



# INFLÁCIÓS JELENTÉS



2017  
DECEMBER

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

*Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről*



# INFLÁCIÓS JELENTÉS

2017  
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 teljes körűen az infláció várható alakulását, és határozza meg az inflációs célkitűzéssel összhangban álló monetáris kondíciókat. A Monetáris Tanács döntése sok szempont együttes mérlegelésén alapul. Ezek közé tartozik a gazdasági helyzet várható alakulása, az inflációs kilátások, a pénz- és tőkepiaci folyamatok, a stabilitási kockázatok vizsgálata.*

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

Az elemzés Virág Barnabás, Monetáris politikáért és közgazdasági elemzésekért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt készült. A jelentés elkészítésében a Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés, a Költségvetési és versenyképességi elemzések és a Pénzügyi rendszer elemzése igazgatóságainak munkatársai vettek részt. A publikációt Nagy Márton alelnök hagyta jóvá.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más szakterületeitől és a Monetáris Tanácstól.

*A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2017. december 14-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.*



## TARTALOM

<b>Tartalom</b> .....	5
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 .....	24
3. Makrogazdasági helyzetértékelés .....	26
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése.....	26
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése.....	31
3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség .....	35
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója .....	38
3.5. Költségek és infláció .....	41
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók .....	44
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok .....	44
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói.....	46
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója .....	48
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás .....	48
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra .....	53
5.3. Költségvetési folyamatok .....	55
6. Kiemelt téma .....	59
6.1. A gazdaságfejlesztési célú EU-források közvetlen és tovagyűrűző hatásai .....	59
7. A 2017. és 2018. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása .....	62
Ábrák és táblázatok jegyzéke .....	63

## KERETES ÍRÁSOK JEGYZÉKE

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink.....	13
1-2. keretes írás: Demográfia és egyéb meghatározó tényezők az aktivitás előrejelzésében .....	21
3-1. keretes írás: A bérnövekedés és termelékenység kapcsolatának alakulása az elmúlt időszakban .....	36
3-2. keretes írás: A hazai K+F+I kiadások hatékonysága.....	39
5-1. keretes írás: A GDP és GNI közötti különbség alakulása .....	50





## A MONETÁRIS TANÁCS FŐ MEGÁLLAPÍTÁSAI AZ INFLÁCIÓS JELENTÉSHEZ

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

**Az elmúlt hónapokban folytatódott a világgazdaság kibocsátásának növekedése. A globális infláció az év eleji emelkedést követően megtorpant, és az őszi hónapokban is visszafogott volt. Az árszínvonal növekedési üteme az országok többségében az inflációs cél alatt alakult. Az elmúlt negyedévben kedvező volt a nemzetközi befektetői hangulat.**

2017 harmadik negyedévében folytatódott a világgazdaság és azon belül az eurozóna növekedése. Előretekintve a globális konjunktúra további erősödése várható. Az euroövezet konjunkturális folyamatai kedvezően alakultak az időszak során, amihez nagyrészt ciklikus tényezők járultak hozzá. Az euroövezet hosszabb távú gazdasági növekedését illetően azonban továbbra is vannak kockázatok. Az Egyesült Államok GDP-növekedése 2018-ban várhatóan élénkül, miközben a kínai gazdaság változatlanul dinamikusan bővül. Az elmúlt hónapokban érdemben emelkedtek a világpiaci olajárak, a globális inflációs alapfolyamatok azonban továbbra is visszafogottan alakultak.

A negyedik negyedévben erős kockázatvállalási hajlandóság jellemezte a pénz- és tőkepiacokat. A piaci folyamatokat a nagy jegybankok döntései, az európai politikai események, illetve egyes feltörekvő piacokkal kapcsolatos országspecifikus fejlemények befolyásolták. A főbb tőzszeindexek újabb historikus csúcokra emelkedtek, miközben a kockázati mutatók továbbra is alacsonyok voltak. A kockázatvállalási hajlandóságban a november első felében tapasztalható kisebb megingás átmenetinek bizonyult. Az elmúlt negyedév első felére jellemző eurogyengülés az időszak második felében részben korrigálódott. Az euro erősödése mögött leginkább az eurozónában megjelent kedvező makroadatok állhattak.

A mérsékelt inflációs várakozásokkal összhangban az euroövezetben tartósan laza monetáris politikai környezet maradhat fenn. Az Európai Központi Bank bejelentette, hogy 2018 szeptemberéig csökkentett mennyiséggel folytatja az eszközvásárlásokat. A piaci szereplők az első kamatemelést későbbre, 2019 közepére várják. A Fed 2017. decemberi kamatemelését követően az árazott kamatpálya nem változott érdemben.

Továbbra is a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió növekedési centrumának. Az infláció a régió országaiban jellemzően emelkedett az elmúlt hónapokban, de változatlanul a toleranciasávokon belül alakult. A régió jegybankjai közül a cseh jegybank az alapkamat újabb emelése mellett döntött, míg a román jegybank két lépésben szűkítette a kamatfolyosót. A lengyel jegybank nem változtatott a monetáris kondíciókon.

**Az infláció a szeptemberi várakozásunkkal összhangban 2019 közepére éri el fenntarthatóan az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos értéket.**

Az elmúlt időszakban az infláció lényegében megfelelt a szeptemberi Inflációs jelentés prognózisának. A maginfláció az előrejelzésnél alacsonyabban alakult, amit alapvetően a piaci szolgáltatások vártnál visszafogottabb áremelkedése eredményezett.

Aktuális prognózisunk szerint a novemberi, átmeneti emelkedés után az infláció 2017 végére újból 2 százalék közelébe csökken, majd a jövő év első hónapjaiban a toleranciasáv alsó szélén alakul. Az előrejelzési horizonton a maginfláció fokozatos emelkedésére számítunk, amely azonban a szeptemberi prognózisunknál mérsékeltebb ütemű lehet. Középtávon az élénk belső kereslet, a bérköltségek emelkedése, továbbá a fokozatosan emelkedő nyersanyagárak másodkörös hatásai a hazai maginfláció növekedésének irányába hatnak. Ugyanakkor az eurozónában az inflációs alapfolyamatok tartósan visszafogottak, ami fékezi a hazai áremelkedés ütemét. Emellett a historikusan alacsony szinten stabilizálódó lakossági inflációs várakozások, a fokozatos munkáltatói járulék-mérséklések, illetve a jövő évre bejelentett áfakulcs-csökkentések is visszafogják az inflációt.

A szeptemberi feltevéseinkhez képest magasabb nyersolajárak következtében a maginfláción kívüli termékkör árdinamikája rövid távon a korábbi előrejelzésünkénél magasabban alakul. A decemberi Inflációs jelentés előrejelzése alapján az inflációs cél elérése korábbi várakozásunkkal összhangban valósul meg. Így az infláció 2019 közepére éri el fenntarthatóan az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos értéket.

**2017-ben és 2018-ban dinamikus gazdasági növekedést várunk, amely az aktuális előrejelzés feltevései mellett 2019-től lassul. A növekedés szempontjából a termelékenység és a versenyképesség szerepe egyre meghatározóbbá válik.**

A szeptemberi Inflációs jelentés óta beérkezett adatok kedvezőbb beruházási folyamatokat mutatnak, aminek következtében a szeptemberi Inflációs jelentéshez képest magasabb növekedési pályával számolunk.

2018-ban az ideihez hasonló ütemű gazdasági növekedést várunk, amely az aktuális előrejelzés feltevései mellett 2019-et követően lassul. Előretekintve a növekedést továbbra is a belső kereslet bővülése támogatja. A fogyasztás bővüléséhez a dinamikus reálbéremelkedés, a magas nettó pénzügyi vagyon, a lakossági hitelezés élénkülése, valamint a lakáspiac fellendülésének másodkörös hatásai egyaránt hozzájárulnak. A lakossági fogyasztás emelkedését a fogyasztói bizalom erősödése is segíti. Az előrejelzési horizont első felében a beruházások dinamikus bővülése várható, amelyet a vállalati beruházási alapfolyamatok erősödése, a lakáspiac élénkülése, az alacsony kamatkörnyezet, a jegybanki programok, a kkv-hitelek jelentős bővülése, valamint az uniós forrásfelhasználás felfutása egyaránt támogat. Az előrejelzési horizont második felében a vállalati nagyberuházások kifutása, az EU-s források effektív lehívásának mérséklődése, illetve az új lakástranzakciókhoz kötődő áfakulcs – a hatályos adószabályok szerint történő – visszaállításának következtében megtorpanó lakáspiaci ciklus a nemzetgazdasági beruházások mérséklődéséhez vezet, ami a növekedés lassulását okozza. A kedvező nemzetközi konjunkturális kilátások a külső kereslet élénkebb bővülését vetítik előre a teljes horizonton, amivel összhangban a hazai export növekedésére vonatkozó várakozásaink is felfelé módosultak.

A Monetáris Tanács szerint a GDP bővülése 2017-ben és 2018-ban megközelíti a 4 százalékot, majd az aktuális előrejelzés feltevései mellett 2019-től lassul. A gazdaság növekedésével párhuzamosan a munkanélküliségi ráta is tovább mérséklődik. A belső kereslet élénkülésével a kibocsátás potenciális szintje közelében alakul. Mivel a kibocsátás nem tér el érdemben a potenciálistól, ezért a gazdasági növekedés szempontjából a termelékenységnek és a versenyképességnek egyre meghatározóbb szerepe van.

**Mind a vállalati, mind a háztartási hitelezésben fordulat ment végbe a megelőző években, és mindkét szektor hitelezése stabilan bővül.**

Az elmúlt években fordulathoz érkezett a vállalati és a háztartási hitelezés dinamikája is. Az élénk gazdasági növekedés és a tartósan negatív reálkamat környezet mellett a hitelezés további emelkedése várható. A magyar gazdaság az új hitelciklusnak még a korai, felívelő szakaszában van. A kkv-hitelállomány bővülése az Növekedési Hitelprogram kivezetését követően is stabilan a megcélzott 5-10 százalékos sávban alakul. A nagyvállalati hitelezés erősödésével a teljes vállalati szektort dinamikus hitelnövekedés jellemzi. A lakossági kölcsönök élénkülése egészséges szerkezetben zajlik, amit az MNB adóssághék szabályozása is biztosít. A háztartási lakáshitel-állomány nagyobb része továbbra is változó vagy éven belül rögzített kamatozású. Az MNB novemberben bejelentett intézkedései – a kamatcsere-eszközök, illetve a jelzáloglevél-vásárlási program – a hozamgörbe meredekségének csökkenése irányába hatnak. Ezek a lépések ezáltal elősegítik az éven túl rögzített kamatozású hitelek arányának növekedését, hozzájárulva a pénzügyi stabilitás javulásához.

**A folyó fizetési mérleg egyenlege a teljes előrejelzési horizonton többletet mutat. A belső kereslet élénkülése mellett a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége 2017-2018-ban mérséklődik. A belföldi felhasználás bővülése 2019-től lassul, amivel összhangban hazánk külső aktívuma újra nő. Az ország külső sérülékenysége tovább csökken.**

A folyó fizetési mérleg aktívuma 2017 első felében enyhén csökkent, ami főként a külkereskedelmi többlet mérséklődésével áll összefüggésben. Az EU-források bővülő felhasználása ugyanakkor a finanszírozási képesség emelkedésével járt a második negyedév során. Előretekintve a magasabb belföldi felhasználás tovább mérsékli a külkereskedelmi egyenleg többletét, míg az EU-transzferek felhasználása fokozatosan bővíthet. Így a külső egyensúlyi pozíció 2018-ban a 2017-es – a GDP 4 százalékát kitevő – szint közelében alakul. 2019-től kezdve lassul a belföldi felhasználás bővülése, és így a fizetési mérleg egyenlegének csökkenése megáll. A gazdaság finanszírozási képessége így továbbra is folyamatosan támogatja a külső tartozás és a gazdaság külső sérülékenységének csökkenését. A beérkező adatok és a legfrissebb intézkedések alapján 2017-ben az államháztartás hiánya 2 százalék körül alakulhat, ami alacsonyabb a GDP 2,4 százalékát tartalmazó törvényi előírászatnál. Előrejelzésünk szerint az ESA-egyenleg 2018-ban a költségvetési törvényben szereplő (2,4 százalékos) hiánycélnak megfelelő lehet, majd ezt 2019-ben és 2020-ban ismét 2 százalék körüli deficit követheti. A gazdaság bővülésének hatására az államadósság-ráta csökkenése a teljes előrejelzési horizonton folytatódik, ami megfelel az Alaptörvény és az uniós jogszabályok előírásainak.

**A kelet-közép-európai régió pénzügyi folyamatait leginkább a térség jegybankjainak lépései és a fejlett piaci események határozták meg. A lengyel hosszú lejáratú állampapírpiazi hozamok nem változtak érdemben, míg a cseh hosszú hozamok emelkedtek. Eközben a magyar éven túli bankközi és állampapírpiazi hozamok a jegybanki döntések és kommunikáció hatására érdemben csökkentek.**

A hazai fedezetlen bankközi piacon az MNB lépéseivel összhangban a BUBOR-jegyzések szeptember közepe óta 4-12 bázisponttal mérséklődtek, a bankközi forward hozamgörbe középső és hosszú szakasza pedig érdemben lejjebb tolódott. Az állampapírpiazi hozamgörbe meredeksége is jelentősen csökkent, elsősorban a hosszú hozamok 30-70 bázispontos süllyedésének köszönhetően. Az állampapír-aukciókon erős kereslet mutatkozott, a másodpiaci tendenciákhoz hasonlóan az aukciós hozamok a hosszabb lejáratokon érdemben mérséklődtek, míg a rövid lejáratokon nem változtak jelentősen. Az időszak során a forint árfolyama enyhén leértékelődött az euróval szemben. A hazai monetáris politika szempontjából leginkább meghatározó euroövezeti monetáris kondíciók a piaci előrejelzések alapján várhatóan továbbra is tartósan lazák maradnak.

**A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik.**

A Monetáris Tanács a decemberi inflációs jelentés alappályája mellett két alternatív forgatókönyvet emelt ki. A mérsékeltebb globális inflációt feltételező alternatív forgatókönyv az alappályánál alacsonyabb inflációs pályát jelent, miközben a GDP-növekedést nem befolyásolja számottevően. A gyorsabb bérnövekedést feltételező pálya nyomán a gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappálya-előrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács a további kockázatok között a régiós jegybankok monetáris politikai divergenciáját, a beruházási ciklus vártnál erősebb lassulását, valamint a kedvezőbb nemzetközi konjunktúrát valószínűsítő forgatókönyveket tárgyalta.

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

## AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

	2016	2017	2018	2019	2020
	Tény		Előrejelzés		
<b>Infláció (éves átlag)</b>					
Maginfláció	1,4	2,3	2,5	2,8	2,9
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	1,3	2,1	2,5	2,8	2,9
Infláció	0,4	2,3	2,5	2,9	3,0
<b>Gazdasági növekedés</b>					
Háztartások fogyasztási kiadása	4,2	4,6	3,8	3,0	3,0
Kormányzat végső fogyasztása	1,3	-0,1	0,7	0,8	0,7
Állóeszköz-felhalmozás <sup>5</sup>	-10,6	22,7	12,0	4,1	-2,0
Belföldi felhasználás	1,5	6,1	4,7	2,8	1,2
Export	3,4	6,8	7,8	7,3	6,6
Import <sup>6</sup>	2,9	9,6	8,9	7,2	5,4
GDP <sup>6</sup>	2,2	3,9	3,9	3,2	2,7
Munkatermelékenység <sup>5</sup>	-0,4	2,0	3,2	2,9	2,5
<b>Külső egyensúly<sup>1</sup></b>					
Folyó fizetési mérleg egyenlege	6,1	2,9	1,4	1,8	2,8
Külső finanszírozási képesség	6,2	5,0	3,9	4,6	4,9
<b>Államháztartás<sup>1,4</sup></b>					
ESA-egyenleg	-1,9	(-1,9) – (-2,0)	(-2,2) – (-2,4)	(-1,9) – (-2,1)	(-1,7) – (-2,1)
<b>Munkaerőpiac</b>					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>2</sup>	6,2	12,5	9,6	6,5	6,4
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	3,4	1,6	0,6	0,3	0,2
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>2</sup>	5,4	11,5	8,7	6,9	7,1
Versenyszféra foglalkoztatottság	3,4	2,2	1,6	0,6	0,3
Munkanélküliségi ráta	5,1	4,2	4,0	3,9	3,7
Versenyszféra fajlagos munkaköltség	3,4	5,5	3,4	3,5	3,0
Lakossági reáljövedelem <sup>3</sup>	4,1	5,3	4,1	2,5	2,3

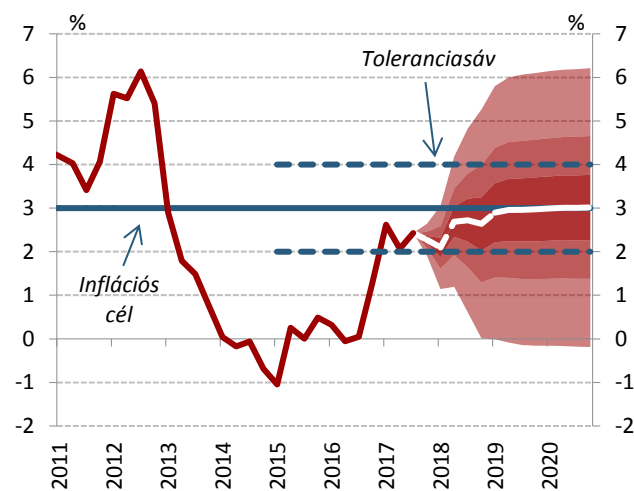
<sup>1</sup> A GDP arányában.<sup>2</sup> Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.<sup>3</sup> MNB-becslés.<sup>4</sup> Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül alakulhat ki.<sup>5</sup> Teljes gazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.<sup>6</sup> A várható rutinrevíziók hatását is figyelembe vevő ténybecslésen alapuló előrejelzés.

## 1. INFLÁCIÓS ÉS REÁLGAZDASÁGI KILÁTÁSOK

## 1.1. Inflációs előrejelzésünk

Az infláció a szeptemberi várakozásunkkal összhangban 2019 második negyedévében éri el fenntarthatóan az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos értéket. A szeptemberi prognózishoz képest a beérkezett adatok rövid távon mérsékeltebb alapfolyamatok irányába mutatnak. Várakozásunk szerint a novemberi, átmeneti emelkedés után az infláció év végére ismét megközelíti a toleranciasáv alsó szélét, majd a jövő év első hónapjaiban is hasonló szinten alakul. A mérsékeltebb alapfolyamatokat várakozásaink szerint a magasabb nyersanyagárak ellensúlyozzák, így összességében a korábbi előrejelzésünkkel megegyező inflációs pályára számítunk. Középtávon az élénk belső kereslet és a dinamikus béremelkedés miatt a hazai adószűrt maginfláció fokozatos emelkedésére számítunk. Az eurozóna mérsékelt alapfolyamatai, a historikusan alacsony szinten stabilizálódó lakossági inflációs várakozások és a munkáltatói járulék fokozatos csökkentése azonban visszafogják az áremelkedés ütemét.

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája

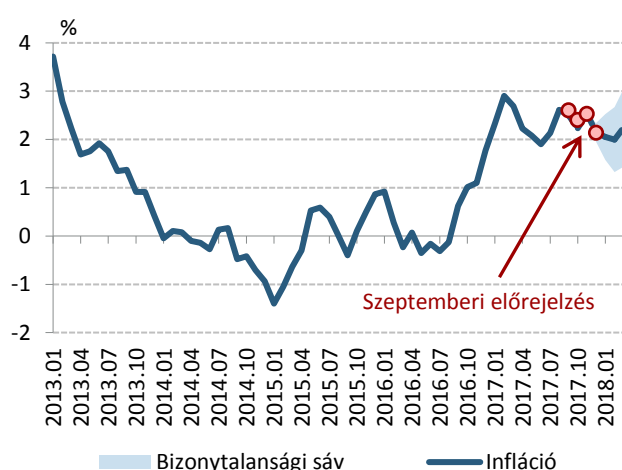


Forrás: KSH, MNB

**Előretekintve a korábbi előrejelzésünkkel lényegében megegyező inflációs pályára számítunk.** Szeptemberi várakozásunkhoz képest a beérkezett adatok alapján a piaci szolgáltatások inflációja alacsonyabban alakult, ami rövid távon mérsékeltebb alapfolyamatok irányába mutat. Így az adószűrt maginflációra vonatkozó várakozásunk idén és jövőre is alacsonyabb szeptemberhez képest. Mindezt a teljes infláció szintjén azonban ellensúlyozza az üzemanyagok áremelkedése, amit az olajárak elmúlt időszakban megfigyelhető számottevő emelkedése okoz. Az infláció várhatóan – korábbi előrejelzésünkkel összhangban – **2019 második negyedétől éri el fenntarthatóan a jegybanki 3 százalékos inflációs célt** (1-1. ábra).

Aktuális előrejelzésünk szerint a novemberi, átmeneti emelkedés után **az infláció év végére ismét megközelíti a toleranciasáv alsó szélét, majd jövő év első hónapjaiban is hasonló szinten alakul** (1-2. ábra).

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



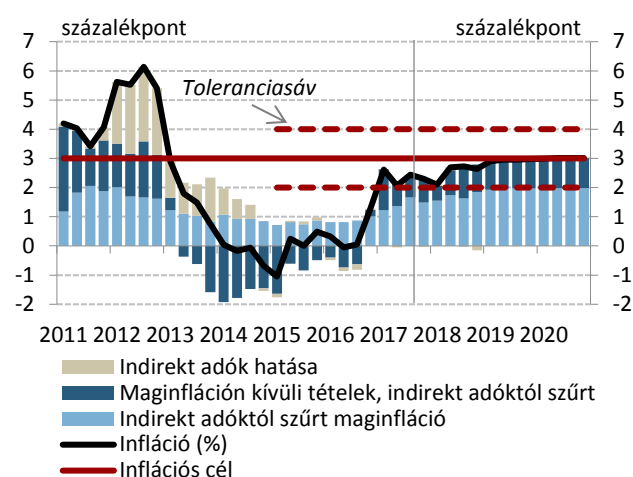
Megjegyzés: Éves változás. A bizonytalansági sáv a korábbi évek előrejelzési hibájának szórását mutatja.

Forrás: KSH, MNB

Az eurozóna inflációja a következő években is elmarad az EKB inflációs céljától. Az EKB legfrissebb előrejelzése szerint a 2018-ra vonatkozó várakozások emelkedtek, melyet részben a magasabb olajárak magyaráznak. Mindeközben az inflációs alapfolyamatok tartósan visszafogottan alakulnak, ami fékezi a hazai áremelkedés ütemét.

**Az előrejelzési horizonton az indirekt adóktól szűrt maginfláció fokozatos emelkedésére számítunk** (1-3. ábra). A bővülő lakossági jövedelem és fogyasztás növeli a vállalatok árazási mozgásterét, ugyanakkor ennek inflációs hatása a válság előtt tapasztaltakhoz képest mérsékeltebb marad. Ennek egyik oka a fogyasztásnövekedés szerkezete. A legdinamikusabb növekedést a tartós fogyasztási cikkek esetén regisztrálhattuk, és ezen termékkör esetén visszafogott árhatása lehet a gyorsan bővülő keresletnek. A versenyszféra bérei a következő években is erőteljesen emelkedhetnek. **A munkaerőpiacról érkező inflációs hatás azonban továbbra is mérsékelt maradhat.** Ennek egyik oka,

1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: KSH, MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

	2017	2018	2019	2020	
Maginfláció	2,3	2,5	2,8	2,9	
<i>Inflációs hozzájárulása</i>	<i>1,6</i>	<i>1,7</i>	<i>1,9</i>	<i>2,0</i>	
Maginflációon kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	0,8	4,9	4,8	6,3
	Járműüzemanyag és piaci energia	7,2	4,5	4,6	3,3
	Szabályozott árú termékek	0,3	0,7	1,9	2,3
	Összesen	2,5	2,5	3,2	3,3
<i>Inflációs hozzájárulása</i>	<i>0,7</i>	<i>0,8</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	
<b>Infláció</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	

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

Forrás: MNB

hogy a szociális hozzájárulási adó, valamint a TAO csökkentése tompítja a magas nominális bérek bérköltségeket emelő hatását. Emellett a bérek és az infláció közötti kapcsolat gyengült a válság utáni években. A historikusan alacsony szinten stabilizálódó inflációs várakozások szintén mérséklék a munkaerőpiacról érkező inflációs hatást. **A béremelkedés visszafogott inflációs hatását alátámasztja, hogy az év eddigi részében a béremelkedések hatása csak egyes, munkaintenzív szolgáltatások esetében mutatható ki, nem tekinthető általánosnak a szolgáltatások körében.**

**A maginfláción kívüli termékkör árdinamikája előretekintve a szeptemberi előrejelzésünkénél magasabban alakul (1-1. táblázat).** Az üzemanyagok árait alapvetően befolyásoló olajárak számottevően magasabban alakulnak a szeptemberi feltevésünkénél, előretekintve azonban a jegyzésárak fokozatosan mérséklődő pályát vetítenek előre. A hazai üzemanyagárak alakulása szempontjából meghatározó **finomított termékek árazása a nyersolajárak emelkedésénél mérsékeltebb árváltozást mutat.** Mindezek következtében **az olajárak változásának fogyasztói árakra gyakorolt hatása mérsékeltebb lehet a korábban tapasztaltaknál.** A feldolgozatlan élelmiszerek árdinamikája rövid távon emelkedik, melyhez a tojás termékkör érdemi áremelkedése járul hozzá. Feltételezésünk szerint a szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizont végéig, a nem-energia jellegű szabályozott árak esetében csak mérsékelt áralakulás várható.

2018 folyamán a teljes infláció szintjén a korábbi jövedékiadó-emelések fokozatosan kikerülnek az éves inflációs mutatóból. **2018 év elején életbe lépő újabb áfacsökkentések** – hal, sertés belsőség, éttermi szolgáltatások és internet – az árcsökkenés irányába hatnak. Össességében **2018-ban az adótartalom alakulása az inflációt lényegében nem változtatja.**

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

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

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2017		2018		2019		2020	Változás		
	Szeptember	Aktuális	Szeptember	Aktuális	Szeptember	Aktuális	Aktuális	2017	2018	2019
EUR/USD	1,13	1,13	1,20	1,19	1,20	1,19	1,19	0,0%	-0,8%	-0,8%
Olajár (USD/hordó)	52,3	54,2	53,9	61,7	54,4	59,0	57,4	3,6%	14,5%	8,5%
Élelmiszerárak										
Búza (USD/véka)	4,42	4,37	5,01	4,63	5,41	5,24	5,55	-1,1%	-7,6%	-3,1%
Kukorica (USD/véka)	3,64	3,59	3,89	3,69	4,14	4,03	4,17	-1,4%	-5,1%	-2,7%
Eurozóna inflációja (%)	1,5	1,5	1,2	1,4	1,5	1,5	1,7	0,0 szp.	0,2 szp.	0,0 szp.
Felvevőpiacaink növekedése*(%)	2,3	2,7	2,4	2,6	2,5	2,5	2,4	0,4 szp.	0,2 szp.	0,0 szp.

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

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

**Az elmúlt időszakban a Brent nyersolaj hordónkénti ára az 55 dollár körüli szintről fokozatosan a kétéves csúcsnak számító 65 dollár közelébe emelkedett.** Az áremelkedés irányába hatottak a Közel-Keleten tapasztalható feszültségek, illetve a főleg Ázsia felől érkező dinamikus keresletbővülés. Emellett a november végi bécsi **OPEC-találkozóval** kapcsolatos pozitív piaci várakozások is hozzájárultak az áremelkedéshez. A találkozón **a korábbi elemzői várakozásoknak megfelelően a jelenleg érvényben lévő termeléskorlátozási megállapodást 2018 végéig meghosszabbították, ugyanakkor a termeléskorlátozás mértékén (napi 1,8 millió hordó) nem változtattak.** A megállapodás a Brent nyersolaj világszertei árban további változást nem okozott, a piac már beárta ezt a döntést. Az OPEC által kiadott közlemény szerint a következő – 2018 júniusi – bécsi találkozón az aktuális piaci helyzet függvényében a megállapodás felfüggesztésére is sor kerülhet. A Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) novemberi jelentése szerint az olajpiac az év végén és 2018 első negyedében továbbra is túlkínálatos marad. Ehhez hozzájárul, hogy a várakozások szerint a szokásosnál enyhébb téli időjárás következtében a globális kereslet a vártnál visszafogottabb lehet, miközben a növekvő amerikai kitermelésnek köszönhetően a globális kínálat emelkedik. **Összességében a határidős jegyzésárak alapján a dollárban kifejezett olajárak számottevően magasabban alakulnak a szeptemberi feltevéseinknél, előzetekintve azonban fokozatosan mérséklődő pályát vetítenek előre.** Az aktuális feltevéseink az EUR/USD keresztárfolyamra vonatkozóan a szeptemberi feltevéseinkhöz képest lényegében nem változott.

**Az Európai Központi Bank legfrissebb előrejelzésében 2018-ra vonatkozóan emelte az euroövezet inflációjával kapcsolatos várakozását. Az eurozóna inflációs alapfolyamatai azonban továbbra is visszafogottak, és a szeptemberi feltevéseinkhez képest alacsonyabban alakulnak.** Az EKB az inflációs előrejelzés 2018-as felfelé történő módosítását a magasabb olajárakkal és az erősebb élelmiszerár-dinamikával magyarázza. **Ugyanakkor a maginflációs prognózis 2017-ben és 2018-ban egyaránt lefelé módosult, részben a továbbra is alacsony nominális bérdinamika, részben a piaci szolgáltatások elmúlt hónapokban vártnál alacsonyabb árváltozásai következtében. Az eurozóna inflációja továbbra is elmarad a céltől a következő években.** 2020-ban 1,7 százalékos infláció várható, amit főként a gazdasági konjunktúra élénkülése, illetve az egyre feszesebb munkaerőpiac felől érkező költségoldali hatások (erősödő nominális bérdinamika és egyes országokban a szűkülő munkakínálat) növekedése magyaráz. Az előrejelzési horizonton a maginfláció enyhén emelkedik a globális inflációs folyamatok erősödése, az emelkedő olajárak másodkörös hatásai és az energián kívüli nyersanyagárak várható emelkedése következtében.

**A kedvező nemzetközi konjunkturális kilátások nyomán a szeptemberi feltevéseinkhez képest a külső keresletünk élénkebb bővülésére számítunk.** A világgazdaság teljesítményére vonatkozó előrejelzések összességében felfelé módosultak az elmúlt időszakban és egy erősödő nemzetközi konjunktúra kibontakozását vetítik előre. Várakozásaink szerint 2017-ben az európai konjunktúra is kedvezően hat a külső keresletre, azonban az eurozóna kedvező gazdasági növekedésében főként ciklikus tényezők játszanak szerepet, így előzetekintve az európai növekedést fokozott bizonytalanság övezi. Összességében a kedvező konjunkturális kilátások nyomán a szeptemberi feltevéseinkhez képest a külső kereslet élénkebb növekedésére számítunk.

A határidős jegyzések alapján a búza és a kukorica esetében is a szeptemberi Inflációs jelentés feltevésénél visszafogottabb áremelkedés várható.

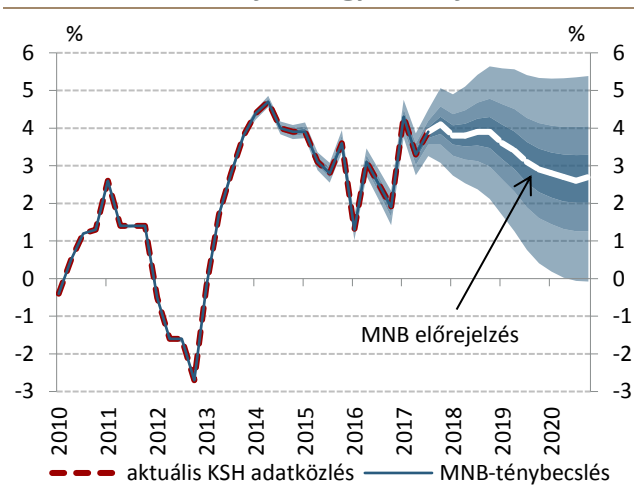
**A beérkező adatok és az új intézkedések alapján 2017-ben kissé magasabb lehet a hiány a szeptemberi Inflációs jelentésben publikált előrejelzésünkhöz képest, ami ugyanakkor továbbra is alacsonyabb a törvényi előirányzatban szereplő 2,4 százalékos GDP-arányos hiánycélnál.** Idén a szeptemberi előrejelzésünknél magasabb nyugdíjprémium, a nyugdíjasoknak fizetett egyszeri Erzsébet utalvány és a szintén a korábban vártnál magasabb effektív uniós forrásfelhasználás egyaránt a korábbi várakozásunkat meghaladó deficitre utal. A 2018-ra és 2019-re vonatkozó előrejelzésünk érdemben nem változott szeptemberhez képest.



## 1.2. Reál gazdasági előrejelzésünk

A GDP bővülése a várakozásaink szerint az idei és a jövő évben megközelíti a 4 százalékot, majd az aktuális előrejelzés feltevései mellett 2019-től fokozatosan lassuló növekedésre számítunk. Prognózisunk szerint az év végén a gazdasági növekedés tovább élénkül, ugyanakkor az éves index alakulását a munkanaphatás, valamint a mezőgazdasági kibocsátás korrekciója negatívan befolyásolja. Rövid távon a beruházások dinamikus bővülésére számítunk, melyhez a vállalati beruházási alapfolyamatok erősödése, a historikusan alacsony kamatkörnyezet, a lakáspiac élénkülése, valamint az uniós forrásfelhasználás felfutása egyaránt hozzájárul. A lakossági fogyasztás növekedését a dinamikus reálbéremelkedés, a magas nettó pénzügyi vagyon, a lakossági hitelezés élénkülése, valamint a lakáspiac fellendülésének másodkörös hatásai egyaránt ösztönzik. A belső kereslet növekedésének importigényéből fakadóan a nettó export rövid távon visszafogja a gazdasági növekedést. Az előrejelzési horizont második felében az aktuális előrejelzés feltevései mellett a ciklikus tényezők kifizetésével párhuzamosan a gazdasági növekedés fokozatos lassulására számítunk. Az előrejelzési horizont végén a vállalati nagyberuházások kifizetése, a külső forrásból végrehajtott állami beruházások mérséklődése, illetve a hatályos adószabályok szerint a lakásáfa visszaállítása következtében megtorpanó lakáspiaci ciklus a beruházások mérséklődését okozzák, ami hozzájárul a gazdasági növekedés lassulásához. A költségvetés a következő években élénkíti a gazdasági növekedést. Az előrejelzési horizont végére azonban a növekedést támogató kormányzati intézkedések hatásai kifutnak, ezzel párhuzamosan a fiskális politika keresletszűkítő hatása dominál, ami visszafogja a gazdasági növekedést. A hazai új kapacitások emelkedésével és termelőre fordulásával párhuzamosan az ipari export bővülése 2018-tól új lendületet kap, a kedvező világgazdasági konjunkturális kilátások pedig a külső kereslet élénk ütemű bővülését vetítik előre. Mindezek alapján a kiviteli dinamikusabb bővülésére és az exportpiaci részesedésünk emelkedésére számítunk. A belső kereslet élénkülésével párhuzamosan a kibocsátás potenciális szintje közelében alakul. Előretekintve a kibocsátási rés záródásával párhuzamosan a gazdasági növekedés szempontjából a termelékenységnek és a versenyképességnek egyre meghatározóbb szerepe lesz.

1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: A várható rutinrevíziók hatását is figyelembe vevő ténybecslésen alapuló előrejelzés. A várható rutinrevízió nagysága aktuális becslésünk szerint 0,1 százalékponton belül alakul 2017 első három negyedévében.

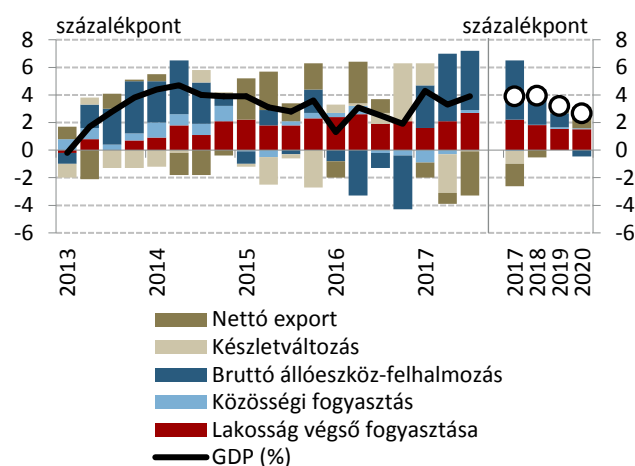
Forrás: KSH, MNB

Előrejelzésünk szerint az elkövetkező években **4 százalék közeli, majd az aktuális előrejelzés feltevései mellett 2019-től fokozatosan lassuló növekedést várunk**. 2017-ben a hazai gazdaság 3,9 százalékos bővülése várható, amely potenciálisan 0,1 százalékpontos felfelé revíziót tartalmazhat. 2018-ban a GDP 3,9, 2019-ben 3,2, míg 2020-ban 2,7 százalékos növekedésére számítunk (1-4. ábra). A növekedésben az előrejelzési horizont elején **továbbra is jelentős szerep jut a belföldi kereslet erősödésének**, amelyben meghatározó a beruházások és a lakossági fogyasztás bővülése (1-5. ábra).

Prognózisunkban a **beruházások 2019-ig tartó bővülésére számítunk**. A beruházások élénkülésében az uniós forrásból megvalósuló állami beruházások mellett a magánszektor beruházási aktivitásának erősödése is meghatározó tényező. Előretekintve a nemzetgazdasági beruházási ráta stabilan 20 százalék felett alakulhat. **Az előrejelzési horizont végén a beruházások ciklikus folyamatainak kifizetésével párhuzamosan a beruházási aktivitás mérséklődésére számítunk** (1-6. ábra).

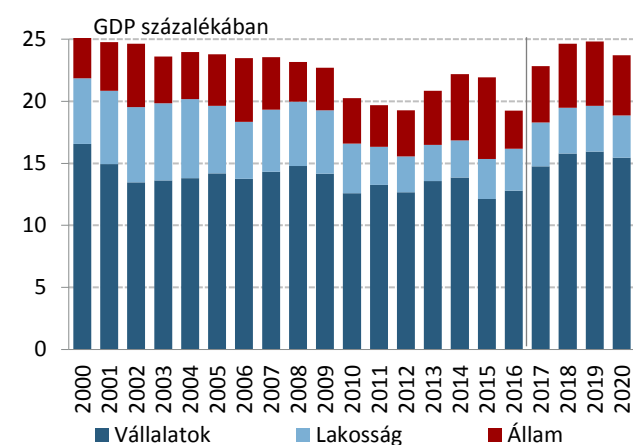
Várakozásaink szerint rövid távon folytatódik a vállalatok beruházásainak bővülése. **A vállalati szektor beruházási alapfolyamatai számottevő mértékben erősödnek**, összhangban a belső kereslet alakulásával, az alacsony kamatkörnyezettel, a támogató jegybanki programokkal és a kkv-hitelek jelentős bővülésével (1-7. ábra). Előrejelzésünk szerint a kis- és közepes vállalatok hitelállományának

1-5. ábra: Hozzájárulás a GDP éves változásához



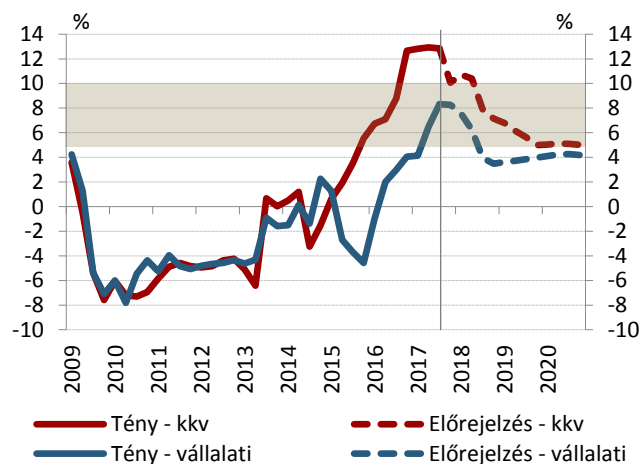
Megjegyzés: A várható rutinrevíziók hatását is figyelembe vevő ténybecslésen alapuló előrejelzés. A várható rutinrevízió nagysága aktuális becslésünk szerint 0,1 százalékponton belül alakul 2017 első három negyedévében. Forrás: KSH, MNB

1-6. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



Megjegyzés: A várható rutinrevíziók hatását is figyelembe véve. Forrás: KSH, MNB

1-7. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: Tranzakciós alapú, éves változás. Forrás: MNB

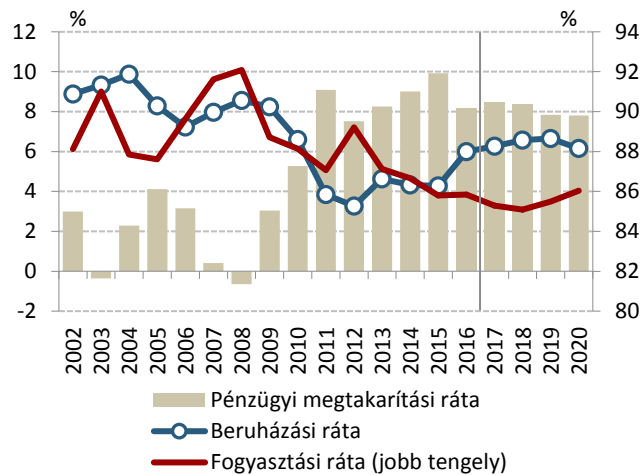
növekedése a fenntartható 5–10 százalékos sávban alakul. A járműipar, valamint a MOL kapacitásbővítései mellett az elkövetkező években akkumulátorgyártó kapacitások kiépítése is élénkíti a vállalati beruházásokat. Előretekintve a nagyberuházások nemcsak közvetlenül, hanem másodkörös hatásokon keresztül is támogatják a hazai gazdasági növekedést. **A nagyberuházások bázisba kerülésével, illetve a vállalatok által felhasználható uniós támogatások kifutásával összhangban 2020-ban a vállalati beruházások korrekciója várható.**

**Előrejelzési horizontunk elején az uniós forrásokból megvalósuló állami beruházások bővülését várjuk**, egyrészt az előlegfizetések arányának csökkenése, másrészt a korábbi előlegek felhasználásának következtében. 2019-ben azonban már számottevően nem emelkedik tovább az uniós támogatások effektív felhasználása. A saját forrású állami beruházások érdemben nem változnak az előrejelzési horizonton. A paksi nagyberuházás a források átcsoportosításával jár az állami beruházásokat illetően, ebből következően addicionális reálgazdasági hatást nem eredményez. Az EU-forrásfelhasználás az előrejelzési horizont elejére koncentráldódik, így érdemben hozzájárul a növekedéshez. 2020-tól azonban már összességében az EU-források effektív felhasználásának visszaesése várható, ami az előrejelzési horizont végén az állami beruházások mérséklődését eredményezi.

**A lakáspiac élénkülésével összhangban a lakossági beruházások emelkedését várjuk**, amelyet a kormányzati programok is támogatnak. A lakásépítési engedélyek állományának jelentős bővülése és az új lakásépítések fokozatos felfutása szintén a lakosság beruházási aktivitásának élénkülésére utal (1-8. ábra). A hatályos adószabályok szerint a lakásvásárláshoz kapcsolódó áfa 2019-et követően visszaáll az eredeti szintjére, aminek következtében a lakásárak emelkedése és a lakáspiac felfutásának megtorpanása várható. **Az előrejelzési horizont végén a lakáspiac 2020-as lassulásával összhangban a lakossági beruházások mérséklődnek.**

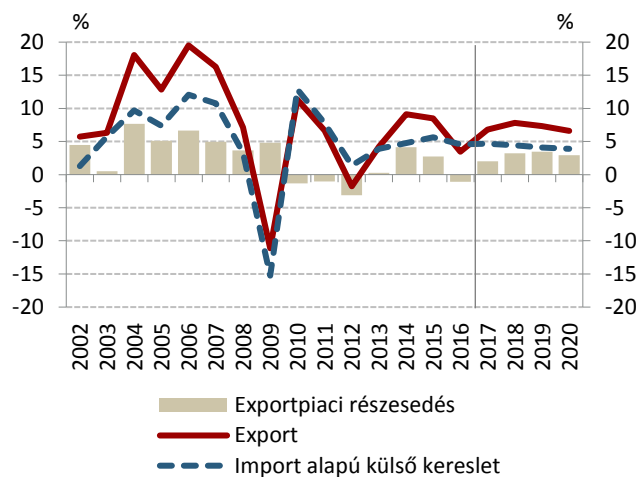
**Előrejelzési horizontunkon a lakossági fogyasztás folytatódó bővülésére számítunk.** A háztartások fogyasztási kiadásának növekedését érdemben támogatják az erős bérkiáramlással és a foglalkoztatás folytatódó bővülésével összefüggő **kedvező jövedelmi alapfolyamatok**, valamint a korábbi években felhalmozott magas nettó pénzügyi vagyon is. A fogyasztás növekedéséhez a **fogyasztói bizalom** erősödése és a **lakáspiaci élénkülés másodkörös hatásai** is hozzájárulnak. Szintén a fogyasztás bővülésének irányába mutat a válság időszakában, illetve az azt követően elhalasztott fogyasztásból származó **helyreállítási potenciál**,

1-8. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Forrás: KSH, MNB

1-9. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Éves változás.

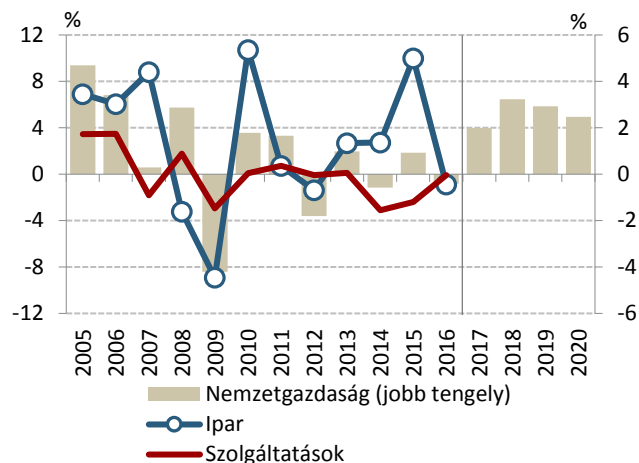
Forrás: KSH, MNB

amit a historikus összevetésben mérsékelt szinten tartózkodó fogyasztási ráta és a tartós termékek vásárlásának alacsony szintje is alátámaszt. Előretekintve – a jegybank adóssághelyi szabályainak köszönhetően – a hitelezési folyamatok egészségesebb szerkezetű, tartós élénkülésére számítunk a háztartási szektorban, azonban a háztartások hitelezési aktivitásának alakulása az előrejelzési horizont során semleges a fogyasztás volumenének változására. Előrejelzésünk szerint a **demográfiai folyamatok miatt a foglalkoztatásbővülés az előrejelzési horizont végén már nem járul hozzá a jövedelem növekedéséhez**, ami a reáljövedelem és így a fogyasztás dinamikájának lassulását okozza.

Várakozásaink szerint a háztartások a jövedelmi folyamatokkal párhuzamosan bővítik fogyasztásukat, így jövőre a **fogyasztási ráta stabilan alakul, majd 2019-től a reáljövedelmi folyamatok lassulása mellett, a fogyasztói bizalom tartós emelkedésével párhuzamosan a hitelezési ciklus érettebb szakaszán emelkedik**. A lakáspiaci ciklus folytatódásával összhangban a **lakosság beruházási rátája 2019-ig emelkedik**. A hatályos adószabályok szerint a lakásáfa 2020-ban történő visszaemelkedése következtében ugyanakkor a lakossági beruházási ráta csökken. Feltevéseink szerint a háztartások a kedvező jövedelmi folyamatok hatására magasabb megtakarításokat halmozhatnak fel, ezzel elősegítve későbbi lakásvásárlásaikat. Így aktuális prognózisunk szerint a megtakarítási ráta a korábbi előrejelzéshez képest magasabban alakul. Előretekintve a fogyasztási hajlandóság emelkedésével összhangban a jelenlegi magas szintjéről csökken a háztartások megtakarítási rátája, majd 2020-ban a visszaeső lakossági beruházásokkal párhuzamosan a jelenleginél alacsonyabb szinten stabilizálódik. (1-8. ábra).

A világgazdaság teljesítményére vonatkozó előrejelzések összességében felfelé módosultak az elmúlt időszakban és **egy erősödő nemzetközi konjunktúra kibontakozását vetítik előre**. A régió bővülése is élénk ütemben folytatódott, amit elsősorban a belső keresleti tételek határoztak meg. Összességében a kedvező konjunkturális kilátások nyomán a szeptemberi feltevéseinkhez képest a **külső kereslet élénkebb bővülésére számítunk**. A külső kereslet élénküléséhez 2017-ben a kedvezően alakuló európai konjunktúra is hozzájárul, **azonban az eurozóna kedvező gazdasági növekedésében főként ciklikus tényezők játszanak szerepet**. Kína szerepe a hazai kivitelben fokozatosan erősödik, így a kínai gazdaság növekedése egyre nagyobb hatást gyakorol a hazai exportkeresletre és így a kivitel alakulására is. A nemzetközi konjunktúra javulásával és a kedvezőbb külső keresleti feltételekkel összhangban az

1-10. ábra: A munkatermelékenység éves változása



Megjegyzés: A GDP termelésében foglalkoztatottak, nemzeti számlás adatok.

Forrás: KSH, MNB

**ipari hozzáadott-érték és a hazai kivitel bővülésének folytatódását várjuk** a következő negyedévekben. A hazai új ipari kapacitások emelkedésével és termelővé válásával párhuzamosan várakozásaink szerint az ipari export bővülése 2018-ban új lendületet kap és az előrejelzési horizont során élénk exportbővülésre számítunk. A kivitel növekedési üteme tartósan meghaladja külső keresletünk bővülésének ütemét, így **exportpiaci részesedésünk tovább javul** (1-9. ábra). A belső keresleti tényezők (fogyasztás, beruházás) felfutása érdemben emeli a behozatal dinamikáját, ennek következtében várakozásaink szerint **rövid távon a nettó export negatívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez**. Az előrejelzési horizont végén a lakossági fogyasztás lassulása és a beruházások mérséklődése nyomán az importdinamika lassul, így **az előrejelzési horizont végén a nettó export pozitívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez**.

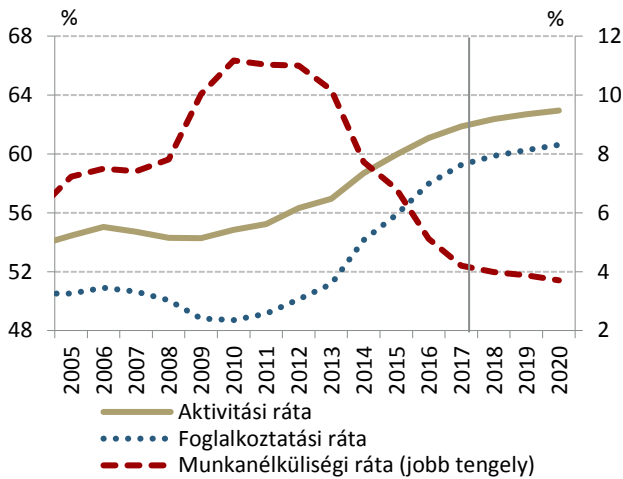
**A tavalyi kedvező mezőgazdasági teljesítménnyel összhangban az idei évben korrekcióra számítunk az ágazatban.** A jelenleg rendelkezésre álló adatok szerint a legjelentősebb szántóföldi növények (kukorica, búza) betakarított termése elmarad a tavalyi évi magas bázistól. Az ágazat teljesítménye várakozásaink szerint közel **0,4 százalékponttal mérsékelheti az idei gazdasági növekedést**.

**A potenciális növekedés az előrejelzési horizont első felében élénkül,** amit elsősorban a magánberuházások bővülése és a munkaerőpiaci aktivitás trendszerű emelkedése okoz. A demográfiai folyamatok azonban egyre inkább effektív korlátot jelentenek a foglalkoztatásbővülés számára, így az előrejelzési horizont végén az aktivitás már nem járul hozzá a potenciális növekedéshez. **Előrejelzésünkben a munkatermelékenység javulására számítunk** (1-10. ábra). Az élénkülő vállalati beruházások a fejlett berendezések üzembe helyezése, a modern ipari létesítmények felépítése és a magasabb hozzáadott értékű termeléshez szükséges tudás átvétele által is emelik a termelékenységet. Előretekintve egyre inkább meghatározó szerepet kap a versenyképesség javítása, amelyre többek között a hazai kkv-szektor termelékenységének emelésén, illetve humán tőkéjének és innovációs képességének javításán keresztül nyílik tér.

### 1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

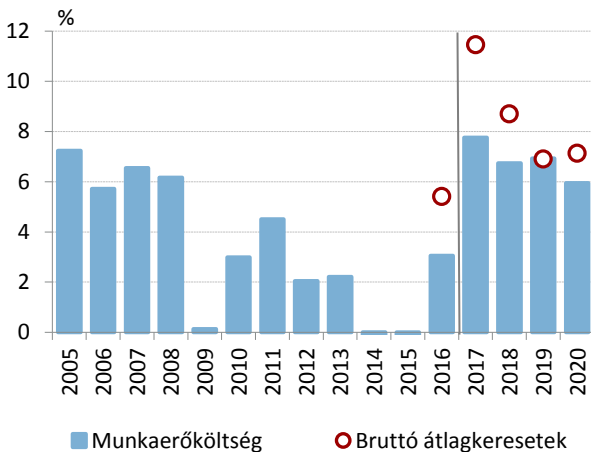
Előrejelzési horizontunkon mind a versenyszféra, mind a nemzetgazdaság foglalkoztatottsága lassuló ütemben emelkedik tovább, így a jelenleg is historikusan alacsony munkanélküliségi ráta mérsékelt ütemben tovább csökken. A demográfiai folyamatok egyre inkább effektív korlátot jelentenek a foglalkoztatásbővülés számára. A bérezés alapfolyamata az előrejelzési horizont során a csökkenő szabad munkaerő-kapacitással párhuzamosan erősödik, azonban jövőre a bérdinamika lassulására számítunk az idei évtől elmaradó mértékű minimálbér- és garantált bérminimum emelkedés miatt.

1-11. ábra: Foglalkoztatási, aktivitási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH, MNB

1-12. ábra: A munkaerőköltség és a bruttó átlagkereset éves változása a versenyszférában



Forrás: KSH, MNB

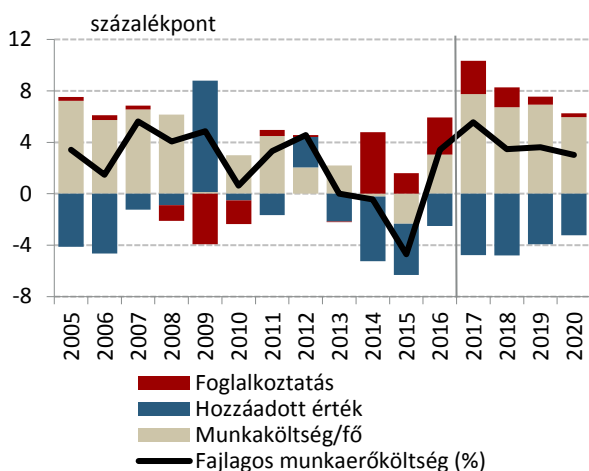
**Várakozásunk szerint az aktivitás fokozatosan csökkenő ütemben emelkedik tovább a következő években.** A demográfiai folyamatok egyre inkább effektív korlátot jelentenek, ennek következtében 2020-ban várhatóan nem folytatódik a munkaerő-kínálat bővülése (1-11. ábra).

A 2018-ban érvénybe lépő, közfoglalkoztatást szűkítő kormányzati intézkedések és a 2018-ra tervezett költségvetési keretszűkítés következtében a közfoglalkoztatottak száma harmincezer fővel csökken az előrejelzési időszak végére. A közmunkaprogramból kikerülők egy része fokozatosan visszaáramolhat az elsődleges munkaerőpiacra. Az élénk béremelkedés következtében a közfoglalkoztatotti és a versenyszférában elérhető keresetek közötti különbség emelkedése nagyobb ösztönzést jelenthet a közfoglalkoztatottak számára, hogy megjelenjenek a piaci alapú foglalkoztatásban. Az állami szféra létszáma közfoglalkoztatás nélkül érdemben nem változik az előrejelzési horizonton.

**A gazdasági növekedéssel párhuzamosan a versenyszféra tartósan magas munkaerő-kereslete támogatja a foglalkoztatás bővülését.** Ugyanakkor a vállalatok létszám-bővítési törekvéseit jelentősen megnehezíti, hogy a csökkenő munkaerő-tartalék minőségi és mobilitási szempontból is korlátos. Összességében a versenyszférában foglalkoztatottak száma az utóbbi évek erőteljes létszám-bővülését követően **lassuló ütemben emelkedik tovább.** A foglalkoztatottság folytatódó emelkedésével a jelenleg is historikusan alacsony munkanélküliségi ráta mérsékelt ütemben tovább csökken.

**A bérezési alapfolyamat az előrejelzési horizonton a csökkenő szabad munkaerőkapacitással párhuzamosan erősödik, azonban jövőre a bérdinamika lassulására számítunk az idei évtől elmaradó mértékű minimálbér- és garantált bérminimum emelkedés miatt.** Becslésünk szerint az adminisztratív intézkedések – a közvetlen és az átgyűrűző hatásokat is figyelembe véve – idén közel 5 százalékponttal, jövőre pedig 2 százalékponttal támogatják a bérezési folyamatokat. Ezt követően a reálbérek alakulása a termelékenységgel összhangban alakul.

1-13. ábra: A versenyszféra fajlagos nominális munkaerőköltség növekedésének felbontása



Forrás: KSH, MNB

### Előrejelzésünkben a szeptemberi prognózissal megegyező bérnövekedésre számítunk.

A dinamikus béremelkedés munkaerőköltségre gyakorolt hatását a bérmegállapodásban rögzített járulékcsökkenés tompítja. A vállalatokat terhelő szociális hozzájárulási adó idén 5 százalékponttal, jövőre további 2,5 százalékponttal csökken. Így a **magasabb bérdinamika költségoldalról jelentkező inflációs hatása mérsékelt maradhat**. A bérmegállapodás értelmében a szociális hozzájárulási adó 2018-at követően még négy lépésben 2-2 százalékponttal csökkenhet a reálkeresetek emelkedésének függvényében. Előrejelzésünk szerint 2019 negyedik negyedévében a versenyszféra reálbérei több mint 6 százalékkal emelkednek 2018 első negyedévéhez képest, így a következő járulékcsökkenés 2020 második negyedévében következhet be (1-12. ábra).

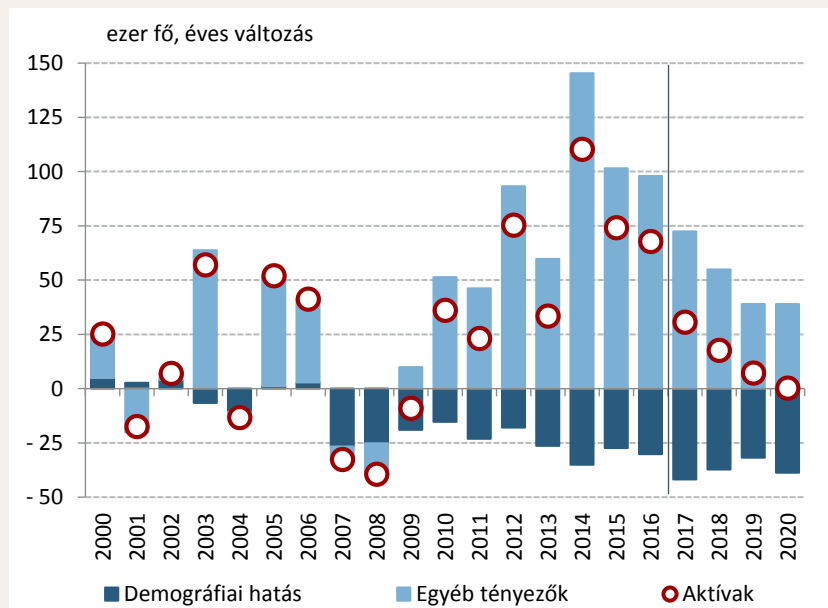
A versenyszféra fajlagos munkaerőköltsége az elkövetkező években csak mérsékelt ütemben emelkedik, összhangban az élénkülő gazdasági teljesítménnyel és a versenyszférában foglalkoztatottak számának enyhébb növekedésével (1-13. ábra).

## 1-2. keretes írás: Demográfia és egyéb meghatározó tényezők az aktivitás előrejelzésében

**2010-et követően** a kormányzat számos intézkedést hozott, amelyek elősegítették a munkaerőpiac gyorsabb kilábalását a válság okozta visszaesésből, másrészt hosszabb távon is emelték a részvételi hajlandóságot a munkaerőpiacon. Míg a munkaerő-keresletet az adóék csökkentése, a Munkahelyvédelmi Akcióterv és a közmunkaprogramok támogatták, addig a **munkaerő-kínálat döntően a jóléti transzferek átalakítása miatt emelkedett érdemben.** A kormányzat a korhatár előtti öregségi és rokkantnyugdíjazási feltételek szigorításával, valamint a nyugdíjkorhatár fokozatos emelésével csökkentette az inaktivitásba vonulók számát, illetve a foglalkoztatástól való távolmaradáshoz kapcsolódó transzferek összegének és időtartamának racionalizálásával ellenőszönözte a munkaerőpiac elhagyását. Előretekintve **a korábbi években hozott intézkedések hatása fokozatosan kifut,** így a demográfiai folyamatok egyre inkább effektív korlátot jelentenek az aktivitás és a foglalkoztatás bővülése számára. **2020-ban várhatóan a demográfia negatív hatása mellett már nem folytatódik az aktívák számának emelkedése** (1-14. ábra).

A demográfia aktivitásra gyakorolt hatása két tényezőre bontható: a munkaképes korúak összlétszámának és demográfiai (kor-nem szerinti) összetételének változására. **A munkaképes korú népesség száma egyre nagyobb ütemben csökkent az elmúlt 20 évben.** 2000 és 2010 között a 15–74 évesek száma évente átlagosan 0,15 százalékkal mérséklődött, 2010 és 2020 között – az előrejelzési időszakot is figyelembe véve – az átlagos évi csökkenés 0,4 százalék körül alakulhat. Az aktivitási ráta kor és nem szerinti heterogenitása miatt **a demográfiai összetétel megváltozása** az előző évtizedben összesen csak 0,2 százalékponttal, **a jelenlegi évtizedben összesen 1,7 százalékponttal csökkenti a 15–74 évesek aktivitási rátáját.**

1-14. ábra: A demográfia és egyéb tényezők hatása az aktivitás változására



Megjegyzés: A demográfiai hatás a munkaképes korú népesség csökkenéséből, illetve kor és nem szerinti összetételének változásából fakad. Az egyéb tényezők tartalmazzák a transzferek, az iskolázottság és az iskolában töltött idő hatását, valamint a reziduálist.

Forrás: KSH, MNB-számítás Kátay – Nobilis (2009) módszertana alapján<sup>1</sup>

Összességében a negatív demográfiai trend tartós fennmaradására számítunk a teljes előrejelzési időszakon, amit az aktivitási ráta további javulása a következő években még ellensúlyozhat. **Historikusan feszes munkaerőpiaci környezetben az előrejelzési horizont végéhez közeledve a munkakínálat növekvő trendjének visszafordulása egyre inkább effektív korlátot jelenthet a foglalkoztatásbővülés számára.**

<sup>1</sup> Kátay, G. – Nobilis, B. (2009): „Az aggregált aktivitást befolyásoló tényezők Magyarországon”, MNB Working Papers 2009/5, Magyar Nemzeti Bank

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

	2016	2017		2018		2019		2020
	Tény	Előrejelzés						
		Szeptember	Aktuális	Szeptember	Aktuális	Szeptember	Aktuális	Aktuális
<b>Infláció (éves átlag)</b>								
Maginfláció	1,4	2,4	2,3	2,7	2,5	2,8	2,8	2,9
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	1,3	2,2	2,1	2,7	2,5	2,8	2,8	2,9
Infláció	0,4	2,4	2,3	2,5	2,5	2,9	2,9	3,0
<b>Gazdasági növekedés</b>								
Háztartások fogyasztási kiadása	4,2	4,6	4,6	3,8	3,8	3,0	3,0	3,0
Kormányzat végső fogyasztása	1,3	-0,1	-0,1	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7
Állóeszköz-felhalmozás <sup>6</sup>	-10,6	16,2	22,7	11,1	12,0	4,3	4,1	-2,0
Belföldi felhasználás	1,5	4,8	6,1	4,5	4,7	2,8	2,8	1,2
Export	3,4	6,5	6,8	7,7	7,8	7,3	7,3	6,6
Import <sup>6</sup>	2,9	8,2	9,6	8,8	8,9	7,2	7,2	5,4
GDP <sup>6</sup>	2,2	3,6	3,9	3,7	3,9	3,2	3,2	2,7
Munkatermelékenység <sup>5</sup>	-0,4	1,5	2,0	2,9	3,2	2,9	2,9	2,5
<b>Külső egyensúly<sup>1</sup></b>								
Folyó fizetési mérleg egyenlege	6,1	3,5	2,9	2,5	1,4	3,1	1,8	2,8
Külső finanszírozási képesség	6,2	5,0	5,0	4,8	3,9	6,2	4,6	4,9
<b>Államháztartás<sup>1,4</sup></b>								
ESA-egyenleg	-1,9	(-1,6)-(-1,8)	(-1,9)-(-2,0)	(-2,2)-(-2,4)	(-2,2)-(-2,4)	(-1,8)-(-2,0)	(-1,9)-(-2,1)	(-1,7)-(-2,1)
<b>Munkaerőpiac</b>								
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>2</sup>	6,2	12,0	12,5	9,5	9,6	6,5	6,5	6,4
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	3,4	1,7	1,6	0,8	0,6	0,3	0,3	0,2
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>2</sup>	5,4	11,5	11,5	8,7	8,7	6,9	6,9	7,1
Versenyszféra foglalkoztatottság	3,4	2,2	2,2	1,6	1,6	0,6	0,6	0,3
Munkanélküliségi ráta	5,1	4,2	4,2	3,9	4,0	3,9	3,9	3,7
Versenyszféra fajlagos munkaköltség	3,4	5,6	5,5	3,8	3,4	3,9	3,5	3,0
Lakossági reáljövedelem <sup>3</sup>	4,1	5,2	5,3	4,1	4,1	2,5	2,5	2,3

<sup>1</sup> A GDP arányában.<sup>2</sup> A teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.<sup>3</sup> MNB-becslés.<sup>4</sup> Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül alakulhat ki.<sup>5</sup> Teljes gazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.<sup>6</sup> A várható rutinrevíziók hatását is figyelembe vevő ténybecslésen alapuló előrejelzés.



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

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

<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 partnerszagra 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.

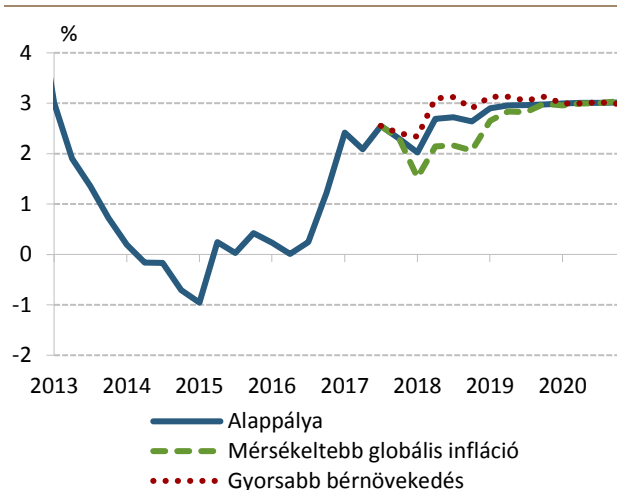
<sup>5</sup> A várható rutinrevíziók hatását is figyelembe vevő ténybecslésen alapuló előrejelzés.

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

## 2. ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYVEK HATÁSA ELŐREJELZÉSÜNKRE

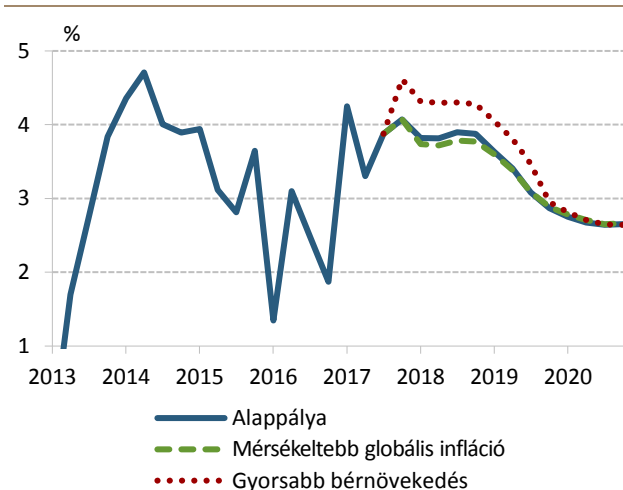
A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alappályája mellett két alternatív forgatókönyvet emelt ki. A mérsékelt globalis inflációt feltételező alternatív forgatókönyv az alappályánál alacsonyabb inflációs pályát jelent, miközben a GDP-növekedést nem befolyásolja számottevően. A gyorsabb bérnövekedést feltételező pálya nyomán a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappálya-előrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács a további kockázatok között a régiós jegybankok monetáris politikai divergenciáját, a beruházási ciklus vártnál erősebb lassulását, valamint a kedvezőbb nemzetközi konjunktúrát valószínűsítő forgatókönyveket tárgyalta.

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



Forrás: MNB

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



Megjegyzés: A várható revíziók hatását is figyelembe vevő ténybecslésen alapuló előrejelzés.

Forrás: MNB

### Mérsékelt globalis infláció

Az elmúlt időszakban a globálisan meghatározó jegybankok közül az **Európai Központi Bank és a Federal Reserve kommunikációjában is hangsúlyosabb szerepet kapott az alacsony inflációs folyamatok tartósságának kockázata.** Mindez – a reálgazdasági folyamatok ellenére – egy folytatódó, tartósan alacsony nemzetközi ár- és bérdinamikát vetíthet előre.

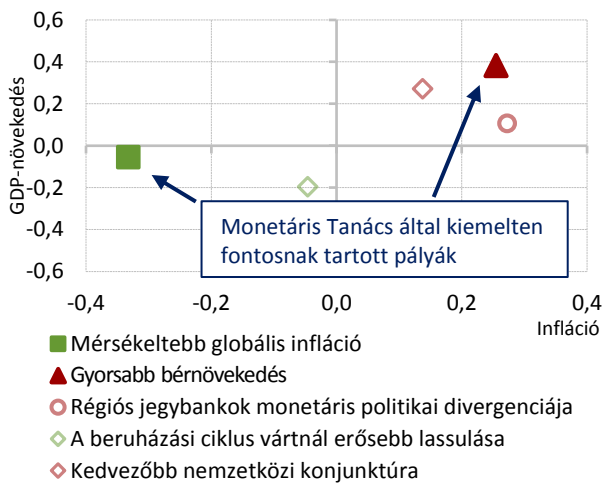
**Alternatív pályánk feltételezése szerint** a tartósan alacsony nemzetközi árdinamika hatására **a Fed lassítja a kamatemelések ütemét, emellett az EKB első kamatemelése későbbre toódik az alappályában feltételezettnél.** A szigorítási lépések későbbre tolódásának hatására a piaci várakozások változása miatt átrendeződés mehet végbe a pénzügyi eszközök piacán. A folyamat eredményeként a hazai eszközárak növekedhetnek a tőkebeáramlás hatásaként. Mindez enyhén mérsékli a nettó exportot, amit a felvevőpiacaink növekedése ellensúlyoz, így **a hazai gazdasági bővülést számottevően nem befolyásolja.** Az eszközátrendeződés és a mérsékelt globalis infláció **alacsonyabb belföldi inflációt eredményez** (2-1., 2-2. és 2-3. ábra). Feltevésünk mellett **a fogyasztóiár-index lassabb emelkedése miatt az inflációs cél elérését lazább monetáris kondíciók biztosítják.**

### Gyorsabb bérnövekedés

**Alappályánkban a szeptemberi prognózishoz hasonló bérezésre számítunk a teljes előrejelzési időszakon.** A bérezési folyamatok a rendelkezésre álló jövedelmek emelkedésén keresztül támogatják a fogyasztás bővülését. Az erőteljes bériáramlás ellenére a bérhányad továbbra is elmarad hosszú távú átlagától, így a gyorsabb bérnövekedés inflációra gyakorolt hatása mérsékelt marad.

**Alternatív pályánkban a vállalatok a feszes munkaerőpiaci környezetben a vártnál nagyobb mértékben emelik a béreket.** A kihasználatlan munkaerő-kapacitás elsődleges csoportja, a munkanélküliek száma az elmúlt évek során megfeleződött. A további csoportokkal kibővített munkaerőtartalékból is számottevő mennyiséget tudott felszívni a vállalatok munkaerő iránti magas kereslete, elsősorban a munkaerőpiachoz szorosabban kötődő

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 az előrejelzési 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

inaktívák áramlottak be az elsődleges munkaerőpiacra. A fenti munkaerőpiaci folyamatok hatásai miatt az aktivitás emelkedése tovább lassul. A historikusan feszes munkaerőpiaci környezetben a vállalatok erőteljesebb bérversenyt folytatnak a munkaerő megtartásáért és felvételéért. Az **erőteljes bérverseny hatására a bérkiáramlás dinamikája az alappályában feltételezettnél nagyobb mértékben növekszik**, ami a rendelkezésre álló jövedelmeken keresztül a lakossági fogyasztás és beruházás vártnál nagyobb emelkedését eredményezi. A **belső keresleti tényezők erősebb gazdasági növekedéshez vezetnek**, ami az **alappályánál erőteljesebb áremelkedést eredményez** (2-1., 2-2. és 2-3. ábra). Az **inflációs cél elérését az alappályánál szigorúbb monetáris politika biztosítja**.

#### 2.1.1. További kockázatok

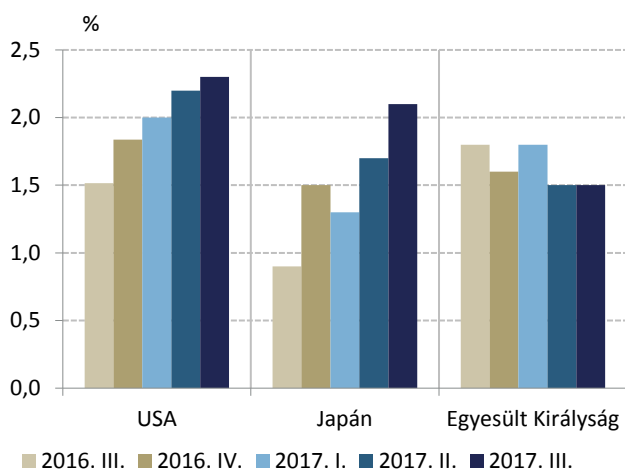
A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további három alternatív pályát mérlegelt. A régiós jegybankok monetáris politikai divergenciáját feltételező kockázati forgatókönyv magasabb infláció irányába mutat, míg a gazdasági növekedést nem befolyásolja érdemben. A beruházási ciklus vártnál erősebb lassulása esetén az alappályánál visszafogottabb növekedés várható, miközben az inflációs hatás mérsékelt. A kedvező nemzetközi konjunktúra hatására a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb az alappályában feltételezettnél, ugyanakkor az inflációt nem befolyásolja számottevően.

## 3. MAKROGAZDASÁGI HELYZETÉRTÉKELÉS

## 3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

2017 harmadik negyedében folytatódott a világgazdaság bővülése. A nemzetközi konjunkturális folyamatok kedvezően alakultak az időszak során. A kelet-közép-európai régió dinamikus növekedése kiemelkedett az európai országok közül. Az elmúlt hónapokban érdemben emelkedtek a világszerte olajárak, a globális inflációs alapfolyamatok azonban továbbra is visszafogottak. A javuló konjunkturális kilátásokkal összhangban a maginfláció egyes fejlett országokban némileg emelkedett, az eurozónában azonban mérséklődés volt megfigyelhető. A kelet-közép-európai régióban egyes jegybankok szigorúbb monetáris politikai irányultság felé mozdultak el. A globálisan meghatározó jelentőségű jegybankok monetáris politikai divergenciája az elkövetkező időszakban is fennmaradhat. A Fed folytathatja a fokozatos kamatemeléseket, miközben az euroövezet monetáris kondíciói huzamosabb ideig lazák maradhatnak.

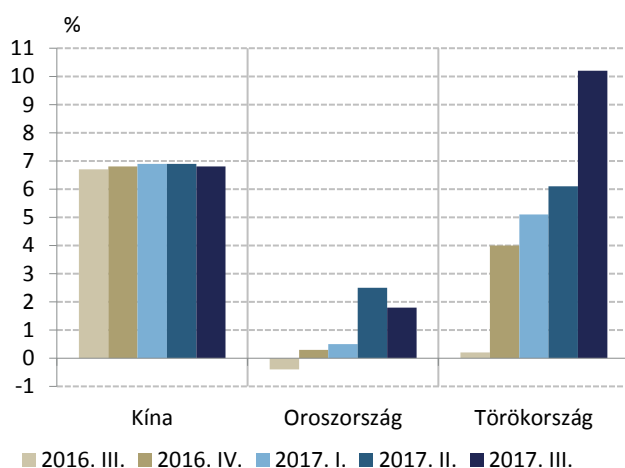
3-1. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: OECD

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



Megjegyzés: Kína és Törökország esetén szezonálisan igazított adatok.

Forrás: OECD, Trading Economics

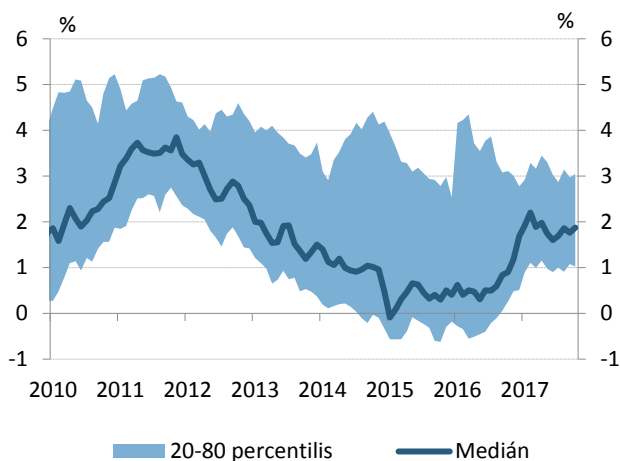
## 3.1.1. A globálisan meghatározó gazdaságok folyamatai

**Az Egyesült Államokban 2017 harmadik negyedében az elemzői és piaci várakozásokat meghaladó mértékben bővült a gazdaság.** Az országot sújtó természeti katasztrófák ellenére az előző negyedévhez viszonyított évesített növekedés 3,3 százalékos volt. A háztartási fogyasztás és az állóeszköz-beruházás növekedése továbbra is pozitívan járult hozzá a gazdaság bővüléséhez. Emellett az import érdemi mérséklődése következtében a nettó export is jelentős mértékben támogatta a növekedést, miközben a kormányzati kiadások visszafogottan alakultak. Az amerikai gazdaság növekedésére vonatkozó kilátások némileg javultak az elmúlt negyedév során.

**Az Egyesült Királyságban a korábbi negyedévekhez hasonló, visszafogott növekedési dinamika volt megfigyelhető (3-1. ábra).** A gazdaság bővülését elsősorban a fogyasztás, illetve a beruházások emelkedése támogatta, miközben a nettó export negatívan járult hozzá a növekedéshez. Az EU-ból való kilépés, illetve a folyamat körülményeinek tisztázatlansága kedvezőtlenül hatnak a középtávú növekedési kilátásokra. **A japán gazdaság éves összevetésben 2,1 százalékkal, míg az előző negyedévhez viszonyítva 0,6 százalékkal nőtt a harmadik negyedévben.** Elsősorban a nettó export támogatta a növekedést, míg a fogyasztás jelentősen csökkent és negatívan járult hozzá a GDP bővüléséhez.

**A főbb feltörekvő országok közül Kína gazdasága 6,8 százalékkal bővült 2017 harmadik negyedében (3-2. ábra).** A beérkezett adat összhangban alakult a várakozásokkal. Az állóeszköz-beruházások növekedése lassult, miközben a fogyasztás változatlanul élénk dinamikát mutatott. Az export jelentős növekedése mellett az import esetében is érdemi, a várakozásokat meghaladó bővülés volt megfigyelhető. Az elmúlt hónapokban némileg javultak a kínai gazdaságra vonatkozó növekedési kilátások. Oroszország esetében a korábbi évek gyenge növekedési adatait követően már második negyedéve érdemi növekedés tapasztalható a gazdaságban. Törökországban az

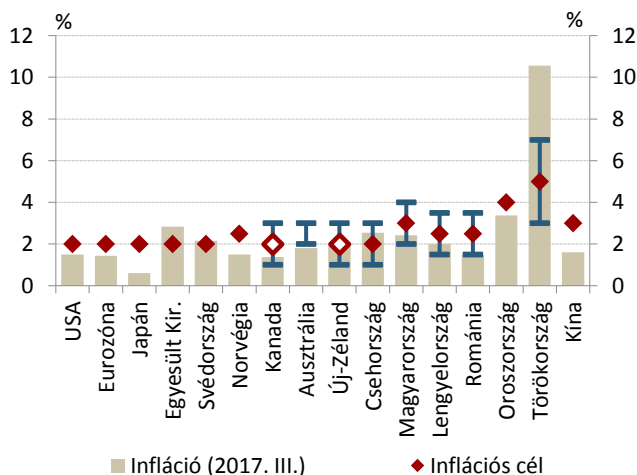
3-3. ábra: Globális inflációs folyamatok



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

Forrás: OECD

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



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

Forrás: OECD, FRED, National Institute of Statistics Romania

elemzői várakozásokat meghaladó mértékben emelkedett a kibocsátás.

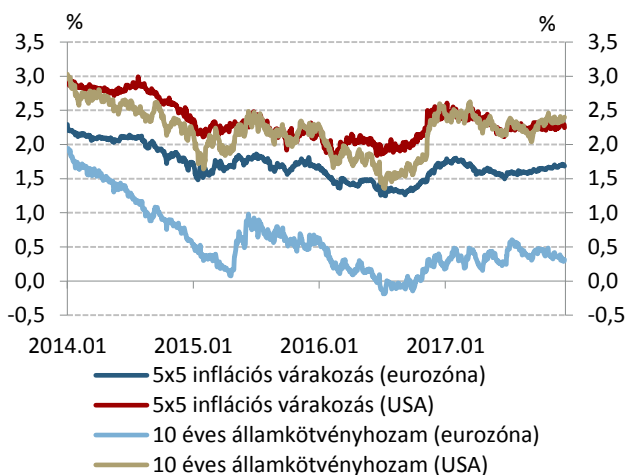
**A globális infláció a tavaly év végi, idei év eleji emelkedést követően megtorpant, és az elmúlt hónapokban visszafogott szinteken alakult** (3-3. ábra). Ezzel összhangban az infláció a fejlett országok többségében a jegybanki célértékek alatt tartózkodott (3-4. ábra). A javuló konjunkturális kilátásokkal összhangban a maginfláció egyes fejlett országokban némileg emelkedett, az eurozónában azonban mérséklődés volt megfigyelhető. Az olajárak emelkedtek az utóbbi hónapokban, a globális inflációs alapfolyamatok azonban továbbra is visszafogottak.

**A Fed döntéshozói szeptemberi és novemberi ülésükön nem változtattak az irányadó rátán, majd decemberben 25 bázisponttal az 1,25–1,50 százalékos sávba emelték az alapkamatot. Emellett 2017 októberében elkezdődött a Fed mérleglépítési programja.** A decemberi közlemény monetáris politikai irányultságra vonatkozó bekezdése nem változott, a döntéshozók továbbra is úgy tartják, hogy a gazdasági folyamatok fokozatos kamatemelést fognak indokolni. Októberben az FOMC megkezdte a jegybankmérlegben lejáró eszközök újrabefektetésének korlátozását a júniusi döntéssel egyidőben ismertettek szerint. Az Egyesült Államok elnöke, Donald Trump november 2-án Jerome H. Powellt jelölte a Fed élére a következő 4 éves ciklusra. A piaci várakozások szerint a Fed 2018 márciusában folytathatja a kamatemelést.

**A japán jegybank az elmúlt negyedévben nem változtatott a monetáris kondíciókon, a Mennyiségi és Minőségi Lazítási Programját továbbra is a 0 százalékos hosszú hozamokhoz igazítja.** A jegybank fenntartotta a hozamcél eléréséhez szükséges 80 ezer milliárd jen összegű éves vásárlási ütem célját, és továbbra is mínusz 0,1 százalékos kamatot fizet a kereskedelmi bankok túltartalékolására. Az inflációs cél túllövése melletti elköteleződés a jegybanki kommunikáció része maradt.

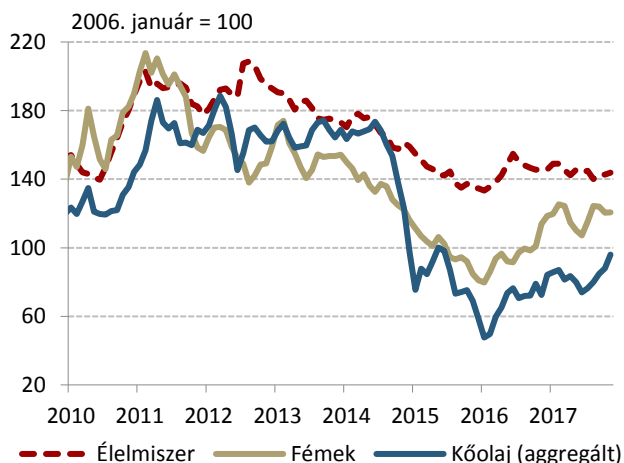
**A Bank of England döntéshozói novemberben az irányadó kamatot 25 bázisponttal 0,5 százalékra emelték** az inflációs cél fenntartható elérése érdekében. Decemberi ülésükön a jegybank döntéshozói változatlanul hagyták az alapkamatot. Várakozásuk szerint az infláció az idei évben 3 százalék felett éri el csúcspontját, majd jövőre fokozatosan mérséklődik és az előrejelzési időszak végére megközelíti a 2 százalékos célt. A jegybank előretekintő iránymutatása szerint az esetleges további kamatemelésekre fokozatosan és korlátozott mértékig kerül sor. A kilátásokat nagyfokú bizonytalanság övezi a Brexit miatt, így a jegybank aszerint reagál a

3-5. ábra: Inflációs várakozások és hosszú hozamok az eurozónában és az USA-ban



Forrás: Bloomberg

3-6. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása



Megjegyzés: USA dollárban megfigyelt árból számítva.

Forrás: Világbank

fejleményekre, hogy azok hogyan érintik a gazdasági szereplők viselkedését és az inflációs kilátásokat.

A többi vizsgált fejlett gazdaság jegybankja nem változtatott a monetáris kondíciókon az elmúlt negyedév során. A feltörekvő országok jegybankjai közül **az orosz jegybank** a szeptemberi 50 bázispontos kamatsökkentést követően **októberben további 25 bázisponttal mérsékelte irányadó rátáját.**

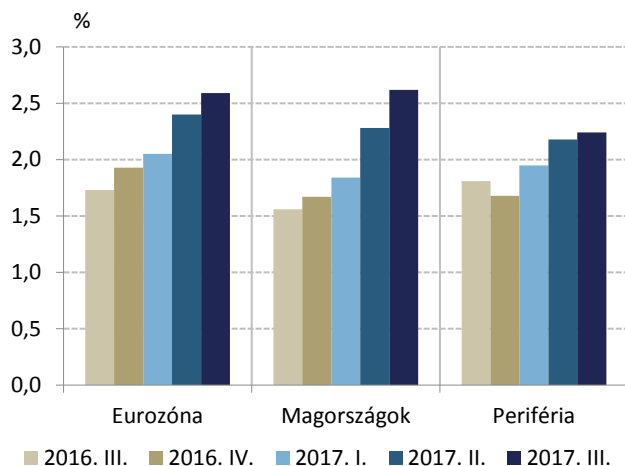
**Az elmúlt negyedévben összességében erős kockázatvállalási hajlandóság jellemezte a pénzügyi piacokat.** A piaci folyamatokat leginkább a globálisan meghatározó jegybankok döntései, az európai politikai események, illetve egyes feltörekvő piacokkal kapcsolatos országspecifikus fejlemények befolyásolták. Az időszak során a főbb tőzsdeindexek újabb historikus csúcspontokra emelkedtek, miközben a kockázati mutatók volatilitása alacsony volt. A kedvező hangulatban november első felében kisebb megingás volt tapasztalható, ami azonban később korrigálódott. A részvénypiaci emelkedés az egyes országokban eltérő mértékű volt: míg a jen gyengülése által támogatott japán tőzsde, valamint az amerikai indexek érdemi emelkedést mutattak, addig a német és angol vezető részvényindexek visszafogottabban emelkedtek. A fejlett országok hosszú kötvényhozamai eltérően alakultak: az amerikai hosszú hozam emelkedett, a japán és brit stagnált, míg a német csökkent (3-5. ábra).

Az EKB bejelentésének hatására, amely szerint legalább 2018 szeptemberéig folytatják az eszközvásárlásokat, az első eurozónabeli kamatemelés időpontjára vonatkozó piaci várakozások későbbre, 2019 közepére tolódtak. Az elmúlt negyedév első felére jellemző eurogyengülés az időszak második felében részben korrigálódott, amely mögött elsősorban az eurozónára vonatkozó kedvező makrogazdasági adatok állhattak. A régiós devizák az euróhoz képest eltérően mozogtak: míg a forint és a román lej gyengült, addig a cseh korona és lengyel zloty erősödött. Az olajárak érdemben emelkedtek (3-6. ábra), amely az időszak első felében csökkenő amerikai nyersolajkészletekhez, a szaúd-arábiai belpolitikai feszültséghez, illetve a termeléskorlátozás meghosszabbításához kötődött, amelyről a november végi OPEC-találkozón született döntés.

### 3.1.2. Az eurozóna folyamatai

**2017 harmadik negyedévében folytatódott az eurozóna gazdaságának élénkülése** (3-7. ábra). A legfontosabb kereskedelmi partnerünknek számító német gazdaság 2,8 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához viszonyítva. A növekedéshez leginkább a vállalatok

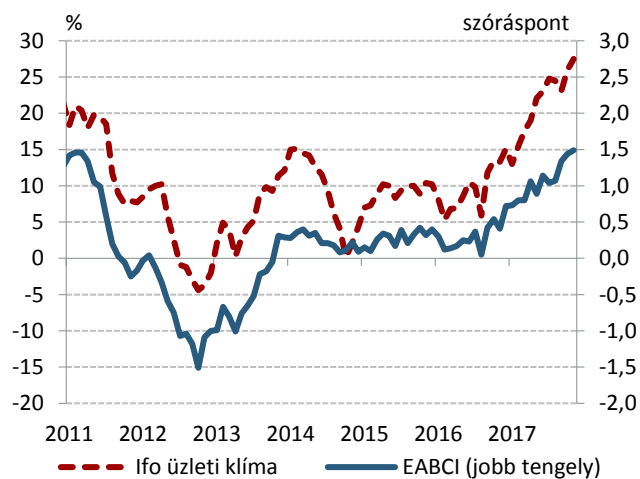
3-7. ábra: A GDP éves változása az eurozónában



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

Forrás: Eurostat

3-8. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása



Forrás: Európai Bizottság, Ifo

beruházási aktivitása, az export, illetve a stabilan alakuló háztartási fogyasztás járult hozzá. Az eurozóna **magországek** növekedését a német mellett elsősorban a holland és osztrák gazdaság továbbra is dinamikus bővülése támogatta. A magországek mellett a **periféria országok** gazdasági növekedése is élénkült. Az olasz gazdaság növekedése mellett Spanyolországban továbbra is dinamikus bővülés volt megfigyelhető, ugyanakkor az elmúlt időszak belpolitikai eseményei kedvezőtlen hatással lehetnek a spanyol növekedésre.

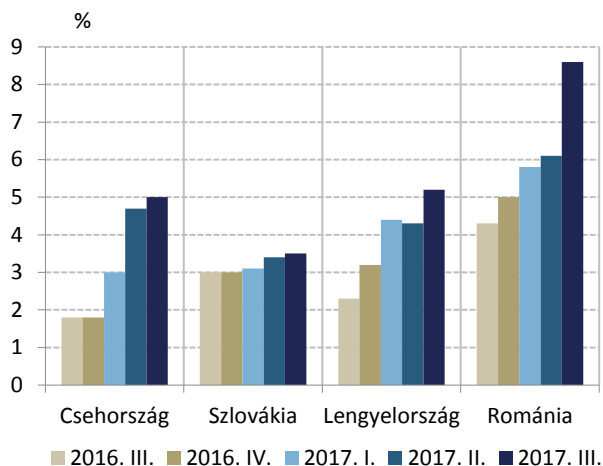
**Az előretekintő konjunktúraindikátorok tovább emelkedtek az elmúlt időszakban** (3-8. ábra). Az euroövezet kilátásait megragadó üzleti bizalmi index (EACI) érdemben emelkedett a harmadik negyedév során, ezzel párhuzamosan a német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) is tovább erősödtek. **Az euroövezet élénk gazdasági növekedésében ciklikus tényezők is szerepet játszanak**, a kontinens gazdasági kilátásait hosszabb távon jelentős bizonytalanság övezi.

**A növekedési előrejelzések jellemzően felfelé módosultak.** Ugyanakkor az eurozóna növekedését továbbra is kockázatok övezik, amelyek többek között az Egyesült Királyság EU-ból való kilépéséhez, a német választásokkal kapcsolatos bizonytalanságokhoz, valamint globális tényezőkhöz köthetők.

**Az infláció – hasonlóan a globális folyamatokhoz – az eurozónában is mérsékelt maradt az elmúlt negyedévben.** Összességében az infláció nem változott érdemben, míg a maginfláció esetében mérséklődés volt megfigyelhető. Ennek következtében az infláció a legtöbb tagállam esetében továbbra is elmarad a jegybanki célértéktől. Az eurozónában az 5 év múlva kezdődő 5 éves inflációs várakozások némileg emelkedtek, azonban továbbra is elmaradnak az EKB inflációs céljától (3-5. ábra).

**Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa decemberi ülésén** változatlanul hagyta az irányadó kamatozatokat. A jegybank októberben az eszközvásárlások havi összegét 2018 januárjától a jelenlegi 60 milliárdról 30 milliárd euróra mérsékelte. A programok keretében vásárolt lejárató eszközök tőkeértékét jóval az eszközvásárlások időhorizontján túl újrabefektetik. A döntést követő sajtótájékoztatón Mario Draghi elnök elmondta, hogy amennyiben a kilátások kedvezőtlenebbé válnak, a Kormányzótanács készen áll rá, hogy a programot méret és/vagy időtartam tekintetében kibővítse. A Kormányzótanács decemberi döntése után is arra számít, hogy az EKB irányadó kamatai tartósan és a nettó eszközvásárlások horizontjánál jóval tovább a jelenlegi szinteken maradnak.

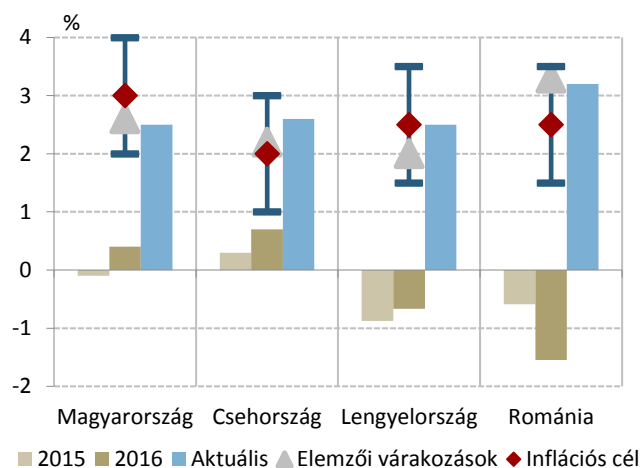
3-9. ábra: GDP éves változása Kelet-Közép-Európában



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

Forrás: Eurostat

3-10. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások



Megjegyzés: Az elemzői várakozások 2018 márciusára, míg Románia esetében 2018 első negyedévére vonatkoznak.

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

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

**Továbbra is a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió növekedési centrumának,** a régiós országok GDP bővülésének üteme gyorsult az előző időszakhoz képest (3-9. ábra). Lengyelországban a növekedés fő hajtóereje változatlanul a fogyasztás erősödése volt, amit az emelkedő foglalkoztatottság és bérnövekedés, valamint a kedvező lakossági bizalom is támogatott. Romániában a kimagasló gazdasági teljesítményhez továbbra is elsősorban az erős belső kereslet járult hozzá. Előretekintve azonban a gazdaság visszatérhet egy fenntarthatóbb növekedési pályára, így lassulhat a bővülés üteme. Csehországban az élénk növekedést szintén elsősorban az erős háztartási fogyasztás támogatta. Szlovákiában a harmadik negyedévben is 3 százalék feletti éves bővülés volt megfigyelhető.

**Az infláció a régió országaiban jellemzően emelkedett az elmúlt hónapokban, és az eltérő inflációs célok körüli toleranciasávokon belül alakult (3-10. ábra).** A legnagyobb emelkedés Romániában volt tapasztalható. Csehországban és Romániában a jegybanki cél fölött alakult az infláció 2017 novemberében. A maginfláció Lengyelország és Románia esetében mérsékelt szinteken alakult, előretekintve azonban Romániában az infláció várható emelkedésével párhozamosan a maginfláció is érdemben növekedhet. Szlovákiában és Csehországban a maginfláció meghaladta az inflációs célt.

**A kelet-közép-európai országok jegybankjai közül a cseh jegybank döntéshozói az alapkamat újabb emelése mellett döntöttek, míg a román jegybank két lépésben szűkítette a kamatfolyosót. A régió többi országának jegybankja fenntartotta a laza monetáris kondíciókat.** A cseh jegybank döntéshozói az augusztusi 20 bázispontos kamatemelést követően novemberben 25 bázisponttal 0,5 százalékra emelték az irányadó rátát. Emellett a kamatfolyosó felső szélét jelentő egynapos hitelkamatot 50 bázisponttal 1 százalékra növelték, míg az egynapos betéti ráta változatlanul 0,05 százalékon maradt. A jegybank előrejelzése alapján az infláció 2018-ban nagyrészt a 2 százalékos cél felett, azonban még a toleranciasávon belül alakul, mielőtt visszatérne a célra a monetáris politikai horizonton. A döntéshozók megítélése szerint az előrejelzést többnyire felfelé mutató inflációs kockázatok övezik. A további kamatemelések időzítése a főbb makrogazdasági változók alakulásától függ. A **román jegybank** döntéshozói októberben és novemberben is a kamatfolyosó két szélének 25-25 bázisponttal történő szűkítése mellett döntöttek. A lépések a monetáris kondíciók szigorodása irányába hatottak. A jegybank előrejelzése szerint rövid távon

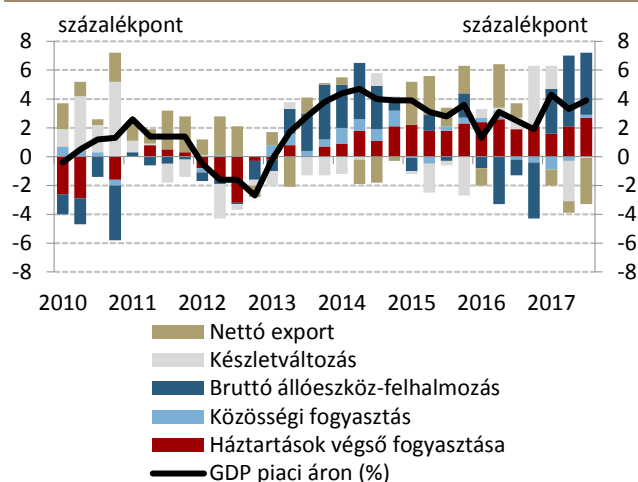


érdemben emelkedhet, majd 2018 végétől lassulhat az infláció. Az előző előrejelzéshez képest az inflációs pálya rövid távon jelentősen emelkedett, míg az előrejelzési horizont második felében némileg lefelé módosult. A **lengyel jegybank** nem változtatott a monetáris kondíciókon az elmúlt negyedév során. A novemberi előrejelzés szerint az infláció kismértékben magasabb lehet a júliusi prognózisnál az előrejelzési horizonton. A döntéshozók megítélése szerint az infláció az elkövetkező években az inflációs cél közelében alakulhat. Ennek eredményeként az alapkamat jelenlegi szintje járul hozzá a fenntartható növekedéshez és a makrogazdasági egyensúlyhoz.

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

A KSH közlése alapján 2017 harmadik negyedévében a bruttó hazai termék 3,9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg negyedéves összevetésben 0,9 százalékkal bővült a GDP volumene. A gazdaság növekedését továbbra is elsősorban a belső kereslet támogatta, amihez elsősorban a beruházások és a fogyasztás járult hozzá. A GDP bővülését termelési oldalon a szolgáltatások, az építőipar és az ipar teljesítménye magyarázza. A második negyedévhez képest magasabb növekedési ütem elsősorban a szolgáltató szektor kedvezőbb teljesítményéből fakadt, míg felhasználási oldalon elsősorban a beruházások és a fogyasztás járult hozzá a bővüléshez.

3-11. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás



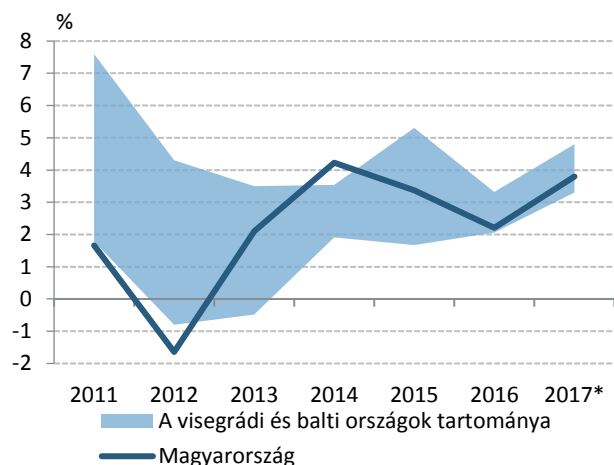
Forrás: KSH

A KSH közlése alapján 2017 harmadik negyedévében a **bruttó hazai termék 3,9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva**, míg negyedéves összevetésben 0,9 százalékkal bővült a GDP. A gazdaság növekedését továbbra is elsősorban a belső kereslet támogatta a beruházások érdemi, valamint a fogyasztás folytatódó bővülésén keresztül. A belső kereslet bővüléséből fakadó importszükséglet emelkedésével párhuzamosan a nettó export negatívan járult hozzá a növekedéshez (3-11. ábra).

Az idei évi GDP bővülés ellenére az elmúlt időszak gazdasági növekedése **elmaradt a régiós és a balti országok átlagos növekedési ütemétől** (3-12. ábra).

2017 harmadik negyedévében **stabilan folytatódott a lakossági fogyasztás bővülése**. A háztartások fogyasztási kiadásának emelkedését a **béremelések következtében javuló jövedelmi alapfolyamatok**, valamint a historikus összevetésben magas lakossági bizalom és nettó pénzügyi vagyontámogatás. A jelentős helyreállítódási potenciállal rendelkező **tartós és félig tartós termékek vásárlására fordított kiadások növekedése továbbra is meghaladta a fogyasztás aggregált bővülését**. A tartós termékek fogyasztása 8,7 százalékkal, míg a kevésbé tartós termékek vásárlására költött kiadások 9,2 százalékkal bővültek a harmadik negyedévben (3-13. ábra). A fogyasztás folytatódó emelkedését alátámasztja a **kiskereskedelmi értékesítések élénk ütemű bővülése** is, előzetes adatok alapján

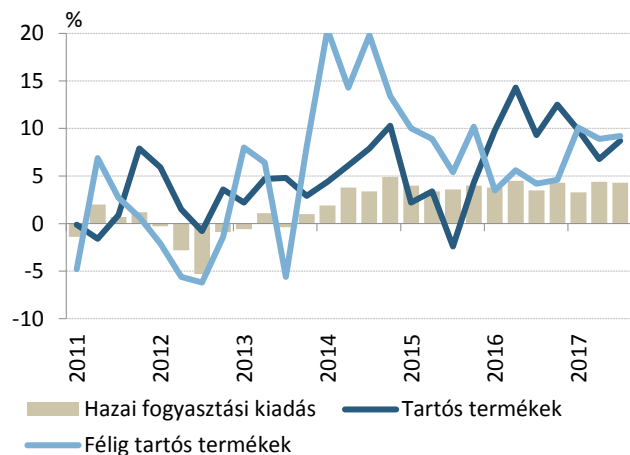
3-12. ábra: A gazdasági növekedés alakulása a régióban és a balti országokban



Megjegyzés: \* A 2017. évi adat az év első három negyedévév mutatja.

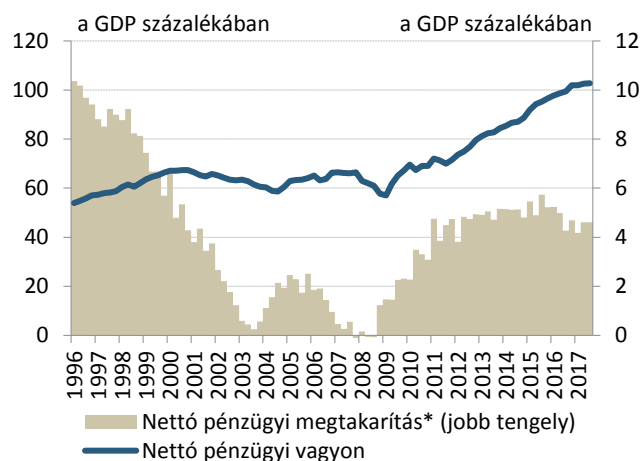
Forrás: Eurostat

3-13. ábra: Fogyasztási csoportok éves változása



Forrás: KSH

3-14. ábra: A háztartások megtakarítása és vagyona



Megjegyzés: \*Szezonálisan igazított, korrigált adat.

Forrás: MNB-számítás

októberben a forgalom 6,3 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest.

**A háztartások folyó áron vett pénzügyi vagyona tovább emelkedett a harmadik negyedévben, míg nettó pénzügyi megtakarítása az előző negyedévvél azonos szinten alakult.**

A lakásépítési és lakásvásárlási kedv emelkedése a háztartások körében többletmegtakarításokat eredményezett, aminek következtében a nettó pénzügyi megtakarítási ráta az év elejéhez képest magasabb szinten alakult (3-14. ábra). A háztartások **nettó pénzügyi vagyona** a GDP 100 százaléka körül alakul és érdemben meghaladja a régiós országok átlagát.

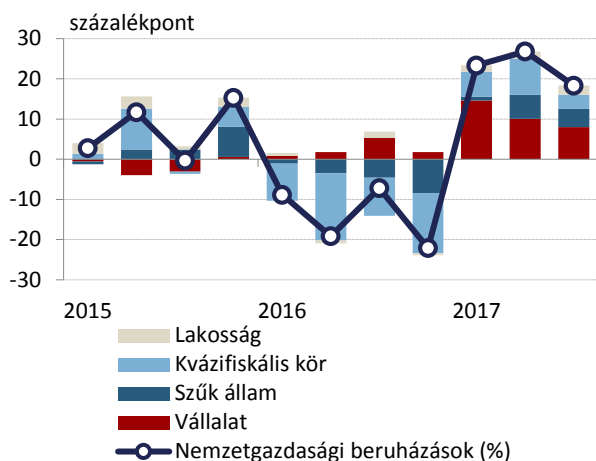
**A háztartási hitelállomány éves szinten 4 százalékkal bővült**, a hiteltranzakciók értéke 70 milliárd forintot tett ki a harmadik negyedévben. **Az új szerződéskötések volumene éves átlagban 43 százalékkal bővült**, ezen belül az új lakáshitelek kihelyezése 29 százalékkal, a személyi kölcsönöké 46 százalékkal emelkedett az elmúlt egy évben. A kereslet emelkedésében a Családi Otthonteremtési Kedvezmény is fontos szerepet tölt be, az új kibocsátású lakáshitelek 17 százaléka köthető a programhoz.

**A belső kereslet növekedésével összhangban a piaci szolgáltatások a harmadik negyedévben érdemben támogatták a gazdasági növekedést.** A piaci szolgáltató ágazatok mindegyikében emelkedett a hozzáadott érték, míg a közösségi szolgáltatások enyhén mérséklődtek az előző év azonos időszakához viszonyítva. A legnagyobb mértékben a kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás ágazat mellett az adminisztratív szolgáltatások járultak hozzá a növekedéshez, azonban jelentős volt az információ-kommunikáció és a szállítás-raktározás ágazat hozzájárulása is. **A vendégéjszakák száma az elmúlt időszak átlagánál visszafogottabb mértékben bővült**, éves összevetésben 2,9 százalékkal emelkedett a harmadik negyedévben. A bővüléshez elsősorban a külföldi vendégek által eltöltött éjszakák számának emelkedése járult hozzá, emellett a belföldi turisztikai kereslet is emelkedett.

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

**2017 harmadik negyedévében 18,3 százalékkal emelkedtek a nemzetgazdasági beruházások, amihez az ágazatok széles körének bővülése hozzájárult** (3-15. ábra). Folytatódott a vállalatok beruházási aktivitásának érdemi emelkedése. A belföldre termelő és szolgáltató vállalatok esetében elsősorban a közel két éve bővülő kereskedelem és gépjárműjavítás ágazat beruházásainak emelkedése

3-15. ábra: A beruházások éves változásának felbontása



Forrás: KSH

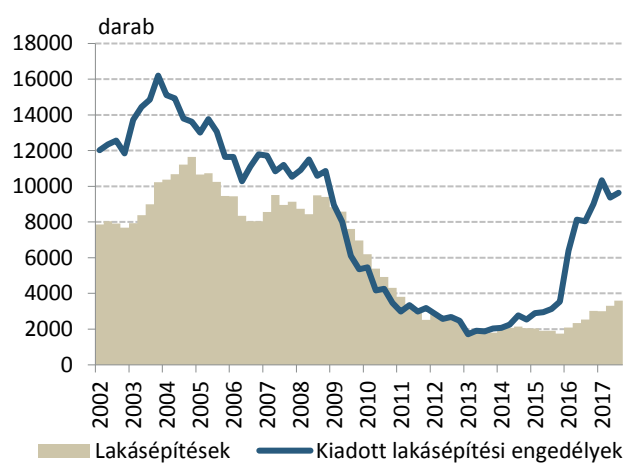
3-16. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: A vállalati szektor időszora tranzakciók alapján.

Forrás: MNB

3-17. ábra: Az újlakásépítések és építési engedélyek alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adat.

Forrás: KSH

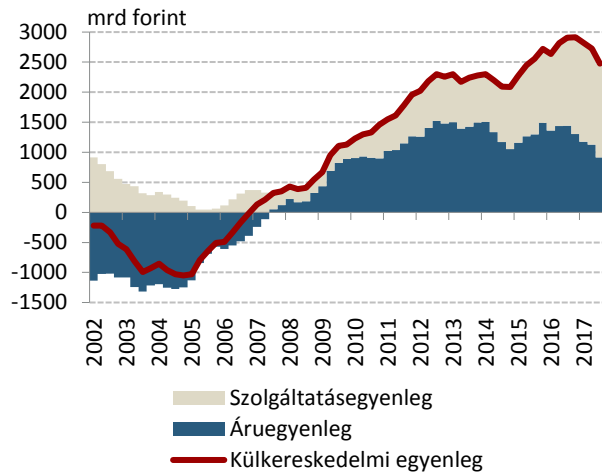
támogatta a bővülést, mindemellett az egyéb ágazatok körében is élénkült a beruházási aktivitás. A külfiacra termelő vállalatok beruházásainak növekedéséhez főleg a nagy súlyú feldolgozóipar járult hozzá, amit az alágazatok széles köre támogatott. Az állami (egészségügy, közigazgatás, oktatás) és az állami szektorhoz szorosan kötődő ágazatok (energetika, szállítás) beruházásai is érdemben bővültek, amihez az alacsony bázis mellett a 2014–2020-as uniós cikusból megvalósuló projektek felfutása és a saját forrásból finanszírozott beruházások is hozzájárultak. Az élénk beruházási aktivitással összhangban a harmadik negyedévben folytatódott az építőipar kibocsátásának számottevő emelkedése.

**2017 harmadik negyedévében a teljes vállalati hitelezés éves növekedése 8 százalékot tett ki.** A nem pénzügyi vállalatok hitelállománya 221 milliárd forinttal bővült a negyedév során a folyósítások és törlesztések hatására, éves összevetésben pedig 464 milliárd forinttal emelkedett tranzakciós alapon, mellyel a vállalati hitelezés éves bővülése immáron két negyedéve az MNB által hosszú távon fenntarthatónak tartott sávban alakult. A szűken értelmezett kkv-szektor esetében 10 százalék, az önálló vállalkozókkal kiegészítve 13 százalék volt a bővülés mértéke (3-16. ábra). A vállalati hitelezés harmadik negyedéves növekedését az üzleti célú ingatlanhitelek várakozásokat meghaladó élénk kereslete is támogatta.

**A lakosság beruházási aktivitása tovább élénkült a harmadik negyedévben,** a kedvező keresleti feltételekkel párhuzamosan folytatódott a lakásépítések dinamikus bővülése. A korábban kiadott építési engedélyekkel összhangban az átadott új építésű lakások száma jelentősen megugrott, éves összevetésben 60 százalékot meghaladó bővülést regisztráltak. Ezzel párhuzamosan az előző negyedévnél élénkebb ütemben folytatódott a kiadott építési engedélyek számának bővülése is (3-17. ábra). **Az élénk kereslet hatására folytatódott a lakásárak emelkedése** a vizsgált időszakban, amihez a használt és az új lakások árváltozása egyaránt hozzájárult.

**A nettó export a harmadik negyedévben mérsékelte a hazai gazdaság növekedését.** Az áruexport növekedése az ipari termelés alakulásával összhangban lassult a harmadik negyedévben (3-18. ábra). A hazai iparban és kivitelben látott lassulás elsősorban a járműipar modellváltásaival és kapacitásbővítések miatti átmeneti termelésvisszafogással, másrészt a nyári gyárleállások korábbi eltérő ütemezésével függhet össze. A szolgáltatásexport éves összevetésben visszafogott bővülést mutatott, míg a szolgáltatásimport érdemben növekedett a harmadik negyedévben. **A teljes export éves dinamikáját így**

3-18. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása



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

Forrás: KSH

**meghaladta az import növekedése**, amit a belső keresleti tételek (lakossági fogyasztás, beruházások) bővülése is támogatott. 2017 harmadik negyedévében megállt a cserearány romlása az előző év azonos időszakához képest, amit elsősorban a gép- és szállítóeszközök relatív árának változása magyaráz.

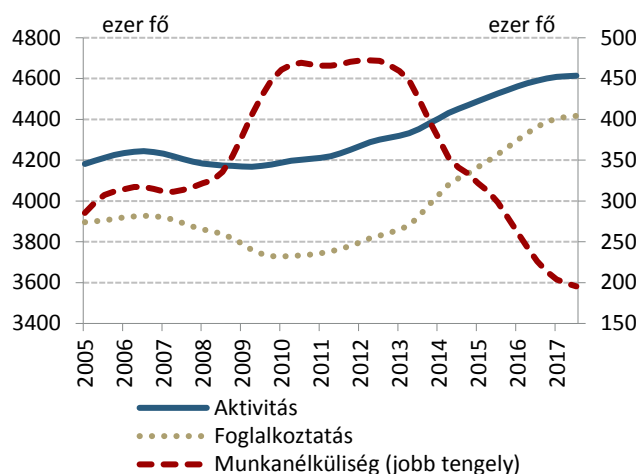
**Az előzetes adatok szerint a mezőgazdaság teljesítménye az idei évben elmarad a tavalyi, historikus összevetésben is kedvező szintjétől.** A rendelkezésre álló előzetes adatok alapján mind a növénytermesztés, mind az állattenyésztés kibocsátása elmarad a tavalyi eredményektől. A főbb gabonafélék közül a kukorica és az árpa terméseredménye jelentősen, a búzáé kisebb mértékben mérséklődött éves összevetésben.

A tavalyi évhez képest visszafogottan alakuló mezőgazdasági teljesítmény, valamint a magas előző évi bázis hatására a készletváltozás a harmadik negyedévben kismértékben lassította a gazdasági növekedést.

### 3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség

2017 harmadik negyedében tovább bővült a versenyszféra foglalkoztatottsága, amihez leginkább az építőipar és az energiaipar foglalkoztatásbővülése járult hozzá. Ezzel összhangban a munkanélküliségi ráta 4,1 százalékra mérséklődött.

3-19. ábra: Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban



Megjegyzés: Szezonális mozgóátlagok.

Forrás: KSH

2017 harmadik negyedében enyhe ütemben tovább emelkedett a gazdaságilag aktívák száma (3-19. ábra). A 15–74 éves korosztály aktivitási rátája 62,3 százalékon alakult, míg a 15–64 éves népességen belül az aktívák aránya 71,7 százalékot tett ki.

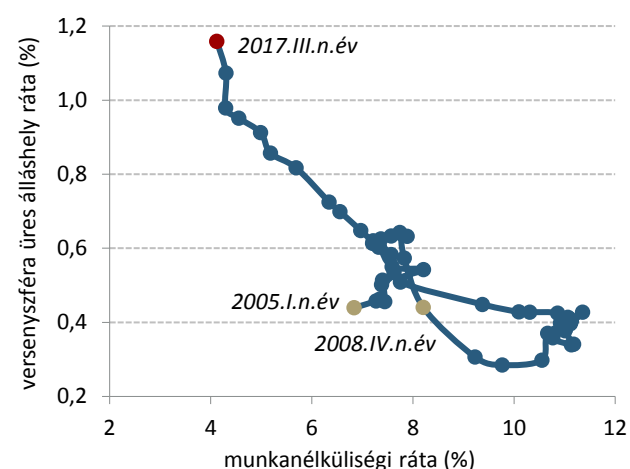
A versenyszféra dinamikus foglalkoztatásbővülésének köszönhetően folytatódott a nemzetgazdasági foglalkoztatottság emelkedése. Az állami szférában dolgozók létszáma a fokozatosan csökkenő közfoglalkoztatás miatt tovább mérséklődött.

A versenyszféra létszámnövekedéséhez az építőipar kibocsátásának számottevő emelkedésével összhangban az építőiparban, emellett az energiaiparban (bányászat, villamosenergia, közművek) foglalkoztatottak számának emelkedése járult hozzá. A feldolgozóipar és a piaci szolgáltató szektor foglalkoztatása érdemben nem változott.

A külföldi telephelyen dolgozók létszáma stagnált. A ledolgozott munkaóratömeggel korrigált teljes munkaidő egyenértékes létszám a foglalkoztatottak számánál magasabb ütemben emelkedett, ami további intenzív oldali alkalmazkodást mutat a vállalatok részéről.

A munkanélküliség tovább mérséklődött, a munkanélküliségi ráta 4,1 százalékon alakult. Az üres álláshelyek száma alapján a versenyszféra ágazatok széles körében emelkedett a vállalatok munkakereslete. A Beveridge-görbe továbbra is a munkaerőpiac historikus feszességét mutatja (3-20. ábra).

3-20. ábra: Beveridge-görbe alakulása



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

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

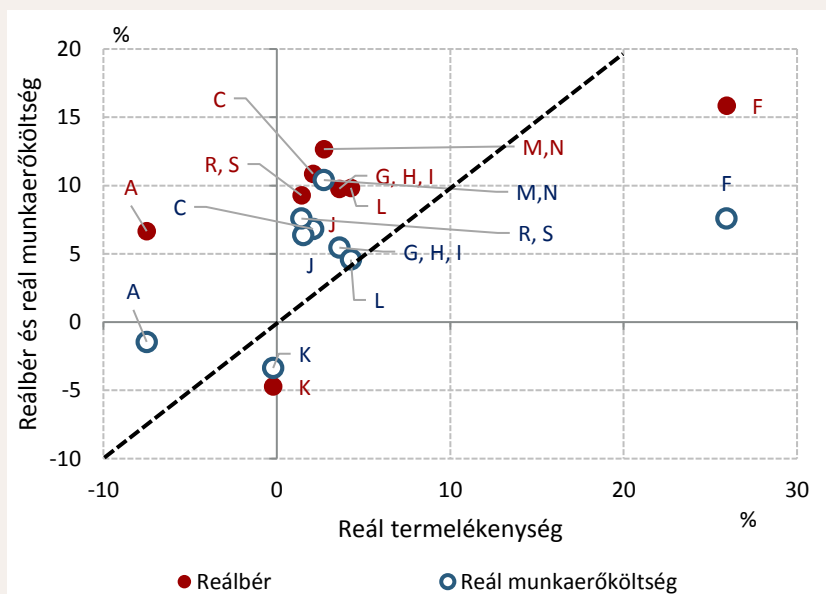
### 3-1. keretes írás: A bérnövekedés és termelékenység kapcsolatának alakulása az elmúlt időszakban

Hazánkban az elmúlt időszakban a bérek kétszámjegyű növekedése volt megfigyelhető. Hosszú távon a bérek emelkedésének összhangban kell lenni a munkatermelékenység emelkedésével, így fontos vizsgálni, a két változó egymáshoz való viszonyát. A reálbérek a termelékenységet meghaladó mértékben emelkedtek, ez alól csak a pénzügyi, biztosítási tevékenység, valamint az építőipar számít kivételnek (3-21. ábra). A reálbér és a termelékenység összehasonlítása azonban nem ad pontos képet arról, hogy a bérköltségek emelkedése milyen terhet jelent a vállalatok számára. Számos tényezőt figyelembe kell venni a kalkulációk folyamán:

- A bérek emelkedése és a munkaerőköltségek változása nem ugyanolyan mértékű volt az elmúlt negyedévekben. A szociális hozzájárulási adó 5 százalékpontos csökkentése érdemben mérsékelte a béremelkedés költségnevelő hatását 2017-ben.
- Vállalati oldalról az úgynevezett termelői reál munkaerőköltség kiszámításához nem a fogyasztóiár-indexet, hanem az adott ágazat deflátorát célszerű felhasználni. Jellemzően a deflátorok magasabbak, mint a fogyasztóiár-index, amely szintén mérsékli a reál-munkaerőköltség növekedési rátáját.

A 3-21-es ábrán bemutatjuk azt a számítást, ami egyrészt kontrollál a munkáltatói terhek változására, másrészt figyelembe veszi a fogyasztóiár-index és az ágazati deflátorok közötti differenciát is. Látható, hogy ebben az esetben a reál munkaerőköltség változása sokkal közelebb került a termelékenység változásához, azaz közeledtünk a szaggatott vonalhoz.

3-21. ábra: A munkaerőköltség, a bérek, valamint a termelékenység százalékos éves változása 2017 első három negyedévében

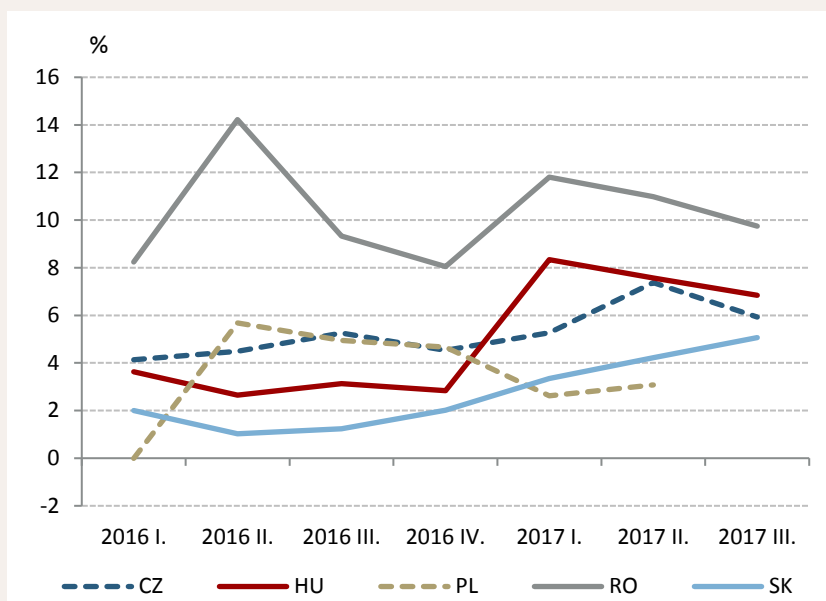


Megjegyzés: A reál munkaköltség deflátor a az ágazati deflátor, a reálbér deflátor a fogyasztóiár-index. Az egyenes 45 fokos viszonyítási támpontként szerepel. Rövidítések: A - mezőgazdaság, erdőgazdaság, halászat; C - feldolgozóipar; F - Építőipar; G, H, I - kereskedelem, szállítás, vendéglátás; J - Információ-kommunikáció; K - pénzügyek és biztosítási tevékenységek; L - ingatlanügyek; M, N - szakmai-tudományos, illetve adminisztratív tevékenységek; R, S: művészet, szórakoztatás, illetve egyéb szolgáltatások.

Forrás: KSH, MNB

Regionális összevetésben a hazai egy főre eső munkaerőköltség emelkedése nem volt kiugróan magas (3-22. ábra). A román mutató érdemben meghaladja a régiós versenytársakét, a hazai index pedig nagyságrendileg megfelel a Csehországban regisztráltaknak. Összességében elmondhatjuk, hogy a hazai bérköltség-index nem tér el érdemben a regionális folyamatoktól.

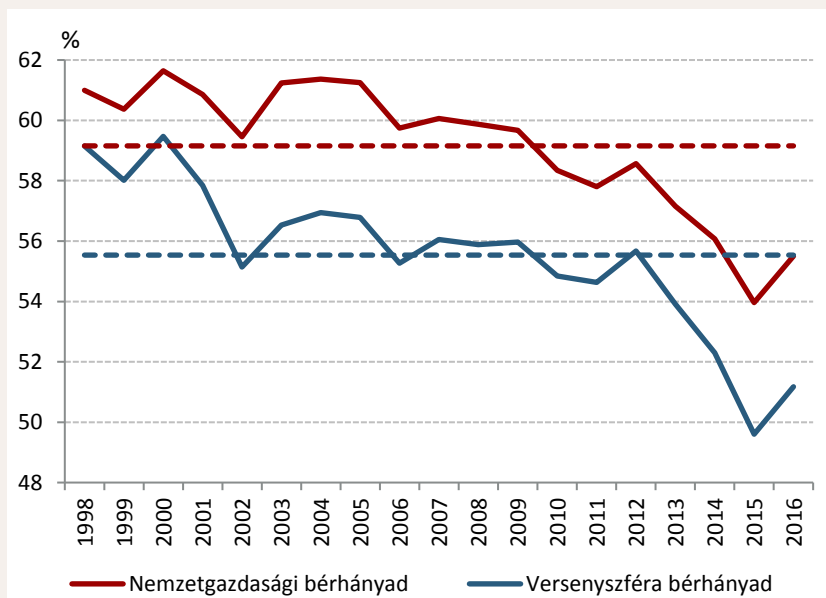
3-22. ábra: Az egy alkalmazottra jutó munkaerőköltség változása a közép-európai régió gazdaságainak versenyszférájában



Forrás: Eurostat, MNB

Fontos azonban a dinamika mellett a termelékenység és a bérköltségek szintjét is figyelembe venni az elemzések során. Amennyiben a bérköltségek szintje lemarad a termelékenységtől, akkor az egy alacsony bérhányad-mutatóban is tükröződik. Az elmúlt évtizedekben általánosan az volt megfigyelhető, hogy a bérek a legtöbb fejlődő és fejlett országban lassabban növekedtek, mint a termelékenység, így a bérhányad csökkent.<sup>2</sup> A válság utáni időszakban a **bérhányad jelentősen csökkent Magyarországon is és 2015-ben historikus mélypontjára süllyedt. Mivel a bérköltség-emelkedés, ha nem is jelentősen, de meghaladja a termelékenység javulását, ezért emelkedés figyelhető meg a mutatóban, azonban a hosszú távú átlagától továbbra is messze elmarad az indikátor** (3-23. ábra). Ennek értelmében a bérhányad jelenlegi szintje alapján továbbra is van tér a bérek termelékenységet meghaladó mértékű emelkedésére.

3-23. ábra: A bérhányad alakulása Magyarországon



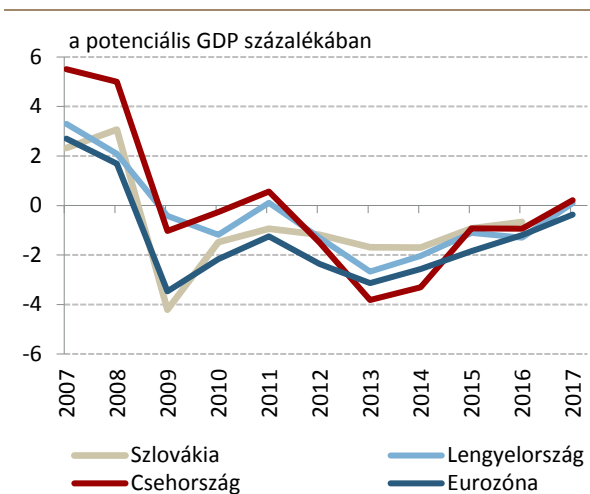
Megjegyzés: A szaggatott vonal az időszak átlagát jelenti. Forrás: KSH, MNB

<sup>2</sup> Az okokról részletesebben ld. MNB, Növekedési Jelentés (2017).

### 3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

Becslésünk alapján a kibocsátási rés 2017 harmadik negyedében potenciális szintje körül alakult. Az eurozóna kibocsátási rése 2018 során záródik, míg a régiós jegybankok előrejelzése szerint a környező országok kibocsátási rése a jövő évben már pozitív tartományba kerül. Mindemellett a hazai kibocsátási rés záródására utal, hogy a vállalati konjunktúrahangulatot és kapacitáskihasználtságot megragadó mutatók az elmúlt időszakban tovább emelkedtek.

3-24. ábra: Az eurozóna és a régiós országok kibocsátási részének alakulása

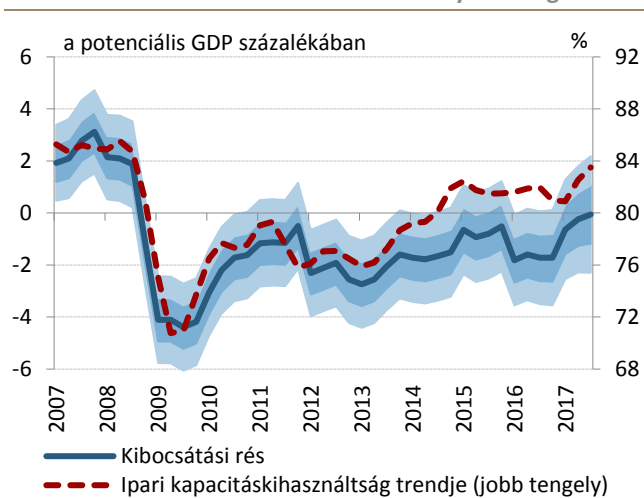


Megjegyzés: Szlovákia esetében 2016-ig állnak rendelkezésre adatok.

Forrás: Európai Bizottság, nemzeti bankok

Becslésünk szerint a kibocsátási rés 2017 harmadik negyedében potenciális szintje körül alakult. A kibocsátási rés ideai évben megfigyelhető fokozatos záródásában szerepet játszik az élénk belső kereslet. Emellett a hazai kibocsátási rés szintjét és alakulását befolyásolja a legfőbb külkereskedelmi partnereink ciklikus pozíciója. Az **eurozóna kibocsátási rése kismértékben, de továbbra is negatív tartományban alakul** (3-24. ábra). A régiós jegybankok becslései alapján a **környező országok kibocsátási rései az ideai év során záródhatnak** (3-25. ábra). Lengyelország esetében a fiskális impulzus mellett az EU-s források felhasználásának újbóli felfutása is hozzájárul a pozitív kibocsátási réshez, míg Csehországot tekintve a hazai és a külső kereslet növekedése, illetve a laza monetáris politika is szerepet játszik a rés alakulásában. Románia esetében a pozitív kibocsátási rés a háztartások javuló jövedelmi helyzetének, a fiskális lazításnak és a laza monetáris politikai kondícióknak is köszönhető.

3-25. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv



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

Forrás: MNB

A vállalati **konjunktúrahangulatot és kapacitáskihasználtságot megragadó felmérések többsége az elmúlt időszakhoz hasonlóan tovább emelkedett**. Az elmúlt negyedekkel összhangban a **munkaerő** a vállalatok válasza alapján **szűk keresztmetszetként jelentkezett**. Az építőipar esetében historikus csúcsra emelkedett, az ipar és a szolgáltatások esetén a historikus csúcs közelében alakult azon vállalatok aránya, amelyek a munkaerőt mint a termelést akadályozó tényezőt megjelölték.

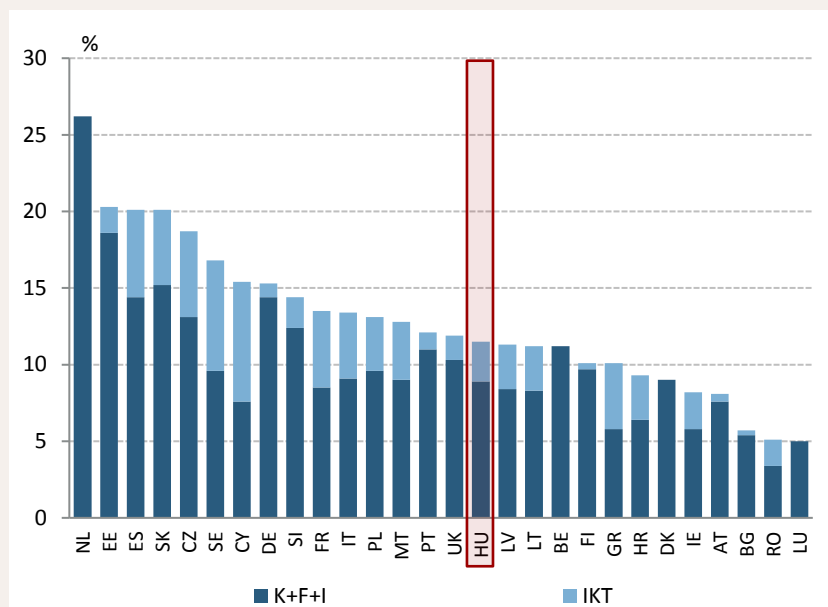
A historikusan alacsony munkanélküliségi ráta is alátámasztja, hogy a **munkatényező kihasználtsága érdemben növekedett az elmúlt időszakban**. A foglalkoztatás jelentős bővülése és ezzel párhuzamosan a munkanélküliségi ráta csökkenése hozzájárult a kapacitások erőteljesebb kihasználásához az elmúlt években (3-25. ábra).



## 3-2. keretes írás: A hazai K+F+I kiadások hatékonysága

Előretekintve a fenntartható gazdasági növekedés terén egyre inkább előtérbe kerül a termelékenység javítása. Ehhez nagymértékben hozzájárulhat a kutatás-fejlesztés eredményeként elért innováció, technológiai fejlődés. A K+F+I kiadások növelése a versenyképesség növelését is segítheti. Ennek köszönhetően az uniós forrásokból is többet allokálnak a kutatás-fejlesztés és az innováció támogatására a korábbi uniós költségvetési ciklushoz képest (3-26. ábra).

3-26. ábra: A 2014–2020-as uniós programozási periódus innovatív szektorokat támogató előirányzatai a teljes támogatás százalékában



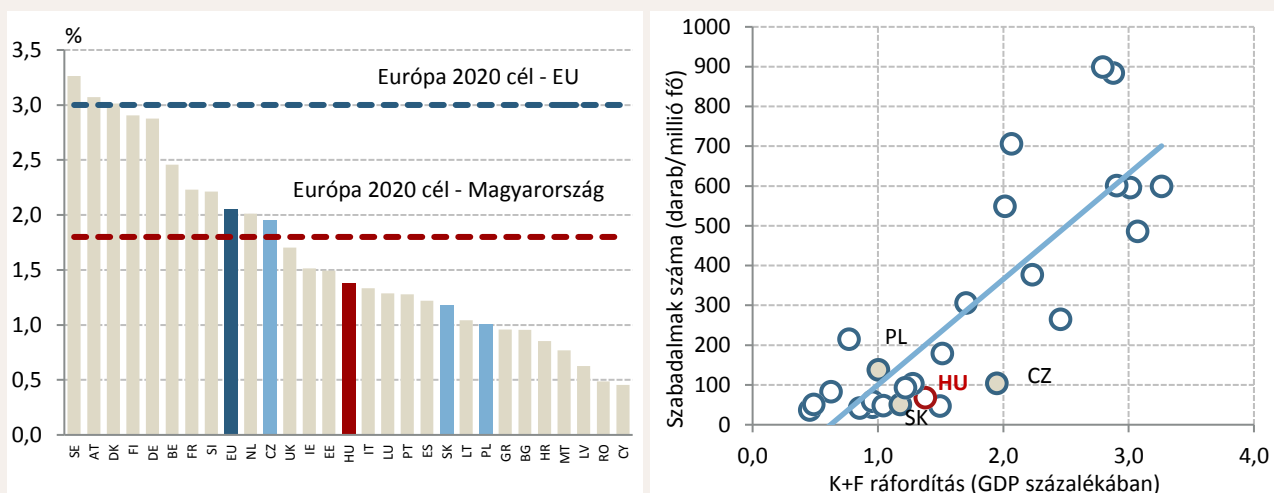
Megjegyzés: IKT: Info-kommunikációs technológiák.

Forrás: Európai Bizottság

Ebből következően érdemes áttekinteni a K+F tevékenységre fordított GDP-arányos kiadások alakulását. Európa élmezőnyébe a skandináv országok és nyugati szomszédunk, Ausztria sorolható. Magyarország az ezredfordulót követően megkezdte felzárkózását az uniós átlaghoz, **2015-ben** az elmúlt két évhez hasonlóan **a nemzetgazdasági K+F kiadások a GDP 1,4 százalékát tették ki**. Régiós összehasonlításban hazánk Csehország után a legmagasabb GDP-arányos K+F kiadással rendelkezett, ugyanakkor **jelentősen elmaradt az Európai Unió 2 százalékos átlagától** (3-27. ábra, bal panel).

A K+F-re fordított kiadások mellett annak hatékonysága is fontos, mely a szabadalmak számában is tetten érhető. **A K+F kiadások és a szabadalmak száma között pozitív kapcsolat** mutatható ki (3-27. ábra, jobb panel). Európai összevetésben Németország, Hollandia és a skandináv országok élen járnak az egy főre eső szabadalmakat illetően. Régiós szinten a legkisebb GDP-arányos K+F kiadás ellenére a lengyelek a szabadalmak számában jobban teljesítenek hazánknál. A hatékonyabb innovációs tevékenység mellett ezt a szabadalmak bejegyzési helye is befolyásolhatja. A multinacionális vállalatok a kutatási tevékenység helyétől függetlenül más országban is bejegyezhetik szabadalmaikat.

3-27. ábra: A GDP-arányos K+F kiadások az Európai Unióban (bal panel) és a K+F kiadások és a szabadalmak száma közötti kapcsolat (jobb panel) (2015)

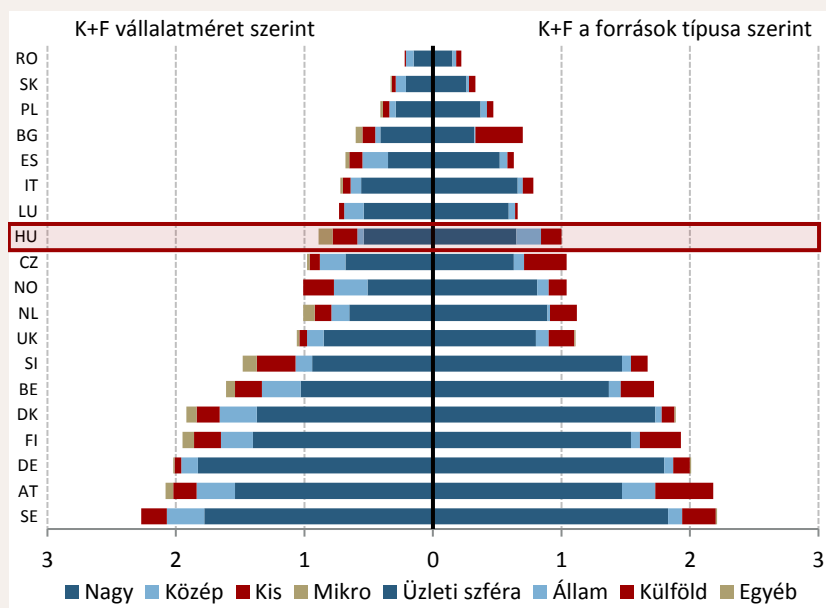


Forrás: Világbank, Szellemi Tulajdon Világszervezete, MNB

Az innovációs tevékenység értékelésekor a K+F kiadások szerkezete is fontos. **Magyarország K+F aktivitásában tapasztalt lemaradása elsősorban a nagyvállalatoknál és a középvállalatoknál azonosítható** a fejlett európai országokhoz viszonyítva. Régiós összevetésben árnyaltabb a kép, hiszen míg a cseh közép- és nagyvállalatok esetében magasabb a GDP arányos K+F kiadás a hazai vállalatokhoz képest, addig Szlovákia és Lengyelország esetében hazánknál alacsonyabb a vállalati szektor GDP arányos hozzájárulása a K+F kiadásokhoz. Emellett Magyarországon **a vállalati dualitás is jelentős**, a hazai kkv-k kisebb arányban folytatnak innovatív tevékenységet nagyobb társaikhoz viszonyítva.

Finanszírozási oldalról **a hazai kutatási és fejlesztési kiadások elsősorban az üzleti szegmensben mutatnak elmaradást** a fejlett országokhoz képest, a technológiai felkészültség elsősorban az üzleti szféra növekvő aktivitásával javítható (3-28. ábra). Az üzleti szektor bevonása mellett az állami szerepvállalás és a szereplők közötti együttműködés is meghatározó. **A hatékony kooperáció általános célú technológia kifejlesztésére is teret adhat**, ami a gazdaság több ágazatára áttérjedve költséghatékonyabb, időről időre megújuló és új felfedezéseket indukáló innovációhoz vezethet.<sup>3</sup>

3-28. ábra: Az üzleti célú K+F kiadások a vállalatméret és a források típusa szerint a GDP százalékában (2015)



Forrás: Eurostat, MNB

<sup>3</sup> Az általános célú technológiák jelentőségéről részletesen lásd 2017. évi Növekedési Jelentés 5.2. fejezet.

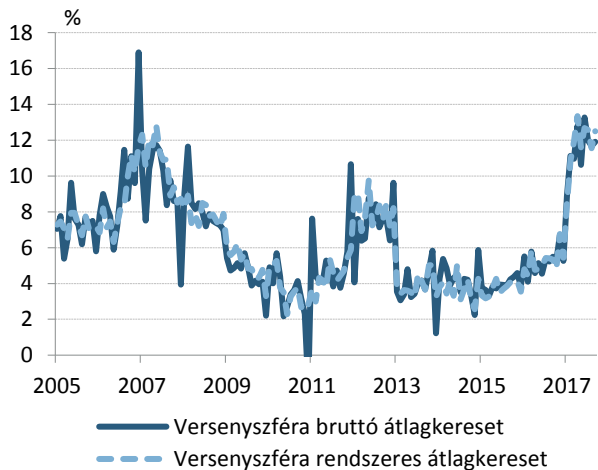
Finanszírozási oldalon az uniós források megjelenése új kaput nyitott az innovációs fejlesztések és kutatások ösztönzése előtt. A 2007-2013-as uniós programozási időszakban az egy főre jutó forrásallokáció magas szintje ellenére Magyarország nem javított versenyképességi pozícióján, rámutatva, hogy a forrásokat azokra a területekre érdemes allokálni, amelyek a hosszú távú strukturális problémákra koncentrálnak. Hazánkban az előző programozási időszakban az uniós forrásokból támogatták a vállalatok, a felsőoktatási intézmények és a kutatóintézetek kutatás-fejlesztését és az egymás közötti együttműködést is. A vállalatok esetében ugyanakkor a támogatások hatására emelkedő K+F tevékenység eloszlása nem volt egyenletes, a pozitív hatások a vállalatméret csökkenésével mérséklődtek.

A hazai termelés a gazdasági nyitottságunk következtében szervesen integrálódott a globális értékláncokba, de az előrelépést segítő magasabb hozzáadott érték előállítását igényel, ami a hosszú távú gazdasági növekedés fenntartásához is elengedhetetlen. Nemzetgazdasági szinten a K+F kiadások növelése és az üzleti szféra részvételének ösztönzése kiemelt fontosságú, melyet az Európa 2020 stratégia is alátámaszt. A stratégia célkitűzései között szerepet kapott a kutatási és fejlesztési kiadások növelése (3-27. ábra, bal panel). Az új, 2014 és 2020 között uniós programozási időszakban a kkv-k versenyképességének javítása nagyobb hangsúllyal szerepel, a kutatás-fejlesztéssel és az infokommunikációs technológiai kutatásokkal karöltve. Az uniós források innovatív szektorokba irányítása és a hatékony állami támogatási rendszer kiépítése a vállalati dualitást is csökkentheti.

### 3.5. Költségek és infláció

Az elmúlt hónapokban az infláció összességében 2,5 százalékos körül alakult. A maginfláció év eleje óta tartó fokozatos emelkedését követően az elmúlt hónapokban mérséklődött, amit a piaci szolgáltatások lassuló árdinamikája magyaráz. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó inflációs alapmutatók továbbra is érdemben elmaradnak a maginflációtól. A feszes munkaerőpiaci környezet és a bérmegállapodás következtében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 11,9 százalékkal emelkedett a harmadik negyedévben.

3-29. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereseteinek éves változása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

#### 3.5.1. Bérek

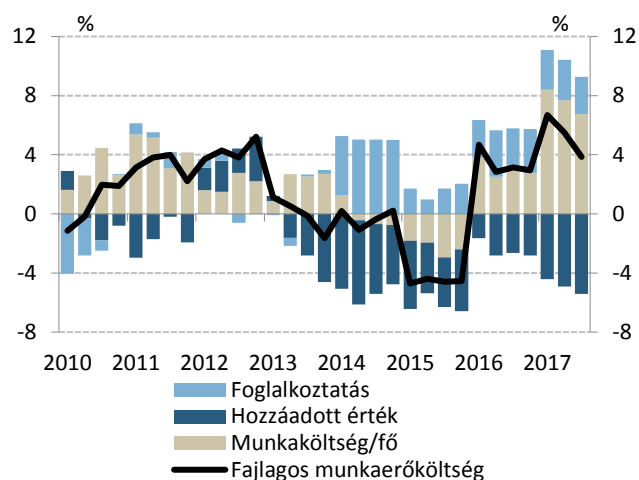
2017 harmadik negyedévében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 11,9 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest (3-29. ábra). Az erőteljes bérdinamikához a minimálbér és a garantált bérminimum idei évi nagymértékű emelésének közvetlen és átgyűrűző hatása érdemben hozzájárult. A bérezési alapfolyamat erősödését a historikusan feszes munkaerőpiaci környezet, illetve az állami cégeket érintő keresetrendezések támogatták. A bérek érdemi, kétszámjegyű növekedése az átlagbér alatti fizetési kategóriájú ágazatokban volt megfigyelhető. Az erős bérdinamika költségnövelő hatását a szociális hozzájárulási adó és a társasági adó csökkentése mérsékelte.

A fajlagos munkaerőköltség éves dinamikája fokozatosan csökkent az utóbbi két negyedévben, amihez az átlagos munkaerőköltség mérséklődő dinamikája, illetve a kedvező konjunktúrával párhuzamosan javuló termelékenység járult hozzá (3-30. ábra).

#### 3.5.2. Termelői árak

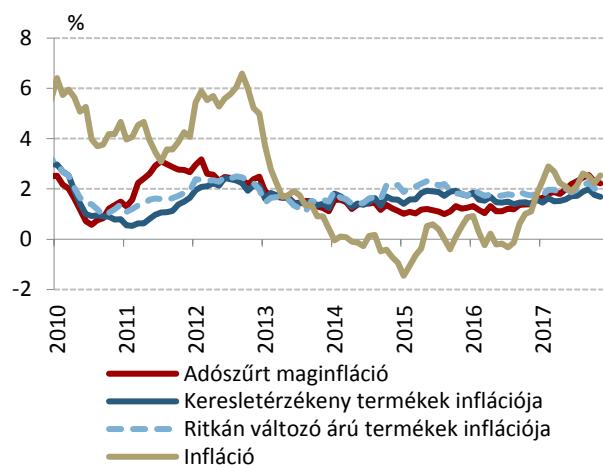
A mezőgazdasági termelői árak 2017 harmadik negyedévében emelkedtek éves összehasonlításban. A tej termelői ára tavalyhoz képest továbbra is 30 százalékos körüli emelkedést mutat, ugyanakkor az árak növekedésében a világpiacon folyamatokkal összhangban enyhén lassuló dinamikát figyelhetünk meg. A világpiacon a tej és a

**3-30. ábra: A fajlagos munkaerőköltség éves változásának dekompozíciója**



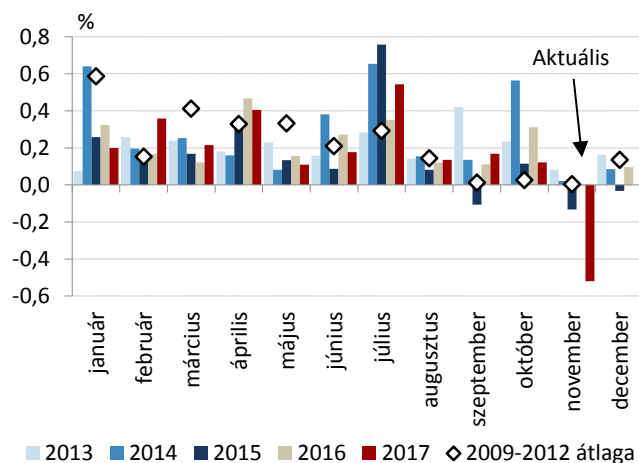
Megjegyzés: Szezonálisan igazított, nemzeti számlás adatok.  
 Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

**3-31. ábra: Az infláció és az inflációs alapotatók**



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

**3-32. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása**



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt egyhavi változás.  
 Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

tejtermékek árának mérséklődő áremelkedését az magyarázza, hogy a globális tejpiacon az óceániai tejtermelési szezon beindulásával a kínálat növekedése várható. A szezonális termékek árai összességében mérséklődtek, a burgonya árának csökkenését csak részben ellensúlyozta a friss zöldségek és a gyümölcsök mérsékelt áremelkedése. A gabona termelői ára döntően az idei évi termést érintő minőségi problémák miatt enyhén emelkedett.

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

**3.5.3. Fogyasztói árak**

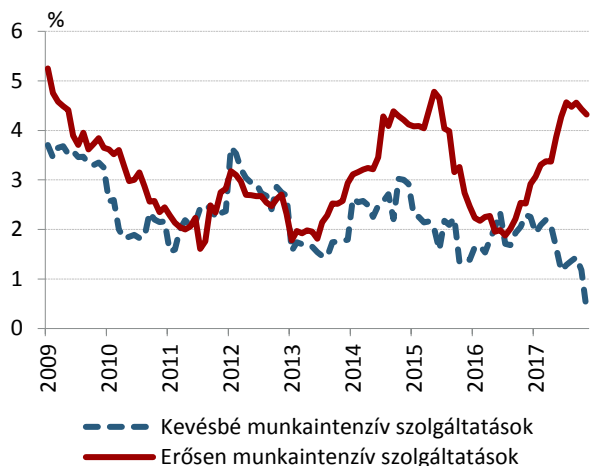
**Az elmúlt hónapokban az infláció 2,5 százalék körül alakult, az infláció novemberi emelkedését az üzemanyagárak növekedése okozta** (3-31. ábra). A maginfláció fokozatosan emelkedett az év eleje óta, amit főként a feldolgozott élelmiszerek – döntően a tej és a tejtermékek – áremelkedése és a dohány termékkört érintő januári és júliusi jövedékiadó-emelés magyaráz. Azonban az elmúlt hónapokban – a piaci szolgáltatások lassuló árdinamikája következtében – mérséklődött a maginfláció.

**A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatók** (a keresletérzékeny, illetve a ritkán változó árú termékek inflációja) csökkentek és továbbra is a maginflációtól érdemben elmaradva, 2 százalék körül alakultak.

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

**A piaci szolgáltatások inflációja az elmúlt hónapokban csökkent, és novemberben 2 százalék körül alakult.** Novemberben a piaci szolgáltatások árai – az adóváltozások hatásaitól eltekintve – historikus összehasonlításban is jelentős mértékben mérséklődtek havi összevetésben (3-32. ábra). A korábbiaktól eltérő árdinamikát főként a kábeltévé-, valamint a mobiltelefon- és internet-előfizetések árának alakulása magyarázza. Az év eddigi részében tapasztalt érdemi bérnövekedés ellenére a szektor fogyasztói árai továbbra sem gyorsultak érdemben. Kizárólag egyes erősen munkaintenzív szolgáltatások – belföldi üdülés, éttermi szolgáltatások – esetében figyelhető meg a korábbi éveknél magasabb árdinamika, ami az elmúlt hónapokban nem változott jelentősen (3-33. ábra). A vállalatokat jellemző árazási gyakorlat alapján a piaci szolgáltatások inflációjának

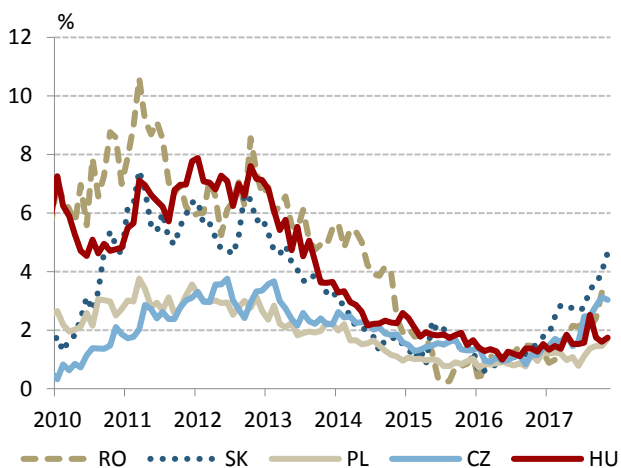
3-33. ábra: Piaci szolgáltatások árváltozása



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

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

3-34. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

alakulása szempontjából a következő év eleje lehet meghatározó.

Az élelmiszerek esetében a **feldolgozott élelmiszerek** – szezonálisan igazított és indirekt adók hatásától szűrt – **árai enyhén emelkedtek az elmúlt hónapokban**, melyhez döntően a **tej és a tejtermékek** folytatódó áremelkedése járult hozzá. A termékkör **esetében** azonban – a korábbi hónapok érdemi növekedését követően a termelői árak alakulásával párhuzamosan – **lassult az áremelkedés üteme**. A **feldolgozatlan élelmiszerek árai emelkedtek**, melyet elsősorban a **zöldségek és a tojás** árának emelkedése okozott.

Az **üzemanyagok árszintje az őszi hónapokban** a forintban kifejezett olajárak változásával összhangban **emelkedett**. A **termékkör éves inflációja az elmúlt időszakban változékonyan alakult**, összhangban a tavalyi áremelkedésből eredő bázishatásokkal, továbbá a forintban kifejezett olajárak novemberben tapasztalt számottevő mértékű emelkedésével. **Szeptemberben a szabályozott termékek árainak mérséklődését** döntően a **tankönyvek árának jelentős csökkenése** okozta, melyet az ingyenes tankönyvek 5–9. évfolyamokra történő kiterjesztése okozott. **Ezt leszámítva a termékkörön belül nem volt érdemi árváltozás** az elmúlt hónapokban.

Az elmúlt hónapokban az infláció lényegében megfelelt a szeptemberi Inflációs jelentés előrejelzésének. A maginfláció ugyanakkor a piaci szolgáltatások árdinamikája következtében alacsonyabban alakult korábbi várakozásunknál.

#### 3.5.4. Inflációs várakozások

A  **hazai lakosság inflációs várakozásai továbbra is visszafogott szinten tartózkodnak**, ami a várakozások horgonyzottságára utal. A hazai várakozások összhangban alakultak a régió korábban is tartósan alacsony inflációval jellemezhető országaiban tapasztalható várakozásokkal (3-34. ábra).

A kiskereskedelmi szektor szereplőinek árakra vonatkozó várakozása az elmúlt időszakban lényegi változást nem mutatva az év elejéhez hasonlóan alakult.

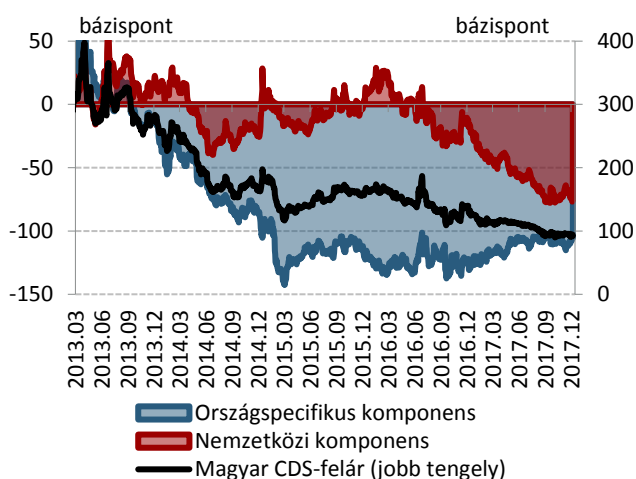
## 4. PÉNZÜGYI PIACOK ÉS KAMATKONDÍCIÓK

## 4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt negyedévben kedvező volt a nemzetközi befektetői hangulat. A piaci folyamatokat a nagy jegybankok döntései, az európai belpolitikai történések, illetve egyes feltörekvő piacokkal kapcsolatos országspecifikus fejlemények befolyásolták. Az EKB bejelentésének hatására az első eurozónabeli kamatemelés időpontjára vonatkozó piaci várakozás későbbre, 2019 közepére tolódott. Az elmúlt negyedév első felére jellemző eurogyengülés az időszak második felében részben korrigálódott, amely mögött leginkább az eurozónában megjelent kedvező makroadatok állhattak.

A hazai pénzpiaci folyamatokat leginkább a kelet-közép-európai régió monetáris politikai divergenciája határozta meg, a magyar hosszú hozamok érdemi csökkenésével szemben a régiós hozamok stagnáltak vagy emelkedtek. A hazai éven túli bankközi és állampapír-piaci hozamok a jegybanki döntések és kommunikáció nyomán jelentősen, 30-70 bázisponttal lejjebb tolódtak, és az állampapír-aukciókon is erős kereslet mutatkozott. Míg a régió devizái kissé felértékelődtek, a forint összességében leértékelődött az euróval szemben. A kedvező makroadatok és a Fitch kilátásjavítása érdemben nem hatott az árfolyamra.

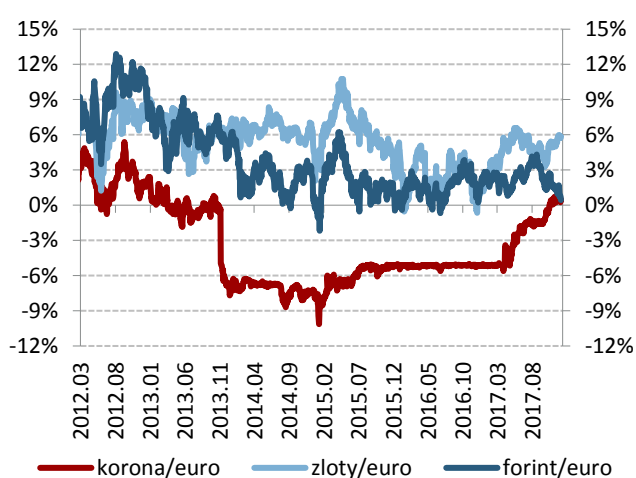
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



Megjegyzés: Az alkalmazott dekompozíciós módszer leírása megtalálható 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

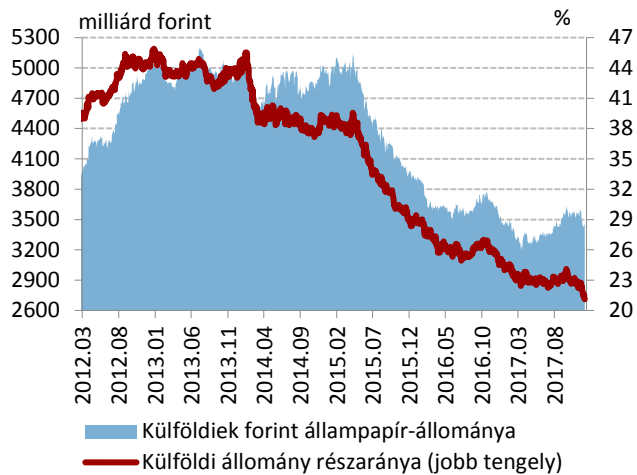
**Szeptember közepéhez képest hazánk kockázati mutatói kedvezőbb képet mutatnak (4-1. ábra).** A magyar 5 éves szuverén CDS-felár historikus összevetésben továbbra is alacsony szinten tartózkodott az időszak nagy részében. **A hazai hosszú állampapír-piaci hozamok érdemben csökkentek, így a hozamgörbe meredeksége jelentősen mérséklődött.** A hazai deviza az időszak első harmadában egy kezdeti leértékelődést követően a zlotyval együtt erősödött, majd október végétől a 308-as árfolyamszintről fokozatosan gyengült, és az időszak végére 313-315 közelében ingadozott. A Fitch vizsgálta Magyarország adóbsorolását, és a korábbi stabil kilátást pozitívrá javította, azonban sem ennek a döntésnek, sem a kedvező makroadatoknak nem volt érdemi piaci hatása.

**A magyar hitelkockázati felár az időszak eleji átmeneti emelkedés után fokozatosan csökkent, és december közepére 91 bázisponttal mérséklődött az időszak eleji 93 bázisponttal.** A magyar felár szintje két ellentétes tényező eredőjeként alakult az időszak alatt: míg a nemzetközi tényezők többnyire enyhén emelték azt, a hazai tényezők a csökkenés irányába hatottak, ez eredményezte az összességében csekély elmozdulást. A régiós felárakban is hasonlóan kis elmozdulások történtek az időszak során.

## 4.1.2. Devizapiaci folyamatok

**A forint euróval szembeni árfolyama összességében mintegy 2 százalékos leértékelődést mutatott, míg a lengyel zloty és cseh korona 1,5-2 százalékkal erősödött (4-2. ábra).** A forint árfolyama az időszak során a 307,5-315-ös szintek között mozgott. Az időszak első részében egy kisebb felértékelődés ment végbe a zloty és a forint esetében, majd a forint október végétől ismét gyengülni kezdett. A forint gyengülése mögött a jegybank október-novemberi monetáris kondíciókat lazító

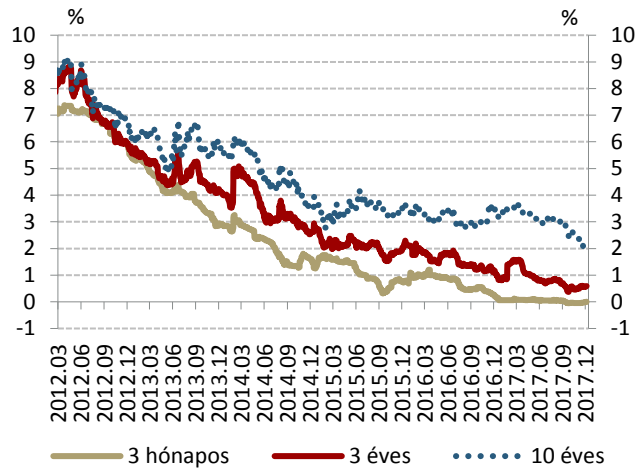
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra kizárólag diszkontkincstárjegyek és állampapírok állományát mutatja.

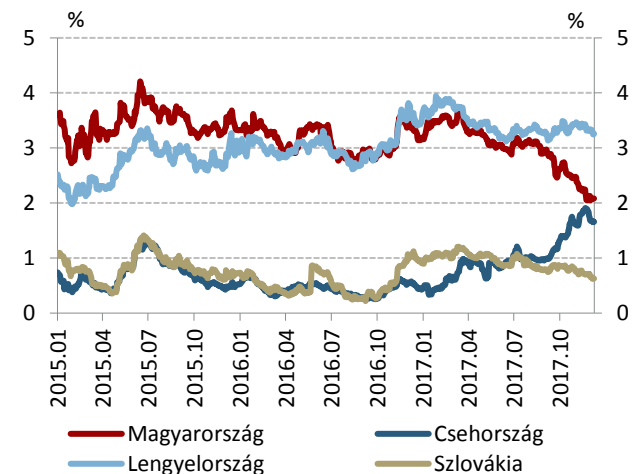
Forrás: MNB

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

kommunikációja és döntései álltak. A korona és zloty erősödésének hátterében a kedvező régiós növekedési folyamatok mellett az infláció gyorsulására vonatkozó adatok, illetve várakozások is szerepet játszottak.

#### 4.1.3. Állampapírpiac és hozamalakulás

**Csökkenett a külföldiek forint állampapír-állománya az elmúlt negyedévben** (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya a 2015 óta tartó folyamatos csökkenést követően 2016 közepén stabilizálódott, majd egy átmeneti emelkedést követően 2017 elejéig csökkent. 2017 elejétől újra enyhén emelkedett az állomány, majd az év második felében stabilan 3500 milliárd forint környékén ingadozott. Szeptember közepe óta ismét enyhén, mintegy 120 milliárd forinttal csökkent az állomány, miközben a külföldiek tulajdoni részaránya 21 százalékra csökkent.

**Az állampapírok elsődleges piacán erős volt a kereslet, noha az ÁKK az év vége felé emelte a meghirdetett mennyiségeket.** A rövid kincstárjegyhozamok nem változtak érdemben, míg a hosszú aukciós hozamok jelentősen, 35-90 bázisponttal mérséklődtek.

**A másodpiaci állampapír-piaci hozamgörbe meredeksége elsősorban a hosszú hozamok jelentős csökkenése következtében mérséklődött** (4-4. ábra). Az aukciós hozamokkal összhangban a rövid lejáratú másodpiaci hozamok csak kis mértékben változtak, míg a hozamgörbe hosszabb szakasza 30-70 bázisponttal tolódott lejjebb az új jegybanki eszközök bevezetésének és a jegybank hozamgörbére vonatkozó kommunikációjának hatására. A 10 éves hozam az időszak végén 2,16 százalék körül ingadozott.

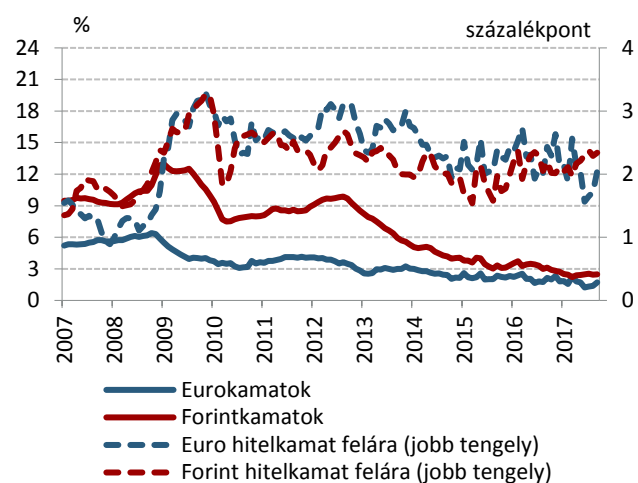
A jegybanki döntések hatására a rövid bankközi hozamok kisebb mértékben, míg a középső és hosszabb szegmensben érdemben csökkentek, így a bankközi hozamgörbe laposabbá vált.

**A hosszú referenciahozamok tekintetében divergencia volt jellemző a régióban** (4-5. ábra). Míg a forint tízéves hozam 70 bázisponttal süllyedt, addig a lengyel stagnált, a cseh hozam pedig 55 bázisponttal emelkedett. A cseh hozam emelkedése nagyrészt az ottani monetáris szigorítási várakozásokra reagált, a szlovák hozam pedig benchmarkváltás következtében enyhén mérséklődött. Ezzel szemben a magyar 10 éves hozam számottevően csökkent a jegybank újabb lazító intézkedéseinek bevezetése és a hozamgörbe meredekségének csökkentésére irányuló elköteleződés hatására.

## 4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

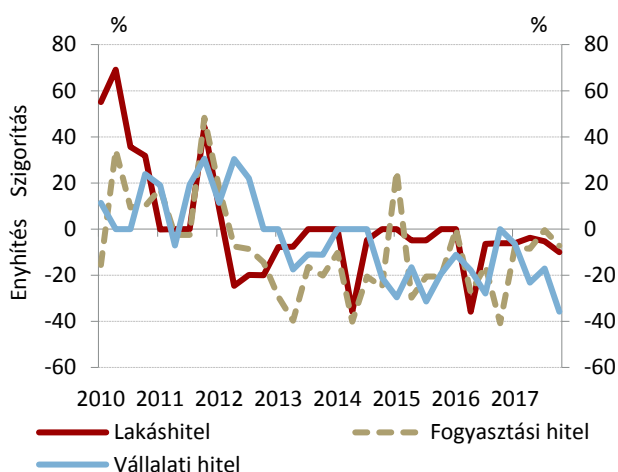
2017 harmadik negyedében a vállalati hitelfeltételek enyhültek minden vállalati méretkategóriában, míg a háztartási hitelek esetében egyik szegmensben sem változtak érdemben. A vállalati hitelek finanszírozási költsége devizanem szerint heterogén módon alakult, a lakáshitelek és a fogyasztási hitelek átlagos felára csökkent a vizsgált időszakban. Az egyéves előretekintő reálkamat csökkent a negyedév során.

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



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

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



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2017 második és 2018 első negyedévére.

Forrás: MNB hitelezési felmérés, a bankok válaszai alapján

### 4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

**A kisösszegű vállalati forintbitelek finanszírozási költsége tovább csökkent 2017 harmadik negyedében.** A változó kamatozású vagy maximum egy éves kamatfixálással rendelkező új forintbitelek átlagos kamatszintje – a money market ügyletek kiszűrésével – változatlanul 2,5 százalék volt a harmadik negyedévben is (4-6. ábra). A nagyösszegű hitelkamatok nem változtak, míg a kisösszegűek 4 bázisponttal csökkentek. A felárak hitelméret szerint szintén heterogén módon alakultak: az 1 millió euro feletti hitelek felára nőtt, míg az ez alatti hitelek átlagos felára változatlan maradt. Az eurohitelek kamata és felára is átlagosan 0,5 százalékponttal nőtt, így a simított kamatok szintje 1,7 százalékon, a feláraké 2 százalékponton alakult szeptember végén. A kisösszegű hitelek esetében mind a kamatok, mind a felárak a második negyedévi szintjükön maradtak, azonban a nagyösszegű hitelek esetében 0,5 százalékpontos emelkedés volt megfigyelhető a kamatoknál és feláraknál egyaránt.

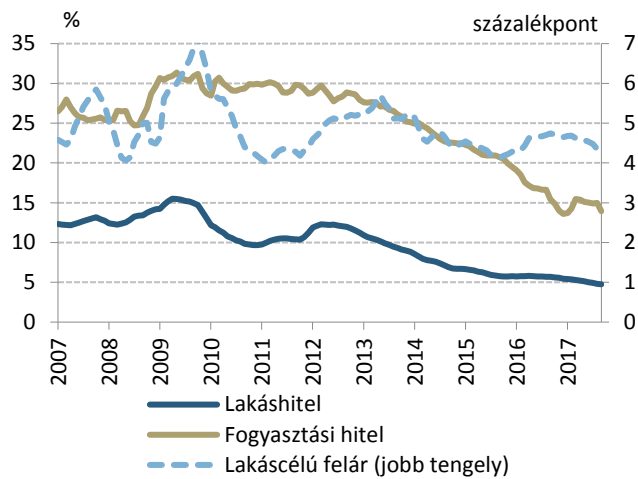
**Tovább enyhültek a vállalati hitelfeltételek, és előre tekintve is enyhítés várható.** A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok nettó értelemben vett 17 százaléka enyhített a vállalati hitelek feltételein, ez a nagyvállalati- és kkv hitelek kondícióit érintette (4-7. ábra). A lazítást a bankok a gazdasági kilátások javulásával és a piaci versenyhelyzet további fokozódásával indokolták. Az enyhítés legnagyobb arányban a felárakban, valamint a kockázatosabb hiteleken lévő prémiumban jelentkezett. Előretekintve a bankok nettó értelemben vett 36 százaléka jelzett további lazítást elsősorban a versenyhelyzet fokozódására hivatkozva, és nagyobb arányban a kis- és mikrovállalati hitelek esetében tervezik megvalósítani.

### 4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

**A lakáshitelek felára csökkent az elmúlt negyedévben.** Az új kibocsátású lakáshitelek teljes hitelköltsége 0,2 százalékponttal 4,8 százalékra mérséklődött a vizsgált időszakban (4-8. ábra). A kamatozás módja szerint mind a fix-, mind a változó kamatkonstrukciójú hitelek THM-szintje mérséklődött. A felárak átlagos szintje 0,2 százalékponttal csökkent, és szeptember végén 4,3 százalékponton állt. A fogyasztási hitelek átlagos teljes hitelköltsége 1 százalékponttal mérséklődött, így a harmadik negyedévben 14 százalékra süllyedt. Fedezettség alapján mind a szabad



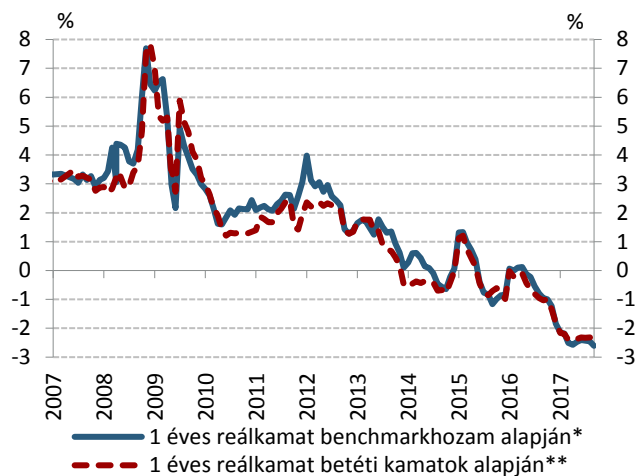
4-8. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára



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

Forrás: MNB

4-9. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása



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

Forrás: MNB, Reuters poll

felhasználású jelzáloghitelek, mind a fedezetlen fogyasztási hitelek teljes hitelköltsége csökkent a vizsgált időszakban.

**Sem a lakáscélú-, sem a fogyasztási hitelek feltételei nem változtak érdemben.** A Hitelezési felmérésben válaszadó bankok nettó értelemben vett 5 százaléka lazított a lakáshitelek feltételein (4-7. ábra). A részfeltételeket tekintve ugyanakkor jelentős arányban jeleztek változtatást az intézmények: a felárak csökkentését a bankok nettó értelemben vett 76 százaléka említette, míg ugyanennyien jelezték előre annak további lazítását, amit a lakáspiaci folyamatok és a gazdasági kilátások kedvező alakulása támogat. A fogyasztási hitelek feltételein a bankok összességében nem enyhítettek a harmadik negyedév során, azonban a felárak tekintetében mutatkozott némi lazítás – ebben a hitelszegmensben a következő fél évben a bankok nettó értelemben vett 7 százaléka tervez enyhítést.

#### 4.2.3. Reálkamatok alakulása

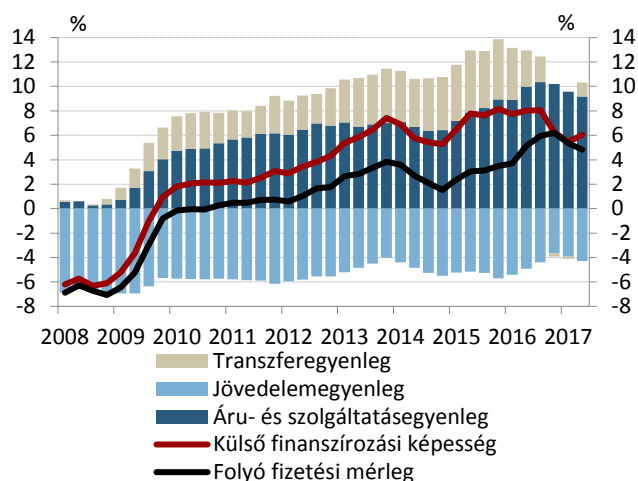
**Az egy évre előretekintő reálkamat historikus mélypontra alakult a harmadik negyedévben** (4-9. ábra). Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamat szint 2017 harmadik negyedévében az állampapírpiazi hozamokból becsült hozam alapján 0,2 százalékponttal csökkent az előző negyedévhez képest, így -2,6 százalékosra csökkent az időszak végén. A betéti kamatok alapján számított reálkamat nem változott az elmúlt negyedévben, így -2,3 százalékos szinten állt szeptember végén.

## 5. A GAZDASÁG EGYENSÚLYI POZÍCIÓJA

## 5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

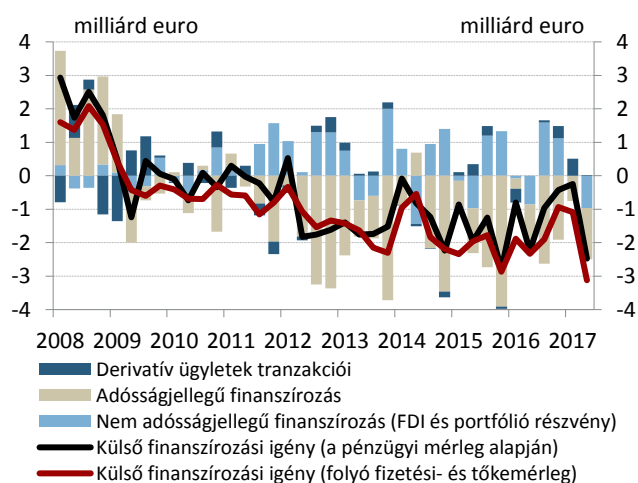
A gazdaság külső finanszírozási képessége a második negyedévben a GDP 6 százalékára emelkedett, miközben a folyó fizetési mérleg többlete a GDP 4,8 százalékára mérséklődött. A bővülő finanszírozási képesség az emelkedő EU-transzfer felhasználás miatt javuló transzferegyenlegre vezethető vissza, miközben a folyó fizetési mérleg többletének enyhe mérséklődése az importintenzív beruházások és a fogyasztás élénkülése miatt mérséklődő áruegyenleggel állt összefüggésben. A finanszírozási oldal szerint folytatódott a külső adósság csökkenése, miközben a szezonálisnak megfelelően mérséklődött a nettó FDI állomány. Az előző negyedévhez hasonlóan a külső adósság csökkenése leginkább a konszolidált államháztartáshoz és a vállalati szektorhoz kötődött, míg a bankszektor nettó külső adóssága kismértékben emelkedett. Így 2017 közepére a GDP-arányos nettó külső adósság 16 százalékra, míg a bruttó külső adósság 67 százalékra csökkent, amit a forráskiáramlás mellett a GDP növekedése és az átértékelődési hatás is támogatott. Az előzetes havi adatok alapján a harmadik negyedévben a külkereskedelmi egyenleg mérséklődése mellett csökkent – de továbbra is igen magas – a külső egyensúlyi pozíció. A finanszírozási oldalon az előző negyedéves mérséklődést követően, a harmadik negyedévben ismét bővült a nettó FDI-beáramlás, míg az adósság típusú források tovább mérséklődtek.

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



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

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



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

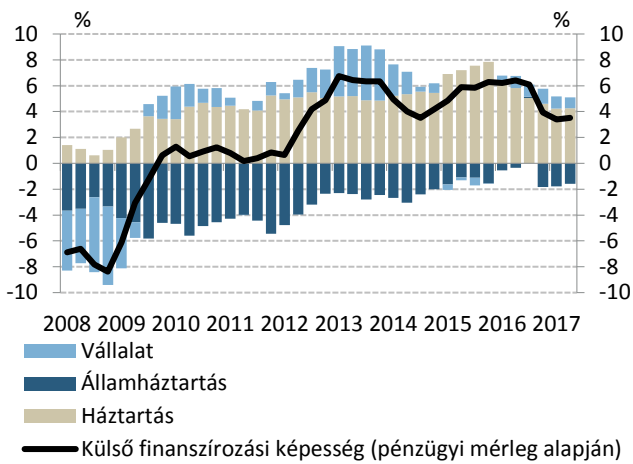
## 5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

**2017 második negyedévében a magyar gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége a GDP 6 százalékára emelkedett, miközben a folyó fizetési mérleg a GDP 4,8 százalékára mérséklődött (5-1. ábra).** A második negyedévben tapasztalt kedvező külső egyensúlyi pozíciót érdemben támogatta az EU-források – főként tőkemérleget érintő – gyorsuló felhasználása, amit részben ellensúlyozott a mérséklődő **külkereskedelmi egyenleg**, illetve a jövedelemegyenleg hiányának bővülése. Az ipari termeléssel párhuzamosan lassuló áruelexport és a belső kereslet bővülése miatt emelkedő import mellett az áruegyenleg – az előző negyedévekhez hasonlóan – tovább mérséklődött. Az áruegyenleg mellett a korábbi időszakokban dinamikus emelkedő szolgáltatás egyenleg alakulása is a külkereskedelmi egyenleg mérséklődésének irányába hatott. A **transzferegyenleg** a második negyedévben jelentősen emelkedett, ami az EU új költségvetési ciklusához tartozó források felhasználásával állt összefüggésben. A **jövedelemegyenleg** hiánya nőtt, ami a külföldi vállalatok becsült profitjának emelkedéséhez kötődött. A havi adatok alapján a külkereskedelmi többlet a harmadik negyedévben is csökkent, miközben az EU-források felhasználása tovább emelkedett.

## 5.1.2. Finanszírozási folyamatok

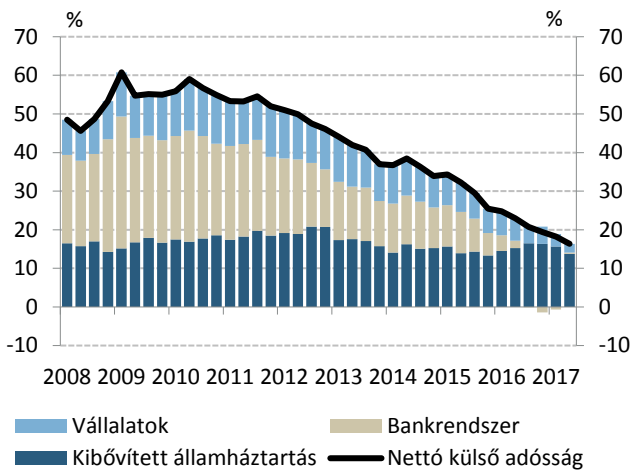
**A finanszírozás oldali folyamatok alapján mérséklődött a nettó FDI-állomány, miközben folytatódott Magyarország nettó külső adósságának csökkenése.** A pénzügyi mérleg alapján számolt forráskiáramlás a második negyedévben 2,5 milliárd euró körül alakult, ami a nem adósságtípusú források – szezonálisan szokásosnak tekinthető – 1, és az adósságtípusú források 1,5 milliárd eurós kiáramlása mellett valósult meg (5-2. ábra). A második negyedévben a nettó FDI mintegy 650 millió euróval csökkent, ami a

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



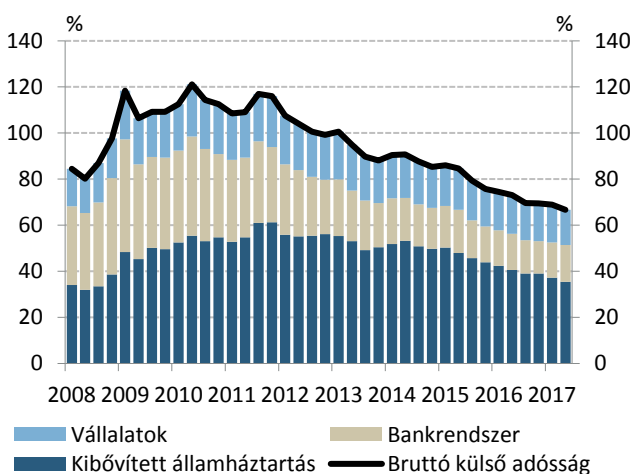
Megjegyzés: Négy negyedéves értékek, a GDP százalékában.  
Forrás: MNB

5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül, a GDP százalékában.  
Forrás: MNB

5-5. ábra: A bruttó külső adósság alakulása



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül, a GDP százalékában.  
Forrás: MNB

kifertetések bővüléséhez, és a külföldiek részesedéseinek – szezonális, osztalékfizetés miatti – mérséklődéséhez kötődött. Az adósságtípusú források kiáramlása a második negyedévben felgyorsult, ami a konszolidált államháztartás és vállalati szektor nettó külső adósságának mérséklődése, valamint a bankszektor nettó külső adósságának bővülése mellett alakult ki. A bankszektor nettó külső adósságának emelkedése a tartozások növekedése mellett következett be. Az állam adóssága a külföldiek állampapír-állományának mérséklődése és az EU-transzferek bővülése mellett csökkent. Emellett az MNB forintlikviditást nyújtó devizaswap-állományának bővülése is befolyásolta a két szektor nettó külső adósságát: a konszolidált államét csökkentette, miközben a bankszektort növelte a swap-állomány mintegy 450 millió eurós emelkedése. Az előzetes havi adatok alapján az FDI források emelkedtek a harmadik negyedévben, miközben folytatódott az adósságjellegű források jelentős csökkenése.

**A szektorok megtakarítása szerinti pozíciójavulást elsősorban az állam négy negyedéves GDP-arányos finanszírozási igényének mérséklődése támogatta, amit részben ellensúlyozott a vállalatok pénzügyi megtakarításának csökkenése (5-3. ábra).** A növekvő költségvetési bevételekkel párhuzamosan a GDP 1,6 százalékára mérséklődött az állam négy negyedéves GDP arányos finanszírozási igénye a második negyedévben, ami hozzájárult Magyarország finanszírozási képességének emelkedéséhez. Ezt részben ellensúlyozta a vállalati szektor mérséklődő megtakarítása, ami a beruházások bővülésével állt összefüggésben. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása 2016 eleje óta fokozatosan mérséklődött, azonban 2017 második negyedévében – emelkedő nettó hitelfelvétel mellett – a GDP 4,3 százalékán stabilizálódott.

**Magyarország nettó külső adóssága a második negyedévben tovább, a GDP 16,4 százalékára csökkent (5-4. ábra).** Az adóssággeneráló források kiáramlása mellett a GDP növekedés és az átértékelődési hatások is az adósságmutató mérséklődésének irányába hatottak. A nettóhoz hasonlóan a bruttó külső adósságra is csökkent, és így a GDP 67 százalékát tette ki a negyedév végén (5-5. ábra). A külföldiek állampapír-állományának mérséklődése mellett csökkent az államháztartás bruttó külső adóssága, miközben a magánszektornál nem változott érdemben. Az előzetes adatok szerint a harmadik negyedévben folytatódott a külső adósság csökkenése.

## 5-1. keretes írás: A GDP és GNI közötti különbség alakulása

A gazdaság fejlődésének elemzéséhez használt fő mutató, a bruttó hazai termék (GDP) az adott ország területén előállított jövedelmet méri, ugyanakkor nem mutatja meg az egyes jövedelemtulajdonosok ténylegesen rendelkezésre álló jövedelmét. A GDP minden magyarországi gazdasági szereplő jövedelmét – így a hazánkban tevékenykedő külföldiekét is – figyelembe veszi, miközben a hazai szereplők külföldről származó jövedelmét nem tartalmazza, vagyis nem a hazai szektorok jövedelmét, hanem az adott országban megtermelt jövedelmet méri. A GDP-t korrigálva a külföldi jövedelemtulajdonosok Magyarországról származó és a belföldi szereplők külföldről származó jövedelmének egyenlegével (a fizetési mérlegben szereplő elsődleges jövedelmek egyenlegével) megkapjuk a bruttó nemzeti jövedelmet (GNI). A GNI tehát azt mutatja meg, hogy egy adott ország gazdasági szereplőinek mekkora a rendelkezésre álló jövedelemtömegük. Képlettel kifejezve:

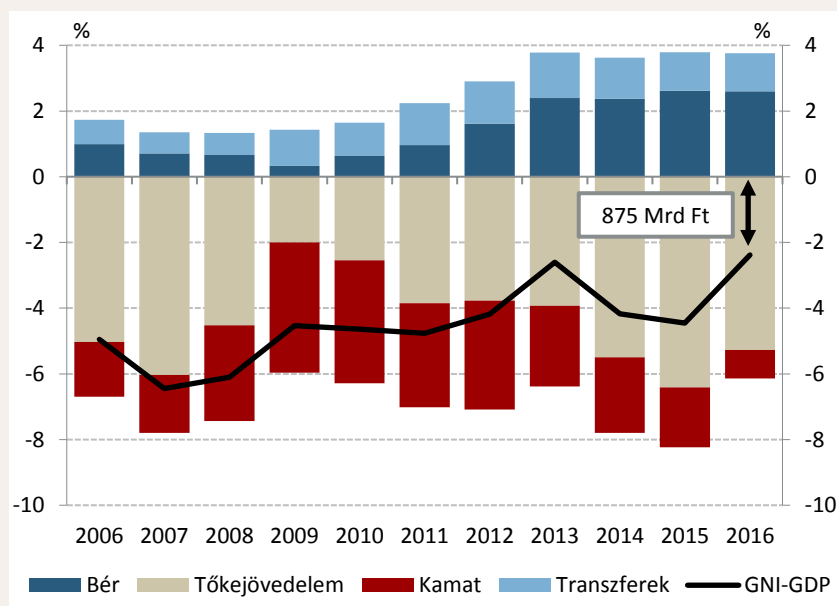
$$\begin{aligned} \text{Bruttó nemzeti jövedelem (GNI)} &= \text{Bruttó hazai termék (GDP)} + \\ &+ \text{Külföldről kapott jövedelmek (tőkejövedelem, kamat, bér, transzfer)} - \\ &- \text{Külföldnek fizetett jövedelmek (tőkejövedelem, kamat, bér, transzfer)} \end{aligned}$$

## A GDP és GNI közötti különbség alakulása négy részre osztható:

- Tőkejövedelem:** A külföldi szereplők Magyarországról származó és a magyarországi szereplők külföldről származó részesedésekhez kapcsolódó jövedelmének különbsége, ami megmutatja, hogy nettó értelemben mekkora az a jövedelem, amely a külföldi jövedelemtulajdonosokat illeti a közvetlen tőke és portfólió befektetések után.
- Kamat:** A kamategyenleg a belföldiek külföldiekkel szemben fennálló hitelek után fizetett és a belföldi szereplők külföldre nyújtott hiteleire kapott adósságszolgálat különbsége.
- Bér:** A munkavállalói jövedelem egyenlege az átmenetileg (egy évnél rövidebb ideig) külföldön dolgozó magyar munkavállalók és az átmenetileg Magyarországon dolgozó külföldiek jövedelmének különbsége.
- Transzfer:** A külföldről kapott folyó viszonzatlan átutalások egyenlegét az EU-hoz történt csatlakozás óta főként az Uniótól kapott területalapú mezőgazdasági támogatások teszik ki.

A Magyarországhoz hasonló kis nyitott gazdaságok esetében a külföldi tőke jelenléte miatt a GNI jellemzően alacsonyabb, mint a GDP. A válság előtti években a hazai GDP-GNI közötti különbség a GDP 6 százaléka fölé emelkedett, elsősorban az FDI-beáramlás hatására fokozatosan bővülő részesedésekhez kapcsolódó profit-kiáramlás miatt. Emellett a külföldi eladósodottság miatti nettó adósságszolgálat is a belföldi szereplők jövedelmének csökkenése irányába hatott, ami a válság éveiben érdemben emelkedett.

5-6. ábra: A hazai GDP és GNI eltéréseinek dekompozíciója (a GDP százalékában)

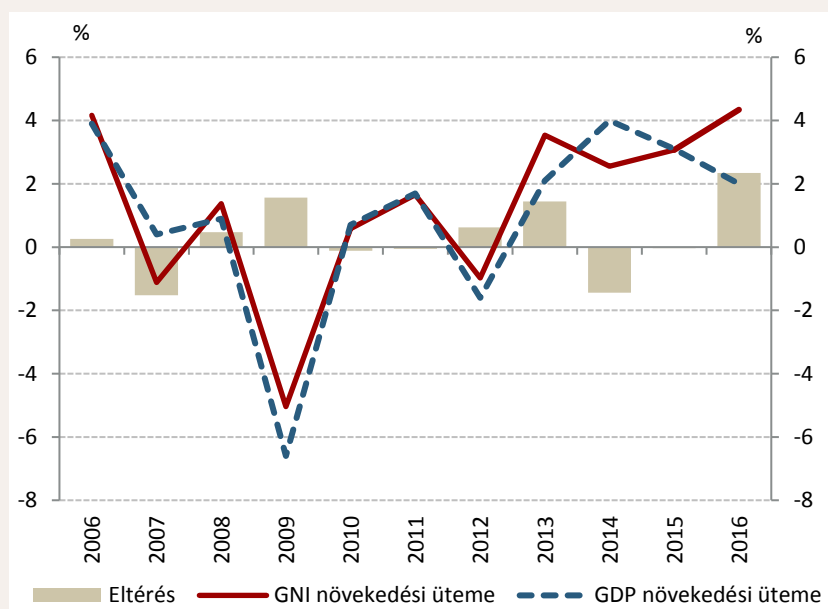


Forrás: KSH, MNB

**A válságot követően Magyarországon csökkent a GDP és GNI közötti rés, amihez több tényező is hozzájárult.** Kezdetben a válság következtében visszaeső jövedelem hatására csökkent a részesedésekhez kapcsolódó jövedelemkiáramlás, majd – a német munkaerőpiac megnyitásával párhuzamosan – jelentősen emelkedett az átmenetileg külföldön dolgozók jövedelme. A belföldi szereplők mérlegalkalmazkodása miatt jelentősen csökkent a külső adósság, ami a hozamkörnyezet mérséklődésével együtt a külföldi adósságra fizetett kamatkidás csökkenésével járt. Emellett fokozatosan megemelkedett, majd 2009-től stabilan javította a GNI-t az EU-transzferekből származó folyó viszonzatlan átutalás. 2014–2015-ben átmenetileg növelte a GDP-GNI közötti eltérést, hogy – főként egy vállalat egyedi tételeihez köthetően – megnőtt a külföldi vállalatok eredménye (5-6. ábra).

**2016-ban a GNI éves reálnövekedése tíz év után újra 4 százalék fölé emelkedett – a 4,3 százalékos bővülés a GDP növekedését 2,1 százalékponttal haladta meg,** amiben szerepet játszott a külföldön tevékenykedő magyar vállalatok eredményének emelkedése is (5-7. ábra). Ennek köszönhetően a GDP-GNI rés is historikusan alacsony szintre csökkent: a belföldi szereplők jövedelme csupán a GDP 2,4 százalékával, mintegy 875 milliárd forinttal alacsonyabb a Magyarországon megtermelt javaknál, ami érdemi csökkenést jelent a korábbi években tapasztalt 1200–1500 milliárd forintos különbségekhez képest.

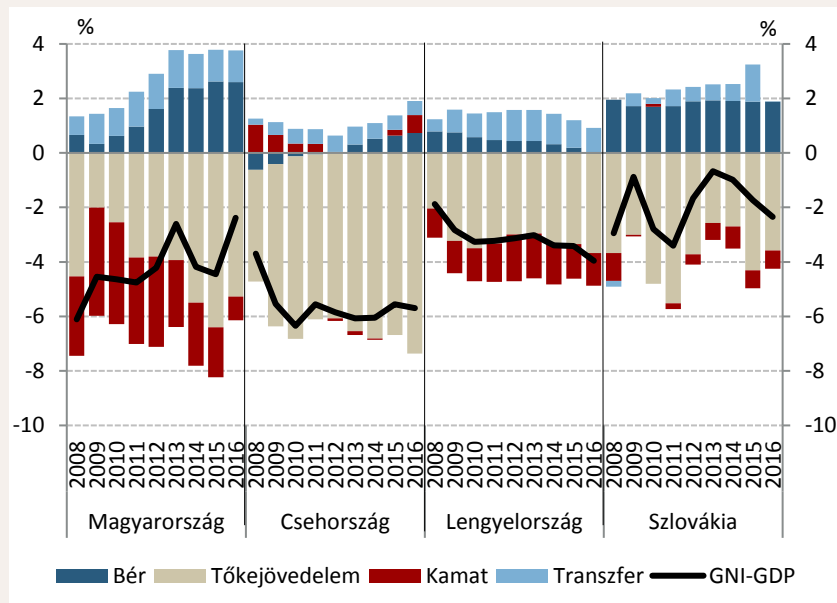
5-7. ábra: A GDP és GNI éves reálnövekedése



Forrás: KSH

**A válság előtti években a régió országai közül hazánkban volt a legmagasabb a GDP-GNI rés, azonban az elmúlt években tapasztalt csökkenéssel a magyar GDP-GNI eltérés régiós összehasonlításban is alacsony szintet ér el** (5-8. ábra). Részben ezzel összefüggésben a válság után a nettó jövedelemkiáramlás csökkenése is Magyarországon volt a legnagyobb. Utóbbi folyamatban szerepet játszott, hogy a munkavállalói jövedelmek bővülése és a transzfer-beáramlás GDP-arányos értéke is hazánkban volt a legmagasabb. Emellett a Magyarországon tapasztalt csökkenéssel ellentétben a részesedésekhez kapcsolódó jövedelem-kiáramlás Csehországban és Lengyelországban, majd 2013 után Szlovákiában is fokozatosan emelkedett, aminek hátterében a külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmének emelkedése áll. A GDP-GNI rést továbbra is növelik a külföldre fizetett kamatkidások, ugyanakkor a Magyarországon tapasztalt, régiós összevetésben kiugró nettó kamatkidás jelentősen csökkent az elmúlt években – 2016-ban már a lengyel szint alatt maradt, és megközelítette a Szlovákiában megfigyelt értéket.

5-8. ábra: GDP-GNI eltérés a régióban (a GDP százalékában)

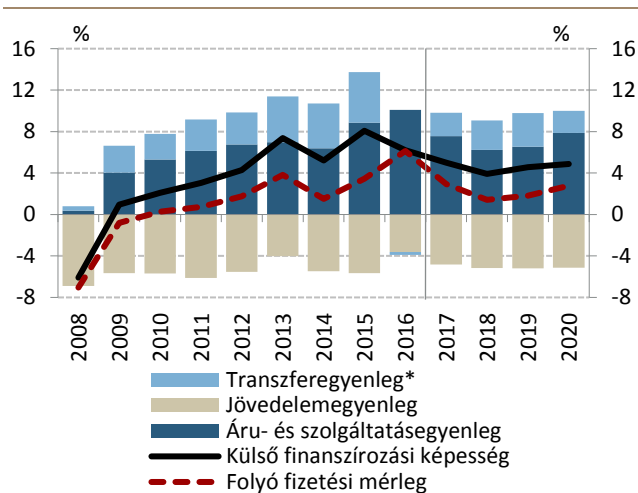


Forrás: Eurostat

## 5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

Előretekintve a külkereskedelmi többlet csökkenésének köszönhetően a gazdaság külső finanszírozási képessége és a folyó fizetési mérleg többlete is mérséklődik 2018-ban – előbbi 4 százalékos közelébe, utóbbi 2 százalékos alá. A külkereskedelmi egyenleg mérséklődése 2017-18 során a fogyasztás és a beruházások bővüléséhez köthető, a többlet magas szintje ugyanakkor továbbra is fontos szerepet játszik a jelentős nettó finanszírozási képesség kialakulásában. A külső pozíciót a külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmének emelkedése is mérsékli. Ezzel szemben a külső finanszírozási képesség emelkedésének irányába hat az EU-transzferek élénkülő felhasználása. 2019-től a belföldi felhasználás lassulásának és az ipari termelés bővülésének hatására nő a külkereskedelmi többlet, így várhatóan megáll a folyó fizetési mérleg egyenlegének romlása. A szektorok megtakarítását tekintve a lakossági megtakarítás 2017 során még az előző évi szint közelében alakulhat, azonban 2018-tól kezdve a lakásberuházások emelkedésével és a hitelezés élénkülésével párhuzamosan enyhén mérséklődhet, majd 2020-tól a lakásberuházások visszaesésével összhangban stabilizálódik. Míg az állam ESA-hiánya az előrejelzési horizonton alacsony marad, addig az EU-forrásokhoz kapcsolódó előlegek miatt finanszírozási igénye 2017-18 során átmenetileg emelkedik. A vállalatok finanszírozási képessége a mérséklődő társasági adókulcs és az EU-transzferekkel párhuzamosan bővülő beruházások mellett nem változik érdemben. A korábbi években megfigyeltnél alacsonyabb, de továbbra is kedvező külső egyensúlyi pozícióval összhangban tovább csökkennek a külső adósságmutatók.

5-9. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



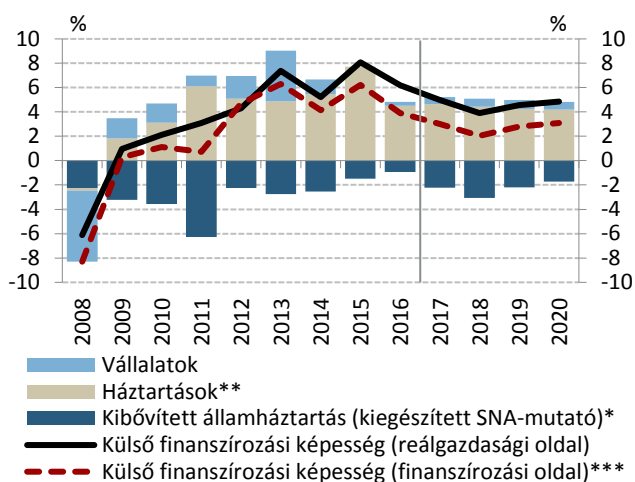
Megjegyzés: A GDP százalékában. \* A viszonzatlan folyó átutalások és a tőkemérleg egyenlegének összege.

Forrás: MNB

**A gazdaság külső finanszírozási képessége és a folyó fizetési mérleg többlete 2018-ban csökken, azonban 2019-től kezdve megáll a külső pozíció romlása** (5-9. ábra). 2017-18 során a külkereskedelmi többlet mérséklődése és a jövedelemegyenleg nagyobb hiánya mellett enyhén mérséklődik a külső egyensúlyi pozíció. A nettó export csökkenése főként a belső felhasználás bővüléséhez kötődik, de kisebb mértékben a cserearányok romlása is hozzájárul. A külföldi tulajdonú vállalatok profitja a gazdasági növekedés és a társasági adó csökkentésének hatására várhatóan emelkedik 2017-ben, ami növeli a jövedelemegyenleg hiányát, miközben a külső adósság csökkenésének köszönhetően mérséklődő kamatkidás részben ellensúlyozza ezt a hatást. A finanszírozási képesség csökkenését az EU-források felhasználásának bővülése részben ellensúlyozza. 2019-től kezdve a belföldi felhasználás lassulása és az új járműipari kapacitások termelésével összhangban az ipari termelés élénkülése várható, így az exportpiaci részesedés emelkedik, és a külkereskedelmi egyenleg nem mérséklődik tovább. Ezen tényezők hatására a folyó fizetési mérleg és a finanszírozási képesség csökkenése 2019-től megáll.

**A magánszektor pénzügyi megtakarítása a 2016-os szint közelében alakulhat, míg az államháztartás forrásbevonása átmeneti emelkedést mutat 2017-ben** (5-10. ábra). A kedvező munkapiaci körülmények és a dinamikus béremelkedés következtében javuló jövedelmi folyamatok hatására érdemben emelkedő lakossági fogyasztás 2017-ben még nem jár a megtakarítások mérséklődésével, míg 2018-tól kezdve a lakásberuházások növekedése és a hitelezés élénkülése enyhén mérsékli a háztartások nettó pénzügyi megtakarítását. 2020-ban a

5-10. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása



Megjegyzés: A GDP százalékában. \* A kibővített államháztartásba az állami költségvetésen túl az önkormányzatok, az MNV Zrt., a kvázifiskális feladatokat ellátó intézmények (MÁV, BKK) és az MNB tartoznak. A kiegészített SNA-mutató figyelembe veszi a magánnyugdíjpénztári megtakarítást. \*\*A háztartások SNA-mutatóval konzisztens 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

hatályos adószabályok szerint a lakásvásárláshoz kapcsolódó áfakulcs visszaemelkedik, amellyel összhangban a mérséklődő lakásberuházás a megtakarítás stabilizálódásával jár. A vállalati szektor finanszírozási képessége 2017-ben a társasági adókulcs csökkentéséhez kapcsolódóan emelkedik, majd ezt követően az EU-transzferek emelkedése miatt is bővülő beruházások hatására nem változik érdemben a horizonton. Az állam ESA-hiánya 2017-ben nem változik jelentősen, mivel az adócsökkentések hatását többek között ellensúlyozzák a jelentős bérdinamikával összefüggésben emelkedő adóbevételek, és a csökkenő kamatkidadások. A finanszírozási igény ugyanakkor 2017-18 során érdemben emelkedik 2016-hoz képest, főként az EU-források megelőlegezése miatt, majd ezt követően az ESA-hiányhoz hasonló pályán alakul.

**A külső finanszírozási képesség hatására csökkenő adósságműtatók támogatják a gazdaság külső sérülékenységének mérséklődését.** A gazdaság külső finanszírozási képessége az előrejelzési horizont elején mérséklődik, a romlás azonban 2019-től megáll. Így a finanszírozási képesség az előrejelzési horizonton a nettó külső adósság mérséklődésével jár. Az ország külső sérülékenységének további mérséklődéséhez emellett az államadósság devizaarányának folytatódó csökkenése is hozzájárul.



### 5.3. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás hiánya a teljes előrejelzési horizonton alacsony, és érdemben a maastrichti 3 százalékos hiánycél alatt alakul. Az ESA-hiány 2017-ben a GDP 1,9-2,0 százaléka között várható előrejelzésünk szerint, ami alacsonyabb a költségvetési törvényben szereplő 2,4 százalékos GDP-arányos előirányzatnál. Az idei hiányra vonatkozó prognózisunk szeptemberhez képesti növekedését főként a nyugdíjkifizetések és más kiadások növekedése okozza. 2018-ban a költségvetési hiány az Országvédelmi Alap felhasználása esetén a kitűzött céllal megegyező, 2,4 százalék lehet. 2017-2018-ban erőteljes fiskális impulzussal számolunk, ezt követően a költségvetési hiány fokozatos csökkenése az aggregált kereslet mérséklésének irányába hat. Az államadósság-ráta 2017. év végére 72,8 százalékra csökkenhet, majd 2020 végére 68 százalék közelébe mérséklődhet, amit a mérsékelt hiány mellett a gazdaság bővülése támogat.

5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

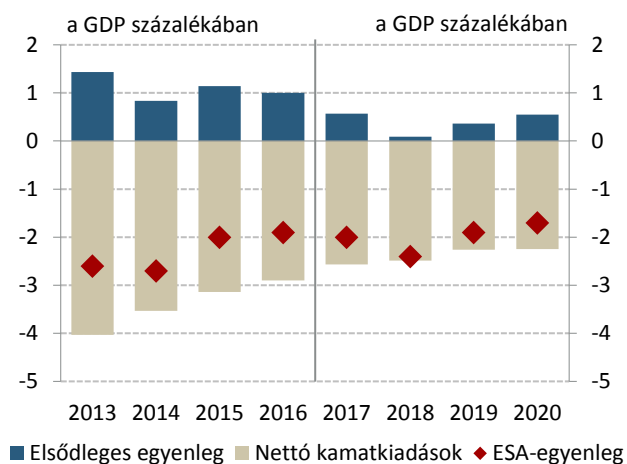
	2017	2018	2019	2020
ESA-egyenleg	(-1,9)-(-2,0)	(-2,2)-(-2,4)	(-1,9)-(-2,1)	(-1,7)-(-2,1)
Elsődleges ESA-egyenleg	0,6-0,7	0,0-0,2	0,2-0,4	0,3-0,7
Fiskális keresleti hatás*	1,3-1,4	0,7-0,9	(-0,5)-(-0,7)	(-0,1)-(-0,5)

Megjegyzés: A GDP százalékában. Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget akkor, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap nem kerül felhasználásra. \*A kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változása.

Forrás: KSH, MNB

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás  
**Előrejelzésünk 2017-ben 1,9-2,0 százalék közötti GDP-arányos ESA-hiányt tartalmaz, míg 2018-ban az egyenleg az Országvédelmi Alap felhasználása esetén a 2,4 százalékos hiánycéllal összhangban alakul.** Technikai kivételünk szerint 2019-ben GDP-arányosan 1,9-2,1 százalékra, majd 2020-ban 1,7-2,1 százalékra mérséklődhet tovább a költségvetési deficit. 2018-ban az elsődleges többlet átmeneti csökkenését az adócsökkentések és a földértékesítésből valamint a növekedési adóhitelből származó egyedi társasági adóbevételek kifutása okozza. Ezt követően az ESA-egyenleg javulását a gazdasági növekedés hatására emelkedő adóbevételek és a GDP dinamikától elmaradó ütemben növekvő elsődleges kiadások mellett a tartósan alacsony hozamkörnyezet hatására csökkenő állami kamatkifizetések segítik (5-11. ábra).

5-11. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkifizetések 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 kamatkifizetéseket nem tartalmazzák.

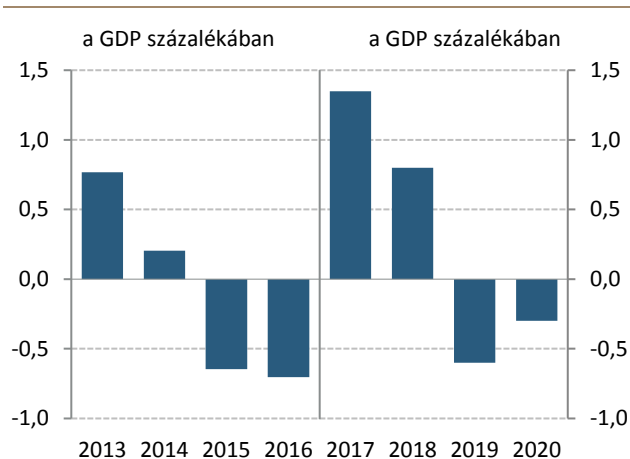
Forrás: Eurostat, MNB

**2017-2018-ban a fiskális politika érdemi impulzust fejthet ki, majd 2019-ben és 2020-ban már mérsékelheti a költségvetés az aggregált keresletet.** A szociális hozzájárulási adó kulcsának csökkentése a keresletbővítés irányába hat, amit a célzott áfa-csökkentések, illetve a társasági adó, valamint a bankadó mérséklése és a hitelintézeti járadék eltörlése tovább erősít. A háztartások rendelkezésre álló jövedelmét a családi adóalap kedvezmény kiterjesztése, valamint a fiskális csatornákon kívül a tavaly kötött bérmegállapodás növeli. Az állami életpálya-modellek kiterjesztése, illetve a minimálbér-emelés kiadási oldali keresletbővítő hatást fejt ki. A kormányzat saját forrású beruházásainak növelése is keresletélénkítést generál.

5.3.2. A 2017. évi egyenleg

**Előrejelzésünk szerint az államháztartás ESA-hiánya 2017-ben a GDP 1,9–2,0 százaléka lesz, ami 0,2-0,3 százalékponttal magasabb a szeptemberi prognózisunknál (5-2. táblázat).** A bevételi oldalra vonatkozó előrejelzésünk összességében nem változott. Kiadási oldalon a nyugdíjkiadási prognózisunkat növelte a szeptemberi várakozásunkat meghaladó nyugdíjprémium

5-12. ábra: A fiskális keresleti hatás



Megjegyzés: A GDP százalékában. 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 keresletsűkítést jelent.

Forrás: MNB

5-2. táblázat: A 2017. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest)

	Gazdasági alapfolyamatok	Intézkedés és egyéb
I. Központi bevételek	0,0	0,0
Gazdálkodó szervezetek befizetései	0,1	
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	-0,1	
II. Központi kiadások	0,0	-0,7
Nyugdíjkiadások		-0,2
Állami vagyonnal kapcsolatos kiadások		-0,2
EU-támogatások felhasználása		-0,2
Kórházak adósságkonszolidációja		-0,1
III. Egyéb hatások	0,0	0,4
Önkormányzatok		0,1
Módszertani változások		0,2
Egyéb tételek		0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,0	-0,3

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

Forrás: MNB

és az Erzsébet-utalvány formájában juttatott egyszeri nyugdíjkiegészítés. Szeptember óta bejelentett új intézkedés a kórházak adósságának konszolidációja, ami meghaladja az általunk korábban becsült mértéket. Az állami vagyonnal kapcsolatos kiadások emelkedését az előirányzatot meghaladó november végi kiadási szint indokolja. Ezen felül az EU-s forrásfelhasználás is nagyobb lehet a korábbi várakozásunknál.

A szokásos őszi statisztikai revízió keretében érvényesített két módszertani változás (a mobilfrekvencia értékesítéséből származó korábbi bevételek elosztása és a garanciaalapok besorolásának hatása) előretételekben javítja a költségvetési egyenleget évente 0,1-0,2 százalékponttal.

**Hiányprognózisunk 0,4-0,5 százalékponttal alacsonyabb a 2,4 százalékos GDP-arányos hiánnyal számoló törvényi előirányzatnál.** Ezt döntően négy tényező okozza: az önkormányzatok egyenlegében várt jelentős többlet, a kedvező munkaerőpiaci helyzet miatt a tervezettnél kisebb Start-munkaprogram kihasználtság, az uniós támogatások mérsékeltebb effektív felhasználása, valamint az ősszel végrehajtott statisztikai módszertani változások hatása. Ezekkel ellentétes irányba hat, hogy a fogyasztási adókból származó bevételek elmaradnak az előirányzattól, a nyugdíjkiadások, valamint az állami vagyonnal kapcsolatos kiadások pedig meghaladják azt.

**Az előzetes pénzügyi számla adatok szerint összességében többletet mutat az államháztartás január-szeptemberi egyenlege.** Az eredményszemléletű és a teljes körű államháztartási folyamatokra irányadó finanszírozási igény mutató arra utal, hogy a tavalyi folyamatokhoz hasonlóan a hiány idén is az év utolsó negyedében alakulhat ki.

### 5.3.3. A 2018. évi költségvetési egyenleg

**Előrejelzésünk szerint a 2018. évi egyenleg összhangban lesz a költségvetési törvényben lefektetett 2,4 százalékos hiánycéllal.** A szeptemberi prognózisunkkal megegyező deficit mögött több kisebb változás húzódik meg. A kisebb hiány irányába mutat az adóbevételek várható emelkedése és az idén érvényesített módszertani változások, de emeli a következő évi kiadásokat a nyugdíjprémiumra és az effektív uniós forrásfelhasználáshoz vonatkozó várakozásunk növekedése.

**Előrejelzésünk szerint a törvényjavaslatban kitűzött 2,4 százalékos hiánycél teljesül.** A törvényjavaslat hoz képest alacsonyabb fogyasztási adóbevételi prognózisunk

**5-3. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2017. évi költségvetési törvény előirányzataitól**

	Eltérés az előirányzattól
<b>I. Központi kormányzat bevételei</b>	<b>-0,3</b>
Gazdálkodó szervezetek befizetései	-0,1
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	-0,3
Munkát terhelő adók	0,1
<b>II. Központi kormányzat kiadásai</b>	<b>0,1</b>
EU-támogatásokhoz kapcsolódó kiadások	0,3
START munkaprogram	0,2
Nyugdíjkiadások	-0,2
Állami vagyonnal kapcsolatos kiadások	-0,3
<b>III. Egyéb hatások</b>	<b>0,6 – 0,7</b>
Országvédelmi Alap zárolása	0,0 – 0,1
Önkormányzatok	0,4
Módszertani változások	0,2
Egyéb tételek	0,0
<b>Összesen (I.+II.+III.)</b>	<b>0,4 – 0,5</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 2018. évi költségvetési törvény előirányzataitól**

	Eltérés az előirányzattól
<b>I. Központi kormányzat bevételei</b>	<b>-0,6</b>
Gazdálkodó szervezetek befizetései	-0,1
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	-0,5
Munkát terhelő adók	-0,1
<b>II. Központi kormányzat kiadásai</b>	<b>0,6</b>
Költségvetési szervek kiadásai	0,4
Nyugdíjkiadások	0,2
<b>III. Egyéb hatások</b>	<b>0,0 – 0,2</b>
Országvédelmi Alap zárolása	0,0 – 0,2
<b>Összesen (I.+II.+III.)</b>	<b>0,0 – 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

egy részét a 2017-es eltérő bázis indokolja, másrészt a fehéredésre vonatkozó becslések különbözősége. A költségvetési szervek esetében a kiadási megtakarítást az okozza, hogy a terveknél alacsonyabbra becsljük az EU-támogatások tényleges felhasználását.

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

**Technikai kivetítésünk 2018-hoz képest csökkenő hiánypályával számol.** 2019-ben a GDP 1,9-2,1 százalékára, 2020-ban 1,7-2,1 százalékra mérséklődhet a hiány. A csökkenést a robusztus gazdasági növekedés segíti, ami egyrészt az adóbevételek bővülését okozza, másrészt hozzájárul ahhoz, hogy a kiadások GDP-hez viszonyított mértéke csökkenjen. Ezen felül a nyugdíjkiadások esetében a korábbi intézkedések hatása, míg a kamatkidadásoknál a hozamcsökkenés támogatja a GDP-arányos kiadáscsökkenést. A hiánycsökkenést lassítják a tervezett kormányzati nagyberuházások.

#### 5.3.5. Az alappályát övező kockázatok

Az előzetes pénzügyi számla adatok szerint összességében többletet mutat az államháztartás első három negyedéves egyenlege. Így tavalyhoz hasonlóan idén is az utolsó hónapokban alakulhat ki az eredményszemléletű hiány jelentős része, amelynek mértékét így bizonytalanság övezi.

Prognózisunkat továbbra is befolyásolja az EU-s kifizetésekhez és azok felhasználásához kapcsolódó bizonytalanság. Előrejelzésünkben 2017-2018-ra jelentős mértékű előlegkifizetéssel számolunk, aminek felhasználása csak a következő években 2018-ban és 2019-ben tetőzik, majd 2020-ban visszaesés várható. Emiatt a kifizetések reálgazdasági hatása is 2018-2019-ben lehet a legnagyobb. Amennyiben gyorsul az effektív felhasználás, úgy a gazdasági hatás korábban valósul meg, ami ugyanakkor a hiányt is emeli az önrészen keresztül.

#### 5.3.6. Az adósságpálya várható alakulása

**A 2017 őszi végrehajtott statisztikai felülvizsgálatok következtében módosult a GDP-arányos államadósság-ráta értéke a korábbi években.** A 2017. őszi EDP jelentésben a garanciaalapok és a tulajdonukban lévő vállalatok a kormányzati szektorba kerültek besorolásra. Az átsorolás miatt az intézmények adósságjellegű kötelezettségei visszamenőlegesen és a jövőben is beleszámítanak a bruttó államadósságba. Mindemellett a szokásos GDP-revizíó keretében a KSH érdemben megemelte a múltbeli nominális GDP értékét is, ami mérsékelte az államadósság-ráta értékét. Az intézmények besorolásának és a GDP-reviziónak az eredőjeként 2016-ban 0,2 százalékponttal 73,9 százalékra csökkent, míg

5-13. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretekintve változatlan, 2016. végi árfolyamon számítva



Forrás: MNB

2015-ben nem változott az államadósság-ráta szintje a korábban publikálthoz képest.

**Az MNB pénzügyi számla adatai alapján 2017 harmadik negyedévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 72,7 százalék volt.** Az adósságráta érdemben csökkent tavaly év végi 73,9 százalékos értékéhez képest, továbbá 1,5 százalékponttal alacsonyabb 2016. azonos időszaki értékénél. A teljes államadósságon belül a külföldi tulajdon aránya a 2016. év végi 42 százalékról 2017 második negyedévének végére 39 százalék alá csökkent, míg a központi államadósság devizaaránya október végére 22,5 százalék közelébe csökkent a tavaly év végi 25 százalékról.

**Előrejelzésünk szerint – 2016. év végi, változatlan forint árfolyamot feltételezve – 2017. év végére 72,8 százalékra csökkenhet a GDP-arányos bruttó államadósság, vagyis az Alaptörvény adósságszabálya várhatóan idén is teljesülni fog.** Az előrejelzési horizonton az alapfolyamatokból az államadósság dinamikus csökkenése rajzolódik ki, amit átmenetileg mérsékel az EU-támogatásokhoz kapcsolódó előfinanszírozás. A gazdasági növekedés és a mérsékelt hiány eredményeként 2019-ben 70 százalék alá, 2020-ban pedig 68 százalék közelébe csökkenhet az adósságráta. A negatív nettó devizakibocsátás következtében 2017. év végére 22 százalék alá csökkenhet az államadósság devizaaránya, ami tovább mérsékelheti hazánk külső pénzügyi sérülékenységét.

## 6. KIEMELT TÉMA

## 6.1. A gazdaságfejlesztési célú EU-források közvetlen és tovagyrúzó hatásai

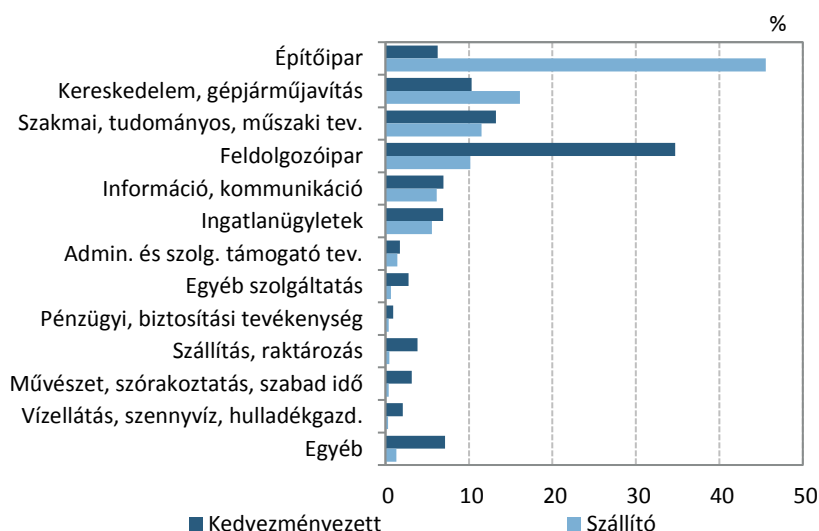
**Az elkövetkező évek gazdasági növekedésében jelentős szerep jut az európai uniós forrásokból társfinanszírozott beruházásoknak.** A források felhasználásának hatékonysága és területi eloszlása alapjaiban határozhatja meg a különböző fejlesztések hosszú távú gazdasági hatásait. A 2007-2013 közötti európai uniós költségvetési ciklus lezárásával lehetőség nyílik a korábbi időszakban felhasznált európai uniós források felhasználásának elemzésére, mely segítséget nyújthat a jelenlegi – 2014-2020 közötti – költségvetési periódus gazdasági hatásaira vonatkozó várakozásaink kialakításához.

**Az európai uniós strukturális és kohéziós források jelentős szerepet töltenek be a magyar gazdasági szereplők finanszírozásában.** Az utolsó lezárt – így már elemezhető – **2007–2013-as programozási időszak során** 11 ezer milliárd forint uniós forrás érkezett Magyarországra, melyből **körülbelül 1400 milliárd forintot tettek ki az elsősorban vállalati kedvezményezetteknek nyújtott, közvetlen gazdaságfejlesztést célzó, a Gazdaságfejlesztési Operatív Program (GOP) és a Regionális Fejlesztési Operatív Programok (ROP) keretében kiosztott támogatások.** Elemzésünk fókuszának e támogatásokat választottuk, ugyanis ezek jelentenek a vállalatok finanszírozásában tényleges alternatívát.

**A vizsgálathoz az MNB a kettős könyvvitelt folytató vállalatok mérleg- és eredménykimutatás-adatait** – a Miniszterelnökség együttműködésével – **összekapcsolta a támogatott projektek, valamint a támogatásokból megvalósított projektekhez kapcsolódó számlák jellemzőivel is.** Az így kialakított mikroszintű adatbázison első lépésként a támogatások kedvezményezettekre gyakorolt hatásának vizsgálatát céloztuk meg. A kutatás igazolta<sup>4</sup>, hogy **a támogatások egyértelműen pozitív hatással vannak a kedvezményezett vállalatokra:** hatásukra nő a foglalkoztatotti létszám, az árbevétel, a megtermelt hozzáadott érték, és egyes esetekben az elért üzemi eredmény is. Az egy foglalkoztatottra jutó árbevételt ugyan nem növelik szignifikánsan a vállalatok szintjén, de eleve termelékenyebb vállalatok nyerik el a pályázatokat, akik ezáltal gyorsabban növekednek, így ez az aggregált munkatermelékenység javulását eredményezheti.

**A támogatások azonban nemcsak a kedvezményezettek, hanem tovagyrúzó hatásokon keresztül a gazdaság többi szereplőjére is jelentős hatást gyakorolnak.** Ezek közül talán a legnagyobb mértékű a támogatásokból megvalósult **beruházások beszállítóinál jelentkező hatás,** amelyről adatbázisunk számlaszintű információiból kaphatunk képet. A következőkben a támogatások e tovagyrúzó hatásairól emelünk ki néhány érdekesebb megállapítást.

6-1. ábra: A támogatások eloszlása a kedvezményezettek és a beszállítók nemzetgazdasági ága szerint

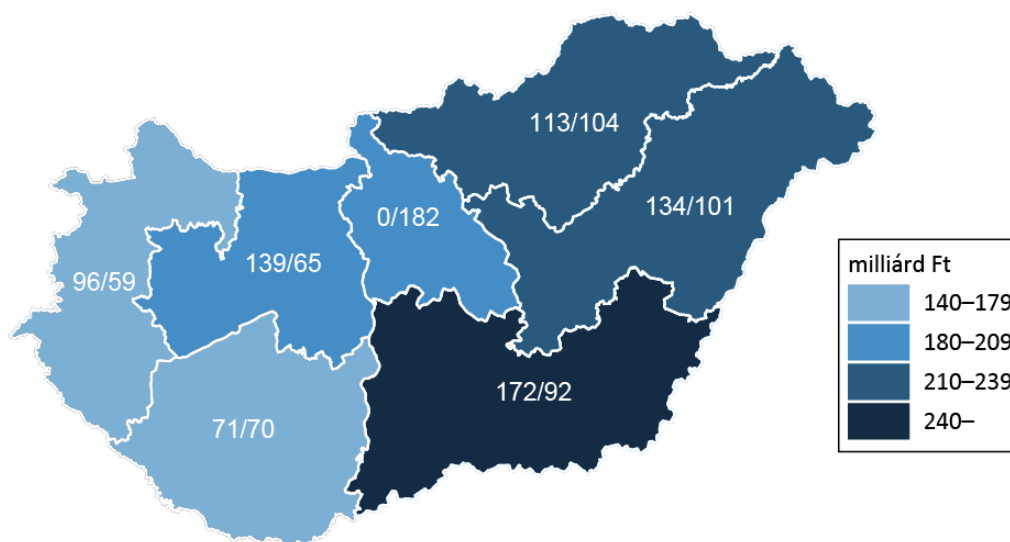


Forrás: EMIR, NAV, MNB

<sup>4</sup> A kutatás során a kedvezményezetteket hozzájuk hasonló, de nem támogatott vállalatokhoz hasonlítottuk. A pontos módszertanért és a részletes eredményekért lásd: Banai Á. – Lang, P. – Nagy, G. – Stancsics, M. (2017): „Impact evaluation of EU subsidies for economic development on the Hungarian SME sector”, MNB Working Papers No. 2017/8.

A kedvezményezettek és a beszállítók nemzetgazdasági ág szerinti bontásánál szembeűnő egyrészt a – nemzetgazdasági teljesítményben is a legjelentősebb részarányt képviselő – **feldolgozóipar kiugró részesedése kedvezményezettek esetén, másrészt pedig az építőipar hasonlóan nagy aránya a beszállítók között.** Az építőiparban tevékenykedő beszállítók ekkora súlyát az indokolja, hogy a pályázatok jelentős részének telephely fejlesztése vagy létrehozása volt a célja.

6-2. ábra: Adott régióban megvalósított projektek támogatástartalma (GOP/ROP)



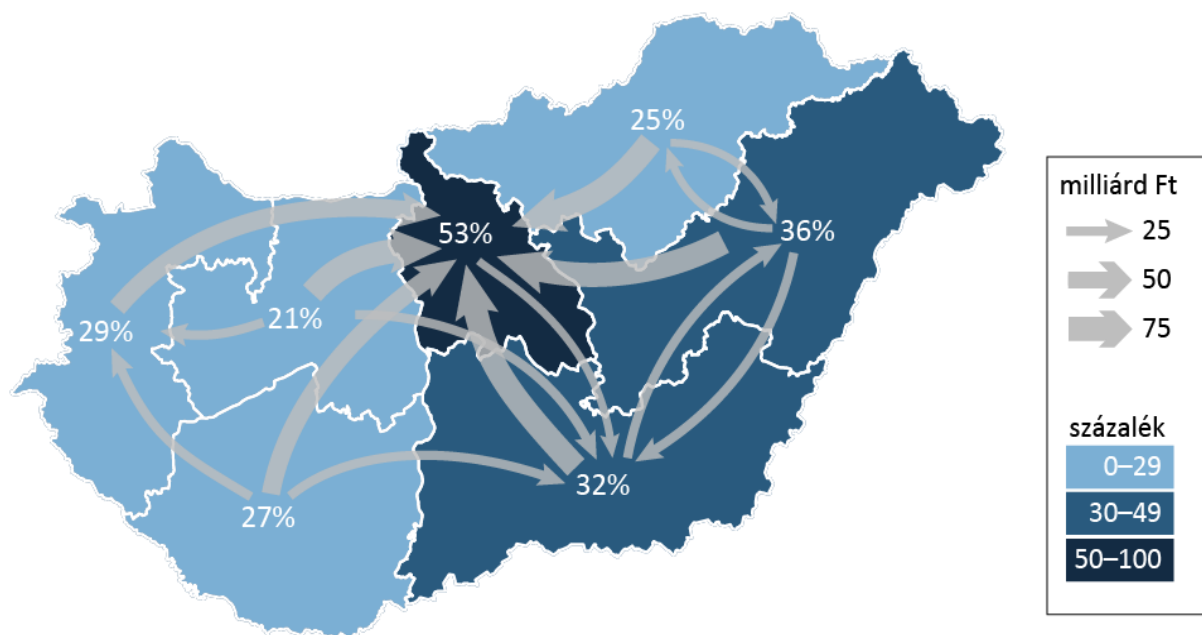
Megjegyzés: A régiókban található első szám a GOP-ban, a második a ROP-ban kiosztott támogatást jelenti.

Forrás: EMIR, NAV, MNB

**Mivel az uniós programok egyik legfontosabb deklarált célja a kevésbé fejlett régiók felzárkóztatása, kiemelt jelentőségű a támogatások területi eloszlásainak megismerése is.** A programozási időszak során a két vizsgált operatív programból kiosztott támogatások projekthely szerinti – az uniós logikának megfelelően regionális szintű – eloszlása a 6-2. ábrán látható. A regionális megkötésekre vonatkozó jogosultsági kritériumok esetén a projekt megvalósítási helye, nem pedig a vállalat székhelye számított. Mivel ezen kritériumokat a pályázati kiírások által az Irányító Hatóság direkt módon befolyásolta, biztosított volt, hogy a források alapvetően a kívánt területi eloszlásban gyakoroljanak gazdasági hatást. Ennek köszönhetően **a támogatások területi eloszlása viszonylag kiegyenlített,** különösen a regionális lehatárolású ROP-ok esetén, de az egyes régiókba jutó GOP-ból származó támogatások összegében sincsenek kirívó különbségek. A fennálló eltéréseket pedig többek között az okozza, hogy egyes esetekben a GOP és a ROP-ok keretében kerültek kiírásra kiemelt beruházások (pl. a szegedi lézerközpont egyes részei), regionálisan egyenlőtlen eloszlásban. Mindazonáltal megfigyelhető, hogy a fejlesztési politika céljaival összhangban a kevésbé fejlett, keleti régiókba jellemzően több forrás jutott. Ennek egyik oka, hogy a fejlettebb, nyugat-dunántúli és közép-dunántúli régiókban megvalósított beruházásokra elérhető, uniós szinten meghatározott maximális támogatási intenzitás alacsonyabb volt, valamint az is közrejátszott, hogy a közép-magyarországi régióban megvalósított projektek esetén nem álltak rendelkezésre a GOP forrásai.

**A projektek megvalósítási helyét a kedvezményezettek székhelyével összevetve kissé változik a kép: székhely szerint a központi régióban működő cégek túlsúlya rajzolódik ki. A támogatások 31 százaléka került itt működő cégekhez. Jellemző volt tehát, hogy közép-magyarországi székhelyű vállalatok az ország más régióiban elhelyezkedő telephelyeiken megvalósított projektre igényeltek támogatást.** A megvalósítási hely régiójának tekintetében így valamelyest kisebb lehet a támogatás hatása, mint ha azt egy helyi székhelyű vállalat valósította volna meg.

6-3. ábra: Adott régióban megvalósított projektek összegéből helyi beszállítókhöz kerülő arány, illetve a régió kívüli beszállítóknál okozott kereslet összege



Forrás: EMIR, NAV, MNB

A számlatétel szintű adatbázis segítségével nem csak a kedvezményezettek székhelye és a projektek megvalósítási helye szerint tudjuk vizsgálni a támogatásokat, hanem lehetőséget nyújt a projekthely és a projekt beszállítóinak székhelyei közötti eltérések feltárására is. A 6-3. ábra egyrészt azt mutatja be, hogy adott régióban megvalósult projektek összegéből mekkora rész eredményezett helyi (régió belüli) székhelyű cégeknél megrendeléseket, másrészt pedig azt, hogy a régió projektjei mely további régiók beszállítóinál okoztak szintén jelentős mértékű keresletnövekedést. Azaz például a megvalósítási hely szerint nyugat-dunántúli (összesen 155 milliárd forint támogatást elnyerő) projektek támogatástartalmának harmada került helyi beszállítókhöz, míg kb. 50 milliárd forint (szintén a támogatások mintegy harmada) közép-magyarországi székhelyű vállalatokhoz jutott. (Ezen kívül fontos megjegyezni, hogy a források érdemi részét, átlagosan 17 százalékát költötték el közvetlenül külföldi beszállítóknál a kedvezményezettek.)

Az eredmények alapján elmondható, hogy a közép-magyarországi régió kivételével a projektek beszállítóinak kb. harmada helyi vállalkozás volt. Saját régiójukon kívül a beruházások elsősorban a közép-magyarországi régióban támasztottak jelentős pótlólagos keresletet. Ha ezt a teljes, meghatározó közép-magyarországi túlsúlyt mutató eloszlású vállalati kör fényében értékeljük, látható, hogy a támogatott projektek a teljes vállalati kör régióba eső hányadánál nagyobb arányban szerződtek helyi cégekkel. A gazdaságilag fejlettebb és termelésileg diverzifikáltabb közép-magyarországi régió irányába támasztott jelentős kereslet azt jelzi, hogy a helyi gazdaság célul tűzött élénkítésének az adott régió jelenlegi termelési szerkezete természetes korlátját képezi.

## 7. A 2017. ÉS 2018. ÉVI ÁTLAGOS FOGYASZTÓIÁR-INDEX FELBONTÁSA

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

	Inflációs hatás 2017-re			Inflációs hatás 2018-ra		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Piaci	0,8	1,4	2,2	0,7	1,7	2,4
Indirekt adók és intézkedések	0,2	-0,2	0,0	0,2	-0,2	0,0
<b>Infláció</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>2,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,5</b>

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

Forrás: MNB

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

	2017					2018				
	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó Indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő Indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó Indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő Indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	0,2	0,0	3,5	-1,1	2,6	0,9	0,0	3,3	-0,1	4,1
nem feldolgozott	-1,6	0,0	4,9	-2,5	0,8	-0,4	0,0	5,7	-0,4	4,9
feldolgozott	1,0	0,0	3,0	-0,5	3,5	1,5	0,0	2,2	0,0	3,7
Ipari termékek	0,2	0,0	0,5	0,0	0,7	0,4	0,0	0,9	0,0	1,3
tartós	-0,4	0,0	0,1	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,3	0,0	0,2
nem tartós	0,4	0,0	0,7	0,0	1,1	0,5	0,0	1,2	0,0	1,7
Piaci szolgáltatások	1,0	0,0	1,5	-0,2	2,3	0,5	0,0	2,2	-0,6	2,1
Piaci energia	1,0	0,0	5,1	0,0	6,1	6,8	0,0	0,0	0,0	6,8
Alkohol, Dohány	0,3	0,6	2,2	1,7	4,8	1,3	2,1	1,7	0,0	5,1
Üzemanyag	5,9	1,7	1,2	-1,5	7,3	2,0	-0,5	2,7	0,0	4,2
Szabályozott árak	0,2	0,0	0,1	0,0	0,3	-0,3	0,0	1,0	0,0	0,7
<b>Infláció</b>	<b>0,8</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,5</b>
Maginfláció	0,6	0,1	1,5	0,1	2,3	0,8	0,3	1,6	-0,2	2,5

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

Forrás: MNB



## ÁBRÁK ÉS TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE

## Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája .....	11
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása .....	11
1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója .....	12
1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája .....	15
1-5. ábra: Hozzájárulás a GDP éves változásához .....	16
1-6. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként .....	16
1-7. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása .....	16
1-8. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában .....	17
1-9. ábra: Az exportpiaci részesedés változása .....	17
1-10. ábra: A munkatermelékenység éves változása .....	18
1-11. ábra: Foglalkoztatási, aktivitási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban .....	19
1-12. ábra: A munkaerőköltség és a bruttó átlagkereset éves változása a versenyszférában .....	19
1-13. ábra: A versenyszféra fajlagos nominális munkaerőköltség növekedésének felbontása .....	20
1-14. ábra: A demográfia és egyéb tényezők hatása az aktivitás változására .....	21
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre .....	24
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre .....	24
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....	25
3-1. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban .....	26
3-2. ábra: GDP éves változása egyes feltörekvő gazdaságokban .....	26
3-3. ábra: Globális inflációs folyamatok .....	27
3-4. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása .....	27
3-5. ábra: Inflációs várakozások és hosszú hozamok az eurozónában és az USA-ban .....	28
3-6. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása .....	28
3-7. ábra: A GDP éves változása az eurozónában .....	29
3-8. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása .....	29
3-9. ábra: GDP éves változása Kelet-Közép-Európában .....	30
3-10. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások .....	30
3-11. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás .....	31
3-12. ábra: A gazdasági növekedés alakulása a régióban és a balti országokban .....	32
3-13. ábra: Fogyasztási csoportok éves változása .....	32
3-14. ábra: A háztartások megtakarítása és vagyona .....	32
3-15. ábra: A beruházások éves változásának felbontása .....	33
3-16. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása .....	33
3-17. ábra: Az újjalaképítések és építési engedélyek alakulása .....	33
3-18. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása .....	34
3-19. ábra: Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban .....	35
3-20. ábra: Beveridge-görbe alakulása .....	35
3-21. ábra: A munkaerőköltség, a bérek, valamint a termelékenység százalékos éves változása 2017 első három negyedében .....	36
3-22. ábra: Az egy alkalmazottra jutó munkaerőköltség változása a közép-európai régió gazdaságainak versenyszférájában .....	37
3-23. ábra: A bérhányad alakulása Magyarországon .....	37
3-24. ábra: Az eurozóna és a régiós országok kibocsátási részének alakulása .....	38
3-25. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv .....	38
3-26. ábra: A 2014–2020-as uniós programozási periódus innovatív szektorokat támogató előirányzatai a teljes támogatás százalékában .....	39

3-27. ábra: A GDP-arányos K+F kiadások az Európai Unióban (bal panel) és a K+F kiadások és a szabadalmak száma közötti kapcsolat (jobb panel) (2015) .....	40
3-28. ábra: Az üzleti célú K+F kiadások a vállalatméret és a források típusa szerint a GDP százalékában (2015).....	40
3-29. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereseteinek éves változása .....	41
3-30. ábra: A fajlagos munkaerőköltség éves változásának dekompozíciója .....	42
3-31. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók .....	42
3-32. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása .....	42
3-33. ábra: Piaci szolgáltatások árváltozása .....	43
3-34. ábra: Inflációs várakozások a régióban .....	43
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői .....	44
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása .....	44
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya.....	45
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása .....	45
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása .....	45
4-6. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban .....	46
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben .....	46
4-8. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára .....	47
4-9. ábra: Az előretékintő reálkamatlábak alakulása .....	47
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei .....	48
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása .....	48
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint .....	49
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása.....	49
5-5. ábra: A bruttó külső adósság alakulása .....	49
5-6. ábra: A hazai GDP és GNI eltéréseinek dekompozíciója (a GDP százalékában) .....	50
5-7. ábra: A GDP és GNI éves reálnövekedése .....	51
5-8. ábra: GDP-GNI eltérés a régióban (a GDP százalékában) .....	52
5-9. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása .....	53
5-10. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása .....	54
5-11. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása .....	55
5-12. ábra: A fiskális keresleti hatás .....	56
5-13. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretékintve változatlan, 2016. végi árfolyamon számítva .....	58
6-1. ábra: A támogatások eloszlása a kedvezményezettek és a beszállítók nemzetgazdasági ága szerint .....	59
6-2. ábra: Adott régióban megvalósított projektek támogatástartalma (GOP/ROP) .....	60
6-3. ábra: Adott régióban megvalósított projektek összegéből helyi beszállítókhöz kerülő arány, illetve a régió kívüli beszállítóknál okozott kereslet összege .....	61

## Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei .....	12
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása .....	13
1-3. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest .....	22
1-4. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	23
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	55
5-2. táblázat: A 2017. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest) .....	56
5-3. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2017. évi költségvetési törvény előirányzataitól .....	57
5-4. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2018. évi költségvetési törvény előirányzataitól .....	57
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódo hatásra (százalékpont, illetve százalék) .....	62
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódo és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék) .....	62



# Hunyadi Mátyás

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

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

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

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

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

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

## **INFLÁCIÓS JELENTÉS**

**2017. december**

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

