretes írás: Tartós inflációs tendenciák szerepe a nemzetközi jegybanki gyakorlatban .....	13
1-2. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink és az olajárak alakulását övező kockázatok .....	21
3-1. keretes írás: Az EKB és a Fed monetáris irányultságának jövője .....	34
3-2. keretes írás: A globális járműipart övező kihívások .....	41
3-3. keretes írás: Az infláció alakulását befolyásoló változékony tényezők .....	47
5-1. keretes írás: A külkereskedelmi egyenleget meghatározó átmeneti tényezők .....	57





# A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez

*A Magyar Nemzeti Bank (MNB) egyetlen horgonya az infláció, elsődleges célja a fogyasztóiár-index 3 százalékos értékének fenntartható módon történő elérése. Az infláció változékonysága számottevően növekedett, ezért a Monetáris Tanács a kilátások megítélésében a szokásosnál is nagyobb figyelmet fordít a tartós tendenciákat megragadó alapfolyamat-mutatók alakulására. Az adószűrt maginfláció emelkedik, ami a tartós inflációs tendenciák erősödésére utal. A magyar gazdaság 2018-ban dinamikusabban bővült, ugyanakkor aktuális előrejelzési feltevéseink teljesülése esetén a gazdasági növekedés 2019-től várhatóan fokozatosan lassul. A gazdaság hosszú távú, fenntartható növekedése szempontjából egyre nagyobb hangsúlyt kap a versenyképesség javítása.*

**2018 harmadik negyedében folytatódott a világgazdaság bővülése, ugyanakkor erősödtek a lefelé mutató növekedési kockázatok. A közép-kelet-európai régió továbbra is az Európai Unió növekedési centruma. Az infláció globálisan az elmúlt negyedévben enyhén tovább emelkedett, és több ország esetében meghaladta a jegybanki célértékeket. A maginfláció azonban az országok többségében továbbra is visszafogott.**

2018 harmadik negyedében a kockázatok erősödése mellett folytatódott a világgazdaság bővülése. Az Egyesült Államok GDP-jének növekedése tovább gyorsult, miközben a kínai gazdaság enyhén lassult. Az eurozóna gazdasági növekedése 2018 harmadik negyedében elmaradt a várakozásoktól, a folyamat tartósságát még bizonytalanság övezi. Az elmúlt negyedévekhez hasonlóan ismét a közép-kelet-európai régió bizonyult az Európai Unió növekedési centrumának. A régió GDP-jének növekedése mintegy 3 százalékponttal haladta meg az eurozóna bővülését.

A világgazdasági olajárak nagy volatilitás mellett átmeneti emelkedést követően október végétől számottevően csökkentek. A globális inflációs ráták enyhe növekedéséhez leginkább az időszak elején tapasztalt energiaár-emelkedés járult hozzá. Az eurozóna esetében az infláció a 2 százalékos cél közelében alakul, azonban a tartósan 1 százalékos körüli maginfláció visszafogott alapfolyamatokra utal. A közép-kelet-európai régió országaiban az infláció csökkent. A maginfláció Csehországban enyhén mérséklődött, míg Lengyelország és Románia esetében kismértékben emelkedett.

**Az időszak során a fejlett országokban a kamatemelési várakozások a növekedési kilátások romlásával és az olajárak esésével párhuzamosan későbbre tolódtak.**

A Federal Reserve szeptemberben folytatta a fokozatos kamatemelését. A döntéshozók előrejelzései és a piaci árázások alapján idén decemberben egy további 25 bázispontos emelés várható, ugyanakkor a jövő évre vonatkozó kamatemelési várakozások mérséklődtek. Az Európai Központi Bank (EKB) 2018 év végén befejezi az eszközvásárlási programját. Az EKB közleménye szerint az irányadó ráták legalább 2019 nyaráig, illetve szükség esetén azt követően is a jelenlegi szinteken alakulhatnak. Az eurozóna középtávú növekedési kilátásaihoz kapcsolódó bizonytalanság és a visszafogott inflációs alapfolyamatok következtében az EKB első kamatemelésére vonatkozó piaci várakozások későbbre tolódtak, ezáltal az euroövezetben tovább maradhatnak fenn a laza monetáris kondíciók. A cseh jegybank döntéshozói szeptemberben és novemberben is az irányadó ráta emelése mellett döntöttek, a lengyel és a román jegybank azonban nem változtatott a monetáris kondíciókon. Az elmúlt negyedévben a régiós jegybankokra vonatkozó kamatemelési várakozások mérséklődtek.

**A nemzetközi pénzpiacokon csökkent a kockázatvállalási hajlandóság, amelynek hatása a fejlett és a feltörekvő piacokon egyaránt érzékelhető.**

Az elmúlt időszakban összességében romlott a befektetői hangulat, amit a globálisan meghatározó jegybankok monetáris politikájával kapcsolatos várakozások és a nemzetközi kereskedelempolitikával, az olasz költségvetést övező vitával, a Brexit megállapodással, illetve a világgazdaság növekedésének lassulásával kapcsolatos bizonytalanságok befolyásoltak. Az elmúlt negyedévben a kötvénypiacokat kockázatkerülés jellemezte, a fejlett és feltörekvő kötvénypiacokon egyaránt tőkekiáramlás volt megfigyelhető. A részvénypiacokon is bizonytalan volt a hangulat, az amerikai részvénypiacon a volatilitás megemelkedett.

**A hazai pénzpiacokon hozamcsökkenés volt megfigyelhető, a hazai bankközi és állampapírpiazi hozamgörbe egyaránt lejjebb tolódott.**

A bankközi piacon a BUBOR-kamatok csökkentek. Az elmúlt időszakban a bankközi és az állampapírpiazi hozamgörbe egyaránt lejjebb tolódott. A magyar hosszú hozamok a harmadik negyedévben a régió országaiban tapasztaltnál is nagyobb mértékben csökkentek, amelyet a külföldiek forint állampapír-állományának folytatódó emelkedése is támogatott. A negyedév során a forint kismértékben gyengült az euróval szemben.

**A volatilis, világgiazi nyersanyagárak mozgására érzékeny tételek a hazai infláció szokásosnál nagyobb változékonyságát okozták. A nagyobb változékonyság rövid távon fennmarad. Emiatt a monetáris politika horizontján az inflációs cél fenntartható elérésének megítélésében a tartós inflációs tendenciákat megragadó alapfolyamat-mutatók alakulása nagyobb figyelmet érdemel. Az élénk belső kereslet a tartós inflációs tendenciák erősödésének irányába hat.**

2018 őszi hónapjaiban a volatilis, világgiazi nyersanyagárak változására érzékeny tételek az infláció szokásosnál nagyobb mértékű változékonyságát okozták. Ennek következtében a fogyasztóiár-index szeptemberben és októberben emelkedett, majd novemberben jelentős mértékben csökkent. Az infláció novemberi mérséklődését főként az üzemanyagárak csökkenése okozta. Ugyanakkor folytatódott a tartós tendenciákat megragadó alapfolyamat-mutatók emelkedése.

Rövid távon az infláció nagyobb mértékű változékonysága fennmarad. A fogyasztóiár-index a 2019 első negyedévi átmeneti emelkedést követően 3 százalék alá csökken. A Monetáris Tanács a monetáris politika horizontján az inflációs cél fenntartható elérésének megítélésében a szokásosnál is nagyobb figyelmet fordít a tartós inflációs tendenciákat megragadó alapfolyamat-mutatók alakulására. Az eurozónában az EKB előrejelzése szerint az inflációs alapfolyamatok a következő években is visszafogottan alakulnak, ami az előrejelzési horizonton mérsékelt külső inflációs környezetet jelenthet. Az erős belső kereslet fennmaradásával párhuzamosan az adószűrt maginfláció 2019 elején 3 százalék fölé emelkedhet, majd a monetáris politika horizontján 3 százalék közelében alakul. A tartós inflációs tendenciák értékelése szempontjából az elkövetkező időszak beérkező adatai meghatározóak.

**A magyar gazdaság 2018-ban dinamikusabban bővült, ugyanakkor aktuális előrejelzési feltevéseink teljesülése esetén a gazdasági növekedés 2019-től fokozatosan lassul. A gazdaság hosszú távú, fenntartható növekedése szempontjából egyre nagyobb hangsúlyt kap a versenyképesség javítása.**

A gazdasági növekedés az ágazatok széles körében folytatódik. A kibocsátás alakulásában a következő években is markáns szerepe lesz az erős belső keresletnek, amelyben a lakossági fogyasztás és a beruházások a meghatározók. A fogyasztás növekedését a reálbéremelkedés, a nettó pénzügyi vagyon és a fogyasztói bizalom magas szintje, valamint a lakáspiac fellendülésének másodkörös hatásai egyaránt támogatják. Előretekintve a nemzetgazdasági beruházások bővülésére számítunk. Az előrejelzési horizont első felében a beruházások növekedéséhez mindhárom szektor (vállalat, állam és háztartások) beruházási aktivitásának emelkedése hozzájárul, ugyanakkor a horizont második felében a kormányzati beruházások mérséklődnek. Az uniós források effektív felhasználása 2019-ben tetőzik, majd fokozatosan csökken. A gyengülő külpiaci – elsősorban európai – kereslettel összhangban visszafogottabb exportnövekedéssel számolunk, ugyanakkor az új kapacitások termelésének felfutásával exportpiaci részesedésünk javul az előrejelzési horizonton.

**A fennálló kkv- és lakáshitelállomány kamatkockázatának mérséklődése mellett a hitelbővülés dinamikus folytatódása várható.**

2018 harmadik negyedévében a vállalati hitelezés 13 százalékkal, míg a lakossági hitelállomány közel 4 százalékkal növekedett éves összevetésben. A kkv-hitelek állománya a teljes vállalati hitelezéshez hasonló ütemben emelkedik, amit az MNB hitelezést ösztönző programjai is támogatnak. A hosszú lejáratú, fix kamatozású kkv-hitelek arányának növelése érdekében 2019 januárjában – 1000 milliárd forintos keretösszeggel – elindul a Növekedési Hitelprogram Fix konstrukció. Az új lakáscélú hitelek szerkezete egészségesebb irányba változott, amelyhez az adóssághék-szabályok módosítása, valamint a Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitelek térnyerése is hozzájárult. A vállalati és a háztartási hitelek állományának dinamikus bővülése a következő években is folytatódhat, amit az élénk gazdasági növekedés mellett a hitelkereslet további élénkülése és az alacsony kamatkörnyezet is támogat.

**A külső finanszírozási képesség magas szinten stabilizálódik, miközben a folyó fizetési mérleg többlete tartósan fennmarad. A kedvező külső egyensúlyi pozíció hatására a gazdaság adósságmutatói tovább javulnak, a nettó külső adósság 2020-ra nullára csökkenhet.**

A folyó fizetési mérleg többlete 2018-ban és 2019-ben a külkereskedelmi egyenleggel párhuzamosan mérséklődik. A nettó export csökkenéséhez a lassuló külső európai kereslet és az importigényes hazai beruházások emelkedése járul hozzá. Ezt a hatást az EU-s források felhasználásának bővülésével összhangban javuló transzferegyenleg ellensúlyozza, így a külső finanszírozási képesség a teljes előrejelzési horizonton stabilan a GDP 3 százaléka körül alakul. Az új kapacitások termelésének felfutásával javuló külkereskedelmi egyenleg, valamint a jövedelemegyenleg hiányának fokozatos csökkenése 2020-ban és 2021-ben a folyó fizetési mérleg javulásához vezet. Az EU-s transferek felhasználásának visszaesésével párhuzamosan a transzferegyenleg többlete 2020-tól mérséklődik, ám ennek hatását a folyó fizetési mérleg többletének emelkedése nagyrészt ellensúlyozza. A tartósan kedvező külső egyensúlyi pozíciónak köszönhetően folytatódik a külső adósságráták csökkenése, ezáltal a nettó külső adósság 2020-ra nullára csökkenhet.

2018-ban az adóbevételek dinamikus növekedése következtében a költségvetés hiánya a GDP 2,0-2,1 százaléka körül alakulhat, amely alacsonyabb a 2,4 százalékos hiánycélnál. 2019-ben a hiány 1,6-1,7 százalékra, míg 2020-ban 1,4-1,6 százalékra mérséklődhet, így a költségvetési törvényben és a Konvergencia Programban meghatározott hiánycsökkentés is teljesülhet. A GDP-arányos maastrichti államadósság-mutató az előrejelzési horizont végére – a devizaadósság-részarány folytatódó csökkenése mellett – 65 százalék alá mérséklődik.

#### **A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik.**

A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alappályája mellett három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A versenyképességi reformok megvalósulását feltételező scenárió érvényesülése az alappályánál alacsonyabb inflációt és magasabb potenciális növekedést okozna. A fogyasztásbővülés nagyobb inflációs hatásával számoló alternatív pálya esetében a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció némileg magasabb az alappálya-előrejelzésnél. A feltörekvő piacokról történő tőkekiáramlást bemutató scenárió megvalósulása esetén a kockázati felárak emelkedése az alappályához képest lassabb növekedést és magasabb inflációs pályát eredményez. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további kockázatként a visszafogottabb külső keresletet, az Olaszországot érintő piaci bizonytalanságok erősödését és az olajár tartós emelkedését valószínűsítő forgatókönyveket tárgyalta.

## AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

	2017	2018	2019	2020	2021
	Tény		Előrejelzés		
<b>Infláció (éves átlag)</b>					
Maginfláció <sup>1</sup>	2,3	2,5	3,5	3,3	3,0
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	2,2	2,4	3,2	3,1	3,0
Infláció	2,4	2,8	2,9	3,0	3,0
<b>Gazdasági növekedés</b>					
Háztartások fogyasztási kiadása	4,7	5,4	3,4	3,1	2,8
Kormányzat végső fogyasztása	1,8	1,9	1,0	1,0	0,5
Állóeszköz-felhalmozás	18,2	16,8	8,1	0,7	1,6
Belföldi felhasználás	6,8	6,3	4,0	2,0	2,0
Export	4,7	5,8	6,5	6,5	6,7
Import	7,7	7,5	7,2	5,7	5,8
GDP	4,1	4,7	3,5	3,0	3,0
Munkatermelékenység <sup>6</sup>	2,1	2,6	2,9	2,7	3,0
<b>Külső egyensúly<sup>2</sup></b>					
Folyó fizetési mérleg egyenlege	3,2	1,1	0,7	1,3	1,9
Külső finanszírozási képesség	4,2	2,8	2,7	3,1	3,1
<b>Államháztartás<sup>2,5</sup></b>					
ESA-egyenleg	-2,2	(-2,0) – (-2,1)	(-1,6) – (-1,7)	(-1,4) – (-1,6)	(-1,4) – (-1,6)
<b>Munkaerőpiac</b>					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	12,9	11,0	8,5	6,9	6,9
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,6	1,1	0,5	0,3	0,0
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	11,6	10,5	8,2	7,3	7,0
Versenyszféra foglalkoztatottság	2,2	1,4	0,9	0,4	0,2
Munkanélküliségi ráta	4,2	3,7	3,6	3,5	3,4
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	3,2	5,1	3,6	3,2	2,1
Lakossági reáljövedelem <sup>4</sup>	6,1	6,1	3,0	2,6	2,4

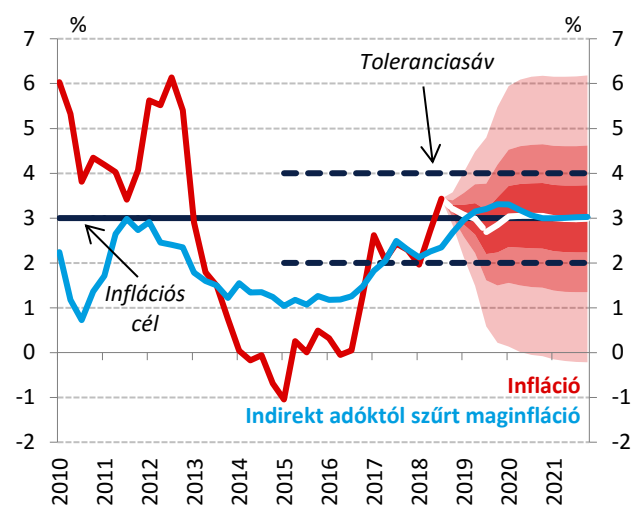
<sup>1</sup> Szezonálisan igazítatlan adatok alapján.<sup>2</sup> A GDP arányában.<sup>3</sup> Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.<sup>4</sup> MNB-becslés.<sup>5</sup> Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi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

# 1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

## 1.1. Inflációs előrejelzésünk

A volatilis, világgazdasági nyersanyagárak mozgására érzékeny tételek az infláció szokásosnál nagyobb változékonyságát okozták. A nagyobb változékonyság rövid távon fennmarad. Emiatt a monetáris politika horizontján az inflációs cél fenntartható elérésének megítélésében a tartós inflációs tendenciákat megragadó alapfolyamat-mutatók alakulása a szokásosnál is nagyobb figyelmet érdemel. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció emelkedik, ami a tartós inflációs tendenciák erősödésére utal. Az erős belső kereslet fennmaradásával párhuzamosan az indirekt adóktól szűrt maginfláció 2019 elején 3 százalék fölé emelkedhet, majd a monetáris politika horizontján 3 százalék közelében alakul.

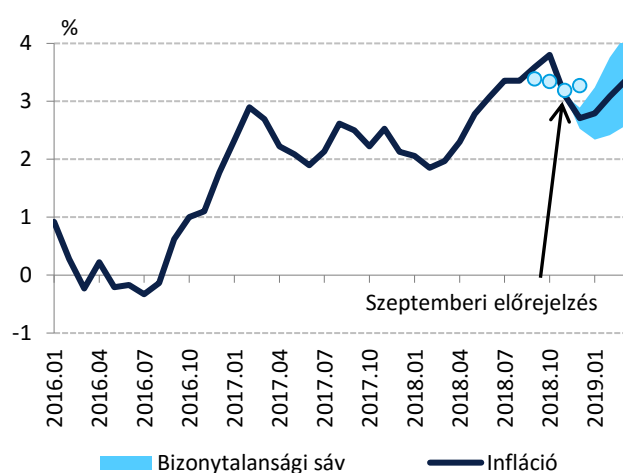
1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

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



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

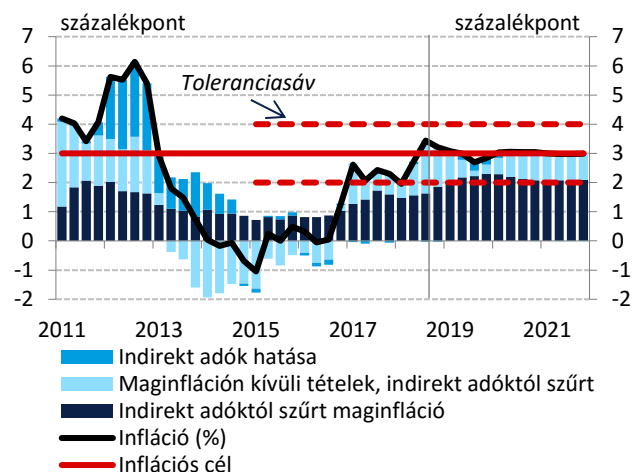
Forrás: KSH, MNB

Az üzemanyagok és a feldolgozatlan élelmiszerek volatilis áralakulása következtében az **infláció az elmúlt időszakban változékonyan alakult** (az infláció alakulását befolyásoló változékony tényezőkkel a 3-3. keretes írás foglalkozik részletesen). **Előrejelzésünk szerint az infláció változékonysága rövid távon fennmarad.** Decemberben az üzemanyagárak mérséklődésének következtében a fogyasztóiár-index tovább – 3 százalék alá – csökken (1-2. ábra). A jövő év elején átmenetileg az infláció ismét emelkedik, majd az üzemanyagárak bázishatása következtében áprilistól újból mérséklődik.

**Az éves átlagos infláció idén a korábbi várakozásunknak megfelelően alakul. Jövőre azonban az olajárak október közepétől tapasztalt érdemi csökkenésének következtében a szeptemberi előrejelzésünknel alacsonyabb inflációra számítunk.** Előrejelzésünkben az infláció 2019-ben 2,9, 2020-2021-ben 3,0 százalékon alakul éves átlagban.

**Változékony költségkörnyezetben a tartós inflációs tendenciákat megragadó alapfolyamat-mutatók alakulása a szokásosnál is nagyobb figyelmet érdemel.** Várakozásunk szerint rövid távon az iparcikkek áremelkedésével és az év eleji átárzásokkal párhuzamosan az **indirekt adóktól szűrt maginfláció tovább emelkedik. Az adószűrt maginfláció 2019 elején 3 százalék fölé emelkedik** (1-1. ábra). Középtávon az indirekt adóktól szűrt maginfláció emelkedését a **lakossági fogyasztás bővülése magyarázza.** Az erős belső kereslet növeli a vállalatok árazási mozgásterét, ami a tartós inflációs tendenciák erősödésének irányába hat. **Középtávon a bérköltségek a termelékenységgel összhangban alakulnak,** amit a bérmegállapításban rögzített járulékcsoökkentések is támogatnak. Aktuális előrejelzésünk feltevéseinek teljesülése esetén az **indirekt adóktól szűrt maginfláció korábbi előrejelzésünknel enyhén magasabban, 2019-ben 3,2, 2020-ban 3,1, míg 2021-ben 3,0 százalékon alakul éves átlagban.**

1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: KSH, MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

	2018	2019	2020	2021	
Maginfláció	2,5	3,5	3,3	3,0	
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	6,8	8,9	3,2	3,6
	Járműüzemanyag és piaci energia	8,2	-1,9	3,2	3,1
	Szabályozott árú termékek	0,1	0,6	1,9	2,6
	Összesen	3,7	1,5	2,5	2,9
<b>Infláció</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	

Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: MNB

A külső infláció feltevéseink szerint továbbra is mérsékelten alakul. A korábbi olajáremelkedés hatásának kifutásával az eurozóna inflációja az EKB legfrissebb előrejelzése szerint 2019 végéig 1,4 százalékra csökken, és 2021-ig 1,8 százalékra emelkedik. Előretekintve a maginfláció növekedését prognosztizálják, amit a feszesedő munkaerőpiac következtében erősödő bérdinamika és az eurozóna gazdaságának javuló ciklikus pozíciója magyaráz.

Az infláció adótartalma 2019 szeptemberéig fokozatosan emelkedik, majd az intézkedések adóhatásának bázisból való kiesésével párhuzamosan mérséklődik (1-3. ábra). A dohánytermékeket érintő, idén szeptemberben kezdődő jövedékiadó-emelés további két lépésben (2019 januárjában és júliusában) folytatódik, melynek esetében az ideihez hasonló, a korábban tapasztaltaknál gyorsabb begyűrésre számítunk. Az egyéb adóváltozások (tej áfa, pénzügyi tranzakciós illeték, népegészségügyi termékadó) inflációs hatása összességében mérsékelte.

Az üzemanyagok inflációja rövid távon negatív tartományba süllyed (1-1. táblázat), amihez az elmúlt hetek árcsökkenései mellett bázishatások is hozzájárulnak. A határidős jegyzésárak előretekintve mérsékelt árdinamikát mutatnak, így az olajár-csökkenés hatásainak kifutását követően a termékkör árdinamikája 3 százalék körül alakul. A feldolgozatlan élelmiszerek esetében az elmúlt hónapok áremelkedése következtében a jövő évben a historikus átlagnál magasabb árdinamikára számítunk. Ezt követően mérsékeltébb árváltozással számolunk.

A szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizont végéig, a nem-energia jellegű szabályozott árak esetében mérsékelt árdinamikára számítunk.

**1-1. keretes írás: Tartós inflációs tendenciák szerepe a nemzetközi jegybanki gyakorlatban**

**Nemzetközi tapasztalatok alapján** általában megfigyelhető jelenség, hogy bár a jegybankok az inflációs célt a fogyasztóiár-indexben határozzák meg, az inflációs folyamatok értékelése során **egyéb mutatókat is figyelemmel kísérnek a tartósabb tendenciák pontosabb megértése érdekében**. Ezen mutatóknak különösen fontos szerepe van a költségtényezők nagy változékonysága és az indirekt adókat érintő intézkedések esetén. A **tartósabb inflációs folyamatokat megragadó mutatók kiszűrik az egyedi és átmeneti tényezők hatását**. A fejlett és a régiós országok jegybankjai által alkalmazott alapmutatók jellemzően nem tartalmazzák **az indirekt adók hatását, illetve gyakran a változékony árú tételek** – elsősorban üzemanyagok és feldolgozatlan élelmiszerek – **árváltozását** sem. Keretes írásunkban megvizsgáljuk a nemzetközi példákat, illetve ezek hazai inflációs szempontból releváns következtetéseit.

**A legtöbb jegybank az alapfolyamat mutatókat az aktuális tendenciák értékelésére használja, illetve ez alapján von le következtetést a középtávú inflációs tendenciákra** (1-2. táblázat). Általános tapasztalat, hogy ezen mutatók jobban jelzik előre a középtávú inflációs folyamatokat a teljes inflációhoz képest.

**1-2. táblázat: Tartós inflációs tendenciákat megragadó mutatók használata a fejlett és régiós jegybankokban**

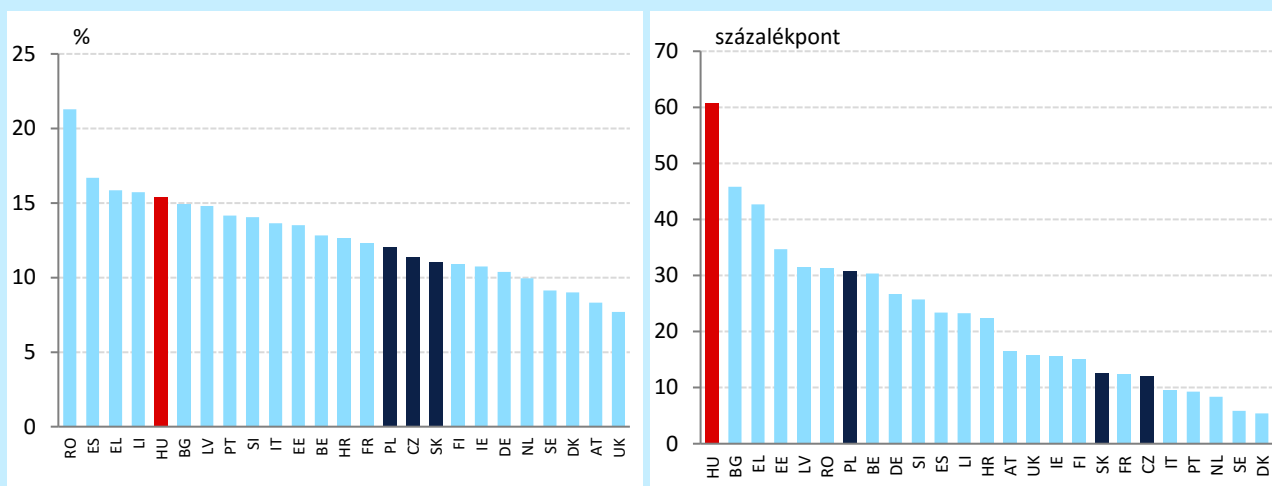
	Tényértékelésben használt	Mutatóra vonatkozó előrejelzés publikálása	Előrejelzett mutató az infláció mellett
EKB	✓	✓	Infláció energia nélkül Infláció energia és élelmiszer nélkül Infláció energia, élelmiszer és indirekt adók nélkül
Fed	✓	✓	Infláció élelmiszer és energia nélkül
Japán	✓	✓	Infláció szezonális élelmiszerek nélkül
Kanada	✓	✗	-
Norvégia	✓	✓	Infláció energia és indirektadó-változások nélkül
Csehország	✓	✓	Infláció indirektadó-változások nélkül Infláció energia, élelmiszerek és indirektadó-változás nélkül
Lengyelország	✓	✓	Infláció energia és élelmiszer nélkül Infláció indirektadó-változás nélkül
Románia	✓	✓	Infláció szabályozott árak, volatilis árak (zöltség, gyümölcs, tojás, üzemanyag) nélkül Infláció szabályozott árak, volatilis árak (zöltség, gyümölcs, tojás, üzemanyag) és alkohol, dohány nélkül

Forrás: Jegybankok

Az alapfolyamat mutatók által figyelmen kívül hagyott olaj- és élelmiszerárak az elmúlt időszakban változékonyan alakultak, novemberben pedig ellentétes irányban is befolyásolták az árdinamikát. Ezen költségtényezők az országok széles körében érdemben befolyásolták az árindexet. **Hazánkban** azonban ezek hatását felerősítette, hogy az **üzemanyag- és feldolgozatlan élelmiszerárak** súlya uniós viszonylatban jelentős. Emellett historikus tapasztalatok alapján e **tételeket hazánkban nagyobb változékonyság is jellemzi, így az inflációs hozzájárulásuk ingadozása nálunk a legmagasabb az Európai Unióban** (1-4. ábra).



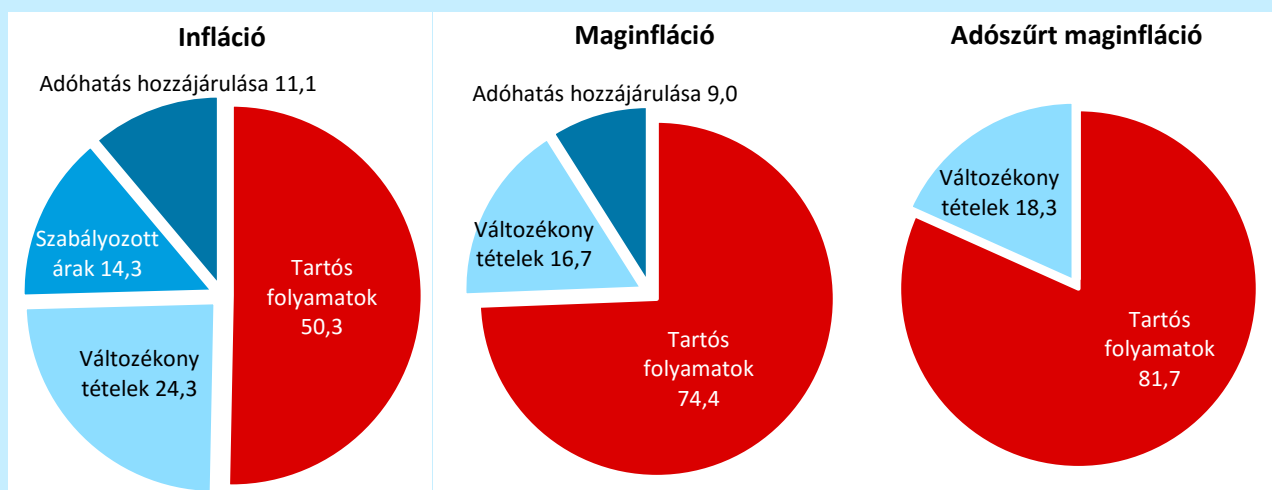
1-4. ábra: Az üzemanyagok és a feldolgozatlan élelmiszerek inflációs hozzájárulásának súlya (bal panel) és varianciája (jobb panel)



Forrás: Eurostat, MNB

Várakozásunk szerint a hazai infláció változékonysága rövid távon is fennmarad, így a monetáris politika horizontján az inflációs cél fenntartható elérésének megítélésében a tartós inflációs tendenciákat megragadó alapfolyamat-mutatók alakulása a szokásosnál is nagyobb figyelmet érdemel. A teljes inflációban a tartós folyamatokat megragadó tételek súlya alig több mint 50 százalék, míg a változékonny tételek adják a fogyasztói kosár közel negyedét, illetve jelentős az adóváltozások hozzájárulása is. Ezzel szemben az indirekt adóktól szűrt maginflációban a tartós folyamatok a meghatározók, melyek önmagukban a mutató közel 82 százalékát alkotják (1-5. ábra).

1-5. ábra: Tartós folyamatok és változékonny tételek súlya



Megjegyzés: Az adóhatás esetében a 2004. január óta vett átlagos inflációhoz való hozzájárulás szerepel. A változékonny tételek: feldolgozatlan élelmiszerek, feldolgozott élelmiszerek, üzemanyagok és piaci energia. Az egyes inflációs főcsoportok súlyát az adóhatások inflációs hozzájárulásának levonása után arányosítottuk a fogyasztói kosárban betöltött (2018) súlyuk alapján.

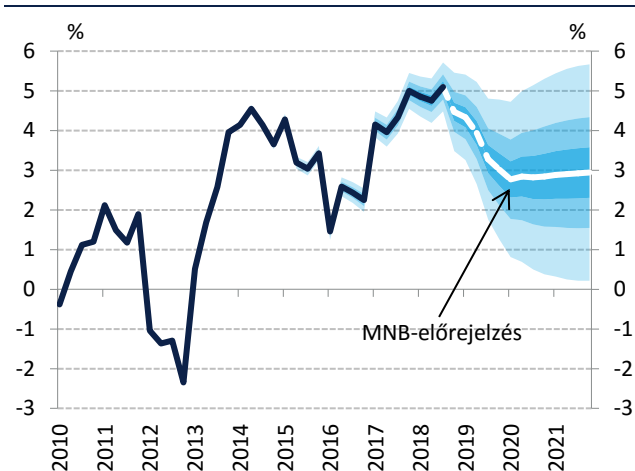
Forrás: MNB-számítás



## 1.2. Reál gazdasági előrejelzésünk

A magyar gazdaság 2018-ban dinamikusan bővül, ugyanakkor előrejelzésünk alapfeltevéseinek érvényessége mellett a gazdasági növekedés 2019-től várhatóan fokozatosan lassul. Előrejelzésünk szerint a hazai növekedésben továbbra is jelentős szerepet kap a belföldi kereslet bővülése, amelyben a lakossági fogyasztás és a beruházások bővülése a meghatározó. A fogyasztás növekedését a reáljövedelem bővülése, a nettó pénzügyi vagyon és a fogyasztói bizalom magas szintje, valamint a lakáspiac fellendülésének másodkörös hatásai egyaránt támogatják. A magánberuházások a teljes előrejelzési horizonton emelkednek, amihez a nagyberuházások (BMW, MOL, Mercedes), a magas kapacitáskihasználtság, a feszes munkaerőpiac, az NHP fix program, valamint a bővülő lakossági beruházások is hozzájárulnak. Ezzel szemben prognózisunkban a kormányzati beruházások 2020-2021-ben mérséklődnek. Fő külkereskedelmi partnereink mérséklődő növekedése ellenére a hazai export esetén nem számítunk lassulásra az exportpiaci részesedésünk emelkedése miatt. A gazdaság hosszú távú, fenntartható növekedése szempontjából egyre nagyobb hangsúlyt kap a versenyképesség célzott javítása.

1-6. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

**Az idei évben a GDP dinamikus növekedésére számítunk.**

Várakozásaink szerint a bruttó hazai termék idén 4,7 százalékkal emelkedik, majd az aktuális előrejelzés feltevéseinek teljesülése mellett 2019-ben 3,5, 2020-ban és 2021-ben pedig 3 százalékos bővülést prognosztizálunk (1-6. ábra). A hazai növekedésben **továbbra is jelentős szerep jut a belföldi kereslet bővülésének**, amelyben meghatározó a lakossági fogyasztás és a beruházások bővülése. Ugyanakkor a reálbérek, a beruházási aktivitás és a külső kereslet lassulásával a gazdasági növekedés üteme mérséklődik az előrejelzési horizont második felére (1-7. ábra).

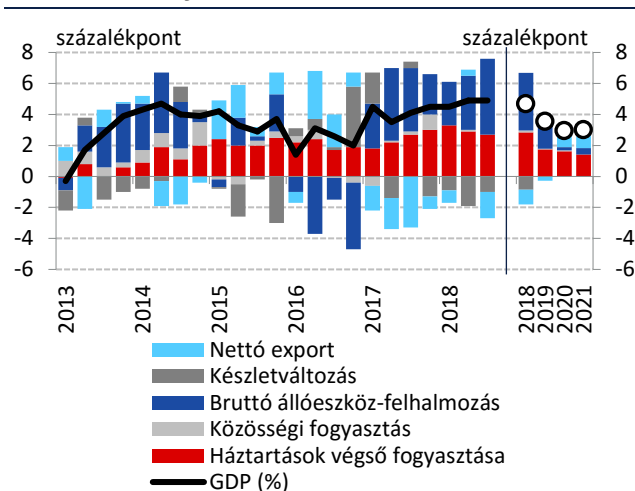
**A lakossági fogyasztás bővülésének folytatódására számítunk az előrejelzésünkben.**

A háztartások fogyasztási kiadásának növekedését érdemben támogatják a folytatódó erős béremelkedés és a foglalkoztatás bővülésével összefüggő kedvező jövedelmi alapfolyamatok. Az előrejelzési horizont végén a demográfiai folyamatok egyre inkább effektív korlátot jelentenek a foglalkoztatásbővülés számára, ami a reál nettó keresettömeg dinamikájának mérséklődését eredményezi, így a lakossági fogyasztás bővülési ütemének lassulására számítunk (1-8. ábra). **A fogyasztás bővüléséhez hozzájárul a korábban felhalmozott magas nettó pénzügyi vagyon, a fogyasztói bizalom magas szintje és a lakáspiaci élénkülés másodkörös hatásai is.**

A lakossági fogyasztás emelkedését a bővülő háztartási hitelezés is támogatja. Előretekintve folytatódik az új hitelszerződések bruttó volumenének emelkedése. A bankok a kereslet folytatódásának bővülésére számítanak mind a fogyasztási, mind pedig a lakáscélú hitelek esetében, így előrejelzésünkben rövid távon **a lakossági hitelezés további növekedésére számítunk**, amit a hitelfelvételi hajlandóság emelkedése mellett az otthonteremtési célokat szolgáló, kedvező hitelezési programok is támogatnak.

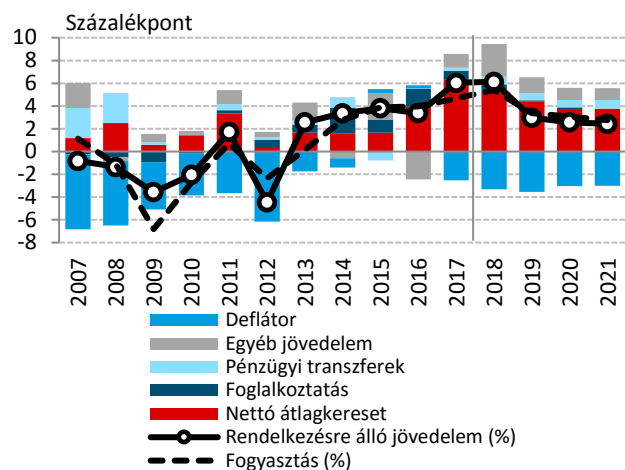
A jövedelmek bővülésével összhangban a **fogyasztás növekedése a termékcsoportok széles körében folytatódik**

1-7. ábra: Hozzájárulás a GDP éves változásához



Forrás: KSH, MNB

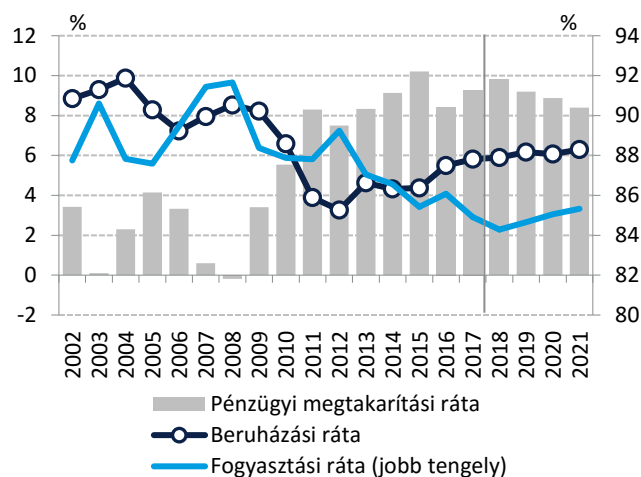
1-8. ábra: A lakosság reáljövedelmének alakulása



Megjegyzés: Éves változás.

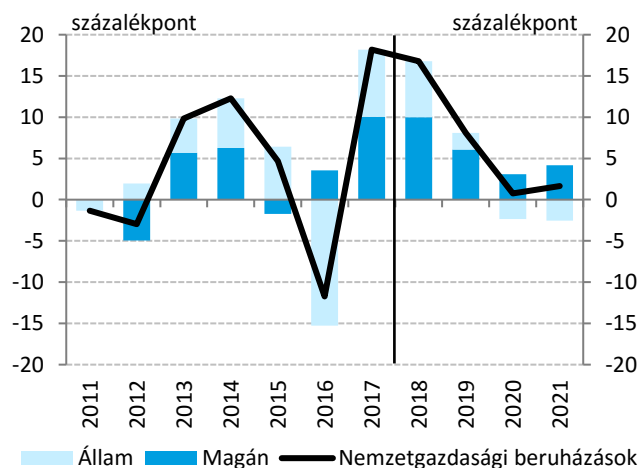
Forrás: MNB

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



Forrás: KSH, MNB

1-10. ábra: Hozzájárulás a beruházások éves változásához



Forrás: KSH, MNB-előrejelzés

várakozásunk szerint. A szolgáltatások fogyasztásának növekedési üteme historikusan magasan alakult az idei évben, továbbá a tartós és félig tartós termékek vásárlása is dinamikusan bővült. Előretekintve arra számítunk, hogy a **tartós termékek és a szolgáltatások vásárlása egyre meghatározóbbá válik az aggregált fogyasztás növekedésében.**

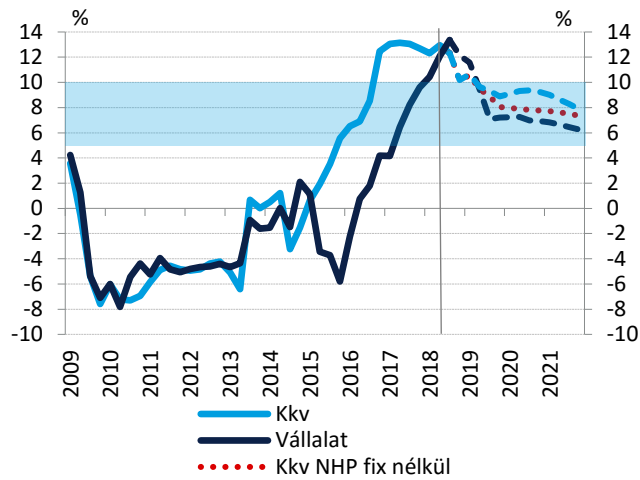
Az elkövetkező években a fogyasztás bővülése meghaladja a rendelkezésre álló jövedelmek növekedési ütemét, így a **fogyasztási ráta enyhe emelkedésére számítunk.** A lakosság beruházási rátája szintén kismértékben növekszik az előrejelzési horizonton, így a megtakarítási ráta a 2018-as magas szintjéről fokozatosan csökken (1-9. ábra).

**A nemzetgazdasági beruházások bővülésére számítunk a teljes előrejelzési horizonton,** amihez 2018-2019-ben mindhárom szektor beruházási aktivitásának emelkedése hozzájárul. Ugyanakkor az **előrejelzési horizont második felében a kormányzati beruházások mérséklődése** visszafogja a nemzetgazdasági beruházások növekedési ütemét (1-10. ábra). Előretekintve a **nemzetgazdasági beruházási ráta 25 százalék felett alakul.**

A **vállalati szektor beruházási aktivitása kedvezően alakul,** összhangban a belső kereslet emelkedésével, az alacsony kamatkörnyezettel, a magas kapacitáskihasználtsággal, a feszes munkaerőpiaccal, valamint a kkv-hitelek bővülésével. **Az előrejelzési horizonton** arra számítunk, hogy a **vállalati hitelezés bővülése** az idei évi 12 százalékos mértéket követően átlagosan 7 százalék körüli ütemben folytatódik 2021-ig, amit az **NHP fix program is támogat** (1-11. ábra). A korábban bejelentett nagyberuházások és kapacitásbővítések mellett a **BMW-gyár építése az előrejelzési horizont végén fokozatosan futhat fel,** hozzájárulva a vállalati beruházások bővüléséhez (1-12. ábra). **A BMW beruházása** (másodkörös hatásokat is figyelembe véve, importtal korrigálva) **2019 és 2021 között közel 0,3 százalékponttal emelheti a gazdasági növekedést.** Az uniós források effektív felhasználása – melyek jelentős hányada gazdaságfejlesztési célokra irányul – 2019-ig támogatja a vállalati beruházások növekedését.

A lakásépítések bővülésével összhangban a **lakossági beruházások emelkedését várjuk.** A lakásépítési engedélyek állományának magas szintje és az új lakásépítések fokozatos felfutása szintén a lakosság élénk beruházási aktivitására utal. A törvénymódosítás értelmében a 2018. november 1-jén végleges építési engedéllyel rendelkező lakások esetében **2023-ig alkalmazható az öt százalékos lakásáfa.** A bizonytalanság és a befejezési kényszer megszűnése következtében bizonyos projektek 2019 végéről 2020-ra

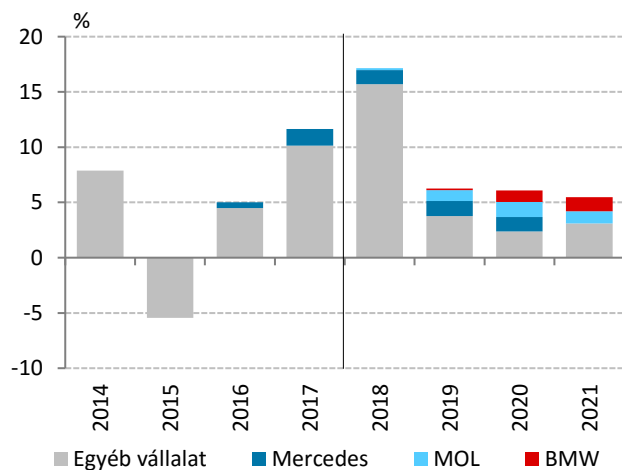
1-11. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: Tranzakciós alapú, éves változás.

Forrás: MNB

1-12. ábra: Becsült hozzájárulás a vállalati beruházások éves változásához



Forrás: MNB-becslés

tolódhatnak, így **2019-ben alacsonyabb, 2020-ban a korábbi feltevéseinknél magasabb lakásépítéssel kalkulálunk.** Előrejelzésünkben továbbra is azzal a feltevéssel élünk, hogy a lakásépítések 2019-ben tetőznek.

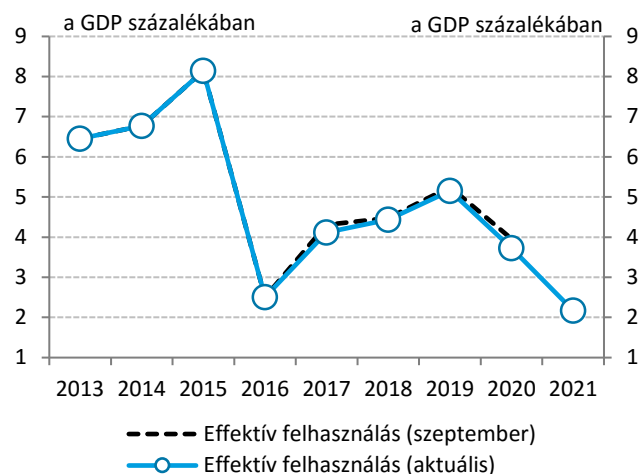
**Az előrejelzési horizont első felében az állami beruházások bővülését várjuk,** összhangban az uniós források effektív felhasználásának felfutásával. Korábbi feltevéseinkkel összhangban arra számítunk, hogy az effektív felhasználás 2019-ben tetőzik, majd fokozatosan mérséklődik 2021-re (1-13. ábra). Ennek megfelelően **2020-2021-ben az állami beruházások mérséklődését várjuk.**

A szeptemberi Inflációs jelentéshez képest a **külső kereslet visszafogottabb bővülésével** számolunk, amit a nemzetközi intézmények által készített (jellemzően lefelé módosított) előrejelzések is alátámasztanak. A prognózisok a **világ gazdasági növekedés külkereskedelemin intenzitásának csökkenésére számítanak,** ami az import alapú külső kereslet erőteljesebb mérséklődését eredményezi. **A globális és európai konjunktúrát lefelé mutató kockázatok övezik.** A kereskedelmi feszültségek fokozódása, a kínai gazdaság lassulása, az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése (illetve a kilépési tárgyalásokból eredő bizonytalanság), valamint a magas olasz államadósság és várható fiskális politikából eredő pénzügyi és reál gazdasági kockázatok is befolyásolhatják külső keresletünk alakulását.

Fő külkereskedelmi partnereink mérsékeltebb növekedése és a német járműipar visszafogott teljesítménye következtében a **külső kereslet lassulására számítunk.** Ugyanakkor az ipari alágazatok széles körét érintő új exportkapacitások kiépülésével és a szolgáltatásexport dinamikus bővülésével összhangban **exportpiaci részesedésünk tovább javul, ezért a hazai kivitel stabilan növekszik az előrejelzési horizonton** (1-14. ábra).

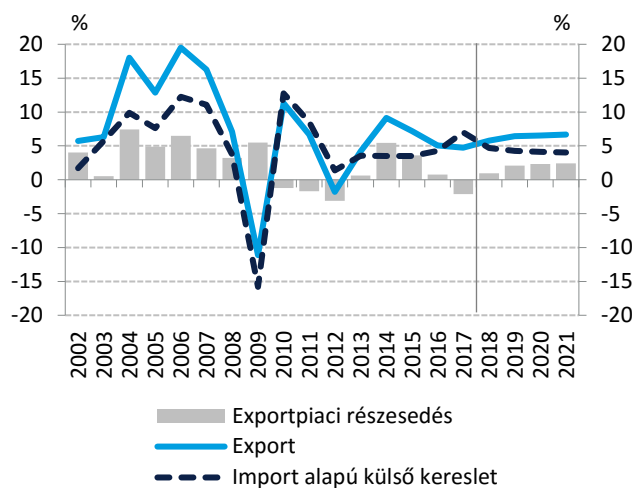
Az export bővülésével párhuzamosan az import is tovább növekszik. A hazai belső keresleti tényezők (fogyasztás, beruházás) bővülése szintén emeli a behozatal dinamikáját, ennek következtében várakozásaink szerint a **nettó export 2018-ban érdemben, 2019-ben enyhén lassítja a gazdaság bővülését.** Noha az import bővülése rövid távon a nettó export mérséklődésén keresztül visszafogja a gazdasági növekedést, hosszú távon a beruházási célú importbővülés a tőkeállomány emelkedésén keresztül támogatja a potenciális GDP növekedését (1-15. ábra). Emellett az előrejelzési horizont második felében a lakossági fogyasztás és a beruházások növekedési ütemének lassulása nyomán a gazdaság importszükséglete mérséklődik. **2020-2021-ben a nettó export pozitívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez.**

1-13. ábra: Az uniós támogatások effektív felhasználása



Forrás: Pénzügyminisztérium, MNB

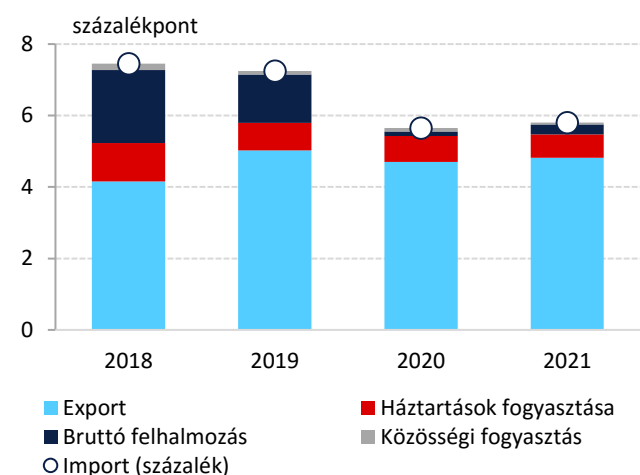
1-14. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: KSH, MNB

1-15. ábra: A felhasználási tételek hozzájárulása az import éves változásához



Forrás: MNB

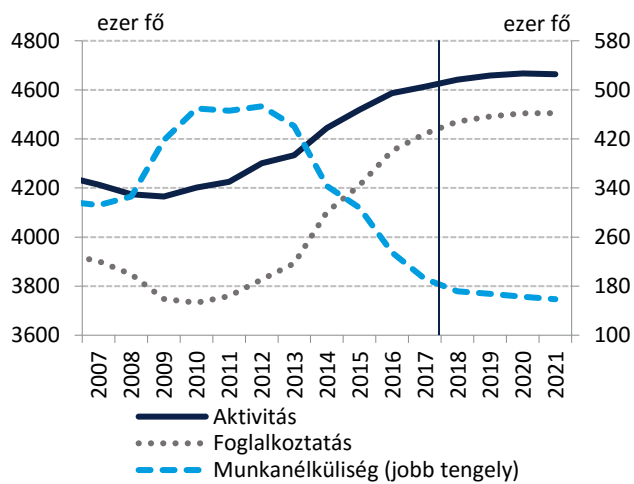
A kedvező kukoricatermésel összhangban a mezőgazdaság hozzájárulása az idei évi gazdasági növekedéshez kis mértékben pozitív lehet. Előretekintve azonban a hosszú ideig tartó szárazság és vízhiány károkat okozhatott az ágazat teljesítményében, illetve egyre inkább arra ösztönözheti a termelőket, hogy a vízigényes kukorica helyett egyéb növényeket vessenek. Ennek következtében a mezőgazdaság teljesítménye a jövő évben visszafogottabban alakulhat.

A GDP a potenciális kibocsátás közelében, enyhén afölött alakult, ezért előretekintve a gazdaság kínálati oldalának bővülése válik meghatározóvá a növekedés fenntarthatósága szempontjából. **Előrejelzésünkben a munkatermelékenység javulására számítunk**, azonban ez a folyamat inkább ciklikus tényezőkkel magyarázható. Általánosan megfigyelhető jelenség, hogy a gazdasági konjunktúra felívelő szakaszában a munkatermelékenység emelkedése jellemző (Kaldor-Verdoorn-szabály). A magas beruházási ráta, a bejelentett nagyberuházások és a beszállítói hálózat kapacitásbővítései középtávon pozitív visszacsatolást indítanak el a magasabb hozzáadott értékű piaci szolgáltatások (infokommunikáció, pénzügy, logisztika, marketing) körében is. **Előretekintve a termelékenység alakulása határozza meg a GDP hosszú távú, fenntartható bővülését. A potenciális növekedés ütemét a gazdaságpolitika a stabilitás fenntartása mellett a versenyképesség javítását célzó lépésekkel emelheti.**

### 1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

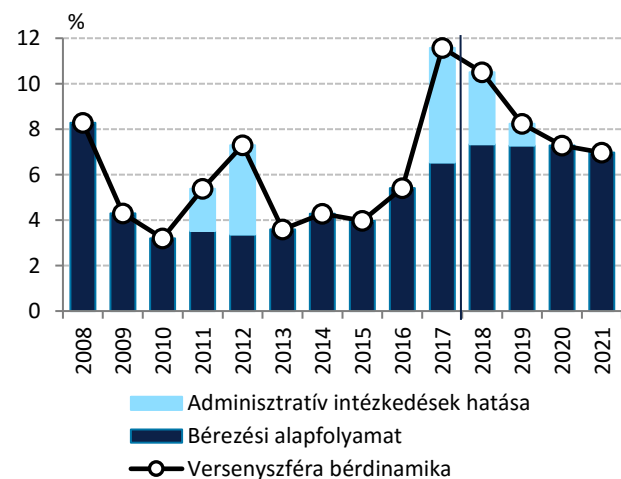
Előrejelzési horizontunkon a gazdasági növekedéssel párhuzamosan a versenyszféra tartósan magas munkaerő-kereslete támogatja a foglalkoztatás további bővülését, azonban a demográfiai folyamatok egyre effektívebb korlátot jelentenek, így a foglalkoztatás növekedésének üteme fokozatosan lassul. A munkanélküliségi ráta 3,4 százalékra csökken az előrejelzési időszak végére. 6-8 százalékos béremelkedéssel számolunk. Az elmúlt évek gyors bérnövekedésének a korábban historikusan alacsony szintre kerülő bérhányad biztosított teret, így a bérhányad felzárkózott a historikus átlagához. A jövőben a bérezést egyre inkább a termelékenység és a versenyképesség alakulása határozza meg. A költségoldalról jelentkező inflációs hatást mérsékelik a bérmegállapodásban rögzített járulékcsoökkentések.

1-16. ábra: Foglalkoztatási, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH, MNB

1-17. ábra: A versenyszféra bérelőrejelzése és felbontása



Megjegyzés: Az adminisztratív intézkedések hatását legalább 1 százalékpontos hatás esetén választjuk el az alapfolyamattól.

Forrás: KSH, MNB-becslés

Várakozásunk szerint az egyre effektívebbé váló demográfiai korlátok (a munkaképes korúak létszámának és kor-nem szerinti összetételének változása) miatt **az aktivitás emelkedése lassul az előrejelzési időszak első felében, 2020-tól pedig nem folytatódik a munkaerő-kínálat bővülése** (1-16. ábra). A demográfiai folyamatok mellett az elmúlt évek dinamikus létszám-bővülésével összhangban a potenciálisan bevonható munkaerő-tartalék historikusan alacsony szintre csökkent, így egyre inkább effektív korlátot jelent a foglalkoztatásbővülés számára.

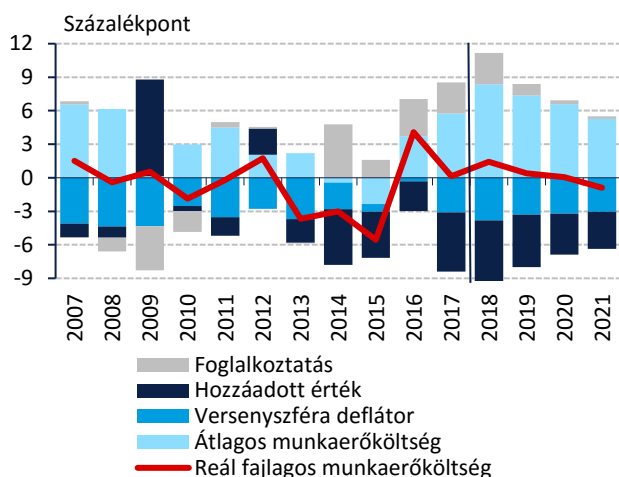
**A gazdasági növekedéssel párhuzamosan a versenyszféra tartósan magas munkaerő-kereslete támogatja a foglalkoztatás további bővülését, azonban a foglalkoztatás növekedésének üteme fokozatosan lassul.** A munkaerő-tartalék szűkössége és illeszkedési problémái (a munkaerő nem megfelelő képzettsége és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

A közfoglalkoztatottak száma 150 ezer fő alá csökkent a harmadik negyedévben, és az előrejelzési horizonton a közfoglalkoztatás további mérséklődésére számítunk. **A feszes munkaerőpiaci környezetben a közfoglalkoztatásból kikerülők egy része visszaáramolhat az elsődleges munkaerőpiacra.** Az állami szféra foglalkoztatottsága érdemben nem változik a következő években.

A foglalkoztatottság folytatódó emelkedésével párhuzamosan **a jelenleg 3,8 százalékos szinten tartózkodó munkanélküliségi ráta 3,4 százalékra csökken az előrejelzési időszak végére.**

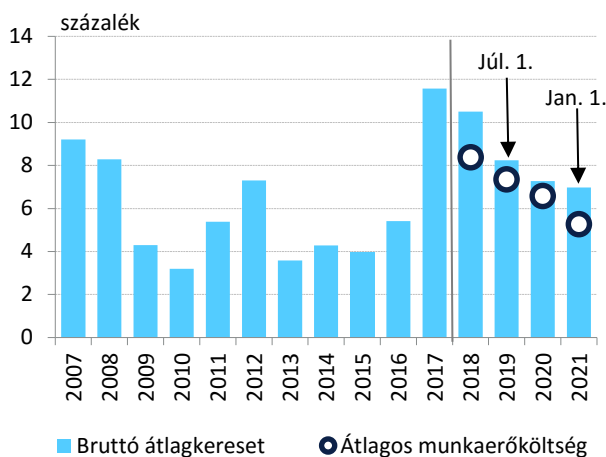
A historikusan feszes munkaerőpiaci környezetben a vállalatok erőteljes versenyt folytatnak a munkaerő megtartásáért és felvételéért, ami dinamikus bérezési alapfolyamatokhoz vezet. **A szeptemberi előrejelzésnél magasabb bérnövekedésre számítunk 2018-ban, amit a rövid távon erőteljesebb bérezési alapfolyamatok indokolnak.** A minimálbér- és garantált bérminimum előző évitől elmaradó mértékű emelése miatt azonban továbbra is a tavalyi évnél összességében alacsonyabb bérdinamika valósulhat meg a versenyszférában. **Előrejelzésünkben**

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



Forrás: KSH, MNB

1-19. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása, valamint a szociális hozzájárulási adó csökkentésének időpontjai



Forrás: KSH, MNB

**6-8 százalékos béremelkedéssel számolunk.** 2019-ben adminisztratív intézkedések is emelik a bérdinamikát: a cafeteria-rendszer átalakítása és a júliusi járulécsökkentés becslésünk szerint 1 százalékponttal járulhat hozzá a versenyszféra béreinek növekedéséhez (1-17. ábra).

Az elmúlt évek gyors bérnövekedésének a korábban historikusan alacsony szintre kerülő bérhányad biztosított teret, így a bérhányad felzárkózott a historikus átlagához (bővebben lásd a 6.1-es kiemelt témát). **A következő években a vállalatok bérezési mozgásterének szűkülésével a bérek növekedését egyre inkább a termelékenység és a versenyképesség határozza meg.** Az előrejelzési horizonton a termelői reálbérek (reál munkaerőköltség) a termelékenység bővülésével összhangban növekednek (1-18. ábra).

**A költségoldalról jelentkező inflációs hatást mérséklük a bérmegállapodásban rögzített járulécsökkentések.** A szociális hozzájárulási adó a tavalyi és idei év eleji (5, illetve 2,5 százalékos) mérséklődését követően még négy lépésben 2–2 százalékponttal fog csökkenni – a reálbérek emelkedésének függvényében. A jövő évi költségvetés tervezete alapján 2019. július 1-től a szociális hozzájárulási adó kulcsát 2 százalékponttal csökkentik. Ezt követően prognózisunk szerint a következő járulécsökkentés 2021 elején valósulhat meg (1-19. ábra).



**1-2. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink és az olajárak alakulását övező kockázatok**

Magyarország egy kis nyitott gazdaság, így a legfontosabb makrogazdasági változókra készített előrejelzéseinket alapvetően befolyásolja a külső tényezők alakulása, továbbá az azokra vonatkozó feltevések változása. Prognózisunk átláthatóbbá tételét segíti a külső feltevésekre vonatkozó változások rövid bemutatása (1-3. táblázat).

**1-3. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása**

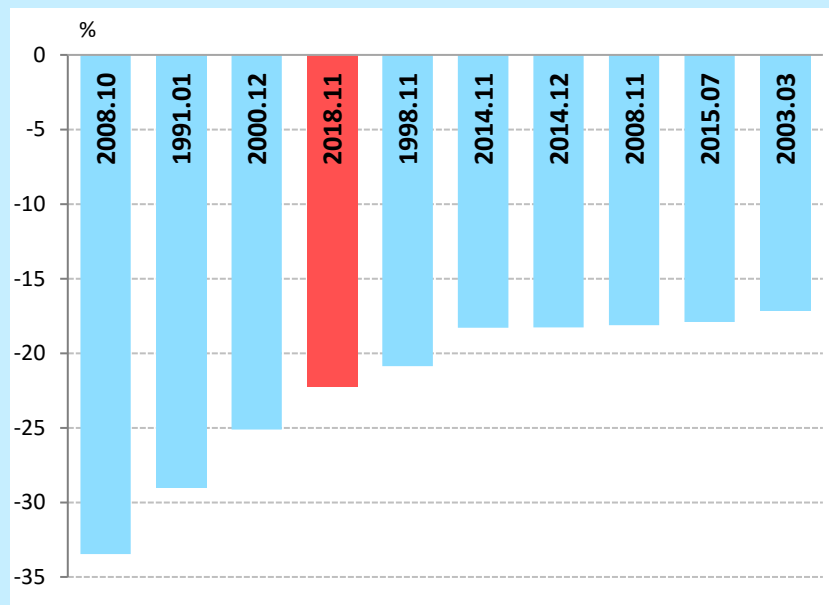
Meghatározó feltevések	2018		2019		2020		2021 Aktuális	Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális		2018	2019	2020
EUR/USD	1,19	1,18	1,16	1,14	1,16	1,14	1,14	-0,5%	-2,4%	-2,4%
Olajár (USD/hordó)	73,4	71,4	75,4	61,1	71,8	61,2	61,2	-2,7%	-19,0%	-14,7%
Olajár (EUR/hordó)	61,8	60,5	64,8	53,8	61,7	53,9	53,9	-2,1%	-17,0%	-12,6%
Élelmiszerárak										
Búza (USD/véka)	4,99	4,94	5,60	5,31	5,91	5,75	5,99	-0,9%	-5,1%	-2,7%
Kukorica (USD/véka)	3,65	3,67	3,83	3,87	4,09	4,12	4,23	0,6%	1,0%	0,8%
Eurozóna inflációja (%)	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7	1,7	1,8	0,1 szp.	-0,1 szp.	0 szp.
Felvévőpiacaink növekedése*(%)	2,6	2,5	2,5	2,4	2,4	2,3	2,2	-0,1 szp.	-0,1 szp.	-0,1 szp.

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

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

**Nyersanyagárak**

**Az őszi hónapokban az olajárak rendkívül változékonyan alakultak. A Brent nyersolaj hordónkénti ára szeptemberben és október elején az Iránnal szembeni szankciók hírére és az ezzel kapcsolatos kínálati bizonytalanság hatására 85 dollár fölé emelkedett.** Az áremelkedést október második felétől az árak korrekciója követte, és **november végére az olajárak 60 dollár alá csökkentek**, ami **1990 óta a negyedik legnagyobb mértékű havi olajárcsökkenést** jelenti (1-20. ábra). Az árak csökkenéséhez a globális olajkitermelés növekedése mellett az is hozzájárult, hogy az USA az Iránnal szembeni szankciói alól nyolc ország<sup>1</sup> számára átmenetileg felmentést adott, így ezen országok továbbra is importálhatnak iráni olajat.

**1-20. ábra: Tíz legnagyobb havi olajárcsökkenés 1990 óta**

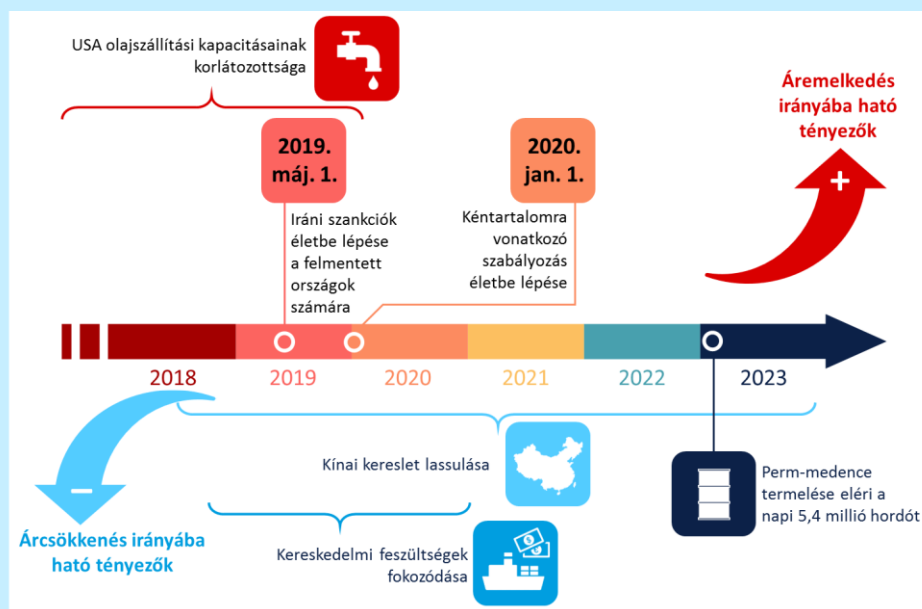
Megjegyzés: USD-ben kifejezett Brent olajár adott hó végi értéke az előző hónap végi értékéhez viszonyítva.

Forrás: Bloomberg

<sup>1</sup> Dél-Korea, Görögország, India, Japán, Kína, Olaszország, Tajvan és Törökország.

A határidős jegyzésárak alapján az **előrejelzésünk időhorizontján az olajárak a jelenlegivel lényegében megegyező szinten alakulhatnak, így az aktuális prognózisunkban alacsonyabb olajárakra számítunk a szeptemberi Inflációs jelentés feltevéseinél.** Ugyanakkor az árak alakulását jelentős bizonytalanság övezi. A Consensus Economics decemberi felmérése alapján a 2019. decemberi olajárakra vonatkozó szakértői várakozások széles tartományban (50 és 87,5 dollár között) ingadoznak. Az olajárak középtávú alakulását **az olajkitermelés és -felhasználás volumene, a világgazdasági teljesítmény várható alakulása, illetve a pénzügyi folyamatok (például a dollár árfolyamának változása) határozza meg,** melyek közül a kitermelés és felhasználás volumenét számos tényező befolyásolhatja az elkövetkező években (1-21. ábra).

1-21. ábra: Az olajárak jövőbeli alakulását meghatározó tényezők



Forrás: MNB

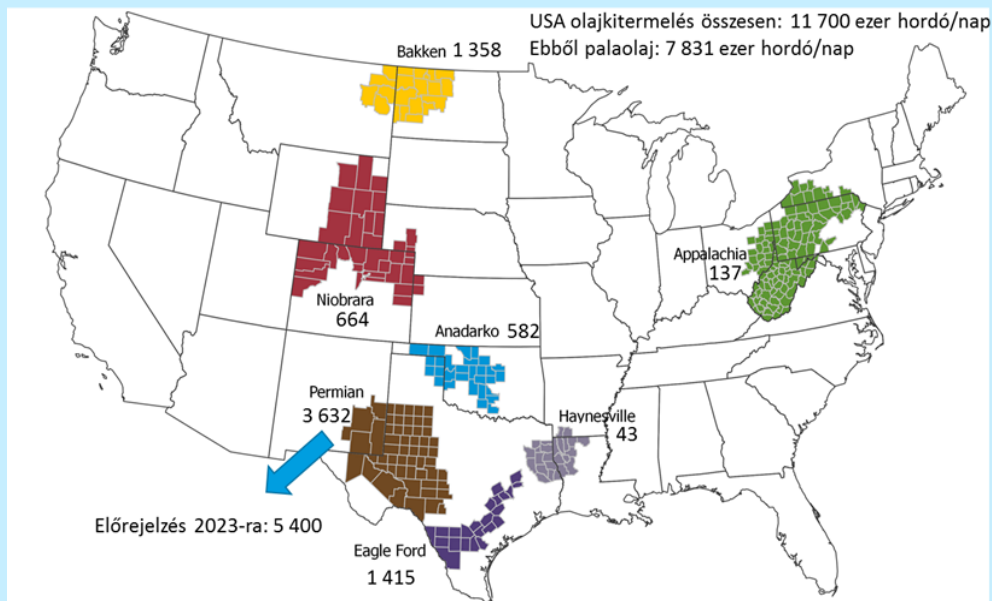
Az olajárak emelkedését okozhatja az **Iránnal szembeni szankciók alóli felmentések 2019. májusi lejáratára**, mely az iráni olajexportot és a globális kínálat csökkenésével járhat. Magasabb olajárakat eredményezhet a **Nemzetközi Tengerhajózási Szervezet 2020. január 1-jétől életbe lépő szabályozása** is, amely alacsonyabb kéntartalmú üzemanyagok alkalmazását teszi kötelezővé a tenger- és óceánjáró hajók számára. Ezekkel szemben a jelenleginél **alacsonyabb olajárakat eredményezhet a kínai kereslet lassulása** (valamint Kína energiahatékonyságának emelkedése), **illetve a kereskedelmi feszültségek esetleges fokozódásából eredő olajkereslet-csökkenés.**

Az **olajárak csökkenésének irányába hathat az USA gyorsan bővülő palaolaj-kitermelése** is. A kínálat bővülésének elsődleges forrása az Új-Mexikó és Texas állam területén húzódó **Perm-medence** lehet. A térség az Egyesült Államok palaolaj-kitermelésének harmadát adja, **napi kitermelése az elmúlt két évben megduplázódott. A jelenlegi előrejelzések szerint a Perm-medence kitermelése a következő években is dinamikusan emelkedhet, így 2023-ra elérheti a napi 5,4 millió hordót** (1-22. ábra), amit az OPEC tagjai közül egyedül Szaúd-Arábia kitermelése haladna meg. Emellett az amerikai kitermelők elmúlt években végrehajtott technológiai fejlesztéseinek következtében **jelentősen csökkentek a termelési költségek és a különböző becslések szerint jelenleg hordónként 20 és 40 dollár között alakulhatnak.** Így a térségben a gazdaságos kitermelés alacsonyabb olajárak mellett is fennmaradhat, ami támogatja a hosszabb távú termelésbővülést.

Ugyanakkor a **térség és az Egyesült Államok kitermelésének alakulását jelentős bizonytalanság övezi.** A Perm-medencében az elmúlt időszakban megvalósuló dinamikus bővülést az infrastruktúra és a munkaerő mennyisége sem tudta maradéktalanul lekövetni. A folyamatban lévő beruházások ellenére a **csővezetékek szűkös kapacitása 2020 elejéig gátolhatja a Perm-medence kitermelésének emelkedését, továbbá a megfelelő mennyiségű, szakképzett munkaerő hiánya hosszabb távon is akadályt jelenthet.**



1-22. ábra: Az Egyesült Államok legnagyobb palaolaj-kitermelő térségei



Forrás: EIA, MNB

A nyers élelmiszerek áaira vonatkozó feltevésünk érdemben nem változott az előző prognózisunkhoz képest. A határidős jegyzésárak alapján mind a búza, mind pedig a kukorica esetén az árak fokozatos emelkedése várható a következő években. Az EUR/USD keresztárfolyamára vonatkozóan technikai alapon a szeptemberi feltevésünknel gyengébb euróra számítunk az előrejelzési horizonton.

#### Külső infláció

Az EKB legfrissebb előrejelzésében az eurozóna inflációja 2019 végéig 1,4 százalékra csökken a korábbi olajremelkedés hatásának kufutásával párhuzamosan, ezt követően fokozatosan emelkedik, és 2021-ben 1,8 százalékon alakul. Előretekintve a maginfláció növekedése várható, amit a feszesező munkaerőpiac következtében erősödő bérdinamika és az eurozóna gazdaságának javuló ciklikus pozíciója magyaráz. Ennek következtében az eurozóna maginflációja éves átlagban 2021-re 1,8 százalékig emelkedik. **Az idei évre enyhén magasabb, míg a jövő évre vonatkozóan a szeptemberi előrejelzésnél enyhén alacsonyabb inflációt prognosztizálnak.** Az előrejelzés változását az olajárak elmúlt időszakos változékony alakulása és a maginflációra vonatkozó alacsonyabb prognózis magyarázza. A szeptemberi előrejelzésnél mérsékeltbb maginflációt az eurozónára vonatkozó alacsonyabb növekedési, illetve bérprognózis okozza.

#### Külső kereslet

**A világgazdaság teljesítményére vonatkozó növekedési előrejelzések lefelé módosultak,** Németország és a hazai kivétel szempontjából releváns gazdaságok visszafogottabb növekedési kilátása és a csökkenő német járműipari termelés következtében a **külső keresletünk elmaradhat szeptemberi feltevéseinktől.** Előretekintve az európai konjunktúrát kockázatok övezik: a globális külkereskedelmi feszültségek fokozódása, a visszafogott ipari termelés, a korrekciót mutató európai konjunktúraindikátorok, a kínai gazdaság lassulása és az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése ronthatja felvevőpiacaink növekedési kilátásait. Emellett a magas olasz államadósság és várható fiskális politikából eredő pénzügyi és reál gazdasági kockázatok is befolyásolhatják külső keresletünk alakulását.

#### Fiskális feltevések

A Kormány a közelmúltban döntött a **köztisztviselői létszám csökkentéséről, a kormánytisztviselők, az egészségügyi és honvédelmi dolgozók több lépcsős béremeléséről.** Az intézkedések évente növekvő mértékben emelik az állami bérkiadásokat a szeptemberi Inflációs jelentés előrejelzéséhez képest, 2019-ben bruttó értelemben GDP 0,2 százalékával, 2021-ben 0,4 százalékkal. Az adótörvények őszi elfogadása során kisebb változtatások mellett az útdíj megemeléséről (éves hatása mintegy 10 milliárd forint) és az előadóművészeti szervezetek számára felajánlható társasági adó megszüntetéséről született döntés. **Az adóbevételek a teljes előrejelzési horizonton magasabbak lehetnek a korábban vártnál,** így a hiány is kisebb lehet, mint a szeptemberi Inflációs jelentésben várt.

1-4. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest

	2017	2018		2019		2020		2021
	Tény	Előrejelzés						
		Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Aktuális
<b>Infláció (éves átlag)</b>								
Maginfláció <sup>1</sup>	2,3	2,4	2,5	3,3	3,5	3,2	3,3	3,0
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	2,2	2,3	2,4	3,1	3,2	3,1	3,1	3,0
Infláció	2,4	2,8	2,8	3,1	2,9	3,0	3,0	3,0
<b>Gazdasági növekedés</b>								
Háztartások fogyasztási kiadása	4,7	4,9	5,4	3,2	3,4	3,1	3,1	2,8
Kormányzat végső fogyasztása	1,8	1,1	1,9	0,7	1,0	0,8	1,0	0,5
Állóeszköz-felhalmozás	18,2	14,9	16,8	8,9	8,1	0,7	0,7	1,6
Belföldi felhasználás	6,8	6,2	6,3	4,0	4,0	2,0	2,0	2,0
Export	4,7	6,9	5,8	7,2	6,5	6,5	6,5	6,7
Import	7,7	9,2	7,5	7,9	7,2	5,7	5,7	5,8
GDP	4,1	4,4	4,7	3,5	3,5	3,0	3,0	3,0
Munkatermelékenység <sup>6</sup>	2,1	2,2	2,6	2,9	2,9	2,6	2,7	3,0
<b>Külső egyensúly<sup>2</sup></b>								
Folyó fizetési mérleg egyenlege	3,2	1,0	1,1	0,7	0,7	1,3	1,3	1,9
Külső finanszírozási képesség	4,2	2,9	2,8	3,0	2,7	3,3	3,1	3,1
<b>Államháztartás<sup>2,5</sup></b>								
ESA-egyenleg	-2,2	(-2,2)-(-2,3)	(-2,0)-(-2,1)	(-1,7)-(-1,8)	(-1,6)-(-1,7)	(-1,4)-(-1,8)	(-1,4)-(-1,6)	(-1,4)-(-1,6)
<b>Munkaerőpiac</b>								
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	12,9	10,5	11,0	7,9	8,5	6,8	6,9	6,9
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,6	1,4	1,1	0,6	0,5	0,2	0,3	0,0
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	11,6	10,0	10,5	8,2	8,2	7,3	7,3	7,0
Versenyszféra foglalkoztatottság	2,2	1,8	1,4	1,0	0,9	0,3	0,4	0,2
Munkanélküliségi ráta	4,2	3,5	3,7	3,4	3,6	3,3	3,5	3,4
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	3,2	5,2	5,1	3,1	3,6	3,2	3,2	2,1
Lakossági reáljövedelem <sup>4</sup>	6,1	6,0	6,1	2,9	3,0	2,5	2,6	2,4

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

1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózissal

	2018	2019	2020	2021
<b>Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)</b>				
MNB (2018. december)	2,8	2,9	3,0	3,0
Consensus Economics (2018. november) <sup>1</sup>	2,7 – 2,9 – 3,2	2,7 – 3,3 – 3,8		
Európai Bizottság (2018. november)	3,0	3,3	3,0	
IMF (2018. október)	2,8	3,3	3,0	3,0
OECD (2018. november)	3,0	4,0	4,0	
Reuters-felmérés (2018. december) <sup>1</sup>	2,8 – 2,9 – 3,1	3,0 – 3,2 – 3,4	3,0 – 3,1 – 3,3	
<b>GDP (éves növekedés, %)</b>				
MNB (2018. december)	4,7	3,5	3,0	3,0
Consensus Economics (2018. november) <sup>1</sup>	4,1 – 4,4 – 4,8	2,0 – 3,3 – 4,2		
Európai Bizottság (2018. november)	4,3	3,4	2,6	
IMF (2018. október)	4,0	3,3	2,6	2,4
OECD (2018. november)	4,6	3,9	3,3	
Reuters-felmérés (2018. december) <sup>1</sup>	4,6 – 4,7 – 4,9	3,2 – 3,7 – 4,2		
<b>Folyó fizetési mérleg egyenlege<sup>3</sup></b>				
MNB (2018. december)	1,1	0,7	1,3	1,9
Európai Bizottság (2018. november)	1,2	0,0	0,3	
IMF (2018. október)	2,3	2,1	1,9	1,4
OECD (2018. november)	1,7	0,9	0,6	
Reuters-felmérés (2018. december) <sup>1</sup>	1,8 – 2,5 – 3,5	1,1 – 2,2 – 3,1		
<b>Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)<sup>3,4</sup></b>				
MNB (2018. december)	(-2,0) – (-2,1)	(-1,6) – (-1,7)	(-1,4) – (-1,6)	(-1,4) – (-1,6)
Consensus Economics (2018. november) <sup>1</sup>	(-2,0) – (-2,4) – (-3,0)	(-1,7) – (-2,2) – (-3,0)		
Európai Bizottság (2018. november)	-2,4	-1,9	-1,8	
IMF (2018. október)	-2,4	-2,0	-1,9	-1,8
OECD (2018. november)	-2,4	-2,0	-2,0	
Reuters-felmérés (2018. december) <sup>1</sup>	(-1,7) – (-2,2) – (-2,8)	(-1,7) – (-2,1) – (-2,8)		
<b>Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>				
MNB (2018. december)	4,7	4,3	4,1	4,0
Európai Bizottság (2018. november) <sup>2</sup>	4,7	4,7	4,1	
IMF (2018. október) <sup>2</sup>	4,6	4,8	4,5	4,3
OECD (2018. november) <sup>2</sup>	3,7	4,3	4,2	
<b>Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>				
MNB (2018. december)	2,5	2,4	2,3	2,2
Consensus Economics (2018. november) <sup>2</sup>	2,5	2,2		
Európai Bizottság (2018. november) <sup>2</sup>	2,5	2,4	2,2	
IMF (2018. október) <sup>2</sup>	2,5	2,3	2,0	2,0
OECD (2018. november) <sup>2</sup>	2,4	2,2	1,9	

<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.

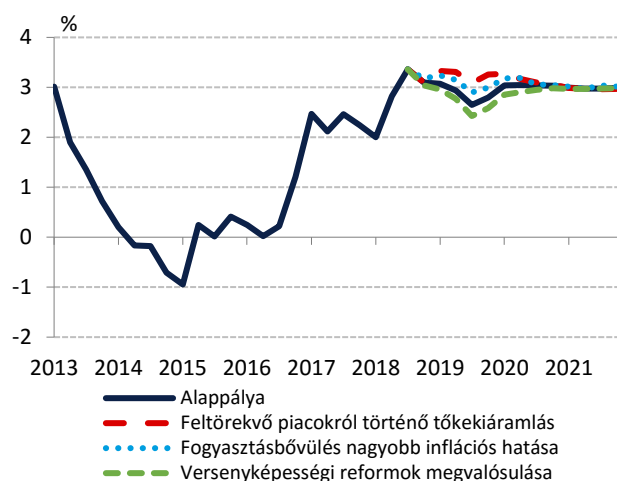
<sup>4</sup> Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül alakulhat ki.

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

## 2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik. A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alappályája mellett három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A versenyképességi reformok megvalósulását feltételező scenárió érvényesülése az alappályánál alacsonyabb inflációt és magasabb potenciális növekedést okozna. A fogyasztásbővülés nagyobb inflációs hatásával számoló alternatív pálya esetében a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció némileg magasabb az alappálya-előrejelzésnél. A feltörekvő piacokról történő tőkekiáramlást bemutató scenárió megvalósulása esetén a kockázati felárak emelkedése az alappályához képest lassabb növekedést és magasabb inflációs pályát eredményez. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további kockázatként a visszafogottabb külső keresletet, az Olaszországot érintő piaci bizonytalanságok erősödését és az olajár tartós emelkedését valószínűsítő forgatókönyveket tárgyalta.

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



Forrás: MNB

### Versenyképességi reformok megvalósulása

Becslésünk szerint a GDP a potenciális kibocsátás közelében, enyhén afölött alakult. A jelenlegi ciklikus helyzetben kiemelt jelentősége van a kínálatot, azaz a potenciális kibocsátást bővítő versenyképességi intézkedéseknek. Az alternatív pályán a versenyképesség javítását célzó átfogó intézkedéscsomaggal számolunk. A célzott intézkedések kínálati oldalról élénkítik a gazdasági növekedést, amelynek eredményeként **bővül a potenciális kibocsátás, és gyorsabban növekszik a gazdaság.** A potenciális kibocsátás emelkedése miatt zártabb lesz a kibocsátási rés, ami visszafogja az árak emelkedésének ütemét.

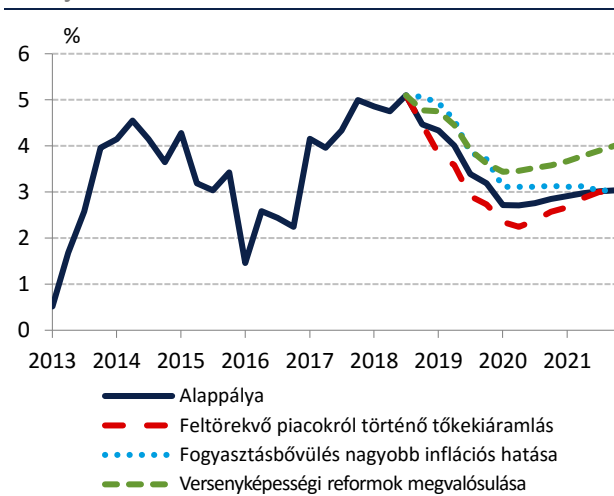
Az **alappálya mentén** a termelékenység emelkedése alapvetően ciklikus tényezők következménye. A gazdasági ciklus jelenlegi fázisára általában jellemző a munkatermelékenység emelkedése, ez azonban nem az átfogó versenyképességi reformcsomag hosszú távú termelékenységi hatása.

**Alternatív pályánkban** a versenyképesség javítását célzó átfogó kormányzati intézkedéscsomag kínálati oldalról élénkíti tovább a gazdaságot. A magasabb potenciális GDP révén a kibocsátási rés zártabb lehet, és ez alacsonyabb inflációs pályát eredményez. Az alacsonyabb inflációs pályát figyelembe véve az előrejelzési horizonton az alappályához képest **lazább monetáris kondíciók valósulhatnak meg.**

### Fogyasztásbővülés nagyobb inflációs hatása

Az elmúlt időszakban folytatódott a lakossági fogyasztás dinamikus bővülése. **Amennyiben a lakossági fogyasztás, és így a belső kereslet várakozásainkat meghaladó mértékben bővül, az felfelé mutató inflációs kockázatot jelent.** Bár hazai és nemzetközi tapasztalatok alapján a gazdaság ciklikus helyzetének változása mérsékeltebb inflációs hatást eredményez a válság előtti kapcsolathoz viszonyítva, a

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



Forrás: MNB

**gazdaság ciklikus pozíciója a fogyasztásbővülés inflációs hatásának mértékét befolyásolhatja.** A fogyasztás emelkedése kedvező keresleti környezetben a korábban tapasztaltnál nagyobb inflációemelkedést eredményezhet, és historikus tapasztalatok alapján **erősödhet a kereslet és a maginfláció közötti kapcsolat.**

**Alappályánkban** a lakossági fogyasztás tovább bővül, amit a kedvező jövedelmi folyamatok, a magas nettó pénzügyi vagyon és fogyasztói bizalom, valamint a lakáspiaci élénkülés másodkörös hatásai is támogatnak. A fogyasztásbővülésből fakadó inflációs hatások mérsékeltek maradnak, összhangban az elmúlt évek tapasztalataival és a horgonyzott inflációs várakozásokkal.

**Alternatív pályánk** feltevései szerint a fogyasztás a várakozásainkat meghaladó mértékben bővül. Emellett a fogyasztás növekedésének a szerkezete is egyre inkább eltolódik a szolgáltatások irányába. A gyorsabban növekvő fogyasztás következtében a vállalatok árazási mozgásteremelkedik, így a kereslet maginflációra gyakorolt hatása felerősödhet. A dinamikus fogyasztásbővülés korábban megfigyeltnél erősebb maginflációs hatása esetén az alappályához képest **szigorúbb monetáris kondíciók biztosítják az inflációs cél elérését.**

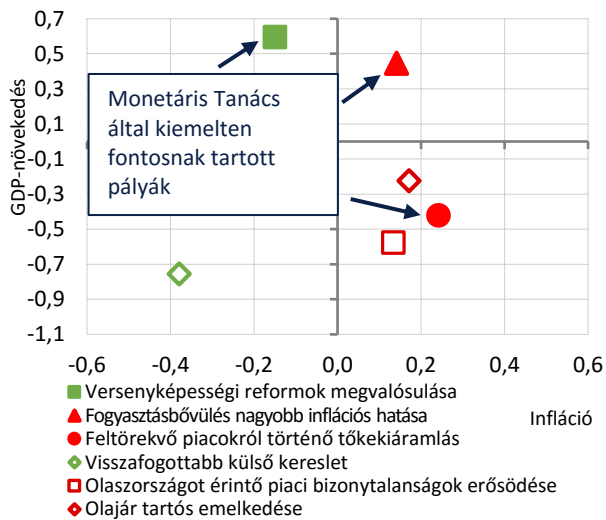
Feltörekvő piacokról történő tőkekiáramlás

Az elmúlt hónapokban **a Fed folytatta a monetáris kondíciók fokozatos szigorítását, és az amerikai hozamemelkedés erősödő kockázatkerüléssel társult.** A feltörekvő piaci hangulat romlása miatt a pénzügyi piacok volatilitása jelentősen növekedett, ami a tőzsdeindexek esésében és a feltörekvő piacokról történő tőkekiáramlás folytatódásában is tükröződött. A tőkekiáramlás az ázsiai és a latin-amerikai régiókhoz viszonyítva kevésbé érintette a feltörekvő európai országokat. **Ugyanakkor a feltörekvő piaci tőkekiáramlás hatására áttételesen megjelenő inflációs kockázatok** a régiós jegybankok inflációs célkövető rendszereinek sajátosságai miatt **eltérő monetáris politikai válaszokhoz vezettek. A magyar gazdaság fundamentumai stabilak,** ugyanakkor a Fed monetáris politikájának további gyors ütemű szigorodása, valamint a folytatódó tőke kivonás hatására **a hazai eszközárak csökkenésén keresztül felfelé mutató inflációs kockázatok azonosíthatóak.**

Az **alappálya mentén** a kedvező piaci hangulat fennmaradása mellett a globálisan meghatározó jegybankok fokozatos szigorítására és a feltörekvő piacokról történő tőkekiáramlás mérsékelt ütemű folytatódására számítunk.

Az **alternatív pályában** azt feltételezzük, hogy a Fed vártnál gyorsabb kamatemelése és egyes feltörekvő országokhoz

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

köthető bizonytalanságok növekedése miatt a tőkekiáramlás mértéke gyorsul, aminek hatására a pénzügyi piacok volatilitása emelkedik. A hazai eszközárak csökkenése az alappályánál magasabb inflációhoz vezet. Mindez az alappályához képest összességében **szigorúbb monetáris politikát indokol.**

#### További kockázatok

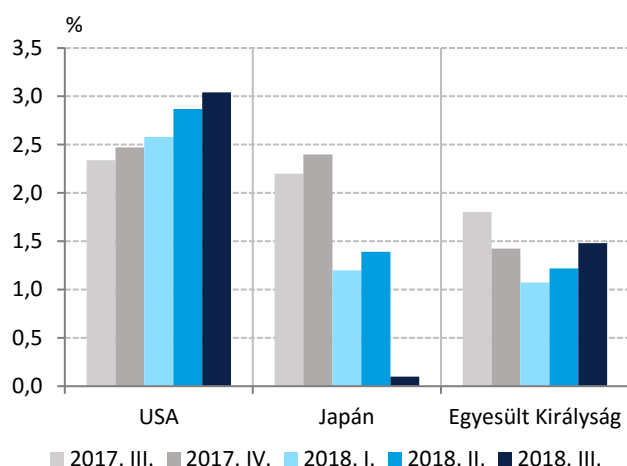
A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács három további alternatív pályát mérlegelt. **A visszafogottabb külső keresletet** feltételező forgatókönyv az alappályához képest alacsonyabb növekedési és alacsonyabb inflációs pálya felé mutat. **Az Olaszországot érintő piaci bizonytalanságok erősödését** valószínűsítő scenárió az alappályánál alacsonyabb növekedési és magasabb inflációs pályával konzisztens. **Az olajár tartós emelkedése** magasabb inflációs pályát feltételez.

## 3. Makrogazdasági helyzetértékelés

### 3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

2018 harmadik negyedében folytatódott a világgazdaság bővülése a kockázatok erősödése mellett. A visegrádi régió továbbra is az Európai Unió növekedési centruma. A gyengébb növekedési kilátások és a nyersanyagárak jelentős csökkenése miatt a globálisan meghatározó jegybankok várt kamatpályája lefelé tolódott az utóbbi negyedévben. A régiót tekintve a cseh jegybank döntéshozói szeptemberben, majd novemberben is emelték az irányadó kamatot, míg a lengyel és a román jegybank nem változtatott a monetáris kondíciókon az elmúlt negyedévben.

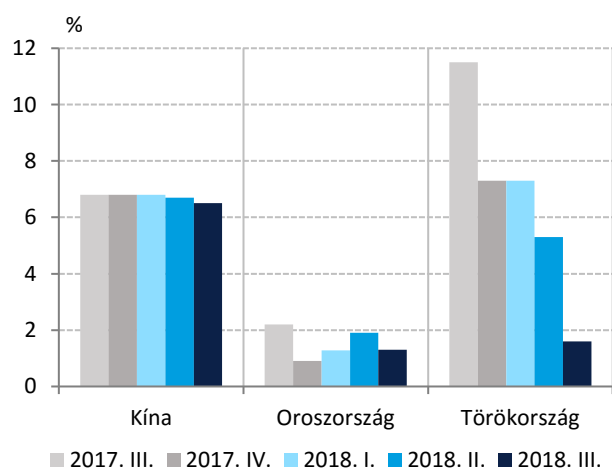
3-1. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: OECD

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



Forrás: Trading Economics

#### 3.1.1. A globálisan meghatározó gazdaságok folyamatai

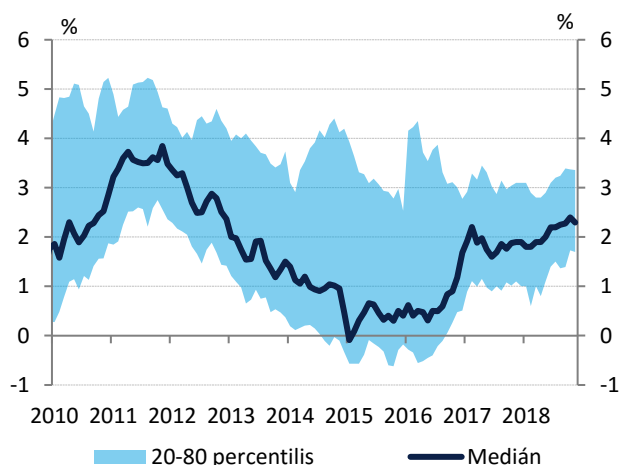
**Az Egyesült Államok gazdasága** 2015 óta a leggyorsabb ütemben, éves alapon **3,0 százalékkal bővült 2018 harmadik negyedében** (3-1. ábra). A növekedés legfontosabb hajtóereje a lakossági fogyasztás volt, amiben fontos szerepe volt a tavalyi év végén elfogadott adóreformnak, ami a személyi jövedelemadó kulcsát is mérsékelte. Emellett a gazdaság bővüléséhez a vállalati beruházások és a kormányzati kiadások is hozzájárultak. A nettó export érdemben mérsékelte a növekedést, amit a jelentős készletfelhalmozás ellensúlyozott. Az **amerikai gazdaság növekedésére vonatkozó kilátások összességében kedvezőek**, amihez hozzájárulnak az adócsökkentések és az infrastrukturális beruházási program gazdaságösztönző hatásai is. Azonban 2020-tól a növekedéstámogató intézkedések kifizetése az amerikai gazdaság teljesítményére lefelé mutató kockázatot hordoz. Emellett a **külkereskedelmi feszültségek lehetséges fokozódása** – az Egyesült Államok világimporton belüli jelentős súlya miatt – **érdemi hatást gyakorolhat a világgazdaság növekedésére is.**

**Az Egyesült Királyság gazdasági növekedése folytatódott a harmadik negyedév során**, azonban továbbra is elmarad a tavalyi év növekedési ütemétől. A gazdaság bővülését elsősorban a lakossági fogyasztás támogatta, azonban az exportteljesítmény is pozitívan járult hozzá a brit gazdaság teljesítményéhez. A vállalati beruházások mérsékeltek a gazdaság növekedését, amihez az EU-ból való kilépés miatt elhalasztott beruházások is hozzájárulhattak. A tárgyalások elmúlt időszakban történt előrelépései ellenére a kilépési folyamat körülményei továbbra is tisztázatlanok, ami a középtávú növekedési kilátásokra is lefelé mutató kockázatot hordoz. **A japán gazdaság éves összevetésben stagnált, míg az előző negyedévhez képest 0,6 százalékkal mérséklődött a harmadik negyedévben** (3-1. ábra). A természeti katasztrófák következtében a felhasználási tételek széles köre visszaesést mutatott.

**A főbb feltörekvő országok közül Kína gazdasága 6,5 százalékkal növekedett 2018 harmadik negyedében**



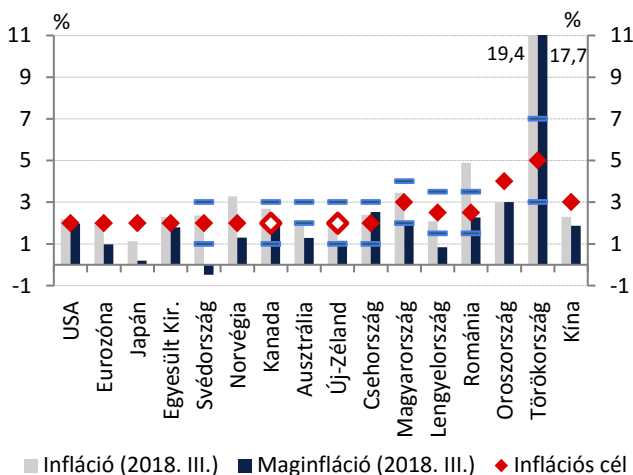
3-3. ábra: Globális inflációs folyamatok



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, az infláció és a maginfláció 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 rombuszsal jelöltünk. A maginfláció esetében az OECD által számított energia- és élelmiszeráraktól tisztított fogyasztóiár-index éves változását tüntettük fel. Amerika esetében PCE maginflációban értelmezendő az érték.

Forrás: OECD, FRED, National Institute of Statistics Romania

(3-2. ábra). A beérkezett adat enyhén elmaradt az elemzői várakozásoktól. A gazdaság bővülése elsősorban a háztartások fogyasztásához köthető, azonban a beruházások is támogatták a növekedést. A nettó export mérsékelte a gazdasági teljesítményt, ami főként a megemelt vámtételekhez köthető lassuló exportteljesítménnyel magyarázható. A külkereskedelmi feszültségek esetleges fokozódása lefelé mutató kockázatot jelent a kínai gazdaság növekedési kilátásaira. **Oroszországban** a harmadik negyedév során **lassult a gazdasági növekedés üteme**, ami elsősorban az építőipari tevékenység és a mezőgazdasági teljesítmény mérséklődéséhez köthető.

A **globális infláció** az elmúlt hónapokban **változékonyan alakult** (3-3. ábra). **Októberig az inflációs ráták enyhén emelkedtek**, a fejlett országok többségében az infláció megközelítette, néhány esetben meg is haladta a jegybanki célértéket a harmadik negyedévben (3-4. ábra). Ezt követően **novemberben a globális infláció mérséklődött**, melyet a nyersanyagok – elsősorban a kőolaj – árának csökkenése okozott (3-5. ábra).

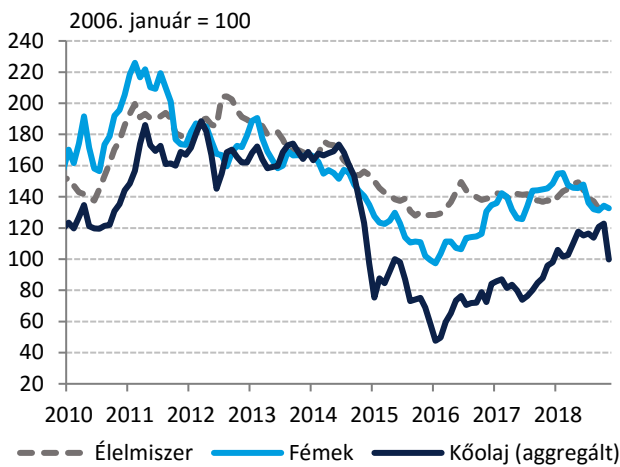
A **Fed döntéshozói a szeptemberi 25 bázispontos kamatemelést követően novemberben a várakozásoknak megfelelően nem változtattak az irányadó rátán**. A döntéshozók szeptemberi előrejelzéseinek mediánja alapján idén egy további 25 bázispontos emelés várható, ami összhangban van a piaci árazással. Októberben a lejáró értékpapírok újrabeftetésének korlátja elérte a normalizációs stratégia keretében ismertett hosszú távú értékét, így más folyamatokkal nem számolva a Fed mérlegfőösszege évente 600 milliárd dollárral csökken (3-6. ábra).

A **japán jegybank az elmúlt negyedévben nem változtatott a monetáris kondíciókon, a Mennyiségi és Minőségi Lazítási Programját továbbra is a 0 százalékos hosszú hozamokhoz igazítja**. A hozamgörbe-célzás bejelentése óta tovább csökkent a havi vásárlások üteme. A jegybank továbbra is tartósan fent kívánja tartani a rövid és hosszú kamatlábak jelenlegi extrém alacsony szintjét. A szeptemberi előrejelzésben az inflációs pálya lejjebb toldott a teljes horizonton a korábbi várakozáshoz képest. A döntéshozók megítélése szerint, bár a kibocsátási rés pozitív, és a munkaerőpiac is egyre feszesebb, ennek ellenére az infláció az elmúlt időszakban nem mutatott érdemi konvergenciát az inflációs célhoz.

A **Bank of England döntéshozói októberi ülésükön nem változtattak az alapkamaton, valamint az eszközvásárlási programokon**. A novemberi előrejelzés szerint az infláció külső tényezők következtében cél felett alakul, és várhatóan az előrejelzési időszak nagyobb részében ez így is marad,



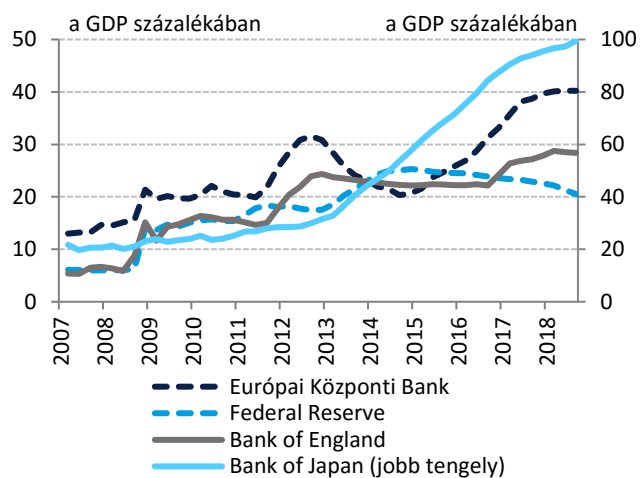
3-5. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása



Megjegyzés: USA dollárban megfigyelt árból számítva.

Forrás: Világbank

3-6. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban



Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

mielőtt a harmadik év végére eléri a 2 százalékot. A döntéshozók úgy ítélik meg, hogy a Brexitre adott monetáris politikai válasz – formájától függetlenül – nem lesz automatikus, és bármilyen irányú lehet.

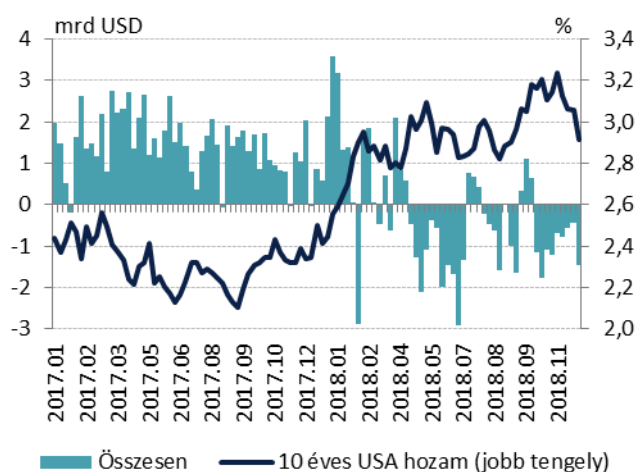
**Az orosz központi bank szeptemberben a várakozásokkal ellentétben 25 bázisponttal 7,5 százalékra emelte irányadó rátáját.** 2014 óta ez volt az első emelés a növekvő inflációs nyomás, a gyengülő rubel és az Egyesült Államok szankciói miatt. A döntés közleményében ugyan a jegybank jelezte, hogy további kamatemelések várhatóak, viszont a belföldi pénzügyi piac stabilizálódására hivatkozva az **októberi ülésükön nem változtattak az alapkamaton.**

**A kínai jegybank októberben 1 százalékponttal csökkentette a kötelező tartalékrátát.** Az intézkedésre a reálgazdaság további támogatása, a kereskedelmi bankok és a pénzpiacok likviditási szerkezetének optimalizálása, a finanszírozási költségek csökkentése, valamint a kvk-k, a nem állami tulajdonú és innovatív vállalatok hitelezésének ösztönzése érdekében volt szükség. A jegybank közleménye szerint a kötelező tartalékráta csökkentéséből származó forrás egy részét a kínai jegybank közép távú hitelösztönző programjából (Medium-term Lending Facility) igényelt források visszafizetésére kell fordítani a bankoknak. A visszafizetéseken felül ugyanakkor további 750 milliárd jüan addicionális forrás kerül a bankrendszerbe.

**Az elmúlt negyedévben csökkent a kockázatvállalási hajlandóság, ami a fejlett és a feltörekvő piacokat egyaránt érintette.** Az elmúlt időszakban romlott a befektetői hangulat, amihez főként az olasz költségvetési hiánycél megemlése, a globális növekedés lassulásáról szóló hírek, illetve az amerikai vállalati gyorsjelentések vegyes megítélése járult hozzá. A kötvénypiacokat ebben a negyedévben szintén a kockázatkörülés jellemezte, a feltörekvő kötvénypiacokról mintegy 6 milliárd dollár tőkekivonás valósult meg az elmúlt három hónapban (3-7. ábra).

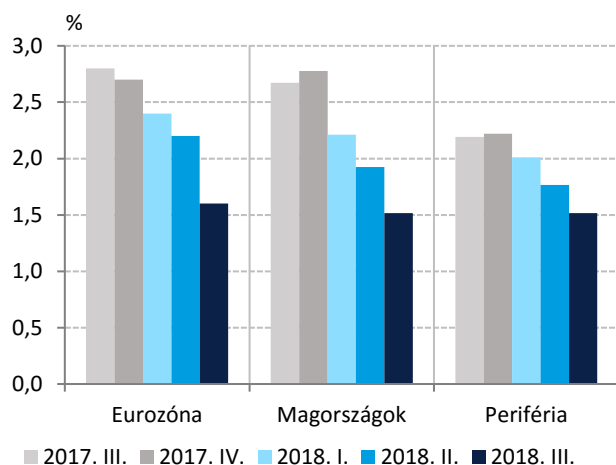
**Az időszak során a fejlett országok jegybankjaira vonatkozó piaci kamatemelési várakozások kezdetben emelkedtek, majd októbertől a növekedési kilátások romlásával és az olajárak esésével együtt csökkentek,** így összességében mind a Fed, mind az EKB kamatemelésére vonatkozó várakozások a szeptember közepi szintek közelébe mérséklődtek. Az amerikai 10 éves hozam a harmadik negyedév során előbb 3,2 százalékra emelkedett, majd az időszak végén a szeptember eleji 2,9 százalékra mérséklődött. A német 10 éves hozam ugyanakkor negyedéves alapon is mintegy 20 bázisponttal mérséklődött. A fejlett piaci részvényindexek a kockázatkörülő hangulatban változó mértékben, 5-10 százalékkal

3-7. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai állampapírhozamok alakulása



Forrás: EPFR, Bloomberg

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



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

Forrás: Eurostat

csökkentek az elmúlt három hónap során. Főként az amerikai részvénytőkepiacokon volt megfigyelhető a volatilitás emelkedése, a VIX index 12 százalékról 21 százalékra emelkedett.

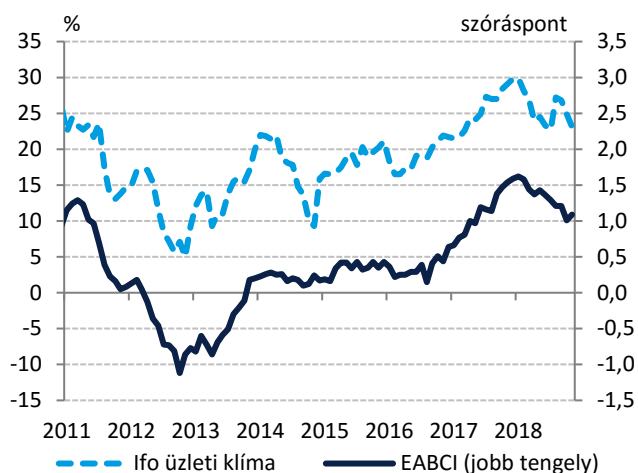
### 3.1.2. Az eurozóna folyamatai

**Az eurozóna gazdasága** – az egy évvel korábbinál lassabb ütemben – **1,6 százalékkal bővült éves összevetésben 2018 harmadik negyedében** (3-8. ábra). A legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, **Németország** gazdasági teljesítménye **érdemben lassult** a harmadik negyedében. Az éves összevetésben 1,2 százalékos növekedést elsősorban a beruházások támogatták, míg a háztartások fogyasztása visszafogottabban alakult. A gyenge ipari teljesítménnyel összhangban a német kivitel is mérséklődött az előző negyedévhez képest. Az eurozóna **magországek** növekedése megegyezett a perifériaországok növekedésével, amit az osztrák (+2,4 százalék) és a holland (+2,3 százalék) gazdaság bővülése is támogatott. A **perifériaországok** növekedése a régiót alkotó országok többségében lassult.

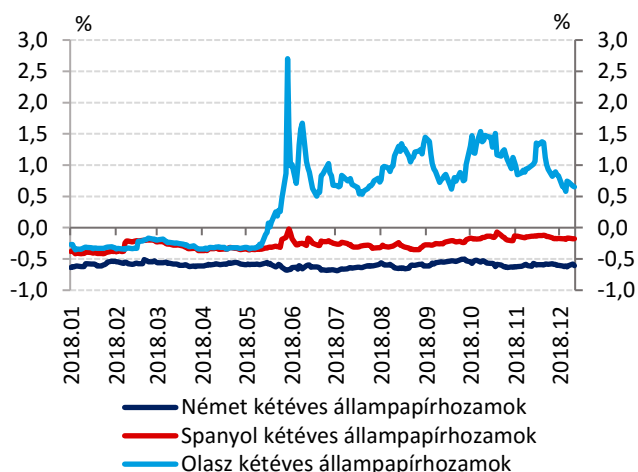
Az euroövezet kilátásait megragadó üzleti bizalmi index (EABCI), illetve a német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) egyaránt mérséklődtek az elmúlt időszakban (3-9. ábra). A csökkenés elsősorban a megkérdezett vállalatok üzleti kilátásainak gyengülésével magyarázható. **Az euroövezet növekedési kilátásait illetően a lefelé mutató kockázatok erősödtek** (a kereskedelmet korlátozó intézkedések kiterjesztése, az olasz gazdaság magas államadosságából fakadó sérülékenysége, az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése és a kínai gazdaság lassulása). A hosszabb távú növekedési kilátásokat illetően a termelékenység lassú bővülése továbbra is kockázatot jelent.

A világgazdasági olajárak változó alakulásával összhangban **az eurozónában az infláció októberig 2,2 százalékra emelkedett**, majd **novemberben 2,0 százalékra csökkent**. A fogyasztóiár-index így a legtöbb tagállam esetében a 2 százalékos jegybanki cél közelében alakul. **Az eurozóna maginflációja továbbra is visszafogott árdinamikát jelez**. Az 5 év múlva kezdődő 5 éves inflációs várakozások továbbra is elmaradnak az EKB inflációs céljától.

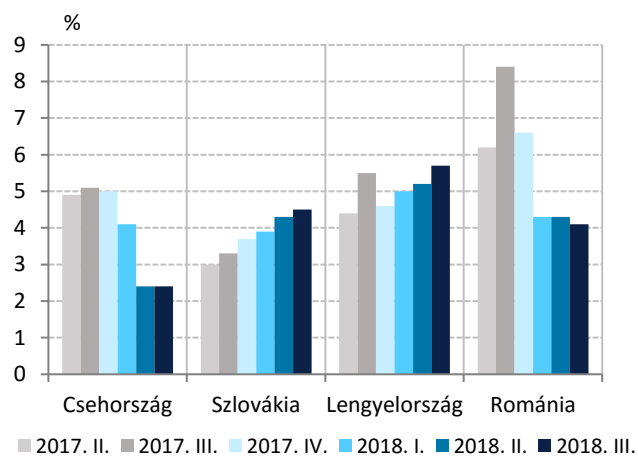
**Az Európai Központi Bank kormányzótanácsa októberi és decemberi ülésén változatlanul hagyta az irányadó kamatozatokat**. A közlemény alapján az irányadó ráták legalább 2019 nyaráig („through the Summer”), illetve szükség esetén azt követően is a mostani szinteken maradnak. Az EKB decemberi döntésének értelmében az eszköztársárlási programok keretében a nettó vásárlások 15 milliárd euro

**3-9. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása**


Forrás: Európai Bizottság, Ifo

**3-10. ábra: Kétéves lejáratú német, olasz és spanyol állampapírhozamok**


Forrás: Bloomberg

**3-11. ábra: A GDP éves változása Kelet-Közép-Európában**


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

Forrás: Eurostat

értékben folytatódnak 2018. december végéig, majd ezt követően befejeződnek. Az eszközvásárlási programok keretében vásárolt, lejáró értékpapírok újrabefektetése jóval az első kamatemelés időpontján túl folytatódni fog. A piaci árazások alapján az irányadó kamatok legalább 2020 elejéig a jelenlegi szinteken maradnak.

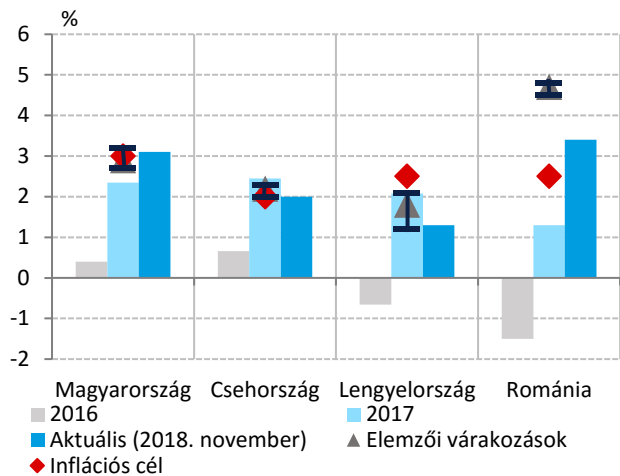
**Az időszak során az eurozóna perifériaországai közül az olasz eszközárak kerültek jelentős nyomás alá, míg Portugália és Spanyolország esetében nem volt megfigyelhető a kockázatkerülés hasonló emelkedése.** Az új olasz kormány és az Európai Bizottság között a benyújtott olasz költségvetési terv kapcsán kialakult vita, valamint a túlzottdeficit-eljárás kockázatának hatására az olasz rövid és hosszú hozamok november második felére mintegy 60-70 bázisponttal, míg az olasz CDS-felár 227-ről 290 bázispontig emelkedett. November végén azonban az olasz kormány enyhített korábbi merev álláspontján a deficitcél csökkentése tekintetében, aminek hatására a CDS-felár és a kétéves hozam is a szeptember végi szintjére csökkent (3-10. ábra).

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

**Az elmúlt negyedévekhez hasonlóan 2018 harmadik negyedévében ismét a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió növekedési centrumának** (3-11. ábra). Lengyelországban 5,7, Szlovákiában 4,5, míg Csehországban 2,4 százalékos GDP-növekedést regisztráltak a harmadik negyedévben. A régió egészét vizsgálva a növekedést elsősorban a belső kereslet támogatta. Románia gazdasági teljesítménye a 2017-es kimagasló növekedés után tovább lassult a harmadik negyedévben, a román GDP 4,1 százalékkal emelkedett éves összevetésben.

**Az infláció a régió országaiban összességében csökkent az elmúlt hónapokban.** Csehországban az elmúlt időszakban az infláció fokozatosan mérséklődött az inflációs cél irányába, novemberben 2,0 százalékon alakult. Lengyelországban is csökkent az áremelkedés üteme, a novemberi árindex 1,3 százalék volt. Romániában az infláció az augusztusi 5,1 százalékról 3,4 százalékra mérséklődött novemberben, így az inflációs cél körüli toleranciasáv felső szélé alá csökkent. A jegybank novemberi előrejelzése szerint az infláció várhatóan tovább mérséklődik. A novemberi elemzői konszenzus alapján az idei évben az átlagos infláció megközelíti a jegybanki célokat a régió legtöbb országában, Románia esetében pedig jóval meg is haladja azt (3-12. ábra). A maginfláció Csehországban a nyári hónapoktól kezdődően fokozatosan mérséklődött, Romániában nem változott érdemben, míg Lengyelországban emelkedett az időszak során.

3-12. 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

A régiós jegybankok közül a cseh jegybank döntéshozói szeptemberben, majd novemberben is az irányadó ráta 25-25 bázispontos emelése mellett döntöttek. A jegybank legfrissebb előrejelzése alapján az infláció a korábbiakhoz képest később, 2019 végén vagy 2020 elején csökken a 2 százalékos célra. Az előrejelzés teljesülése esetén az idei évben nem várható további kamatemelés, ugyanakkor egy, a vártnál gyengébb koronaárfolyam a decemberi lépést sem zárja ki. A lengyel jegybank döntéshozói nem változtattak az irányadó rátán az elmúlt negyedévben. A jegybanki nyilatkozatok alapján az alapkamat legalább 2019 végéig változatlan maradhat. A legfrissebb előrejelzés szerint az infláció a cél közelében alakulhat a monetáris politika transzmissziós horizontján. A tanácsstagok értékelése alapján a kamatok jelenlegi szintje támogatja az inflációs cél elérését, valamint a lengyel gazdaság fenntartható növekedését és a makrogazdasági egyensúly fennmaradását. A román jegybank döntéshozói nem változtattak a monetáris politikai kondíciókon az elmúlt időszakban. A jegybank novemberi előrejelzése szerint az infláció várhatóan tovább mérséklődik és év végére visszatér a toleranciasáv felső széléhez, ezt követően a toleranciasáv felső tartományában alakulhat az előrejelzési horizonton.

### 3-1. keretes írás: Az EKB és a Fed monetáris irányultságának jövője

A válság kitörését követően a kedvezőtlen makrogazdasági folyamatokra válaszul a Federal Reserve (Fed) és az Európai Központi Bank (EKB) elsők között kezdték meg kamatcsökkentési ciklusukat. A jegybanki irányadó ráták historikusan alacsony szintekre csökkentek, és elérték a nominális alsó korlátjukat. Ugyanakkor míg a Fed esetében a nominális alsó korlát elérése 2008-ban gyorsan végbement, addig az EKB – 2011-ben két kamatemeléssel átmenetileg megszakítva – 2016-ban zárta le kamatcsökkentési ciklusát. A szükséges további lazítás érdekében a jegybankok nemkonvencionális eszközöket vezettek be, melyek időzítése, típusa és mértéke is nagyban eltért a két jegybanknál. A Fed a kamatcsökkentési ciklus elindításával párhuzamosan kezdte meg a mennyiségi lazítást, míg az EKB később és összességében lassabban, valamint eleinte visszafogottabb mértékben vezetett be és hajtott végre nemkonvencionális intézkedéseket a Fed-hez képest (3-1. táblázat).

3-1. táblázat: Az EKB és a Fed monetáris politikai irányultságának alakulása

		2008	2009	2010	2011	2012-2014	2015-2016	2017-2018	2019-2020*
Fed	kamat	↓	-	-	-	-	↑	↑	↑
	mérleg	↑	↑	↑	↑	↑	-	↓	↓
EKB	kamat	↓	↓	-	↑	↓	↓	-	↑
	mérleg	-	-	-	↑	↓	↑	↑	↓

Megjegyzés: A zöld lazítást, a piros szigorítást, a sárga változatlanúságot jelöl. \*Alappálya feltevéssünk.

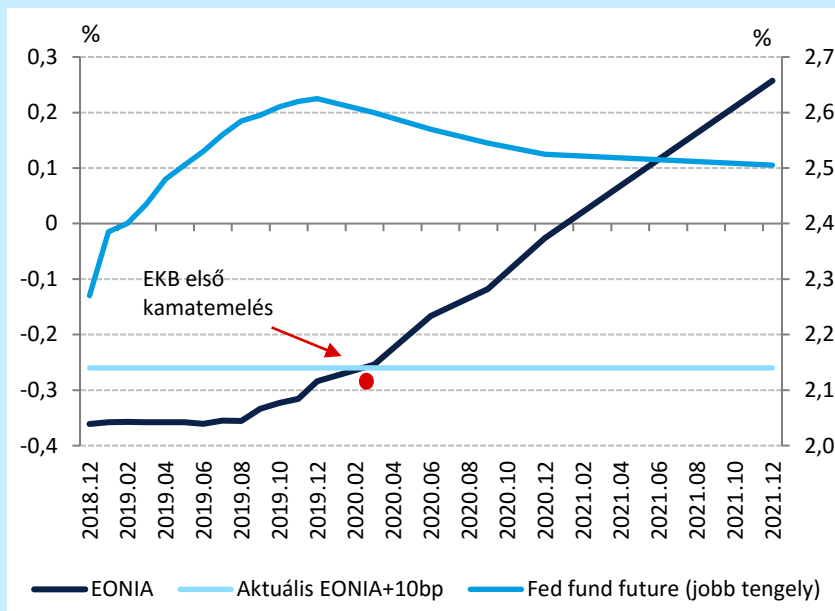
Forrás: MNB

A két jegybank közötti divergencia a „tapering talk” után indult el, ami 2015-től a kamatokban és a jegybanki mérlegek alakulásában is megjelent. A Fed 2014 októberében lezárta a mennyiségi lazítást, 2015 decemberében elindította a kamatemelési ciklusát, majd 2017 októberében megkezdte mérlegének leépítését. Az Európai Központi Bank 2017 és 2018 folyamán fokozatosan mérsékelte az eszközvásárlások mértékét, azonban ezt a piacok még nem tekintették szigorító

intézkedésnek, és előre beárzták. 2018 júniusa tekinthető a normalizáció első lépésének az EKB esetében, amikor is egyidejűleg módosították az előretekintő iránymutatáson, és bejelentették, hogy 2018 végére lezárják az állampapír-vásárlási programot. Az új előretekintő iránymutatás szerint az EKB irányadó rátái legalább 2019 nyaráig („through the Summer”), illetve szükség esetén azt követően is a mostani szinteken maradnak.

**Alappályánkban az EKB és a Fed monetáris irányultságának konvergálására számítunk, ugyanakkor lefelé mutató kockázatok övezik a normalizációt mindkét jegybank esetében, és akár ismét a divergencia kerülhet előtérbe (3-13. ábra).**

3-13. ábra: A piaci árazások alapján várt kamatpálya

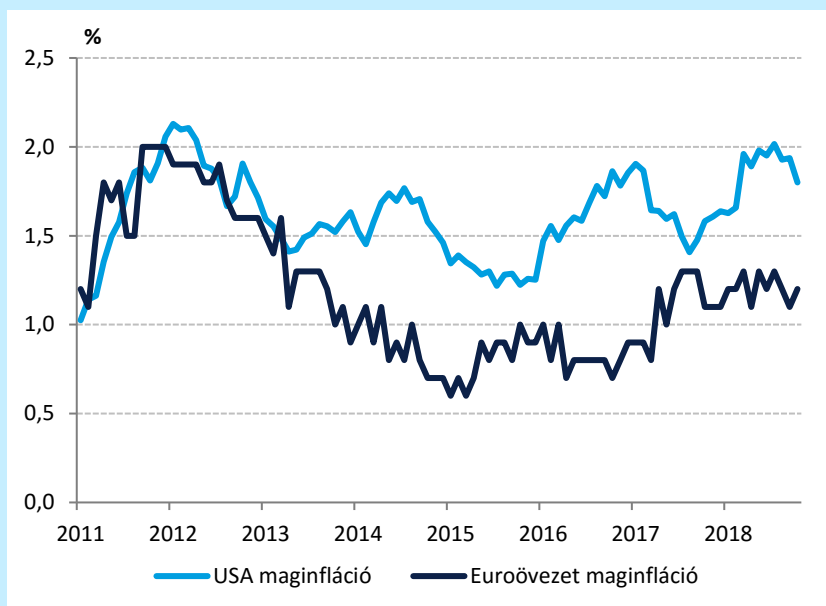


Megjegyzés: 2018. december 14-i várakozás.

Forrás: Bloomberg

Az elmúlt időszakban az amerikai növekedési kilátások romlása és a recesszió kockázatának emelkedése bizonytalanná tették a Fed kamatemeléseinek további pályáját. A lefelé mutató kockázatok erősödését a piaci árazások is szemléltetik, ugyanis amíg 2019-re további 2 kamatemelést, addig 2020-tól már kamatcsökkentést áraz a piac. A Fed döntéshozói eltérően vélekednek a normalizáció folytatásáról, amit jól jelez, hogy a szeptemberi dot plot alapján 2019-ben 4-4 FOMC tag valószínűsít 2, 3, illetve 4 kamatemelést. Az EKB kamatemelésének megkezdésére vonatkozó piaci várakozások az elmúlt időszakban későbbre tolódtak, a piac 2020 első negyedére árazza az első kamatemelést. Ezt elsősorban a vártnál gyengébb makrogazdasági adatok és alacsonyabb aktivitást jelző konjunktúra-indikátorok magyarázzák. A beérkezett harmadik negyedéves növekedési adat elmaradt a várttól, és a PMI kompozit index csökkenése az euroövezet további lassulására utal. Mindez gyengítheti az inflációs alapfolyamatokat. Az infláció az év eleje óta emelkedik az euroövezetben, ugyanakkor a maginfláció továbbra is alacsonyan alakul (3-14. ábra). Az EKB és a Fed monetáris irányultságának jövőjét illetően a lefelé mutató kockázatok miatt elképzelhető, hogy mindkét jegybank relatíve lazább kamatpályát fog megvalósítani, ezért a globális kondíciók kevésbé fognak szigorodni.

3-14. ábra: A maginfláció alakulása az euroövezetben és az USA-ban



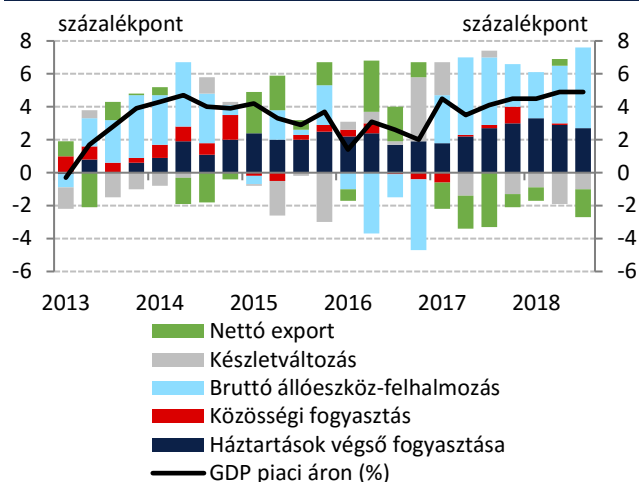
Megjegyzés: Euroövezet HICP kivéve energia és feldolgozatlan élelmiszer, USA PCE kivéve élelmiszer és energia.

Forrás: Eurostat, FRED

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

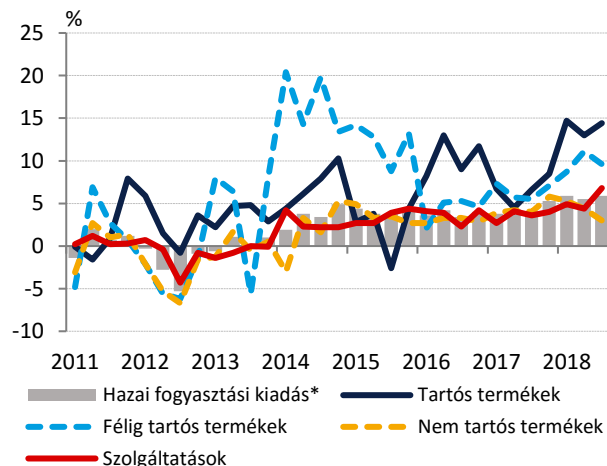
A hazai gazdasági növekedés tovább élénkült az idei év harmadik negyedében. A bruttó hazai termék 4,9 százalékos növekedéséhez az ágazatok széles köre hozzájárult. Felhasználási oldalról továbbra is a belső keresleti tételek – fogyasztás és beruházások – támogatták a legnagyobb mértékben a növekedést, míg a nettó export növekedési hozzájárulása negatív volt. Termelési oldalon a piaci szolgáltatások folytatódó bővülése mellett az építőipar, valamint az ipari ágazatok – főként a vegyipar, az élelmiszeripar és a fémipar – is hozzájárultak a GDP-növekedéséhez.

3-15. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás



Forrás: KSH

3-16. ábra: A lakossági fogyasztási kiadás és altételeinek éves változása



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

Forrás: KSH

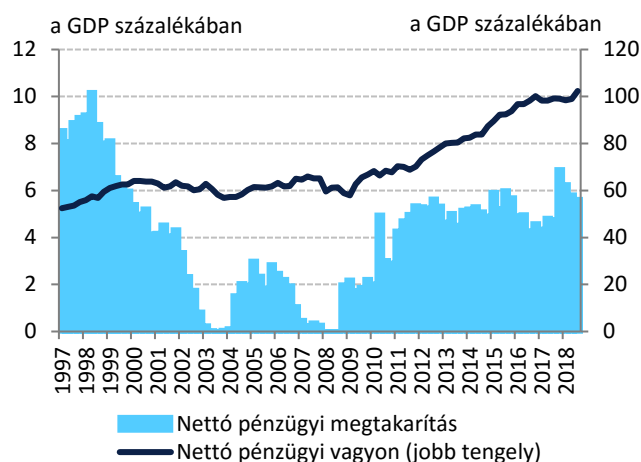
2018 harmadik negyedében a bruttó hazai termék 4,9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg negyedéves összevetésben 1,3 százalékkal bővült a GDP. A gazdaság növekedését továbbra is a belső kereslet támogatta, elsősorban a fogyasztás, valamint a beruházások élénkülésén keresztül. Az áru- és szolgáltatásexport növekedése mérséklődött a harmadik negyedévben. A belső keresleti tételek emelkedésével párhuzamosan az áruimport növekedési dinamikája meghaladta a kivitel növekedési ütemét, így a nettó export növekedési hozzájárulása negatív volt a július és szeptember közötti időszakban (3-15. ábra).

2018 harmadik negyedében folytatódott a háztartások fogyasztásának bővülése. A jelentős helyreállítódási potenciállal rendelkező tartós és félig tartós termékek, vásárlására fordított kiadások növekedése – a lakáspiaci ciklus felfutásával párhuzamosan – érdemben meghaladta a fogyasztás aggregált bővülését. A tartós termékek fogyasztása 14,4 százalékkal, míg a félig tartós termékek vásárlása 9,6 százalékkal emelkedett a harmadik negyedévben (3-16. ábra). Emellett a szolgáltatások fogyasztása – a hazai fogyasztási kiadások növekedését meghaladó ütemben – 6,8 százalékkal bővült az idei év harmadik negyedében, ami historikus összevetésben is kiemelkedő növekedés. A növekedést a dinamikus béremelkedés és tovább bővülő foglalkoztatottság mellett a magas fogyasztói bizalom, hitelfelvételi hajlandóság és nettó pénzügyi vagyon is támogatta (3-17. ábra). A fogyasztás növekedésének dinamikáját támasztja alá az októberi kiskereskedelmi forgalom alakulása is, ami az előzetes adatok alapján 6,6 százalékos emelkedést mutat (3-18. ábra). A háztartások beruházási aktivitásának élénkülése a lakossági reáljövedelmek emelkedésével összhangban alakult.

A háztartások hitelállománya közel 4 százalékkal emelkedett az elmúlt egy évben, ami reálértéken stagnálást jelent. 2018 harmadik negyedében a háztartások teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szembeni hitelállománya 130 milliárd forinttal bővült a folyósítások és törlesztések eredményeként, mellyel 3,8 százalékos éves hiteldinamika valósult meg. A háztartásokkal kötött hitelszerződések volumene éves átlagban 27 százalékkal nőtt, ezen belül az új lakáscélú hitelek és a személyi



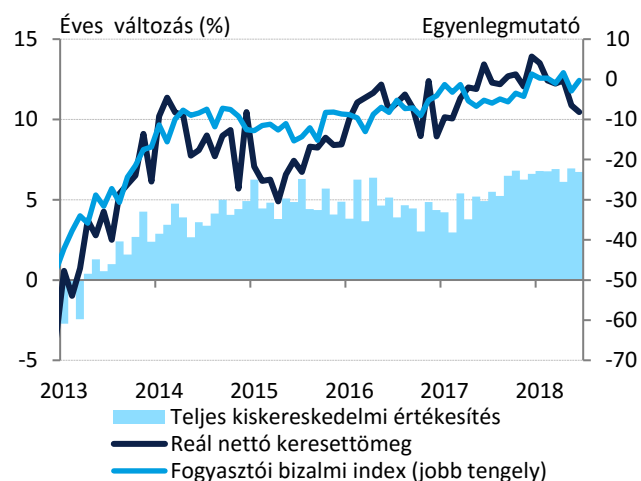
3-17. ábra: A háztartások nettó pénzügyi megtakarításai



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH

3-18. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított kiskereskedelmi adat.

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat, KSH

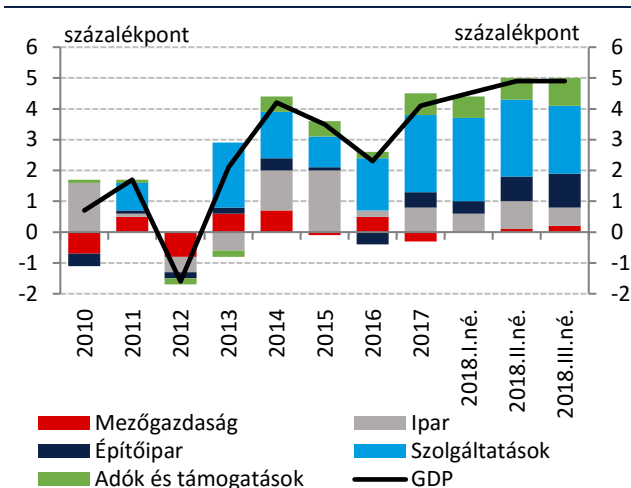
kölcsönök kihelyezése rendre 39 és 49 százalékkal emelkedett a negyedév során. A lakáshitelek kibocsátása már megközelítette a válság előtti volument, ugyanakkor reálértelmenben még lényegesen elmarad tőle, valamint a hatályos adóssághék-szabályok biztosítják a háztartási szektort a túlzott eladósodás kockázatával szemben. A negyedévben felvett lakáshitelek körében az egy éven túl fixált kamatozású hitelek aránya 87 százalékra nőtt, miközben a Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel termékek részaránya (a legalább 3 éves kamatfixálású kibocsátáson belül) 60 százalék közelébe emelkedett. A Hitelezési felmérés keretében adott válaszok alapján a bankok továbbra is erős keresletet érzékelnek mind a lakáshitelek, mind a fogyasztási hitelek iránt, és a következő fél évre is ennek fennmaradására számítanak. A lakáspiaci folyamatok, valamint a jelentős bérdinamika továbbra is támogatják a lakosság beruházási és fogyasztási céljait.

**Az ágazatok mindegyikében emelkedett a hozzáadott érték. A belső kereslet növekedésével összhangban a piaci szolgáltatások a harmadik negyedévben támogatták a gazdasági növekedést (3-19. ábra).** A kereskedelem, a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás, a szakmai, tudományos és az adminisztratív szolgáltatási ág növekedése is érdemi volt (3-20. ábra). A közösségi szolgáltatások dinamikája nem változott az előző év azonos időszakához képest.

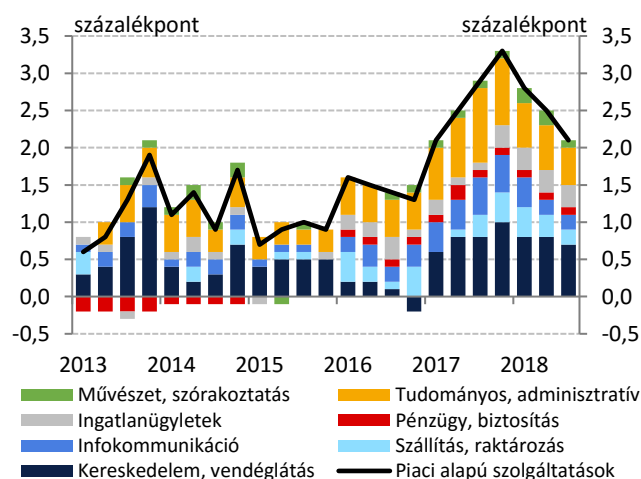
2018 harmadik negyedévében a közösségi fogyasztás szintje változatlan maradt, míg a kormányzattól kapott természetbeni társadalmi juttatások volumene érdemben emelkedett a tavalyi év azonos időszakához képest.

**2018 harmadik negyedévében 22,1 százalékkal emelkedtek a nemzetgazdasági beruházások az előző év azonos időszakához viszonyítva (3-21. ábra).** A belföldre termelő és szolgáltató vállalatok beruházásai gyorsultak az előző negyedévhez képest, amit részben a kereskedelem, az építőipar, valamint a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás ágazatok beruházási aktivitásának élénkülése magyaráz. Az elsősorban külföldre termelő ágazatok beruházásai kis mértékben emelkedtek, amit több feldolgozóipari alágazat (villamos berendezések gyártása, fémfeldolgozás és elektronika ipar) is támogatott, ugyanakkor a nagy súlyú járműipar teljesítménye mérséklődött. Az állami (egészségügy, közigazgatás) és az állami szektorhoz szorosan kötődő ágazatok (szállítás, energetika) beruházásai élénk ütemben bővültek, elsősorban az uniós és saját forrásokból megvalósított fejlesztéseknek köszönhetően. **Az élénk beruházási aktivitással összhangban a harmadik negyedévben folytatódott az építőipar kibocsátásának dinamikus emelkedése.**

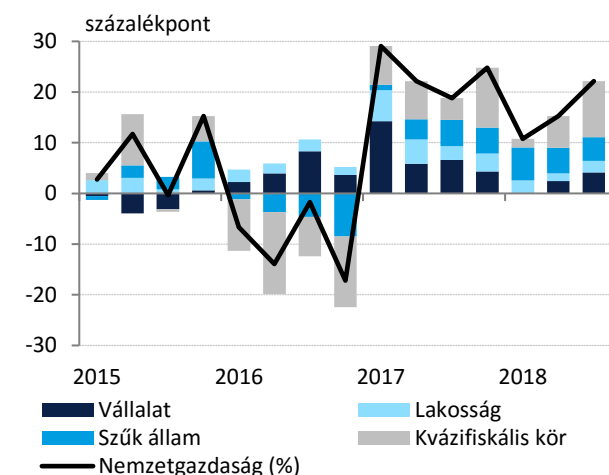


**3-19. ábra: A GDP termelésének éves változásához való hozzájárulása**


Forrás: KSH

**3-20. ábra: A piaci szolgáltatások alágazatainak GDP-hez való növekedési hozzájárulása**


Forrás: KSH

**3-21. ábra: A beruházások éves változásának felbontása**


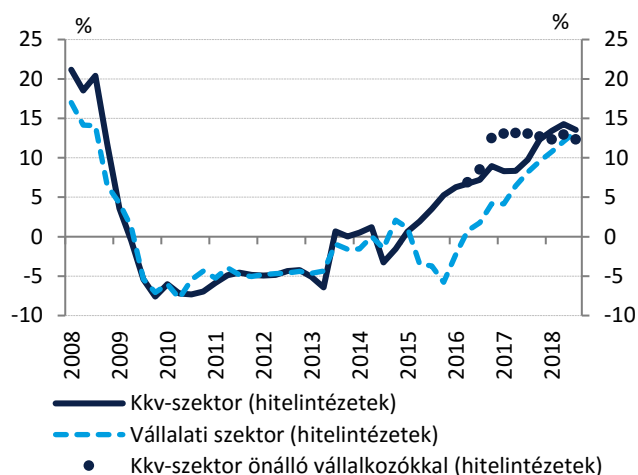
Forrás: KSH

**A vállalati hitelállomány éves szinten 13 százalékkal bővült a harmadik negyedévben** (3-22. ábra). A nem-pénzügyi vállalatok pénzügyi közvetítőrendszerrel szembeni hitelállománya 342 milliárd forinttal emelkedett a harmadik negyedév során a tranzakciók eredőjeként, így a vállalati hitelállomány 13,4 százalékkal, míg a kkv-szektor hitelállománya (az önálló vállalkozókat is figyelembe véve) 12,3 százalékkal bővült éves összevetésben. A hitelintézetek vállalatokkal megkötött szerződéseinek éves volumene – a pénzügyi ügyletek nélkül – 19 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi kibocsátást. A kkv-szegmens folyósításaiban alacsony a hosszú lejáratú, rögzített kamatozású hitelek részaránya – erre válaszul az MNB 2019-ben elindítja a Növekedési Hitelprogram Fix (NHP fix) konstrukciót, amelynek célja a kkv-hitelállomány kamatkockázatának mérséklése. A bankok szerint tovább enyhültek a vállalati hitelfeltételek, miközben a hitelkereslet – elsősorban a hosszú lejáratú hitelek iránt – erősödött. Az élénk keresletet a vállalkozások beruházásfinanszírozási igénye tartja fenn a pénzügyi közvetítők szerint, amit a kedvező kamatkörnyezet is támogat. Ettől csak az üzleti célú ingatlanhitelek tekintetében térnek el a várakozások: ugyan a bankok a következő fél évben továbbra is jelentős kereslettel számolnak az irodaházak finanszírozása kapcsán, a lakásprojektek esetében a ciklus lassú kifutására, ezáltal a hitelkereslet csökkenésére számítanak.

**A lakosság beruházási aktivitása tovább emelkedett a harmadik negyedévben.** A kedvező keresleti feltételekkel párhuzamosan folytatódott a lakásépítések bővülése (3-23. ábra), amit a lakosság magas hitelfelvételi hajlandósága és a kedvező hitelkondíciót biztosító otthonteremtési programok is érdemben támogatnak. A korábban kiadott építési engedélyekkel összhangban 2018 harmadik negyedévében 3701 új lakás került átadásra, ami 24,3 százalékos bővülést jelent éves összevetésben. Az újonnan kiadott lakásépítési engedélyek száma azonos szinten alakult az előző év azonos időszakához képest, ugyanakkor a kiadott építési engedélyek száma továbbra is magas szinten alakul, így a következő negyedévekben a lakásépítések további bővülésére számítunk. **Az élénk kereslet hatására folytatódott a lakásárak emelkedése, amihez a használt és az új lakások árváltozása egyaránt hozzájárult.** Továbbra is megfigyelhető a lakásárak emelkedésének elmúlt negyedévekben tapasztalt lassulása, ami azzal magyarázható, hogy a jellemzően alacsonyabb árszinttel rendelkező, nem fővárosi lakások súlya emelkedett a lakáspiaci forgalomban.

**A nettó export a harmadik negyedévben negatívan járult hozzá a hazai gazdaság növekedéséhez.** Az áruexport növekedése az ipari termelés alakulásával összhangban

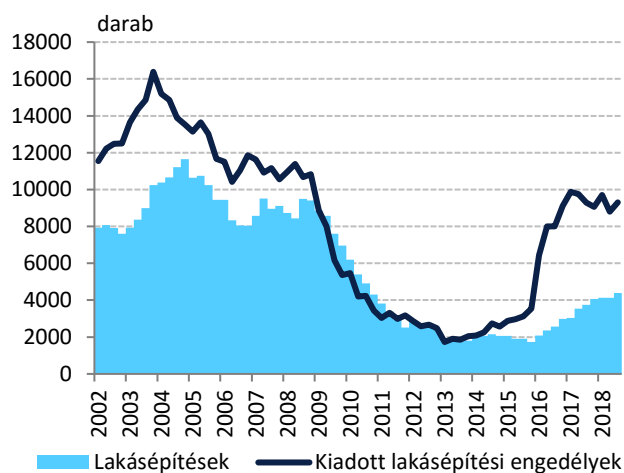
3-22. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



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

Forrás: MNB

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



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adat.

Forrás: KSH

lassult a harmadik negyedévben. A belső keresleti tételek (lakossági fogyasztás, beruházások) emelkedésével párhuzamosan az áruimport növekedése folytatódott. A hazai szolgáltatásexport tovább bővült, ami elsősorban a turisztikai és a szállítási szolgáltatások mellett a pénzügyi és egyéb üzleti szolgáltatások exportjához kötődött. A harmadik negyedévben a szolgáltatásimport az exporthoz képest visszafogottabb növekedést mutatott, így a **szolgáltatásügyenleg tovább emelkedett és tompította a negatív áruegyenleget**. A teljes export éves dinamikáját a belső keresleti tételek importigényének következtében meghaladta az import növekedési üteme, így **össességében a nettó export negatívan befolyásolta a gazdasági növekedést a harmadik negyedévben**.

**A mezőgazdaság teljesítménye kis mértékben pozitívan járult hozzá a gazdasági növekedéshez 2018. harmadik negyedévben.** A nyári időjárási viszonyok következtében a búzatermés az előző évi szinten maradt, míg a kukoricatermés érdemben nőtt a tavalyi évhez képest, így összességében a mezőgazdasági hozzáadott érték emelkedett. A készletváltozás a harmadik negyedévben ismét lassította a gazdasági növekedést, ugyanakkor annak mértéke elmarad a második negyedévben tapasztalttól.

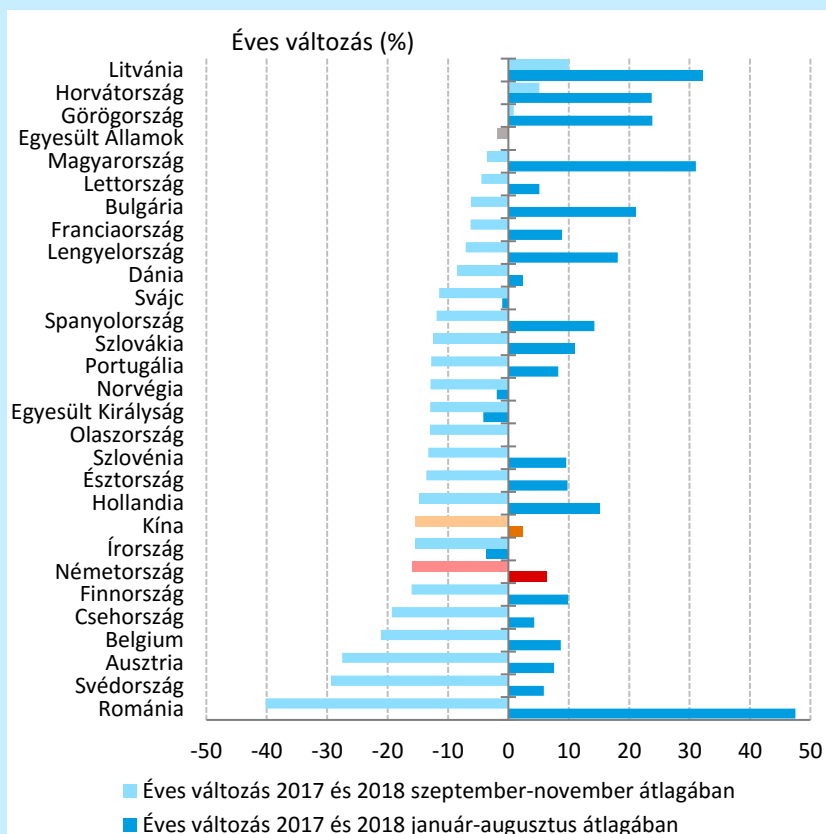
### 3-2. keretes írás: A globális járműipart övező kihívások

A globális járműipari trendek alakulása érdemben meghatározza a hazai ipari termelés és gazdasági növekedés jövőbeli alakulását. Az elektromobilitás térnyerése és az egyre hangsúlyosabb környezetvédelmi megfontolások jelentős hatást gyakorolnak a meghatározó járműgyártó vállalatok modellváltási stratégiájára, ami a járműipari értékláncokba való beágyazottságunk következtében befolyásolja a hazai termelőegységek teljesítményét is. Emellett a kínai autópiacon jövőbeli alakulása és a kereskedelmi feszültségek lehetséges fokozódása a globális járműipari keresleten keresztül gyakorol hatást a hazai ipar teljesítményére. Az alábbi keretes írás a globális járműipari trendeket mutatja be, kiemelt figyelmet fordítva a hazai termelés szempontjából meghatározó tényezőkre.

2018 első nyolc hónapjában az autóregisztrációk érdemben emelkedtek az Európai Unió legtöbb országában. Ugyanakkor **szeptember-november átlagában az Európai Unióban éves összehasonlításban 13,6 százalékkal csökkent a forgalomba helyezett új autók száma.** Németországban 16, Kínában 15,4 százalékkal csökkentek az autóregisztrációk 2017 azonos időszakához képest, továbbá a visszaesés a legtöbb európai ország esetében azonosítható volt (3-24. ábra).

A visszafogott regisztrációk háttérében **egyfelől a legújabb európai uniós károsanyag-kibocsátási szabályozás állhat.** A WLTP (Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure) tesztelés és engedélyeztetés lényege, hogy 2018 szeptemberétől csak a valós közlekedési körülmények közötti teszten engedélyezett személyautókat és motorokat lehet forgalomba helyezni az EU-ban. A WLTP engedélyeztetés jellemzően a nehezebb, nagyobb motortérfogatú és fogyasztású autókra érinti, a hivatalos mérőállomások szűk kapacitása azonban **jelentősen késleltette több német autógyár új modelljeinek forgalomba helyezését, míg az Audi és a teljes Volkswagen-konzern esetén számos motorvariáns kivételre került.**

3-24. ábra: Az új autók regisztrációjának alakulása



Forrás: MNB-számítás a Német Autóipari Egyesület (VDA) és az ACEA adatai alapján

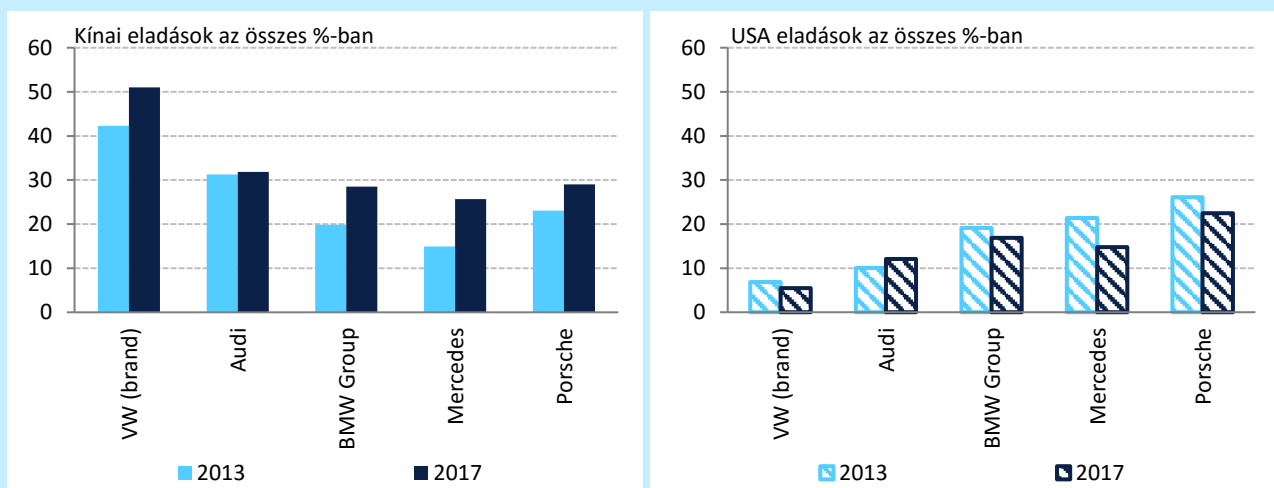
Az új WLTP eljárás tesztelési és engedélyeztetési folyamatának elhúzódása jelentős gyártási és szállítási késéseket okozhat a gyártók esetében. **A késések rövid távon a vállalatok termelésének visszafogásán, illetve a termelési portfólió átalakításán keresztül érdemben érinthetik a hazai járműipart is.** A hazai járműipar a Németországba irányuló magyar áruexport 46 százalékát teszi ki, amit különösen érzékenyen érinthet a német járműipar gyengélkedése. Emellett a vártnál

tovább tartó engedélyeztetések a hazai járműipari egységek esetében tervezett modellváltást és a termelési műszakokat is befolyásolhatják. **Hosszabb távon a környezetvédelmi és iparági trendek felértékelhetik az alternatív energiával hajtott gépjárművek szerepét.**

**Közép- és hosszú távon a járműipar világszerte alakulását elsősorban a kereslet alakulása határozhatja meg.** A kínai autóeladások növekedési ütemének trendje fokozatosan mérséklődött az elmúlt időszakban, míg a novemberi adat 2012 óta a legnagyobb mértékű visszaesést mutatta, melyet a kínai autóipari szereplők szervezete a gazdaság lassulásával, a lakosság adósságkeelésével és a szigorodó környezetvédelmi előírásokkal magyarázott.

**Az autóipari szereplők az elmúlt évtizedben a dinamikus növekedési lehetőségekre alapozva értékesítéseik nagy részét Kínára koncentrálták.** A gyorsan vagyonosodó és bővülő kínai középosztály az elmúlt években a német autóipari szereplők fő célcsoportjává és a német luxusautók egyik fő vásárlójává vált. A 2017-es vállalati beszámolók alapján a Volkswagen-konzern saját márkájú eladásainak 51, míg a csoporthoz tartozó Audi értékesítéseinek közel 32 százaléka, a Porsche eladásainak pedig közel 30 százaléka Kínában realizálódott. Nagyon nőtt a Mercedes és a BMW-csoport kínai eladásainak volumene is, melyek 25-30 százalékát teszik ki az autógyártók teljes éves eladásainak (3-25. ábra). Ezzel párhuzamosan a gyártók részesedése az USA piacon jellemzően mérséklődött. **A kínai autóeladások további lassulása érdemi negatív hatással lehet a globális járműipari termelésre és az ipari export alakulására.**

3-25. ábra: Az öt nagy német autógyártó eladásainak részesedése Kínában (bal panel) és az USA-ban (jobb panel)



Megjegyzés: A teljes Volkswagen-csoportra nem állnak rendelkezésre összehasonlító adatok, így az ábrán csak a Volkswagen és az Audi márkájú autók eladásait mutatjuk be.

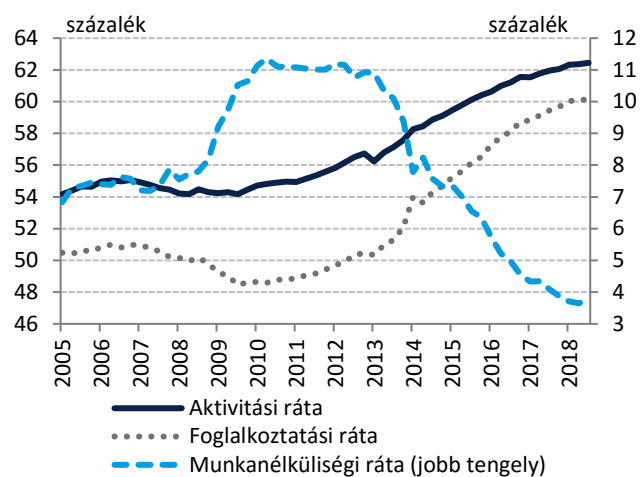
Forrás: Vállalati jelentések, sajtóinformációk.

További gazdasági kockázatokat hordozhat a **kereskedelmi feszültségek lehetséges fokozódása**. Az USA a közelmúltban a közép-kelet-európai régió számára kiemelten fontos árucikkek, a **személygépjárművek és járműalkatrészek** esetében is kilátásba helyezte büntetővámok bevezetését. A hazánkban gyártóegységekkel rendelkező Audi értékesítéseinek 12, míg a Mercedes eladásainak közel 15 százaléka az USA-ban realizálódik, noha a hazai ipar fontos szereplőinek amerikai kitettsége – összhangban a kínai értékesítések felfutásával – csökkent az elmúlt években. Régióink növekedése a **járműipar jelentős gazdasági súlya** miatt kitett a kereskedelmi feszültségek fokozódásának. Hazánk esetében az USA felé irányuló közvetlen autóipari export a teljes export csupán fél százalékát teszi ki, azonban a Németországból az USA-ba irányuló kivitelen keresztül a közvetve nagyobb mértékben befolyásolhatják a hazai exportot.

### 3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség

2018 harmadik negyedében változatlan szinten alakult a versenyszféra foglalkoztatottsága. Az ipari termelés lassulásával párhuzamosan a feldolgozóipar létszáma érdemben nem változott, míg a piaci szolgáltató szektor foglalkoztatása a kibocsátás dinamikus bővülésével összhangban emelkedett. A közfoglalkoztatottak száma 150 ezer fő alá csökkent. A munkanélküliségi ráta 3,8 százalékra emelkedett a harmadik negyedében.

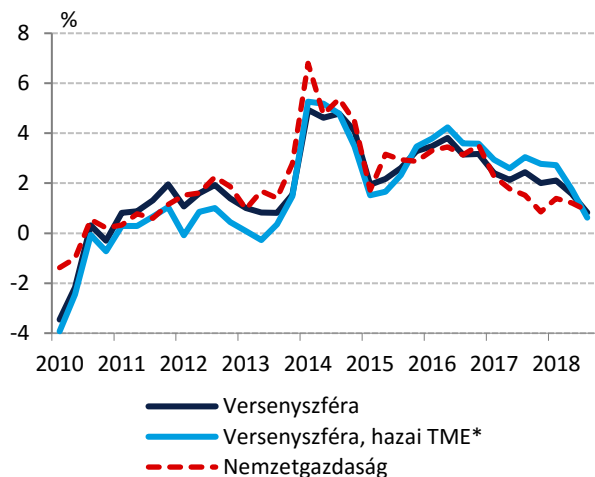
3-26. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH

3-27. ábra: Főbb foglalkoztatási mutatók éves változása



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

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

2018 harmadik negyedében a 15–74 éves korosztály aktivitási rátája 62,8 százalékon alakult, míg a 15–64 éves népességben belül az aktívak aránya 72,3 százalékot tett ki.

**A szezonálisan igazított adatok alapján enyhén emelkedett a gazdaságilag aktívák száma (3-26. ábra).**

A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves növekedése 0,9 százalékra lassult, az állam és a versenyszféra foglalkoztatottsága egyaránt stagnált negyedéves összevetésben.

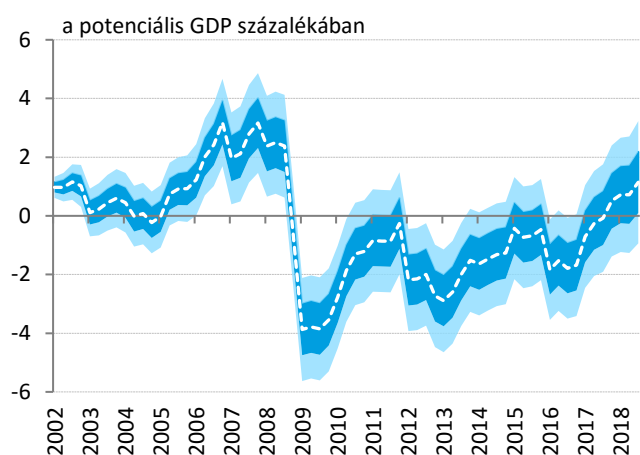
A versenyszférán belül az ipari termelés lassulásával párhuzamosan a feldolgozóipar foglalkoztatása érdemben nem változott, míg a piaci szolgáltató szektor foglalkoztatása a kibocsátás dinamikus bővülésével összhangban emelkedett az előző negyedévhez képest. A külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma az előző negyedévi növekedést követően enyhén mérséklődött, 105 ezer főt tett ki a harmadik negyedében. A ledolgozott munkaerő-tömeggel korrigált, hazai teljes munkaidő egyenértékes létszám a foglalkoztatottsághoz hasonló ütemben emelkedett (3-27. ábra).

Az állami szférán belül a közfoglalkoztatottak száma 150 ezer fő alá csökkent, míg a közfoglalkoztatáson kívüli foglalkoztatás emelkedett. A harmadik negyedében a munkanélküliek száma növekedett, a munkanélküliségi ráta 3,8 százalékra emelkedett. Az üres álláshelyek aránya alapján a feldolgozóiparban változatlanul magas szinten alakult, míg a piaci szolgáltató szektorban enyhén tovább emelkedett a vállalatok munkaerő-kereslete.

### 3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

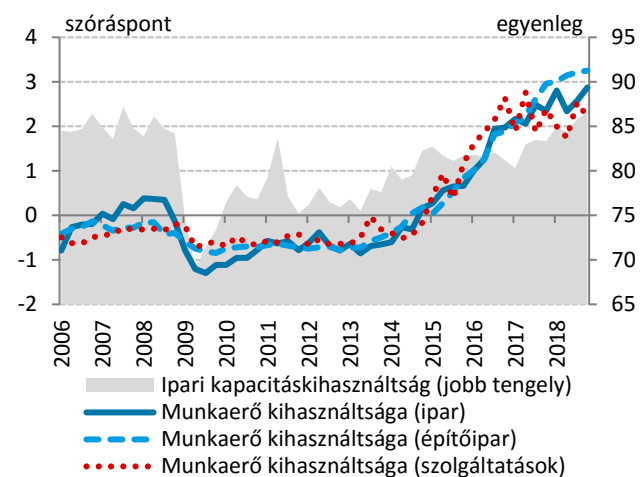
Becslésünk alapján a GDP a potenciális kibocsátás közelében, enyhén afölött alakult. A vállalatok kapacitáskihasználtsága tovább emelkedett, illetve a munkaerő mennyisége is egyre inkább szűk keresztmetszetet jelent a termelésben. A kibocsátási rés bezáródásával a gazdaság kínálati oldalának bővülése 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 kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv



Megjegyzés: A kék terület a becslési bizonytalansági sávot mutatja.  
Forrás: MNB

3-29. ábra: Kapacitáskihasználtság és a munkaerő mennyiségének megítélése



Forrás: ESI

Becslésünk szerint a GDP a potenciális kibocsátás közelében, enyhén afölött alakult. (3-28. ábra). A  **hazai gazdaság ciklikus pozíciójáról alkotott képünk érdemben nem változott** a szeptemberi Inflációs jelentésben szereplő becslésünkhöz képest.

Kérdőíves felmérések alapján a **vállalatok kapacitáskihasználtsága tovább emelkedett** és 2018 folyamán elérte a válság előtti időszak átlagos szintjét. Az elmúlt időszak dinamikus foglalkoztatásbővülése hozzájárult a munkaerőpiac feszebbé válásához. A **munkaerő mennyisége egyre inkább szűk keresztmetszetként jelentkezik** a termelésben az ipari, az építőipari és a szolgáltató vállalatok körében (3-29. ábra).

A kibocsátási rés zárása a kereslet csökkenésével és a kínálat bővítésével is elérhető, ezért társadalmi szempontból kiemelt jelentősége van a következő időszakban a kínálatot, azaz a **potenciális kibocsátást bővítő versenyképességi intézkedéseknek**.

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

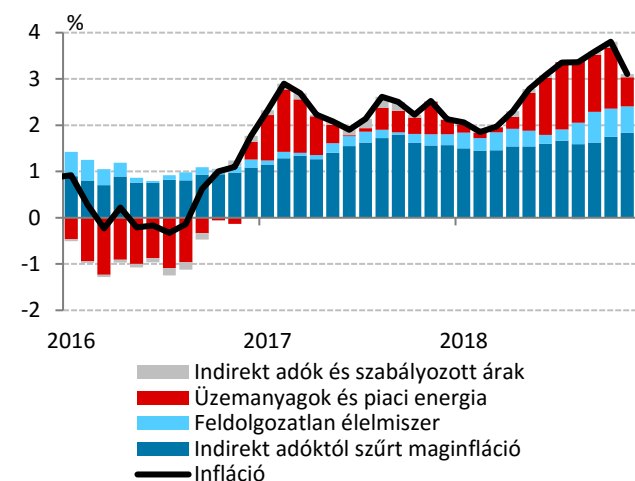
Becslések alapján az **eurozóna** kibocsátási rése az ideai év során bezáródhat, míg a **régiós gazdaságok** ciklikus pozíciója már tartósan pozitív tartományban alakulhat, ami hatással van a magyar gazdaság ciklikus pozíciójára is.



### 3.5. Költségek és infláció

Az őszi hónapokban a volatilis, világgpiaci nyersanyagárak változására érzékeny tételek (üzemanyagok és feldolgozatlan élelmiszerek) az infláció szokásosnál nagyobb mértékű változékonyságát okozták. Ennek következtében a fogyasztóiár-index szeptemberben és októberben emelkedett, majd novemberben jelentős mértékben csökkent. Folytatódott a tartós tendenciákat megragadó alapfolyamatok emelkedése, a változást az iparcikkek és a piaci szolgáltatások inflációjának részben bázishatások miatti emelkedése okozta. A versenyszféra bruttó átlagkeresete 10,8 százalékkal emelkedett a harmadik negyedévben az előző év azonos időszakához képest. A folytatódó erőteljes bérdinamikához a bérezési alapfolyamatot meghatározó historikusan feszes munkaerőpiaci környezet mellett a minimálbér és a garantált bérminimum idei évi 8, illetve 12 százalékos emelése járult hozzá. A bérnövekedés költségoldali inflációs hatását mérsékelte a szociális hozzájárulási adó csökkentése.

3-30. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: KSH, MNB-számítás

#### 3.5.1. Fogyasztói árak

**Az elmúlt hónapokban az inflációt jelentős változékonyság jellemezte**, amit a költségérzékeny tételek – üzemanyagok és feldolgozatlan élelmiszerek – áralakulása magyarázott. **Októberig az infláció emelkedett, amit novemberben az árindex jelentős csökkenése követett.** Az infláció novemberi mérséklődését főként az üzemanyagárak csökkenése okozta (3-30. ábra).

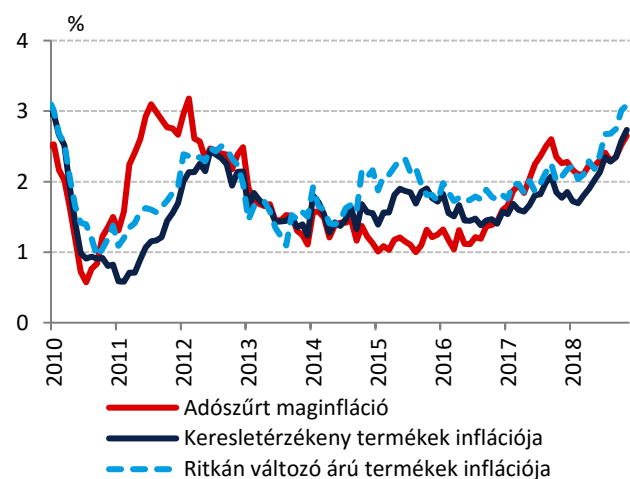
**Az őszi hónapokban folytatódott a tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatók** (adószűrt maginfláció, a keresletérzékeny, illetve a ritkán változó árú termékek inflációjának) **emelkedése** (3-31. ábra). **Az adószűrt maginfláció gyorsulását** az iparcikkek és a piaci szolgáltatások inflációjának részben bázishatások miatti emelkedése magyarázta.

**Az iparcikkek inflációja az őszi hónapok során emelkedett.** A termékkör árdinamikájának gyorsulásához a tartós és a nemtartós termékek egyaránt hozzájárultak. A tartós iparcikkek árának változását döntően a termékkör mintegy 30 százalékát kitevő **új autók árának emelkedése magyarázta.** A nemtartós iparcikkek áralakulását több termék inflációjának emelkedése okozta, amihez bázishatások is hozzájárultak.

**A piaci szolgáltatások inflációja az elmúlt hónapokban emelkedett.** Az erősen munkaintenzív szolgáltatások inflációja – az év eleji emelkedést követően – lényegében nem változott az őszi hónapokban (3-32. ábra). A kevésbé munkaintenzív (technológiaiintenzív) szolgáltatások inflációja növekedett, amihez bázishatás is hozzájárult. Utóbbi oka, hogy novemberben a mobiltelefon és internet esetében ismét csökkentek az árak, azonban a tavalyi évnél kisebb mértékben.

**Az élelmiszerárak az elmúlt hónapokban összességében a magasabb infláció irányába hatottak**, azonban a feldolgozott és feldolgozatlan termékek ára eltérően alakult. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja érdemben emelkedett, amit **a szezonális termékek** – elsősorban

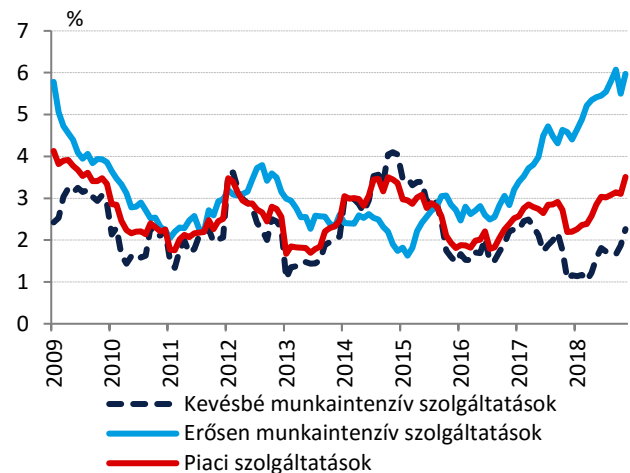
3-31. ábra: Az inflációs alapmutatók



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás



3-32. ábra: Piaci szolgáltatások inflációja



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

zöldségek – július és október között megvalósuló áremelkedése magyaráz. Ennek hatását a feldolgozott élelmiszerek árdinamikájának tejárakhoz köthető lassulása csak részben tudta ellensúlyozni.

**Az üzemanyagok árát az elmúlt hónapokban jelentős változékonyság jellemezte.** A benzin ára október közepéig átmenetileg 400 forint fölé emelkedett, majd ezt követően a csökkenő olajárakkal párhuzamosan több mint 30 forintra mérséklődött november végére. A szabályozott árú termékek esetében nem volt számottevő mértékű árváltozás az elmúlt hónapokban.

**Az elmúlt hónapokban változékonyan alakuló infláció szeptemberben és októberben meghaladta, míg novemberben lényegében megegyezett a szeptemberi Inflációs jelentés prognózisával.** Az eltérést jelentős részben a változékonnyá alakuló költségek – üzemanyagok, feldolgozatlan élelmiszerek – okozták. **Az adószűrt maginfláció az őszi hónapokban magasabban alakult a szeptemberi prognózisunknál.** Az eltérést az iparcikkek októberi, vártnál magasabb árdinamikája okozta.

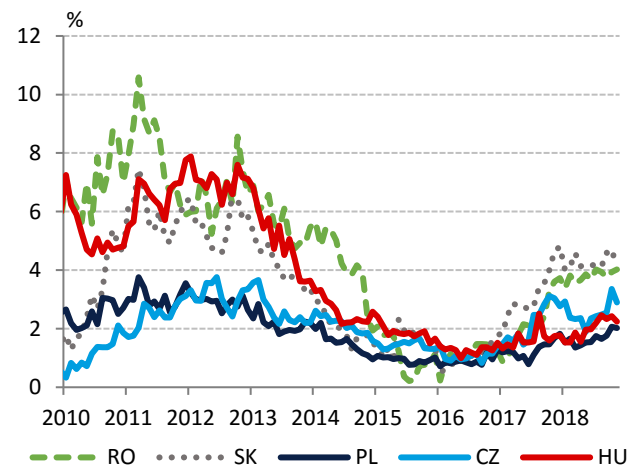
### 3.5.2. Inflációs várakozások

**A lakosság inflációs várakozásai továbbra is visszafogott szinten tartózkodnak, ami a várakozások horgonyozottságára utal.** A hazai várakozások összhangban alakultak a korábban is tartósan alacsony inflációval jellemezhető régiós országokban tapasztalható várakozásokkal (3-33. ábra).

### 3.5.3. Bérek

**2018 harmadik negyedében 10,8 százalékkal emelkedett a versenyszféra bruttó átlagkeresete** az előző év azonos időszakához képest (3-34. ábra). A folytatódó erőteljes bérdinamikához a bérezési alapfolyamatot meghatározó historikusan feszes munkaerőpiaci környezet mellett a minimálbér és a garantált bérminimum idei évi 8, illetve 12 százalékos emelése járult hozzá. Emellett a szociális hozzájárulási adó idei évi 2,5 százalékpontos mérséklődése is támogatta a vállalatok bérezését. A versenyszférán belül a piaci szolgáltató szektor bérdinamikája erőteljesebben alakult, mint a feldolgozóiparé. A rendszeres átlagkereset negyedéves dinamikája és a prémiumkifizetések mértéke egyaránt meghaladta az előző év azonos időszakában tapasztalt mértéket. A bérdinamika az átlagbér alatt fizető ágazatokban továbbra is magasabb volt, mint az átlagbér felettiekben. **A bérnövekedés költségoldali inflációs hatását mérsékelte a szociális hozzájárulási adó csökkentése.**

3-33. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

3-34. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása



Megjegyzés: Negyedéves mozgóátlagok.

Forrás: KSH

3.5.4. Termelői árak

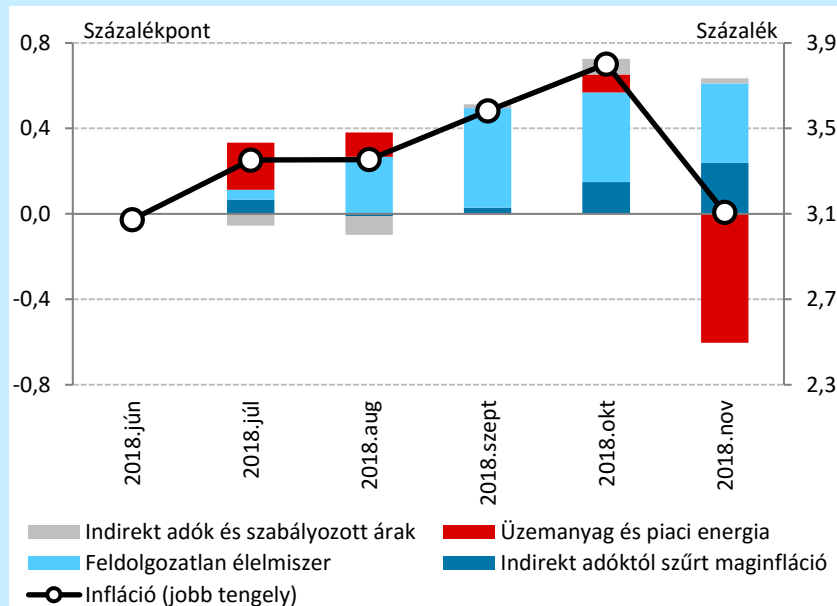
**A mezőgazdasági termelői árak éves összehasonlításban emelkedtek 2018 harmadik negyedévében.** Az áremelkedés elsősorban a szezonális termékek áralakulásához köthető. A zöldségek ára júliustól érdemben emelkedett, amit a gyümölcsök árának csökkenése csak részben ellensúlyozott. A szezonális termékek mellett a gabonaárak is emelkedtek éves összevetésben, míg az állati eredetű termékek ára csökkent az elmúlt időszakban.

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

3-3. keretes írás: Az infláció alakulását befolyásoló változékony tényezők

Az elmúlt időszakban a hazai infláció változékonyan alakult. **A fogyasztóiár-index alakulását főként a költségérzékeny tételek – üzemanyagok, feldolgozatlan élelmiszerek – befolyásolták, melyek alapvetően átmeneti hatást gyakorolnak az inflációra (3-35. ábra). Az infláció októberre a toleranciasáv felső részébe növekedett.** Az emelkedés közel 70 százalékát az üzemanyagok és a feldolgozatlan élelmiszerek árának emelkedése okozta. Ezt követően azonban az üzemanyagárak jelentősen csökkentek, így **novemberben az infláció 3,1 százalékra mérséklődött.** Jelen keretes írásunkban áttekintjük az infláció alakulásában megjelenő érdemi változékonyosság forrásait.

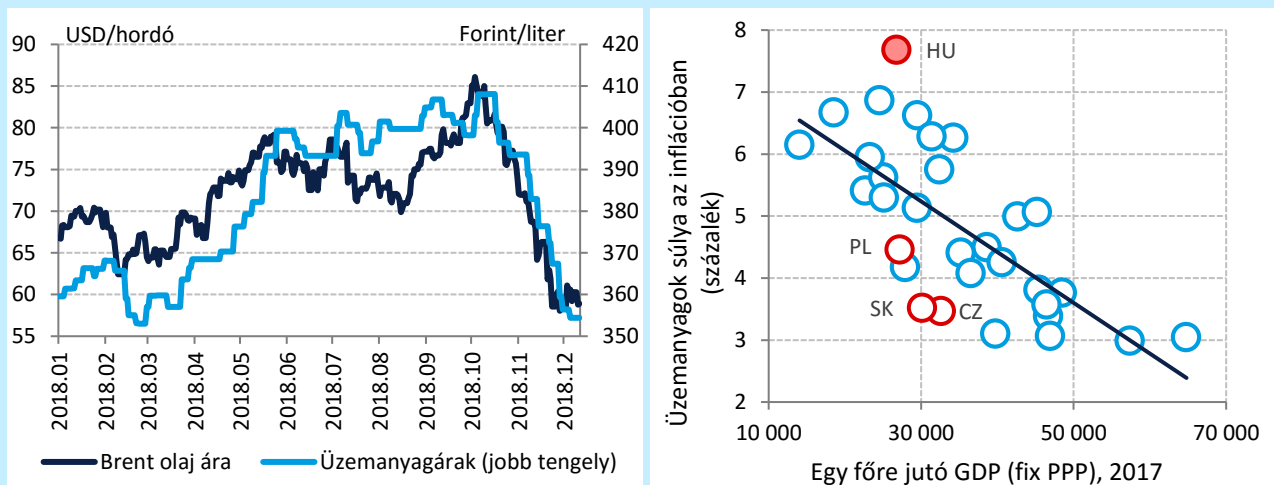
3-35. ábra: Az infláció 2018 júniusához viszonyított változásának dekompozíciója



Forrás: MNB-számítás

Az üzemanyagok esetében az árak változását elsősorban az **olajárak** alakulása határozza meg. Az olajárakat számos tényező befolyásolja, amelyekkel az 1-2. keretes írás részletesen foglalkozik. Az olajárak változása rövid időn belül megjelenik az üzemanyagárakban (3-36. ábra, bal panel). Az üzemanyagárak elmúlt időszakban megfigyelt jelentős változékonysága érdemi hatást gyakorol a hazai inflációra, amit az is magyaráz, hogy az **üzemanyagok fogyasztói kosárban betöltött súlya gazdasági fejlettségünkhöz viszonyítva jelentős**, illetve közel kétszer akkora, mint a régió más országaiban (3-36. ábra, jobb panel). Ennek következtében a **hazai infláció nemzetközi összehasonlításban is érzékeny az olajárak változására**.

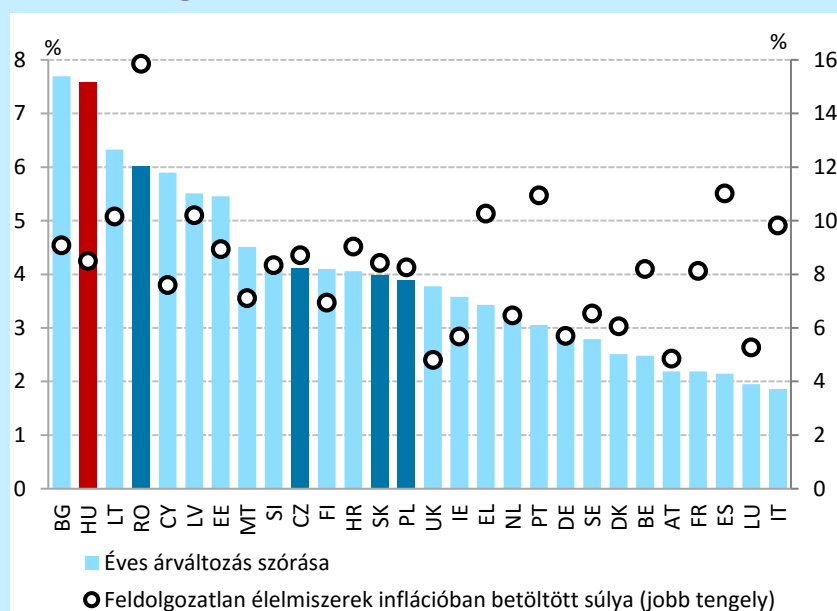
3-36. ábra: Az olaj- és a hazai üzemanyagárak napi alakulása (bal panel) és az üzemanyagárak inflációban betöltött súlya nemzetközi összevetésben (jobb panel)



Forrás: Bloomberg, holtankoljak.hu, Eurostat, WDI

Az üzemanyagárak mellett az **élelmiszerek áralakulása is érdemi, átmeneti hatást gyakorol az inflációra**. Az élelmiszerek esetében az árak ingadozása jellemzően a kínálat változékonyságából fakad, ami legtöbbször az időjáráshoz és a mezőgazdasági terméseredményekhez köthető. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja az elmúlt négy hónapban átlagosan közel 10 százalékon alakult, ami jelentősen meghaladja a historikus átlagot (5,5 százalék). Hazánk esetében a **feldolgozatlan élelmiszerek árának változékonysága az európai országok körében a legmagasabbak közé tartozik** (3-37. ábra). Így a **hazai élelmiszerárak érzékenyebben reagálnak a kínálati viszonyok átmeneti megváltozására**, ami a teljes infláció esetében is nagyobb változékonyságot eredményez.

3-37. ábra: A feldolgozatlan élelmiszerárak szórása nemzetközi összehasonlításban



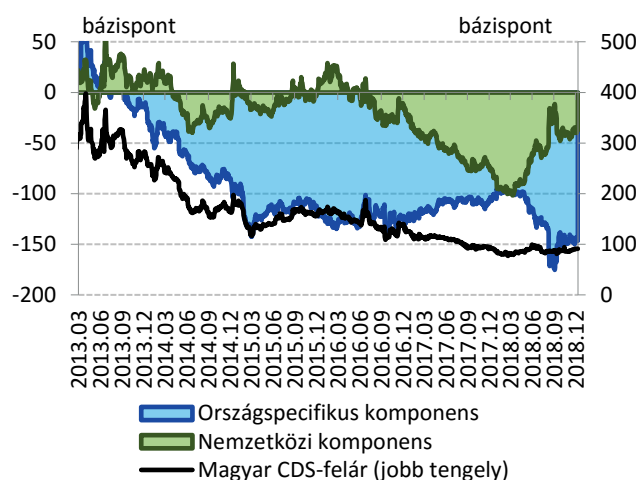
Forrás: Eurostat

## 4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

### 4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt negyedévben jelentősen, mintegy 10 százalékponttal emelkedett a tőzsdei volatilitást mérő VIX index értéke. A hosszú futamidejű fejlett állampapíripiaci hozamok 10-20 bázisponttal csökkentek szeptember közepe óta, míg a feltörekvő kötvénypiaci EMBI Global mutató értéke fokozatosan növekedett, így az időszak végére 2016 közepe óta nem látott szintre emelkedett. Folytatódott a dollár euróval szembeni erősödése, amit az eurozóna gazdasági lassulásával kapcsolatos hírek is támogattak. A magyar hosszú hozamok a harmadik negyedévben a régió országaiban tapasztaltnál nagyobb mértékben csökkentek, melyet a külföldiek forint állampapír-állományának folytatódó emelkedése is támogatott. A régiós hitelkockázati mutatók ugyanakkor kissé emelkedtek. A forint enyhén erősödött az euróval szemben.

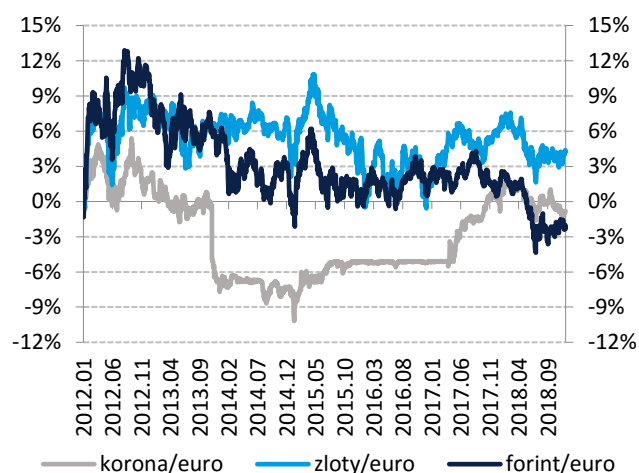
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



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

Forrás: Bloomberg

4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Bloomberg

#### 4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

**Hazánk hitelkockázati felára a negyedik negyedévben enyhén emelkedett** (4-1. ábra). A magyar hitelkockázati felár enyhén emelkedése a nemzetközi tényezők relatív csökkenése mellett következett be, így a dekompozíciós módszertan az egyedi (országspecifikus) komponens emelkedését mutatja. Az egyedi tényező növekedése viszont ezúttal abból adódott, hogy a török kockázati megítélés javulásából adódó CDS felár csökkenést nem követték le a hazai és a régiós felárak sem. Szeptemberben a török felár megugrása sem volt hatással a régiós folyamatokra, ami akkor az egyedi komponens csökkenésében tükröződött, a negyedik negyedévben ennek részleges korrekciója következett be.

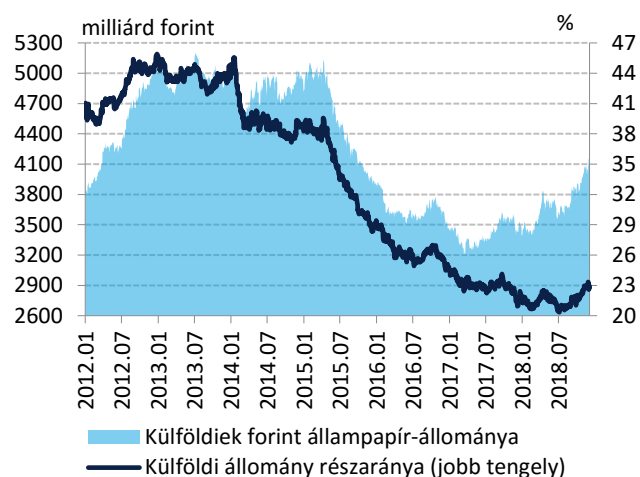
#### 4.1.2. Devizapiaci folyamatok

**A forint az euróval szemben 0,2 százalékkal, míg a lengyel zloty árfolyama a negyedév végén megegyezett a szeptember végi értékével. A cseh korona és a román lej 1,4, illetve 0,4 százalékkal gyengült az időszak alatt** (4-2. ábra). A forint árfolyama szeptember közepe óta a korábbi negyedévhez képest kissé erősebb szinten, szűk sávban, 321-326-os árfolyam között mozgott. Az időszak első felében a forint leértékelődött, majd a november eleji erősödést követően, az időszak végén a 321-324-es szint között ingadozott. A dollár erősödése és a nemzetközi kockázatkerülés miatt a régiós devizák 2-4 százalékkal gyengültek az amerikai fizetőeszközzel szemben.

#### 4.1.3. Állampapíripiac és hozamalakulás

**Folytatódott a külföldiek forint állampapír-állományának emelkedése az elmúlt negyedévben** (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya a 2015 óta tartó gyakorlatilag folyamatos csökkenését követően előbb stabilizálódott, majd 2018 márciusától emelkedni kezdett. A negyedik negyedévben felgyorsult az év közepén tapasztalt növekedés. Szeptember közepe óta összességében 240 milliárddal nőtt a külföldiek állománya, miközben a

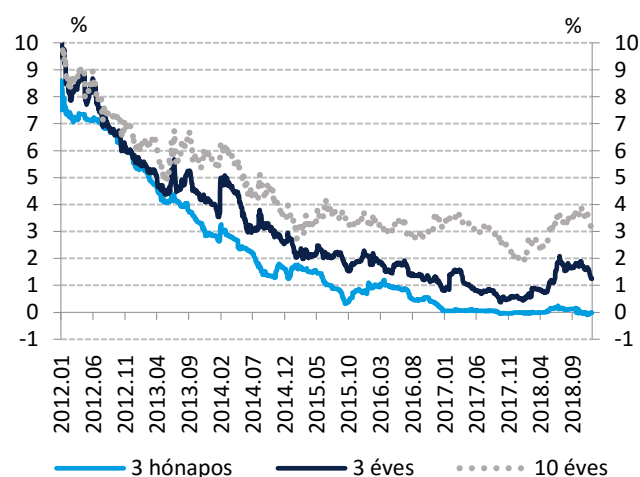
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra kizárólag diszkontkincstárjegyek és állampapírok állományát mutatja.

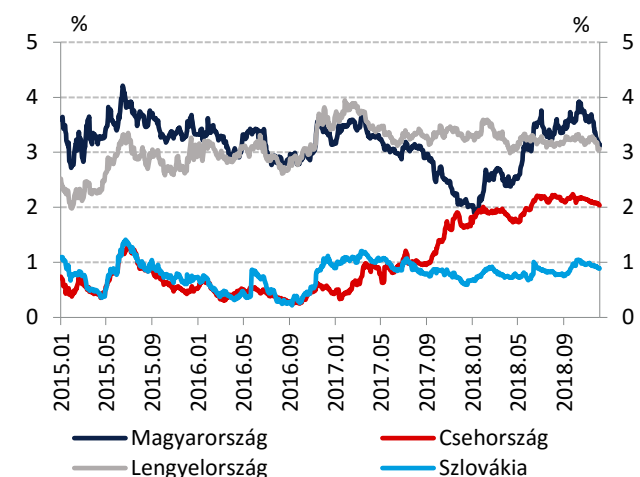
Forrás: MNB

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

külföldiek tulajdoni részaránya is bő egy százalékponttal, 23 százalék közelébe emelkedett.

**Az állampapír aukciókat többnyire erős kereslet jellemezte, a hosszabb futamidejű papíroknál több esetben a meghirdetett összegnél többet fogadott el az ÁKK.** Éven belüli lejáratokon a 3 hónapos és a 12 hónapos aukciókon is csökkent az átlaghozam. A hosszabb futamidejű, 3, 5 és 10 éves állampapírok hozamai a diszkontkincstárjegyek hozamánál is nagyobb mértékben csökkentek.

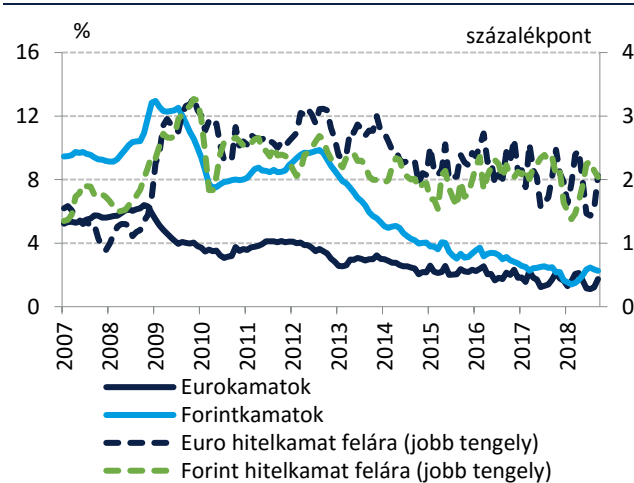
**A másodpiaci állampapír-piaci hozamgörbe 15-45 bázisponttal lejjebb tolódott (4-4. ábra).** Október közepéig a volatilis feltörekvő piaci hangulatban emelkedtek a magyar benchmark hozamok a közepes futamidőkön, ugyanakkor ezt követően jelentős hozamcsökkenés volt megfigyelhető. A csökkenés vélhetően egyrészt a külföldi befektetők növekvő keresletéhez volt köthető, másrészt a dinamikus csökkenő olajárak a fejlett és a régiós állampapírpiaci hozamok csökkenését is támogatták. A 3 hónapos diszkontkincstárjegy hozama az időszak nagy részében negatív tartományban mozgott. Az 5 éves hozam a szeptember közepi 3 százalékos körüli szintről 2,7 százalékra, míg a 10 éves hozam 3,6 százalékról 3,1 százalékra csökkent. A bankközi hozamoknál az állampapírpiaci folyamatokkal lényegében megegyező elmozdulás volt megfigyelhető.

**A hosszú referenciahozamok többnyire csökkentek a régióban a negyedév során (4-5. ábra).** A tízéves forinthozam csökkent a legnagyobb mértékben, mintegy 50 bázisponttal, míg lengyel és a cseh tízéves hozam 16 bázisponttal, illetve 13 bázisponttal csökkent. A szlovák tízéves hozam ugyanakkor 9 bázisponttal emelkedett.

## 4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2018 harmadik negyedében a bankok tovább enyhítettek a vállalati hitelfeltételeken valamennyi vállalati méretkategória tekintetében, és előretekintve is további lazítást helyeztek kilátásba, mely elsősorban a felárak mérséklésén keresztül valósulhat meg. A negyedév során a vállalati forint- és eurohitelek felára közel azonos szintre került utóbbi emelkedése és előbbi csökkenése révén. A lakáscélú hitelek felára tovább mérséklődött a hosszabb futamidőre fixált hitelek esetében, ezzel a változó kamatozású hitelek szintje alá süllyedve. Az inflációs várakozások emelkedésének hatására kis mértékben csökkent az egyéves előretekintő reálkamat.

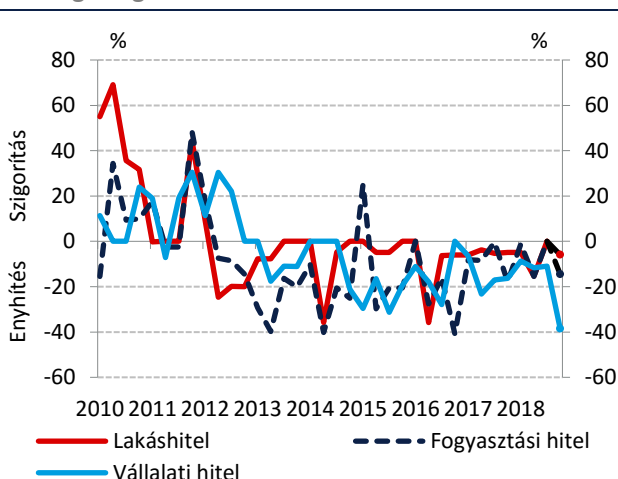
4-6. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban



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

Forrás: MNB

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



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2018 negyedik és 2019 első negyedévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

### 4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

**A vállalati forinthitelek felára csökkent 2018 harmadik negyedében.** A piaci alapú, money market ügyletektől szűrt új vállalati forinthitel-szerződések kamatlába a kisösszegű forinthitelek esetében nem változott az előző negyedévhez képest, míg a nagyösszegűek esetében 0,2 százalékponttal csökkent, így összességében 2,3 százalékra süllyedt az átlagos forintkamat a negyedév végére. Az eurohitelek tekintetében a kisösszegű hitelek átlagos kamatlába 0,6 százalékponttal csökkent, míg a nagyösszegű hitelek esetében 0,6 százalékpontos növekedés volt megfigyelhető az előző negyedévhez képest. Az eurohitelek átlagos kamatlába így 1,7 százalékra emelkedett a vizsgált időszak végére (4-6. ábra). A vállalati forint és euro hitelek felára közel azonos szinten, 2 százalékponton állt szeptemberben, mely előbbi 0,2 százalékpontos csökkenésének, míg utóbbi pedig 0,6 százalékpontos emelkedésének eredményeként jött létre.

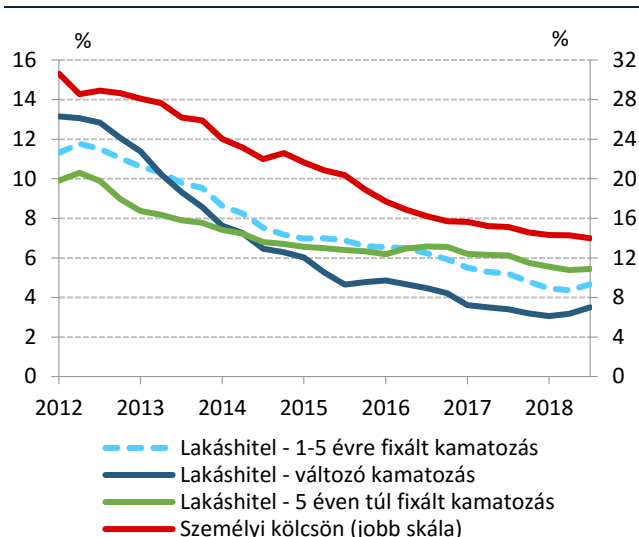
**Tovább enyhültek a vállalati hitelfeltételek.** A Hitelezési felmérésben adott banki válaszok alapján a harmadik negyedévben a hitelfeltételek tovább enyhültek mind a mikro- és kisvállalkozások, mind a közép- és nagyvállalatok esetében, ugyanakkor utóbbi kategóriában a bankok szűkebb köre jelzett lazítást (4-7. ábra). Az enyhítés a válaszadók többsége szerint a bankok közötti verseny fokozódásának tudható be, és elsősorban a kamatfelárak csökkenésében mutatkozott meg. A következő fél évre előretekintve a válaszadó bankok nettó értelemben vett 39 százaléka tervez enyhíteni a feltételeken, mely lazítás a korábbiaknál szélesebb körben valósulhat meg a megkérdezett intézmények szerint, ami az NHP fix elindulásával párhuzamosan elsősorban a kisebb vállalkozások ár jellegű hitelfeltételeiben érvényesülhet.

### 4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

**A fix kamatozású lakáscélú hitelek felára a változó kamatozású hitelek szintje alá süllyedt.** Az új lakáscélú hitelek THM-szintje valamennyi kamatfixálási periódus szerinti kategóriában növekedett az elmúlt negyedév során. A változó kamatkonstrukciójú és az 1-5 évre rögzített kamatozású lakáshitelek átlagos teljes hitelköltsége egyaránt 0,3 százalékponttal nőtt, míg az 5 éven túl



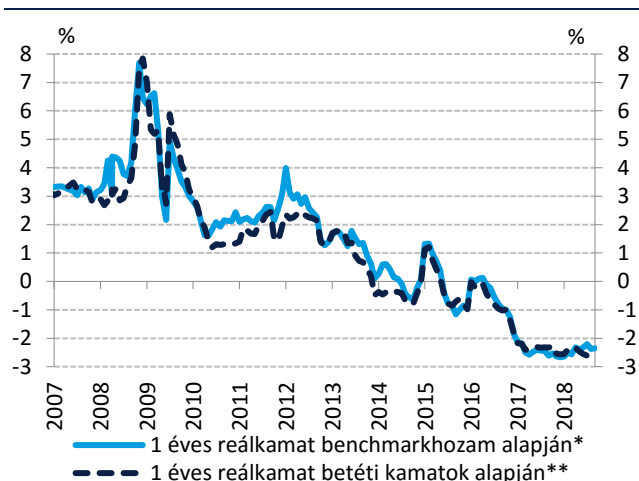
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



Megjegyzés: Új folyósítású hitelkamatok negyedéves átlaga.

Forrás: MNB

4-9. ábra: Az előretelkintő reálkamatlábak alakulása



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

Forrás: MNB, Reuters poll

kamatfixált hitelek esetében 5 bázispontos emelkedés volt megfigyelhető 2018 harmadik negyedévében (4-8. ábra). A lakáscélú hitelek felára egyedül a változó kamatozású hitelek esetében nőtt 0,2 százalékponttal, az 1-5 évre és az 5 éven túl kamatfixált hitelek esetében rendre 0,4 és 0,5 százalékponttal 2,6 és 2,5 százalékponttal süllyedt a simított felár, a forrásköltségek emelkedése mellett. Ezzel a kamatfixált lakáshitelek felára a változó kamatozású lakáshitelek 3,3 százalékpontos szintje alá süllyedt. A személyi kölcsönök átlagos THM-szintje 0,3 százalékpontos mérséklődést követően 13,7 százalékon alakult a vizsgált időszakban, míg a felár 0,9 százalékponttal csökkent.

**A bankok nem változtattak a háztartási hitelkondíciókon.** A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok összességében nem változtattak a lakáscélú hitelek nem árjellegű feltételein (4-7. ábra), ugyanakkor a részfeltételeket tekintve a felárak csökkentését nettó értelemben vett 69 százalékuk jelezte. A válaszadó bankok egyharmada elsősorban a lakáspiaci folyamatok alakulását és likviditási helyzetét említette enyhítést támogató tényezőként. A jövedelemarányos törlesztőrészlet mutató 2018. október 1-jétől hatályos módosítása várhatóan nem befolyásolja érdemben a lakáshitel-kibocsátások volumenét, azonban a hosszabb kamatfixálási periódusú hitelek felé tereli a keresletet. A fogyasztási hitelek tekintetében a bankok szintén változatlanul hagyták a hitelkondíciókat, előretelkintve azonban a személyi kölcsönök piacán enyhítést helyeztek kilátásba, melyet a felárak csökkentése és a maximális futamidő növelése révén terveznek megvalósítani. A lakáshitelek feltételein a következő fél évben nem szándékoznak változtatni a megkérdezett intézmények.

#### 4.2.3. Reálkamatok alakulása

**Az egy évre előretelkintő reálkamat csökkent a negyedév során** (4-9. ábra). Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamat szint az állampapírpiazi hozamok alapján becslülve -2,4 százalékot tett ki az időszak végén, mely előző negyedévhez képest 4 bázispontos csökkenést jelent. Az inflációs várakozások a megfigyelt időszakban emelkedtek, amit ellensúlyozott az állampapírpiazi hozamok emelkedése. A betéti kamatok alapján számított reálkamat 24 bázispontos csökkenést követően -2,8 százalékos szinten állt 2018 szeptemberében. Ezt a betéti kamatok változatlansága mellett emelkedő inflációs várakozások magyarázzák.

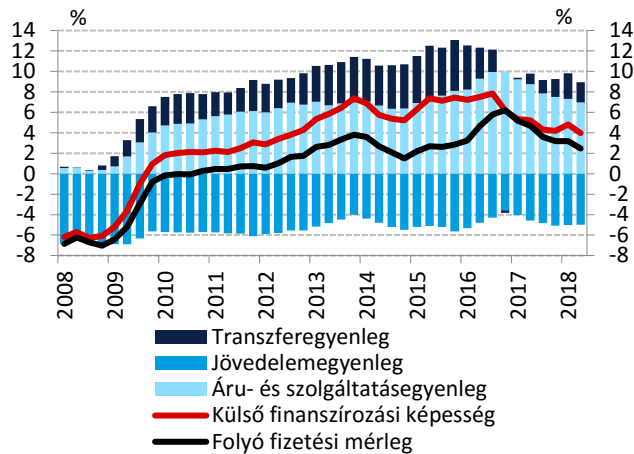


## 5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

### 5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

Magyarország külső finanszírozási képessége 2018 második negyedévében a GDP 4,0 százalékát, míg a folyó fizetési mérleg többlete a GDP 2,5 százalékát tette ki. A mérséklődő egyenleget elsősorban a beruházások bővülése és az élénk lakossági fogyasztás révén csökkenő külkereskedelmi többlet, illetve a visszafogott EU-transzferek következtében alacsonyabb transzferegyenleg eredményezi. A külkereskedelmi egyenleg mérséklődése az előző negyedévekhez hasonlóan az áru egyenleghez köthető, míg a szolgáltatás egyenleg továbbra is stabilan magas szinten alakul. A jövedelem egyenleg hiánya nem változott a negyedév során, mivel a külföldről származó bérjövödelmek csökkenését ellensúlyozta a külföldi hitelekre fizetett nettó kamatkiadás mérséklődése. A finanszírozás oldali folyamatok alapján tovább mérséklődött a nettó külső adósság, miközben a nettó közvetlentőke-befektetés – az elmúlt évek azonos időszakában megfigyelt csökkenéssel szemben – nulla körül alakult. 2018 második negyedévének végén a nettó külső adósság – a tranzakciók és átértékelődési hatások eredményeként – a GDP 9,4 százalékára mérséklődött, míg a bruttó külső adósság 60,3 százalék volt. Az előzetes havi adatok alapján 2018 harmadik negyedévében a gazdaság finanszírozási képessége és a folyó fizetési mérleg többlete – elsősorban átmeneti tényezők hatására – tovább mérséklődött, ami mellett azonban feltételezhetően folytatódott a nettó külső adósság csökkenése.

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



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

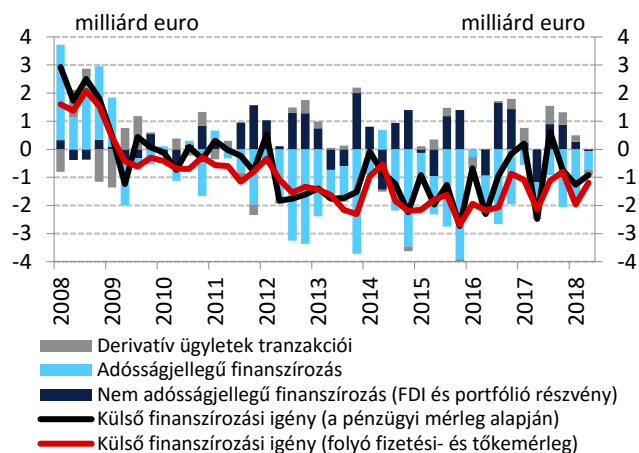
#### 5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

**2018 második negyedévében a külső finanszírozási képesség a GDP 4,0 százalékát, míg a folyó fizetési mérleg 2,5 százalékát tette ki** (5-1. ábra). A mérséklődés elsősorban a beruházások bővülése és az élénk lakossági fogyasztás révén csökkenő külkereskedelmi többlet, illetve a visszafogott EU-transzferek következtében alacsonyabb transzferegyenleghez köthető. A **külkereskedelmi többlet** mérséklődése az áru egyenlegre vezethető vissza, míg a szolgáltatás egyenleg továbbra is stabilan a GDP 6 százaléka körül alakult. A **jövedelem egyenleg** hiánya szintén nem változott az előző negyedévhez képest, az egy évnél rövidebb ideig külföldön dolgozók jövedelmei mérséklődésének hatását ellensúlyozta a külföldi hitelek kamategyenlegének javulása. A **transzferegyenleg** többletének csökkenése az EU-források visszafogottabb felhasználásához kötődött. Az előzetes, részben becslésen alapuló havi adatok alapján a harmadik negyedévben a folyó fizetési mérleg és a külső finanszírozási képesség is mérséklődött, aminek hátterében az elsősorban egyedi tényezők hatására mérséklődő külkereskedelmi forgalom áll (részletesebben lásd az 5-1. keretes írást).

#### 5.1.2. Finanszírozási folyamatok

**A finanszírozás oldali folyamatok alapján folytatódott a nettó külső adósság jelentős csökkenése** (5-2. ábra). A pénzügyi mérleg alapján számolt külső finanszírozási képesség 2018 második negyedévében 0,9 milliárd eurót tett ki. A nettó forráskiáramlás az adósságjellegű források 0,7 milliárd eurós csökkenése és a közvetlentőke-befektetések enyhe beáramlása mellett alakult ki. Az adósságkiáramlás teljes mértékben az államháztartáshoz

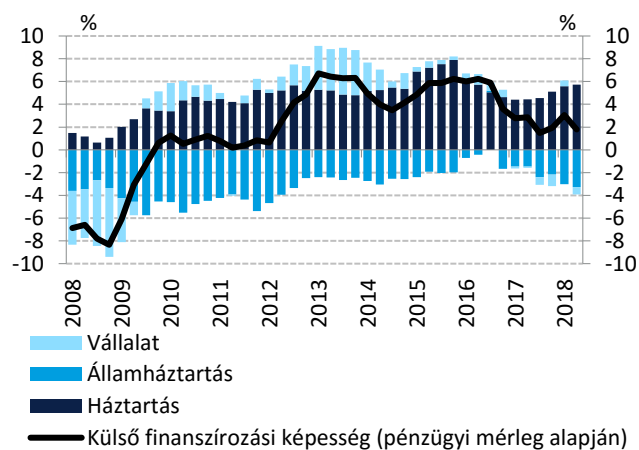
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



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

Forrás: MNB

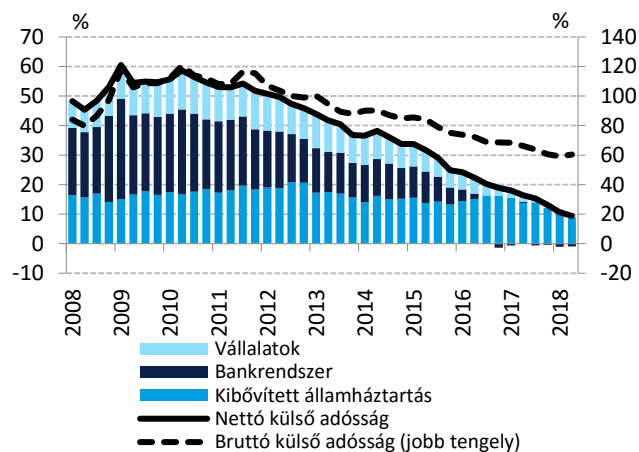
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint



Megjegyzés: Négy negyedéves értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

kötődött, miközben a tranzakciók szerint a bankrendszer és a vállalatok külső adóssága emelkedett. A havi adatok alapján előreláthatóan 2018 harmadik negyedévében is csökken az ország külső adóssága, míg az FDI források tekintetében jelentős beáramlás várható.

A szektorok szerinti megközelítésben a konszolidált államháztartás és a vállalati szektor finanszírozási igényének emelkedését csak részben ellensúlyozta a háztartások megtakarításának kismértékű emelkedése (5-3. ábra). Az államháztartás négy negyedéves GDP-arányos finanszírozási igénye enyhén 3 százalék fölé emelkedett a költségvetési szervek saját kiadásainak bővülése révén, míg a vállalatok finanszírozási igényének emelkedése a beruházások folytatódó bővülésével magyarázható. A háztartások finanszírozási képességének enyhe emelkedése összhangban van a feszes munkaerőpiaci környezetből fakadó erőteljes bérdinamikával. Az előzetes adatok alapján 2018 harmadik negyedévében a háztartások négy negyedéves finanszírozási képessége emelkedett, az államháztartás finanszírozási igénye enyhén csökkent, míg a vállalatok esetében magasabb finanszírozási igényt várunk.

A magyar gazdaság nettó külső adóssága a második negyedév végén a GDP 9,4 százalékára mérséklődött (5-4. ábra). Az adósságjellegű források kiáramlása mellett az állományok átértékelődése okozta a mutató 1,3 százalékpontos csökkenését. Az adósságrata csökkenése teljes mértékben a konszolidált államháztartáshoz kötődött, míg a vállalatok nettó külső adóssága emelkedett, a bankszektore pedig közel változatlan maradt. A bruttó külső adósság a magánszektorhoz köthetően enyhén emelkedett 2018 második negyedévében, és a GDP 60,3 százalékát tette ki. Az előzetes havi adatok alapján a harmadik negyedévben is folytatódott a nettó külső adósság tranzakciókból eredő csökkenése.

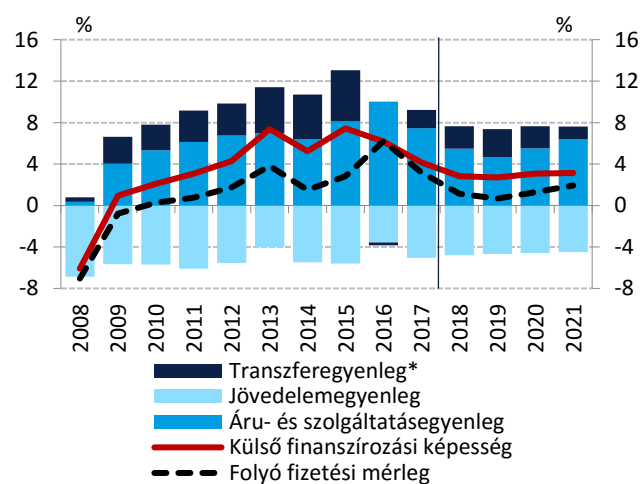
## 5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A gazdaság külső finanszírozási képessége az előrejelzési horizonton magas szinten alakul, amihez a folyó fizetési mérleg többlete mellett a transzferegyleg is hozzájárul. 2018-2019-ben az alacsonyabb külső kereslet, a bővülő belföldi beruházások és az élénk lakossági fogyasztás következtében folytatódik a külkereskedelmi egyenleg csökkenése, ami a folyó fizetési mérleg átmeneti mérséklődését eredményezi. Utóbbit részben ellensúlyozza az EU transferek bővülő felhasználásával összhangban javuló transzferegyleg. 2020-tól az EU-források mérséklődése miatt visszafogottabb beruházás, illetve a korábban kiépített kapacitások termelésének beindulásával emelkedik a külkereskedelmi többlet, ami a folyó fizetési mérleg többletének növekedését is eredményezi. A jövedelemegyleg hiánya – a kamatkidadások folytatódó csökkenésével összhangban – fokozatosan csökken. Előretekintve, a transzferegyleg többlete mérséklődik, de stabilan pozitív marad, így támogatva a kedvező külső egyensúlyi pozíció fenntartását. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása a kedvező jövedelmi folyamatoknak köszönhetően 2018-ban emelkedik, majd 2019-től a hitelezés felfutásával csökken, de továbbra is magas szinten alakul. A beruházások érdemi bővülésének hatására emelkedik a vállalatok finanszírozási igénye, ami 2019-et követően az export élénkülésével párhuzamosan a GDP 2 százaléka közelében stabilizálódik. A költségvetési hiány fokozatosan mérséklődik 2020-ig, majd a GDP 1,4–1,6 százaléka körül stabilizálódik. A stabilan a GDP 3 százaléka körül alakuló külső finanszírozási képességgel összhangban folytatódik az adósságráták csökkenése, így a nettó külső adósság 2020-ban várhatóan nullára csökken.

### A gazdaság külső finanszírozási képessége 2021-ig a GDP 3 százaléka körül alakul (5-5. ábra).

2018-2019-ben az alacsonyabb külső kereslet, a bővülő beruházások és az élénk lakossági fogyasztás következtében folytatódik az áru- és szolgáltatás egyenleg csökkenése, ami a folyó fizetési mérleg átmeneti mérséklődését eredményezi. A külkereskedelmi többlet csökkenéséhez a cserearányok olajár-emelkedéshez köthető romlása is hozzájárul. A transzferegyleg többlete az EU-források bővülő felhasználásának köszönhetően nő 2018-ban, ami továbbra is jelentősen hozzájárul a kedvező külső egyensúlyi pozíció fenntartásához. 2020-tól az EU-források mérséklődése miatt visszafogottabb beruházás, illetve a korábban kiépített kapacitások termelésének beindulásával a külkereskedelmi többlet érdemben emelkedik, ami növekvő folyó fizetési mérleg többletet eredményez. A jövedelemegyleg hiánya fokozatosan csökken az előrejelzési horizonton a kamatkidadások folytatódó csökkenésével összhangban, amelynek hatását ugyanakkor részben ellensúlyozza a külföldi tulajdonú vállalatok profitjának emelkedése. Mindezek eredményeképpen a folyó fizetési mérleg többlete 2019-ben átmenetileg a GDP 1 százaléka alá mérséklődik, de 2020-ban újra emelkedni fog és 2021-re megközelíti a GDP 2 százalékat. A külső finanszírozási képesség az előrejelzési horizonton stabilan a GDP 3 százaléka körül alakul a 2020 után emelkedő külkereskedelmi egyenleg és a transzferegyleg stabil többletének köszönhetően.

5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása

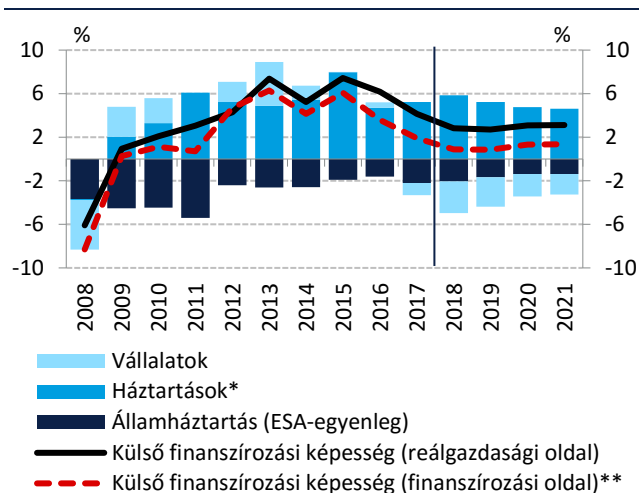


Megjegyzés: A GDP százalékában. \* A viszonzatlan folyó átutalások és a tőkemérleg egyenlegének összege.

Forrás: MNB

**2018-ban a külső finanszírozási képesség csökkenése a vállalati szektor finanszírozási igényének emelkedése és a háztartások pénzügyi megtakarításának bővülése mellett valósul meg (5-6. ábra).** A historikusan feszes munkaerőpiaci környezetből adódó jelentős béremelkedés a lakosság

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

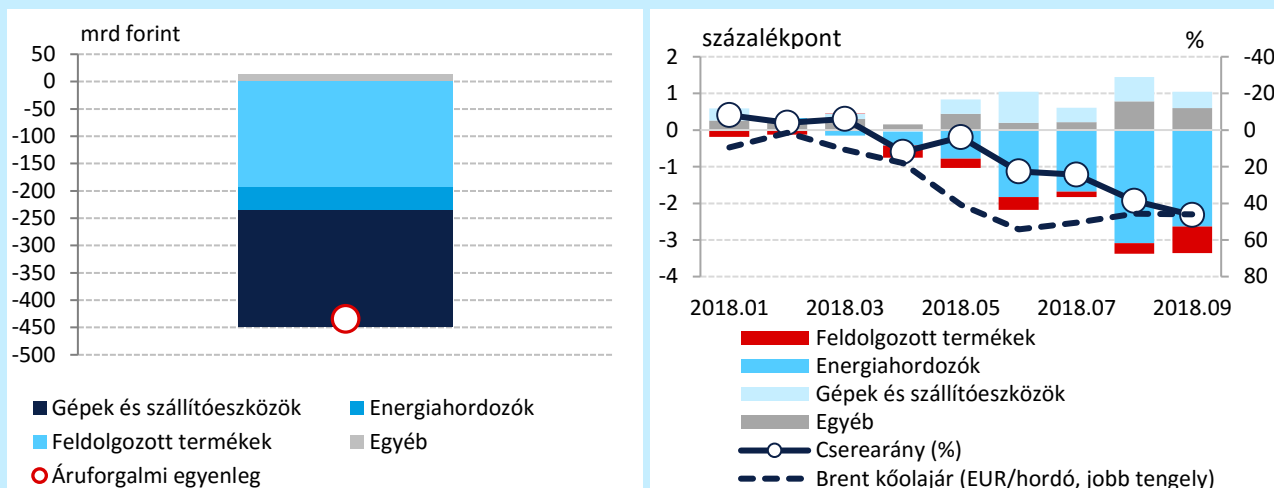
jövedelmi pozíciójának javulását eredményezi, ami a fogyasztás bővülését ellensúlyozva a szektor pénzügyi követeléseinek növekedéséhez vezet. Ezzel összhangban a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása 2018-ban még emelkedik, majd a hitelezés felfutásával fokozatosan mérséklődik, és a GDP 4 százaléka fölött alakul. 2018-ban a beruházások érdemi bővülésével összhangban emelkedik a vállalati szektor finanszírozási igénye. Ezt a hatást a következő években várhatóan ellensúlyozza a korábban kiépített kapacitások felfutásával emelkedő export, így a szektor finanszírozási igénye a GDP 2 százaléka körüli szinten stabilizálódik. A költségvetés hiánya 2018-ban a GDP 2,0–2,1 százaléka lehet a fogyasztáshoz kapcsolódó adóbevételek magas növekedési üteme miatt, amely a makrogazdasági alapfolyamatok vártnál kedvezőbb alakulásának következménye. 2019-ben és 2020-ban folytatódhat a költségvetési hiány csökkenése, amely egyúttal keresletszűkítő költségvetés megvalósítását jelenti. 2021-ben a megelőző éveknél alacsonyabb bruttó keresettömeg-növekedés következtében a munkát terhelő adók már kevésbé járulnak hozzá a költségvetési hiány csökkenéséhez, ami az adóék további 2 százalékpontos mérséklésével együtt azt eredményezi, hogy az államháztartási hiány a GDP 1,4–1,6 százalékán stabilizálódik.

**Előretekintve a stabil külső finanszírozási képesség támogatja a gazdaság kedvező külső egyensúlyi pozíciójának fennmaradását.** Az előrejelzési horizonton a tartósan pozitív finanszírozási képesség hatására folytatódik az adósságráták csökkenése, amelynek eredményeképpen a nettó külső adósság 2020-ban várhatóan nullára csökken.

### 5-1. keretes írás: A külkereskedelmi egyenleget meghatározó átmeneti tényezők

A folyó fizetési mérleg többlete mérséklődött az elmúlt időszakban, ami elsősorban a külkereskedelmi egyenleg alakulásához kötődött. Az áruforgalmi egyenleg 2018 harmadik negyedévében csökkent az előző negyedévhez képest, amit elsősorban az energiahordozók és a feldolgozott termékek külkereskedelmi deficitjének mélyülése, valamint a gépek és szállítóeszközök külkereskedelmi többletének apadása okozott (5-7. ábra, bal panel). A belső kereslet (a fogyasztás és a magas importigénnyel rendelkező beruházások) tartós növekedéséből fakadóan az áruforgalmi egyenleg fokozatos romlása részben természetes folyamatnak tekinthető. Azonban az áruforgalom aktuálisan romló egyenlegét döntően átmeneti tényezők okozzák.

5-7. ábra: Az áru egyenleg 2018. harmadik negyedévi alakulása termékcsoportok szerint (bal panel) és az áruforgalmi cserearány éves változása (jobb panel)



Megjegyzés: A bal panelen az áru egyenleg változása az előző negyedévhez képest. A jobb panelen a kőolajárakat fordított skálán ábráztuk.

Forrás: KSH, Bloomberg, MNB

Az áruforgalmat visszafogó átmeneti tényezők között fontos megemlíteni a hazai járműipar visszafogott teljesítményét. Többek között az európai uniós károsanyag-kibocsátási szabályozás és a dízelautókat érintő engedélyeztetési eljárás elhúzódása következtében a német járműipari termelés érdemben visszaesett az elmúlt hónapokban, ami a hazai járműipari exportban is éreztette hatását. Az elkövetkező hónapokban továbbra is a járműipar visszafogott teljesítményére számítunk.

Az időjárási körülmények miatt a gazdaság importigényét átmeneti tényezők is emelték. A Duna rekordalacsony vízállása miatt a paksi energiatermelés visszafogottabban alakult, ami többletenergiaimportot eredményezett. Azonban az időjárási körülmények csupán átmenetileg okoztak termelés kiesést az erőműben, így az ebből fakadó importszükséglet is átmenetileg emelte meg az energiaimport szintjét.

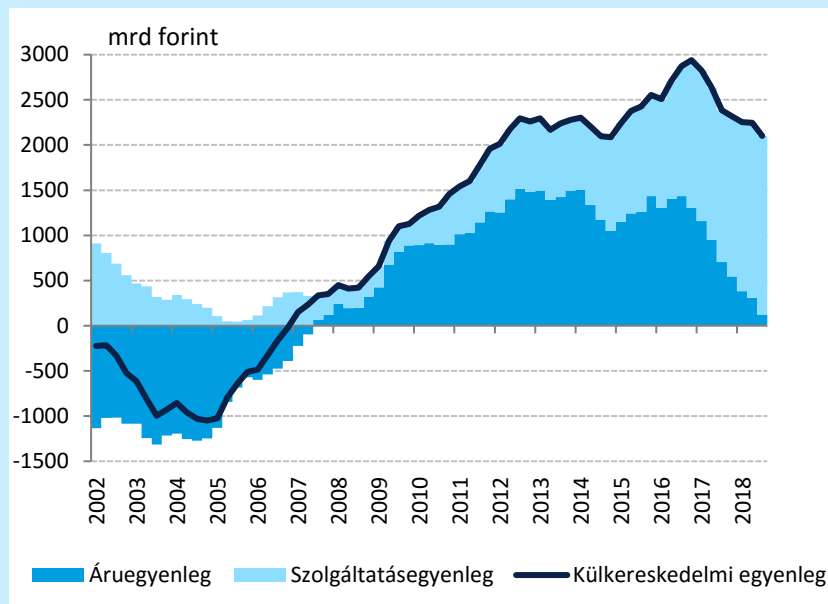
Az áru egyenleg mérséklődésében a cserearány romlása is szerepet játszott 2018 harmadik negyedévében. Ezt a tavalyi év azonos időszakánál magasabb olajárakkal és a dollár euróval szembeni erősödésével párhuzamosan elsősorban az energiahordozók és a feldolgozott termékek relatív árváltozása okozta (5-7. ábra, jobb panel). Az olajár elmúlt hetekben tapasztalt mérséklődése rövid távon a cserearányban is pozitív irányú korrekciót eredményezhet, ami az áruforgalmi egyenleg javulásának irányába mutat.

Előretekintve az átmeneti tényezők kifutása és az ipari alágazatok széles körét érintő új kapacitások termelésbe történő bekapcsolása az áruforgalmi egyenleg emelkedését vetíti előre.

Emellett a külkereskedelmi egyenleg komoly strukturális átalakuláson ment át az elmúlt években, így önmagában az áruforgalmi egyenleg alakulása nem ad teljes képet a külkereskedelmi egyenlegről. A külkereskedelmi egyenleg többletén belül a szolgáltatások súlya fokozatosan 80 százalékra emelkedett, ami így a folyó fizetési mérleg többletében egyre meghatározóbb tényezővé vált. A szolgáltatás egyenleg jelentős mértékű többlete részben ellensúlyozhatja az áruforgalmi

**egyenleg elmúlt negyedéveket jellemző apadását** (5-8. ábra). A hazai szolgáltatásexport jelentős bővülése 2018 harmadik negyedévében is folytatódott, ami a turisztikai és a szállítási szolgáltatások mellett a pénzügyi és egyéb üzleti szolgáltatások exportjához kötődött. A szolgáltatásexport bővülése az elkövetkező időszakban is folytatódhat, mivel a szolgáltatások iránti kereslet kevésbé függ a gazdaság ciklikusságától.

5-8. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított, 4 negyedéves adatok, 2005-ös évi árakon.

Forrás: KSH

**Várakozásaink szerint a folyó fizetési mérleg többlete a következő években is fennmarad, és a 2019-es 0,7 százalékról 2021-ben a GDP közel 2 százalékára emelkedik.** A folyó fizetési mérleg alakulását alapvetően befolyásolja a külkereskedelmi egyenleg többlete, ami 2018-ban az alacsonyabb külső kereslet és a dinamikusabban bővülő belföldi beruházások mellett enyhén mérséklődik. 2019-ben a lassuló fogyasztásbővülés és a megépülő új beruházások mellett gyorsuló exportnak köszönhetően a nettó export növekedési hozzájárulása közel semleges lesz, és szintje szinte kizárólag a külkereskedelmi cserearányok — részben áthúzódó — hatásaként mérséklődik majd. 2020-tól kezdődően az új gyártókapacitások termelésének felfutásával összhangban nőhet a külkereskedelmi aktívum. Az alacsonyabb külső kereslet következtében mérsékeltebb exportárbevétel hatására ugyanakkor a külföldi tulajdonú vállalatok nyeresége kisebb mértékben bővíthet, ami a jövedelemegyenleg hiányát is csökkenti, ezzel tompítva a külkereskedelmi egyenleg negatív hatását a folyó fizetési mérleg szintjére. A transzferegyenleg többlete az EU-transzferek felhasználása mellett tartósan pozitív marad, így **a gazdaság külső finanszírozási képessége a teljes horizonton meghaladja a folyó fizetési mérleg egyenlegét, és a GDP 3 százaléka közelében alakul.**



### 5.3. Költségvetési folyamatok

Előrejelzésünk szerint idén és a következő években is alacsony lehet a költségvetés hiánya, ami a dinamikus gazdasági növekedéssel együtt a GDP-arányos államadósság-ráta folyamatos csökkenését eredményezi. Prognózisunk alapján 2018-ban a kormányzati szektor eredményszámlájának hiánya a törvényi előírászat alatt alakulhat, ez a tendencia 2019-ben is folytatódik. 2018-ban a folytatódó adócsökkentések következtében a fiskális politika keresletbővítő hatású, a következő három évben pedig a csökkenő hiánynak köszönhetően a költségvetési politika anticiklikus tartalékot képez. Előrejelzésünk szerint a változatlan tavalyi év végi árfolyammal számított GDP-arányos maastrichti államadósság-mutató 2018. év végére 72 százalék alá csökken, majd a horizont végére 65 százalék alá mérséklődik, a devizaadósság-résarány folytatódó csökkenése mellett.

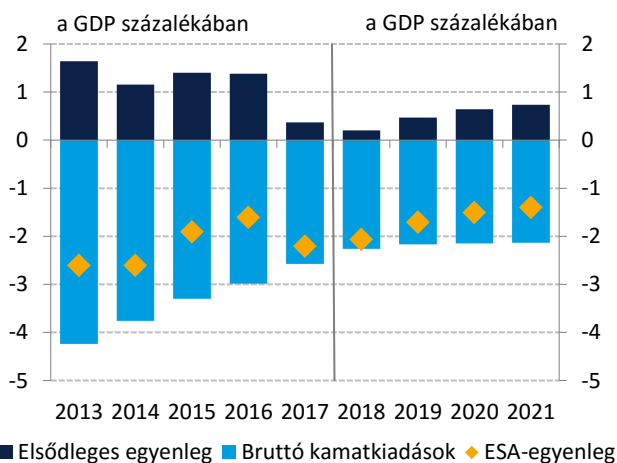
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

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

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

5-9. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása



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

Forrás: Eurostat, MNB

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

Előrejelzésünk alapján 2018-ban a GDP 2,0–2,1 százaléka között alakulhat a kormányzati szektor hiánya, 2019-ben 1,6–1,7 százalékos hiányszintet várunk, 2020–2021-es években pedig 1,4–1,6 százalékos sávban lehet az eredményszámlájának deficit (5-1. táblázat). 2017-hez képest idén kismértékben csökken a hiány, mivel az adócsökkentések és az előző években jelentkező egyedi bevételek (termőföld-értékesítés, növekedési adóhitel) kifizetésének a hatását ellensúlyozzák a dinamikusan növekvő adóbevételek, valamint a GDP arányosan csökkenő kamatkiadások és pénzügyi transzferek. 2019-ben a költségvetési törvénnyel összhangban tovább mérséklődik a deficit, amit a kedvező makrogazdasági folyamatok következtében emelkedő adóbevételek támogatnak. Az elsődleges egyenleg prognózisunk szerint a teljes előrejelzési horizonton pozitív marad (5-9. ábra).

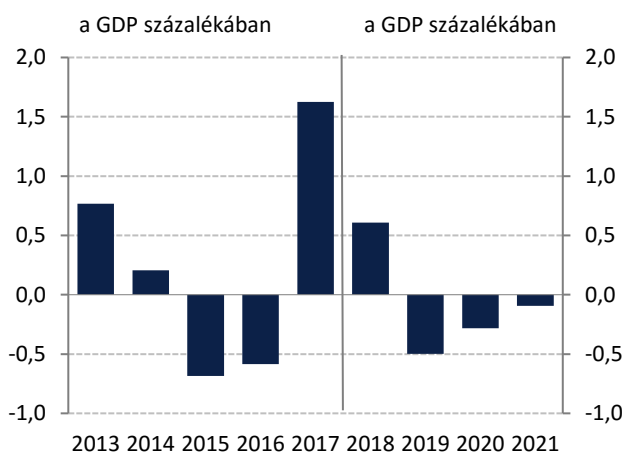
A 2018-ban folytatódó adócsökkentések következtében a fiskális politika még keresletbővítő lehet, 2019-ben és 2020-ban a csökkenő hiánypálya következtében már az aggregált kereslet szűkítését prognosztizáljuk (5-10. ábra). 2018-ban folytatódott a szociális hozzájárulási adó és egészségügyi hozzájárulás kulcsainak csökkentése, valamint növekedett a kétgyermekesek családi adókedvezménye, illetve újabb termék- és szolgáltatáskörök áfa-kulcsa csökkent. 2019-ben és 2020-ban a költségvetés enyhe keresletszűkítő hatása anticiklikus fiskális politikát eredményez. Az előrejelzési horizont végére a hiánycsökkenés megállhat, ezért a fiskális politika hatása közel semleges lehet.

#### 5.3.2. A 2018. évi egyenleg

Előrejelzésünk szerint 2018-ban a GDP 2,0–2,1 százaléka lehet a kormányzati szektor hiánya, azaz 0,2 százalékponttal alacsonyabb szeptemberi várakozásunknál. A gazdasági alapfolyamatok a szeptemberi előrejelzésnél kedvezőbben alakultak a harmadik negyedévben, ennek hatására a fogyasztáshoz kötődő adóbevételek prognózisunkat meghaladó ütemben növekedtek a szeptember-novemberi időszakban. Az áfa bevételek



5-10. ábra: A fiskális keresleti hatás



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

Forrás: MNB

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

	Gazdasági alapfolyamatok	Intézkedés és egyéb
I. Központi bevételek	0,3	0,1
Általános forgalmi adó	0,2	
Jövedéki adó	0,1	
Állami vagyonnal kapcsolatos tételek		0,1
II. Központi kiadások	0,0	-0,2
Költségvetési szervek kiadásai		-0,2
III. Egyéb hatások	0,1	-0,1
Kamatkiadások	0,1	
Egyéb		-0,1
<b>Összesen (I.+II.+III.)</b>	<b>0,4</b>	<b>-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

növekedéséhez emellett hozzájárulhatott az online számlázási rendszer július eleji elindítása is. A havi adatok alapján az állami vagyonnal kapcsolatos bevételek is várhatóan meghaladják korábbi várakozásunkat. A magasabb bevételek hatását részben ellensúlyozza, hogy a költségvetési szervek beruházási és dologi kiadásainak növekedési üteme magas maradt. Az állampapírpiacon hozamok az elmúlt hónapokban mérséklődtek, így a kamatkiadások csökkenése is hozzájárult az idei évre vonatkozó hiánypályánk csökkenéséhez (5-2. táblázat).

**Az idei évre vonatkozó hiányprognózisunk kissé alacsonyabb a 2,4 százalékos törvényi előirányzatnál és enyhén alacsonyabb a tavalyi deficitnél.** A munkához és fogyasztáshoz kapcsolódó adókból származó bevételek mértéke előrejelzésünk szerint jelentősen meghaladhatja az előirányzatot, amit a törvényben szereplőnél kedvezőbb makrogazdasági folyamatok magyaráznak. Kiadási oldalon a költségvetési szervek beruházási és dologi kiadásaira vonatkozó prognózisunk haladja meg az előirányzatot, melyet részben ellensúlyoz az uniós programokhoz kapcsolódó önrésznél várható megtakarítás. Emellett a Start munkaprogramban résztvevők létszáma a július-augusztus havi tényadatok alapján tovább csökkent, így az előirányzathoz képest ezen a területen továbbra is megtakarítással számolunk (5-3. táblázat).

**2018 első három negyedében az államháztartás eredményszemléletű egyenlege összességében többletet mutatott** a nemzeti számlák első félévre vonatkozó ESA-egyenleg adatai, valamint az előzetes pénzügyi számla államháztartási adatai alapján. A hiány tehát a korábbi évekhez hasonlóan a negyedik negyedévre koncentrálódik.

### 5.3.3. A 2019. évi költségvetési egyenleg

**2019-ben előrejelzésünk szerint a költségvetés hiánya a 2019. évi költségvetési törvényben szereplő célnál kissé alacsonyabban, a GDP 1,6-1,7 százaléka között alakulhat.** Összességében az előirányzatnál magasabb bevételekre számítunk, elsősorban a fogyasztási adóknak köszönhetően, míg a munkához kapcsolódó adóbevételek előrejelzésünk szerint az előirányzat alatt maradnak. A fogyasztási adóknál látható többletet elsősorban az áfa bevételek 2018. évi várható bázishatása okozza, valamint a cigaretta és a dohánytermékek jövedéki adójának a költségvetési törvény után elfogadott emelése. A munkához kapcsolódó adók előrejelzésében az eltérést elsősorban a bruttó keresettömegre és a szociális hozzájárulási adót érintő intézkedések (az egészségügyi hozzájárulás beolvasztása, az adónem kulcsának féléves csökkentése, a cafeteria rendszer átalakítása) hatásaira vonatkozó eltérő feltételezések okozhatják. A társasági

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

	Eltérés az előirányzattól
<b>I. Központi kormányzat bevételei</b>	<b>0,7</b>
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	0,4
Munkát terhelő adók és jövedéki adó	0,3
<b>II. Központi kormányzat kiadásai</b>	<b>-0,5</b>
Téli rezsicsökkentés	-0,1
Előrehozott egészségügyi béremelés	-0,1
Egyszeri nyugdíjkiegészítés	-0,1
Start-munkaprogram	0,1
Költségvetési szervek, állami vagyon és EU önrész	-0,4
<b>III. Egyéb hatások</b>	<b>0,1 - 0,2</b>
Országvédelmi Alap zárolása	0,0 - 0,1
Kamatkiadások	0,1
Módszertani változások és egyéb	0,0
<b>Összesen (I.+II.+III.)</b>	<b>0,3-0,4</b>

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

Forrás: MNB

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

	Eltérés az előirányzattól
<b>I. Központi kormányzat bevételei</b>	<b>0,2</b>
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	0,4
Munkát terhelő adók	-0,3
Társasági adó	0,1
<b>II. Központi kormányzat kiadásai</b>	<b>-0,1</b>
EU támogatás felhasználás	0,4
Költségvetési szervek és fejezetek	-0,5
<b>III. Egyéb hatások</b>	<b>0,0 - 0,1</b>
Országvédelmi Alap zárolása	0 - 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

adónál látható eltérést a kulturális TAO támogatás megszüntetéséről hozott új rendelkezés figyelembevétele okozza (5-4. táblázat).

Az uniós programok effektív felhasználását, valamint az azokhoz kapcsolódó állami önrész mértékét az ideai tapasztalatok alapján 2019-ben is alacsonyabbra becsüljük, mint a költségvetési törvény előirányzatai. A költségvetési szervek magasabb kiadásait egyrészt a 2018. évi bázishatás (bérek, dologi kiadások) okozza, másrészt a költségvetési törvény elfogadása óta bejelentett béremelések és többletberuházások.

#### 5.3.4. A 2020-2021. évi költségvetési egyenleg

**Törvényi előirányzatok hiányában 2020-ra és 2021-re technikai kivétítés alkalmazásával készítünk előrejelzést, amely 2020-ra a Konvergencia Programmal összhangban csökkenő hiánypályát mutat.** 2021-ben a technikai kivétítésünk a hiánycsökkenés megállását mutatja, a lassuló gazdasági növekedés, a szociális hozzájárulási adó feltételezett 2021. év eleji csökkenése és a bejelentett béremelések következményeként. A szociális hozzájárulási adó csökkentését a 2016. év végén kötött háromoldalú bérmegállapodásban a reálbér-emelkedéshez kötött szabály alapján feltételezzük. 2021-ben az államadósság – szinte – teljes átárazódását követően várhatóan a kamatkiadások csökkenése is megáll.

#### 5.3.5. Az alappályát övező kockázatok

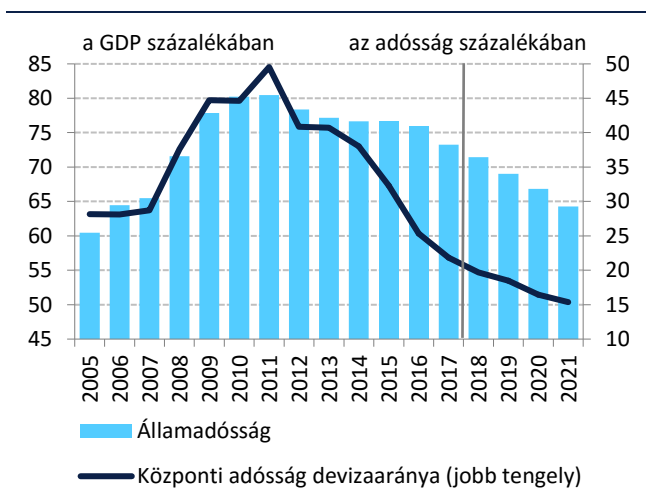
A költségvetési folyamatokat továbbra is jelentősen befolyásolják az európai uniós támogatások felhasználása, a kifizetések szerkezete és az Uniótól érkező átutalások. Előrejelzésünk lezárásáig a törvényi előirányzathoz és az annál alacsonyabb prognózisunkhoz képest is kisebb összegű számlás kifizetés realizálódott, amely az alacsonyabb hiány irányába mutató kockázatokat erősíti. Ezzel ellentétesen, magasabb kiadások jelentkezhetnek a tervezett költségvetési és különösen az önkormányzati beruházások vártnál gyorsabb megvalósulása esetén.

#### 5.3.6. Az adósságpálya várható alakulása

**Az előzetes adatok alapján 2018. harmadik negyedévének végén a bruttó államadósság – az Eximbank adósságát is figyelembe véve – a GDP 72,8 százalékát tette ki,** ami 0,45 százalékponttal alacsonyabb a 2017. év végi értéknél. Az előző év azonos időszakához képest az adósságráta 1,4 százalékponttal mérséklődött. A mérséklődéshez a jelentős gazdasági növekedés járult hozzá, amelyet a magasabb állampapír-kibocsátás részben ellensúlyozott.

**Előrejelzésünk szerint – 2017. év végi, változatlan forint árfolyamot feltételezve – 2018. év végére 71,5 százalékra**

5-11. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretekintve változatlan, 2017. végi árfolyamon számítva



Forrás: MNB

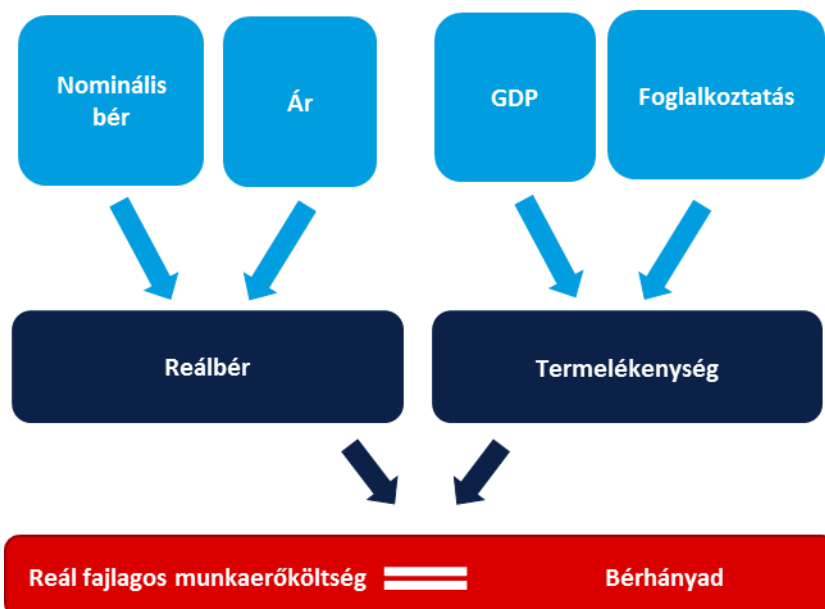
csökkenne a GDP-arányos bruttó államadósság, így az Alaptörvény adósságszabálya várhatóan idén is teljesülni fog (5-11. ábra). A forint-euro árfolyam változása a csökkenő devizaadósság mellett is hatást gyakorol az adósságrátára, így a forint euro árfolyam 2 egységnyi változása mintegy 0,1 százalékponttal módosítja a GDP-arányos államadósságot. A mérsékelt költségvetési hiány és a gazdaság dinamikus bővüléséből az előrejelzési horizonton az államadósság érdemi csökkenése rajzolódik ki, amelyet 2018-ban az uniós támogatások megelőlegezése és a pénzforgalmi uniós bevételek elmaradása mérsékel. Az előlegkifizetések és az uniós bevételek elmaradásának többlet finanszírozási igényét enyhítette ugyanakkor, hogy egy elfogadott törvénymódosítás következtében az államháztartás alrendszeréhez tartozó gazdasági szereplőknek 2018. szeptember 30-ig át kellett vezetniük a részükre korábban kiutalt, de még fel nem használt, 50 millió forintot meghaladó uniós előlegeket a Magyar Államkincstárnál vezetett számláikra. A fenti információkat figyelembe véve idén prognózisunk szerint 1,8 százalékponttal, míg 2019 és 2021 között évente 2,0-2,5 százalékponttal csökkenhet az államadósság-ráta értéke, ami így az előrejelzési horizont végére megközelíti a 64 százalékot. Prognózisunk alapján 2018. év végére a központi államadósság devizaaránya 19,7 százalékra csökken, majd 2021. év végére 16 százalék alá mérséklődik. A teljes államháztartáson belüli devizaarány idén várhatóan 4 százalékponttal haladja meg a központi adósságét az azon kívül elszámolt tételek következtében.

## 6. Kiemelt téma

### 6.1. Bérek és termelékenység kapcsolata, valamint a bérhányad alakulása

Hazánkban az elmúlt években a bérek dinamikus emelkedését figyeltük meg. A növekedés az ágazatok széles körét jellemezte és az alacsony keresetű munkavállalóknál volt a legdinamikusabb. Az élénk bérdinamikához hozzájárult a képzett munkaerőért folytatott verseny, az elmúlt évek jelentős minimálbér- és garantált bérminimum-emelései, továbbá az elmúlt évek állami keresetrendezései is. **A bérnövekedés átmenetileg ugyan eltérhet a termelékenység alakulásától, hosszú távon azonban – a közgazdasági elmélettel megegyezően – a termelékenység emelkedésével összhangban alakul.** A reálbér és a termelékenység egymáshoz viszonyított, relatív változását a reál fajlagos munkaerőköltség változása mutatja, ami definíció szerint megegyezik a (vegyes jövedelemmel korrigált) **bérhányad** alakulásával (6-1. ábra). A reálbér és a termelékenység növekedése között endogén kapcsolat van, illetve alakulásuk összefügg más makrogazdasági változókkal is (például a GDP és a foglalkoztatás változásával). Kiemelt témánkban a bérek és termelékenység kapcsolatát a bérhányad alapján vizsgáljuk meg, továbbá a bérhányadra vonatkozó becslésünket is bemutatjuk.

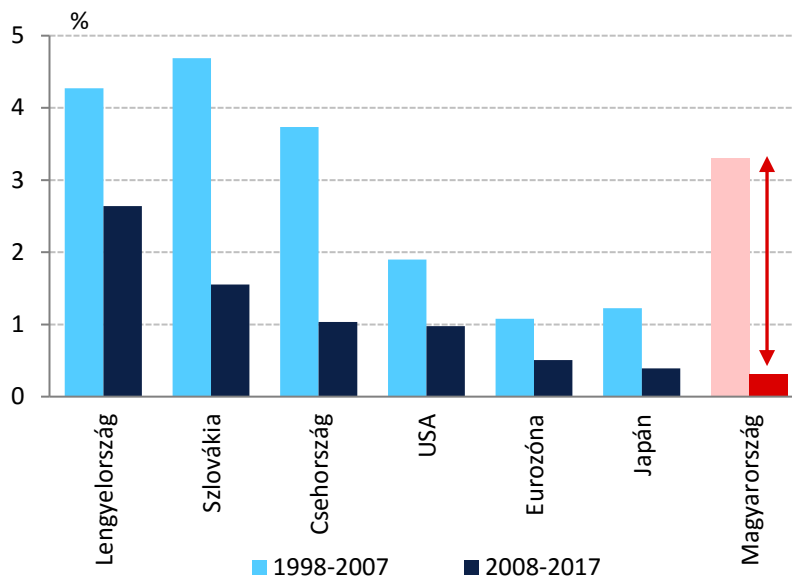
6-1. ábra: A bérek és termelékenység számításának összetevői és mutatói



Forrás: MNB

**A bérek és a termelékenység fogalma alatt több különböző mérőszám is érthető, ezért fontos tisztázni, hogy kiemelt témánkban a bérhányaddal konzisztens fogalmak pontosan mit takarnak.** A termelékenység elméletileg azt a hatékonyságot fejezi ki, amellyel a termelési tényezőkből hozzáadott érték jön létre. A munka mint termelési tényező egységnyi felhasználásával előállított hozzáadott értéket definiáljuk munkatermelékenységgént (Y/L). **A bérhányad számítása során a termelékenység legelterjedtebb mérőszámát, az egy foglalkoztatottra jutó munkatermelékenységet használjuk,** ami a nemzeti számlákból közvetlenül előállítható. A reál GDP és a nemzeti számlás foglalkoztatottság alakulásának eredőjeként számított **munkatermelékenység a válságot követően visszafogottan alakult világszerte.** A hazai termelékenység növekedése nemzetközi összevetésben mérsékelt alakult, a régiós és a nagy fejlett gazdaságokban tapasztalt bővüléstől egyaránt elmaradt (6-2. ábra).

6-2. ábra: A munkatermelékenység növekedése



Forrás: AMECO

A hazai termelékenység lassabb javulásával kapcsolatban érdemes kiemelni, hogy 2010-től strukturális munkaerőpiaci reformok (a nyugdíjba vonulás feltételeinek szigorítása, a munkanélküli segélyrendszer átalakítása, a Munkahelyvédelmi Akcióterv bevezetése, valamint a közfoglalkoztatás kibővítése) nagymértékben támogatták a munkaerőpiachoz korábban nem, vagy csak kevésbé kötődő csoportok (inaktívák és hosszabb távon munkanélküliek) aktivitásba és foglalkoztatásba áramlását. **Mivel az újonnan belépő munkavállalók termelékenysége elmaradt az átlagostól, a negatív összetételhatás a termelékenység javulását lassította.** A szabad munkaerőpiaci kapacitások bevonásának hatására az aktivitás és foglalkoztatás bővült, a gazdasági növekedést munkaintenzív szakasz jellemezte. 2017-től a feszessé váló munkaerőpiac hatására a gazdasági növekedéshez az emelkedő munkatermelékenység is hozzájárul. Általánosan megfigyelhető jelenség, hogy a gazdasági ciklus felszálló ágában a termelékenység prociklikus emelkedése jellemző, ahogy azt a Kaldor-Verdoorn-szabály, vagy az Okun-törvény is implikálja. Ugyanakkor a termelékenység bérekkel történő összevetésekor a **reálbérek esetében a robusztus kép kialakítását statisztikai ellentmondások nehezítik, ezért a mutatók közötti különbség részletes bemutatása szükséges.**

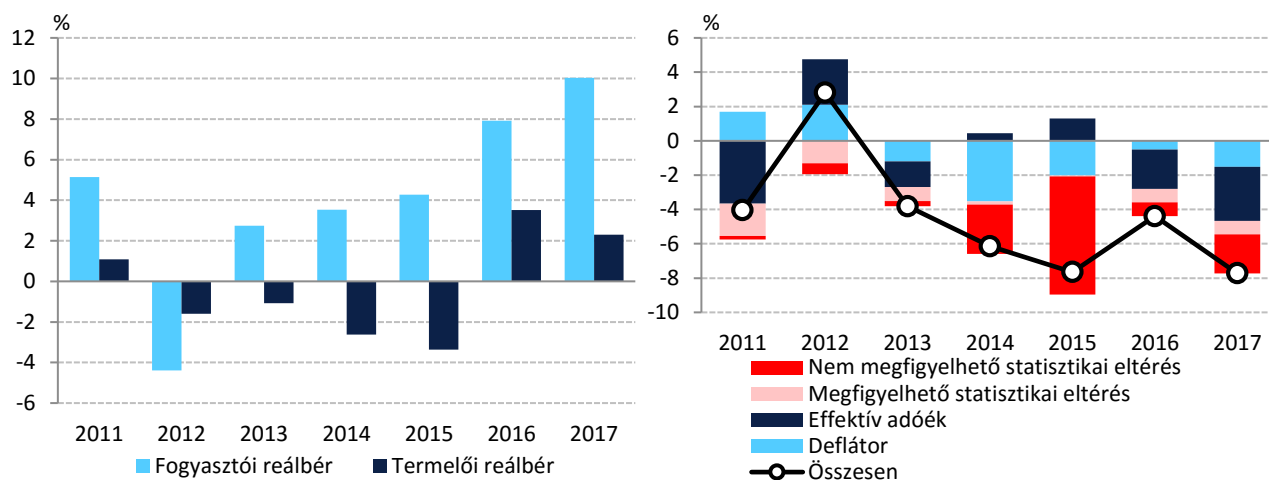
#### 6.1.1. A bérmutatókat övező dilemmák

A bérek növekedését illetően a hazai elemzők döntően az intézményi-munkaügyi statisztikát, a nemzetközi intézmények inkább a nemzeti számlás adatokat követik figyelemmel. Az intézményi-munkaügyi statisztikából áll elő a háztartások számára releváns **fogyasztói reálbér**, ami megmutatja, hogy ténylegesen mekkora a vásárlóértéke a munkavállaló fizetésének. A nemzeti számlákban a vállalatok számára releváns **termelői reálbér** a munkaadót terhelő teljes bérköltséget tartalmazza, a GDP-deflátorral deflálva. **2017 és 2010 között a fogyasztói reálbér évente átlagosan 4 százalékkal emelkedett, míg a termelői reálbérek összeségében nem növekedtek** (6-3. ábra, bal panel). Az eltérést több tényező egyidejűleg magyarázza, azonban ezek mindegyike a termelői reálbérek mérséklésének irányába hatott. A **közgazdasági jelentőséggel bíró tényezők** (deflátor, effektív adóék) **csak körülbelül a harmadát magyarázzák a különbségnek.** A fogyasztóiár-index a GDP-deflátornál kisebb mértékben nőtt az időszakon, illetve a munkát terhelő adók csökkenésével az (effektív) adóék változása is hozzájárult a vállalatok által érzékelt költségek mérséklődéséhez.

**A termelői és a fogyasztói reálbérdinamika közötti különbség mintegy kétharmadát statisztikai tényezők okozzák, amelyek 2015-ben kifejezetten meghatározóak** (6-3. ábra, jobb panel). A két eltérő adatforrás közötti „statisztikai hidat” elméletileg a bruttó bérmutató teremti meg, azonban míg a különböző statisztikákból számolt bruttó bérnövekedés 2000 és 2010 között nagyságrendileg hasonló képet festett, addig az elmúlt években folyamatosan nőtt a különbség a mutatók között. A statisztikai eltérés mértéke nem csak historikusan, de nemzetközi összevetésben is magasnak tekinthető. **A statisztikai különbség kisebb része a rendelkezésre álló adatok alapján megfigyelhető, számszerűsíthető.** Egyrészt az intézményi-munkaügyi statisztikában regisztrált, a teljes munkaidőben vonatkozó bruttó átlagkereset nem tartalmazza az

egyéb munkajövedelmeket, valamint a nem teljes munkaidőben dolgozók béradatait. Az intézményi-munkaügyi statisztika publikált adatai lehetőséget adnak arra, hogy a bér fogalmát és a vonatkozósi kört szélesítsük. Az így képzett mutató (egy alkalmazottra vetített bruttó átlagos munkajövedelem) tartalmilag nem különbözik a nemzeti számlás bérek és keresetek fogalmától. Másrészt az alkalmazottak számának éves dinamikája is eltérően alakul a két statisztikában, a nemzeti számlákban kimutatott enyhén magasabb létszámnövekedés is hozzájárul az egy főre eső bérmutatók közötti különbséghez.

6-3. ábra: A háztartás és vállalat számára releváns reálbér alakulása (bal panel) és az eltérés felbontása (jobb panel)



Megjegyzés: Fogyasztói reálbér: nettó kereset CPI-vel deflálva, termelői reálbér: munkaerőköltség GDP-deflátorral deflálva.

Forrás: KSH, MNB

**A bérmutatókat övező legfőbb dilemma, hogy a lakosság és vállalat számára releváns reálbérindex közötti különbség egy része közvetlenül nem megfigyelhető statisztikai eltérésekből adódik.** A csak maradékelven számszerűsíthető különbséget a kontrollstatisztikák alapján a kisebb vállalatok eltérő bérezése, illetve a rejtett gazdaság méretének csökkenése okozhatja.

Az intézményi-munkaügyi statisztika az 5-49 fős vállalatokat csak mintavétellel, az 5 fő alattiakat pedig egyáltalán nem tartalmazza. A nemzeti számlás becslések ezzel szemben a nemzetgazdaság egészét lefedik. Amennyiben a közép- és nagyvállalatok által fizetett bérek dinamikája meghaladja a munkaügyinél részlegesen megfigyelt kisvállalatoknál tapasztalt mértéket, a kisebb vállalatokkal együtt az átlagos bérnövekedés a munkaügyinél alacsonyabb lesz a nemzetgazdaságban.

**Az szja-bevallások alapján** a munkajövedelmek még a munkaügyi statisztikánál is gyorsabban emelkedtek 2010 és 2017 között, ezért a **kiseb vállalatok alacsonyabb bérezése kevésbé valószínű magyarázat az elnyílásra.**

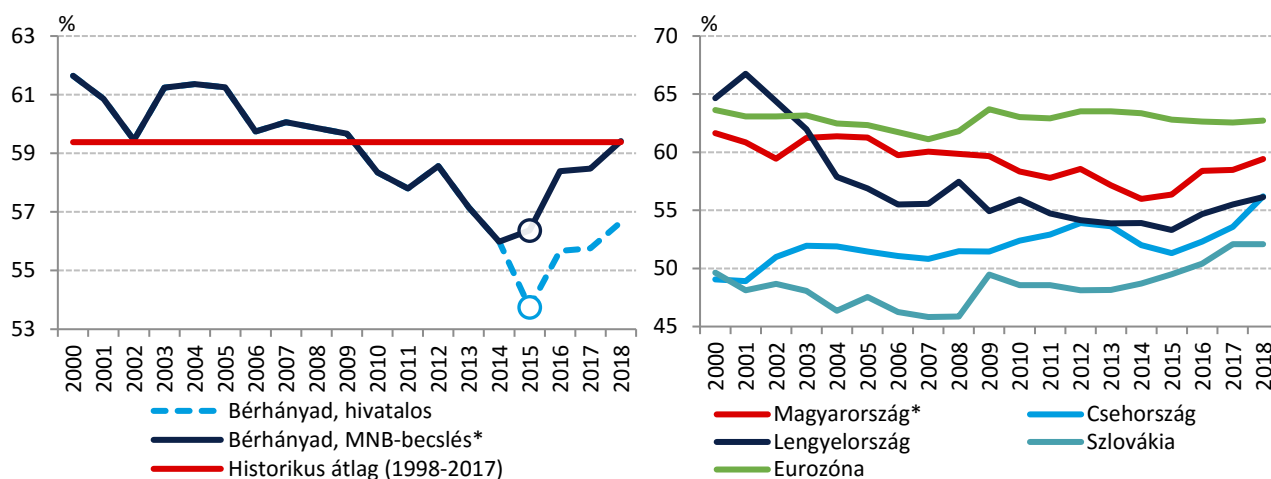
A tényleges bérnövekedés a gazdaság fehéredése során a munkaügyi felmérésben (és az adóbevallásokban) regisztrálnál alacsonyabb lehet. A nemzeti számlák tartalmaznak becslést a rejtett gazdaságra is, így a keresetek részét képezik a „zsebbe” fizetett fekete- és szürkejövedelmek is. 2010-től számos kormányzati intézkedés (egykulcsos szja, nagyobb minimálbér-emelések, online pénztárgépek bevezetése) a gazdaság fehéredésének irányába hatott, ami hatással lehetett a nemzeti számlákban kimutatott bérnövekedésre. A fehéredés hatására utalhat közvetetten az is, hogy a nemzeti számlás jövedelmek emelkedése az időszak nagy részében együttmozgott a háztartási kiadások és a megtakarítások összegével. **A fehéritő intézkedések és a rendelkezésre álló jövedelmi mutatók is arra utalnak, hogy közvetlenül nem megfigyelhető statisztikai eltérést a nem megfigyelt gazdaság zsugorodása magyarázhatja az elmúlt évek többségében.**

**2015-ben** a nem megfigyelhető statisztikai eltérésekből származó különbség kiugróan erőteljes volt, **a nemzeti számlás adatok alapján az egy alkalmazottra jutó bér és kereset 2,7 százalékkal csökkent.** A markáns nominális csökkenést sem a fogyasztás, sem a beruházás, sem a megtakarítási adatok nem támasztják alá. Ezzel ellentétben a rendelkezésre álló jövedelmen belül a munkaügyi statisztika bérnövekedésével számolva a makrogazdasági folyamatokkal konzisztens képet kapunk 2015-re. **2015 kivételével a termelői reálbér, így az ebből számolt bérhányad összességében helytálló képet mutat a bérek és termelékenységek kapcsolatáról.**

## 6.1.2. Fenntartható bérnövekedés és a bérhányad alakulása

**Feltevésünk szerint a bérhányad 2015. évi korrekciója javítja a tényértékelés pontosságát.** A fent leírtak miatt a munkaerőköltség-indexnél a munkaügyi statisztikában mért növekedést használtuk 2015-re. Mivel a korrekció a bérhányad éves változására hat, ezért 2015-től a bérhányad szintje érdemben felfelé tolódik. A becslült bérhányad 2005 és 2014 között trendszerű csökkenést mutatott, vagyis ebben az időszakban a termelői reálbérek dinamikája érdemben elmaradt a termelékenység változásától és historikus mélypontra, 56 százalékra süllyedt. **A korrekciót figyelembe véve 2015-től a bérhányad már növekedésnek indult és az elmúlt évek során felzárkózott a historikus átlaghoz** (6-4. ábra, bal panel). Nemzetközi összevetésben a becslült bérhányad magasabb a visegrádi országokhoz képest, azonban továbbra is elmarad az eurozóna bérhányadától (6-4. ábra, jobb panel).

6-4. ábra: A korrigált bérhányad korrekcióval (bal panel) és becslült alakulása nemzetközi összevetésben (jobb panel)



Megjegyzés: \*2015-re az átlagos munkaerőköltség munkaügyi statisztikájában mért növekedését használjuk fel a nemzeti számlákban kimutatott csökkenés helyett.

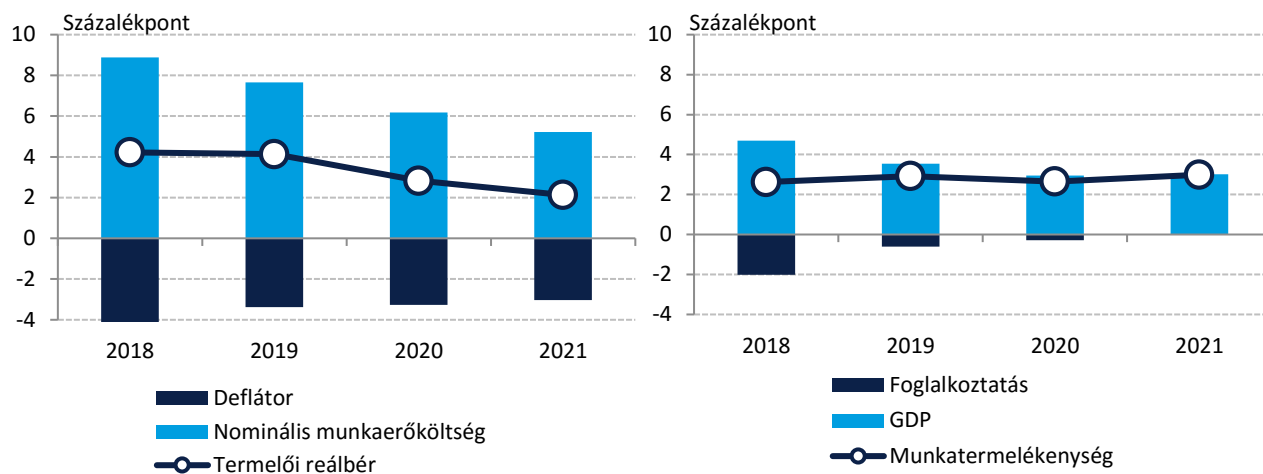
Forrás: KSH, MNB, AMECO

**Az elmúlt évek gyors bérnövekedésének az alacsony bérhányad biztosított teret.** Az utóbbi években a vállalatok jövedelmezőségi helyzete makroszinten lehetővé tette az élénk nominális bérnövekedés kigazdálkodását, amit a szociális hozzájárulási adó tavalyi és idei év eleji csökkentése is támogatott. Az elmúlt időszakban **a bérek ledolgozták a korábbi lemaradásukat a termelékenység növekedéséhez képest**, a bérhányad jelenlegi szintje alapján azonban előretekintve már szűkült a tér a béremelkedések mértékére.

Előretekintve a bérhányad fokozatos stabilizálódására (azaz a reál fajlagos munkaerőköltség stabilitására) és ezzel párhuzamosan az elmúlt években regisztrált bérnövekedés ütemének lassulására számítunk. **Aktuális előrejelzési feltevéseink teljesülése mellett a termelői reálbérek növekedése fokozatosan összhangban kerül a termelékenység javulásával** (6-5 ábra). **Prognózisunkban a bérezési alapfolyamatok fenntartható módon, a 6-8 százalékos sávon belül növekednek.** Ezzel összhangban az adminisztratív hatások kifizetésével és az állami bérdinamika lassulásával a nemzetgazdasági bérdinamika is 6-8 százalék között alakul az előrejelzési időszak második felében. A munkaerőköltség növekedésére a horizonton várható járulékcsökkentések is hatással vannak. A lassuló gazdasági növekedéssel párhuzamosan a foglalkoztatás az előző években megfigyelt dinamikus emelkedést követően mérsékelt ütemben bővül, így a termelékenység növekedése előretekintve 3 százalék körül alakul. A termelői reálbér szempontjából releváns árindex 3 százalék közelében alakul. **Összességében az elmúlt évekhez képest a bérek és termelékenység szorosabb együttmozgását várjuk az elkövetkező időszakban.**



6-5. ábra: A termelői reálbérek (bal panel) és a termelékenység (jobb panel) növekedésének előrejelzése és felbontása



**A fenntartható gazdasági felzárkózás szempontjából elengedhetetlen a termelékenység bővülésével összhangban alakuló bérnövekedés.** A termelékenység emelkedéséhez a gazdaságpolitika a versenyképesség javítását célzó lépésekkel járulhat hozzá.

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

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

	Inflációs hatás 2018-ra			Inflációs hatás 2019-re		
	Áthúzódo hatás	Bejövő hatás	Éves index	Áthúzódo hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Piaci	0,7	2,1	2,8	0,6	2,0	2,6
Indirekt adók és intézkedések	0,2	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,2
<b>Infláció</b>	<b>0,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,9</b>

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

Forrás: MNB

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

	2018					2019				
	Átlagos áthúzódo hatás	Áthúzódo Indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő Indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index	Átlagos áthúzódo hatás	Áthúzódo Indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő Indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	0.9	0.0	3.5	-0.1	4.3	1.1	0.0	4.0	-0.4	4.7
nem feldolgozott	0.3	0.0	6.8	-0.3	6.8	1.5	0.0	7.4	0.0	8.9
feldolgozott	1.3	0.0	1.7	0.0	3.0	0.8	0.0	2.5	-0.6	2.7
Ipari termékek	0.6	0.0	0.4	0.0	1.0	1.3	0.0	0.6	0.1	2.0
tartós	-0.4	0.0	0.1	0.0	-0.3	1.4	0.0	0.2	0.0	1.6
nem tartós	1.0	0.0	0.6	0.0	1.6	1.2	0.0	0.8	0.1	2.1
Piaci szolgáltatások	0.5	0.0	2.4	-0.6	2.3	1.1	0.0	3.2	-0.1	4.2
Piaci energia	6.8	0.0	3.6	0.0	10.4	4.3	0.0	0.0	0.0	4.3
Alkohol, Dohány	0.9	1.9	2.4	0.4	5.6	1.7	0.9	1.6	2.3	6.6
Üzemanyag	1.5	-0.5	6.9	0.0	7.9	-4.8	0.0	2.2	0.0	-2.6
Szabályozott árak	-0.3	0.0	0.4	0.0	0.1	0.2	0.0	0.4	0.0	0.6
<b>Infláció</b>	<b>0.7</b>	<b>0.2</b>	<b>2.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>2.8</b>	<b>0.6</b>	<b>0.1</b>	<b>2.1</b>	<b>0.1</b>	<b>2.9</b>
Maginfláció	0.7	0.3	1.6	-0.1	2.5	1.2	0.1	2.0	0.2	3.5

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

Forrás: MNB

# Ábrák és táblázatok jegyzéke

## Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája .....	11
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása .....	11
1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója .....	12
1-4. ábra: Az üzemanyagok és a feldolgozatlan élelmiszerek inflációs hozzájárulásának súlya (bal panel) és varianciája (jobb panel).....	14
1-5. ábra: Tartós folyamatok és változékony tételek súlya .....	14
1-6. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája.....	15
1-7. ábra: Hozzájárulás a GDP éves változásához.....	15
1-8. ábra: A lakosság reáljövedelmének alakulása .....	16
1-9. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában .....	16
1-10. ábra: Hozzájárulás a beruházások éves változásához .....	16
1-11. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása .....	17
1-12. ábra: Becsült hozzájárulás a vállalati beruházások éves változásához .....	17
1-13. ábra: Az uniós támogatások effektív felhasználása .....	18
1-14. ábra: Az exportpiaci részesedés változása .....	18
1-15. ábra: A felhasználási tételek hozzájárulása az import éves változásához .....	18
1-16. ábra: Foglalkoztatási, aktivitás és munkaerőköltség a nemzetgazdaságban .....	19
1-17. ábra: A versenyszféra bérelőrejelzése és felbontása .....	19
1-18. ábra: A versenyszféra reál fajlagos munkaerőköltség növekedésének felbontása .....	20
1-19. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása, valamint a szociális hozzájárulási adó csökkentésének időpontjai.....	20
1-20. ábra: Tíz legnagyobb havi olajárcsökkenés 1990 óta .....	21
1-21. ábra: Az olajárak jövőbeli alakulását meghatározó tényezők .....	22
1-22. ábra: Az Egyesült Államok legnagyobb palaolaj-kitermelő térségei.....	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 .....	28
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, az infláció és a maginfláció alakulása .....	30
3-5. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása .....	31
3-6. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban .....	31
3-7. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai állampapírhozamok alakulása .....	32
3-8. ábra: A GDP éves változása az eurozónában.....	32
3-9. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása .....	33
3-10. ábra: Kétéves lejáratú német, olasz és spanyol állampapírhozamok.....	33
3-11. ábra: A GDP éves változása Kelet-Közép-Európában .....	33
3-12. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások.....	34
3-13. ábra: A piaci árazások alapján várt kamatpálya .....	35
3-14. ábra: A maginfláció alakulása az euroövezetben és az USA-ban.....	36
3-15. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás .....	37
3-16. ábra: A lakossági fogyasztási kiadás és altételeinek éves változása.....	37
3-17. ábra: A háztartások nettó pénzügyi megtakarításai.....	38

3-18. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása .....	38
3-19. ábra: A GDP termelésének éves változásához való hozzájárulása .....	39
3-20. ábra: A piaci szolgáltatások alágazatainak GDP-hez való növekedési hozzájárulása .....	39
3-21. ábra: A beruházások éves változásának felbontása .....	39
3-22. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása .....	40
3-23. ábra: Az újlakásépítések és építési engedélyek alakulása .....	40
3-24. ábra: Az új autók regisztrációjának alakulása .....	41
3-25. ábra: Az öt nagy német autógyártó eladásainak részesedése Kínában (bal panel) és az USA-ban (jobb panel) .....	42
3-26. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban .....	43
3-27. ábra: Főbb foglalkoztatási mutatók éves változása .....	43
3-28. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv .....	44
3-29. ábra: Kapacitáskihasználtság és a munkaerő mennyiségének megítélése .....	44
3-30. ábra: Az infláció dekompozíciója .....	45
3-31. ábra: Az inflációs alapmutatók .....	45
3-32. ábra: Piaci szolgáltatások inflációja .....	46
3-33. ábra: Inflációs várakozások a régióban .....	46
3-34. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása .....	47
3-35. ábra: Az infláció 2018 júniusához viszonyított változásának dekompozíciója .....	47
3-36. ábra: Az olaj- és a hazai üzemanyagárak napi alakulása (bal panel) és az üzemanyagárak inflációban betöltött súlya nemzetközi összevetésben (jobb panel) .....	48
3-37. ábra: A feldolgozatlan élelmiszerárak szórása nemzetközi összehasonlításban .....	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: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban .....	51
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben .....	51
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje .....	52
4-9. ábra: Az előretétkintő reálkamatlábak alakulása .....	52
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei .....	53
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása .....	54
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint .....	54
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása .....	54
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása .....	55
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása .....	56
5-7. ábra: Az áruegyenleg 2018. harmadik negyedévi alakulása termékcsoportok szerint (bal panel) és az áruforgalmi cserearány éves változása (jobb panel) .....	57
5-8. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása .....	58
5-9. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása .....	59
5-10. ábra: A fiskális keresleti hatás .....	60
5-11. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretétkintve változatlan, 2017. végi árfolyamon számítva .....	62
6-1. ábra: A bérek és termelékenység számításának összetevői és mutatói .....	63
6-2. ábra: A munkatermelékenység növekedése .....	64
6-3. ábra: A háztartás és vállalat számára releváns reálbér alakulása (bal panel) és az eltérés felbontása (jobb panel) .....	65
6-4. ábra: A korrigált bérhányad korrekcióval (bal panel) és becsült alakulása nemzetközi összevetésben (jobb panel) .....	66
6-5. ábra: A termelői reálbérek (bal panel) és a termelékenység (jobb panel) növekedésének előrejelzése és felbontása .....	67

**Táblázatok jegyzéke**

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei .....	12
1-2. táblázat: Tartós inflációs tendenciákat megragadó mutatók használata a fejlett és régiós jegybankokban .....	13
1-3. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása .....	21
1-4. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest .....	24
1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	25
3-1. táblázat: Az EKB és a Fed monetáris politikai irányultságának alakulása.....	34
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	59
5-2. táblázat: A 2018. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest) .....	60
5-3. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2018. évi költségvetési törvény előirányzataitól .....	61
5-4. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2019. évi költségvetési törvény előirányzataitól .....	61
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódó hatásra (százalékpont, illetve százalék) .....	68
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódó és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék) .....	68

---

# Hunyadi Mátyás

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

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

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

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

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

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

**INFLÁCIÓS JELENTÉS**

**2018. december**

Nyomda: Pauker–Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.



mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.