



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2019
MÁRCIUS

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2019
MÁRCIUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

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

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

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

Az elemzés Virág Barnabás, Monetáris politikáért és közgazdasági elemzésekért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt készült. A jelentés elkészítésében a Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés, a Költségvetési és versenyképességi elemzések, a Pénzügyi rendszer elemzése és a Strukturált finanszírozás stratégiai 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 2019. március 21-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

Tartalom

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	11
1.1. Inflációs előrejelzésünk	11
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	15
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk	23
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	29
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	31
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése	31
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése	38
3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség	42
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	45
3.5. Költségek és infláció	46
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	51
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	51
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	53
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	56
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	56
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	58
5.3. Költségvetési folyamatok	60
6. Kiemelt témák	66
6.1. Nemkonvencionális eszközök jövője a nemzetközi jegybanki gyakorlatban	66
6.2. A 2018-as évre adott jegybanki előrejelzések értékelése	71
7. A 2019. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	76
Ábrák és táblázatok jegyzéke	77

Keretes írások jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink	13
1-2. keretes írás: A nemzetközi konjunktúra alakulása és a globális növekedési kilátásokat övező kockázatok	20
1-3. keretes írás: A Növekedési Kötvényprogram (NKP)	27
3-1. keretes írás: A vállalati dualitás szerepe a bérek növekedésében	43
3-2. keretes írás: Év eleji átárazások alakulása a piaci szolgáltató szektorban	49
5-1. keretes írás: A Kormány demográfiai intézkedéscsomagjának költségvetési és hitelezési hatásai	64

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) egyetlen horgonya az infláció, elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. Az éves fogyasztóiár-index 2018 közepe óta folyamatosan 3 százalék körül ingadozik és az adószűrt maginfláció 2019 elején 3 százalékra emelkedett, így az MNB elérte inflációs célját. Az infláció alakulását meghatározó tényezőkben kettősség figyelhető meg. A változatlanul élénk belső kereslet emeli, míg a romló külső konjunktúra fékezi az áremelkedés ütemét. Ennek az árstabilitás fenntartására gyakorolt hatását a Monetáris Tanács a monetáris politika 5-8 negyedéves horizontján értékeli.

A világgazdaság bővülése 2018 negyedik negyedévében is folytatódott, de az elmúlt időszakban a növekedési kilátások jelentősen romlottak. A kelet-közép-európai régió a következő negyedévekben is változatlanul az Európai Unió növekedési centruma. A globális infláció az elmúlt hónapokban újból csökkenő tendenciát mutatott.

2018 negyedik negyedévében a lefelé mutató gazdasági kockázatok erősödése mellett folytatódott a világgazdaság bővülése. Az elmúlt év utolsó negyedévében az Egyesült Államok GDP-jének növekedése tovább gyorsult, miközben a kínai gazdaságé enyhén lassult. Az elmúlt hónapokban ugyanakkor többnyire lassuló konjunktúrára utaló adatok érkeztek. Az eurozóna gazdasági bővülése mérséklődött, emellett a növekedési kilátásait illetően a lefelé mutató kockázatok erősödtek. A korábbi évekhez hasonlóan ismét a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió növekedési centrumának. A régió GDP-jének növekedése 2,5 százalékponttal haladta meg az eurozóna bővülését.

A világgazdasági olajárak – elsősorban a kínai oldali fejlemények következtében – emelkedtek, ugyanakkor a globális infláció az elmúlt hónapokban csökkenő tendenciát mutatott. Az eurozónában a romló konjunktúrával összhangban a 2 százalékos jegybanki cél alatt alakult az infláció, miközben a maginfláció is visszafogott árdinamikát mutatott. A régió országaiban – Lengyelország kivételével – növekedett az infláció.

A világgazdaság növekedését övező bizonytalanságok és a lefelé mutató inflációs kockázatok erősödése következtében a globálisan meghatározó jegybankok óvatosabbá váltak.

A Federal Reserve (Fed) decemberben folytatta a fokozatos kamatemeléseket, miközben a jegybanki kommunikáció óvatosabbá vált. A döntéshozók márciusban bejelentették a mérlegcsökkentés fokozatos leállítását. Ennek következtében a jegybankmérleg 2019 szeptembere után lényegében nem csökken tovább. Sem a döntéshozók előrejelzése, sem a piaci árazások alapján idén nem várható kamatemelés. Az Európai Központi Bank (EKB) módosította az előretekintő iránymutatását, ezáltal az első kamatemelés időpontja későbbre tolódott. Az irányadó ráták legalább 2019 végéig, illetve szükség esetén azt követően is a mostani szinteken maradnak. Emellett az EKB a monetáris politikai transzmisszió hatékonyságának javítása és a kedvező banki hitelezési feltételek megőrzése érdekében elindítja a célzott, hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek új sorozatát (TLTRO-III). Ennek következtében a jegybankmérleg nagysága várhatóan hosszabb ideig nem változik érdemben. Az első kamatemelés későbbre tolódása és a megváltozó mérlegpolitika eredményeként a laza monetáris kondíciók az eurozónában is tovább maradnak fenn. A cseh, a lengyel és a román jegybank nem változtatott a monetáris kondíciókon az elmúlt negyedévben. A régiós országokban a várt kamatpályák lefelé tolódtak.

A romló konjunkturális kilátások ellenére az elmúlt hónapokban javult a pénzpiaci hangulat, amelynek hatása mind a fejtett, mind a feltörekvő kötvény- és részvénypiacokon érezhető volt.

Az elmúlt időszakban javult a pénzpiaci hangulat, amit a korábban vártnál ismét lazább irányba mozgó jegybanki politikák mellett több egyedi kockázati tényező mérséklődése támogatott. Utóbbiak közül elsősorban az Egyesült Államok és Kína közötti kereskedelmi tárgyalások kedvező fejleményei voltak meghatározók. 2018 végén még folytatódott a fejtett és feltörekvő kötvénypiacokról a tőke kivonás, ugyanakkor ennek iránya a kedvezőbbé váló pénzpiaci hangulattal összhangban január elején megfordult. A fejtett országok tőzszeindexei számottevően emelkedtek az időszak során: a december végéig tartó részvénypiaci visszaesést januártól gyakorlatilag folyamatos emelkedés követte, amivel párhuzamosan a részvénypiacok volatilitása is jelentős mértékben csökkent.

A kedvező gazdasági folyamatokat és az ország sérülékenységének csökkenését igazolta vissza, hogy az elmúlt negyedévben két nemzetközi hitelminősítő is javította hazánk adósságbesorolását. A hosszú hozamok mérséklődésének hatására a hazai állampapírpiazi és bankközi hozamgörbék laposabbá váltak.

Az éven belüli hozamok lényegében nem változtak, ugyanakkor a középső és főként a hosszú szakaszon jelentősen mérséklődő hozamok eredményeként a hazai bankközi és az állampapírpiazi görbe is laposabbá vált. Az időszak során a forint a régiós devizákat meghaladó mértékben erősödött az euróval szemben. A kedvező gazdasági folyamatoknak és az ország sérülékenysége csökkentésének elismerése volt, hogy az S&P és a Fitch Ratings nemzetközi hitelminősítők Magyarország adósságbesorolását egyaránt a „BBB-” fokozatról „BBB” szintre javították.

Az MNB elérte az inflációs célját. A következő negyedévekben az infláció a 3 százalékos jegybanki cél körül ingadozik. Az adószűrt maginfláció az őszi hónapokig tovább emelkedik, majd 2019 végétől mérséklődik.

Az infláció és az adószűrt maginfláció alakulását meghatározó tényezőkben kettősség figyelhető meg. A változatlanul élénk belső kereslet emeli, míg a romló külső konjunktúra fékezi az áremelkedés ütemét. Az éves fogyasztóiár-index 2018 közepe óta folyamatosan 3 százalék körül ingadozik és az adószűrt maginfláció 2019 elején 3 százalékra emelkedett, így az MNB elérte inflációs célját. Az inflációt ugyanakkor továbbra is változékony tételek befolyásolják, ezért a kilátások megítélésében nagyobb figyelmet kapnak a tartós tendenciákat megragadó alapfolyamat-mutatók. Az év eleji hónapokban a szolgáltatások széles körét érintő, a korábbi évekhez képest erősebb áremelkedés volt tapasztalható, ami az adószűrt maginfláció év eleji emelkedéséhez vezetett. Az adószűrt maginfláció az őszi hónapokig tovább emelkedik, majd 2019 végétől mérséklődik. Az EKB legújabb előrejelzése szerint a globális konjunktúra lassulása következtében az eurozóna inflációs alapfolyamatai várhatóan tartósan visszafogottak maradnak.

A gazdasági növekedés 2019-től fokozatosan lassul, ugyanakkor továbbra is élénk marad. A hitelpiacok folytatódó dinamikus bővülésével a beruházási ráta magas szinten stabilizálódik, míg a reáljövedelmek emelkedése hozzájárul a lakossági fogyasztás és megtakarítások további erősödéséhez. A hosszú távú, fenntartható növekedés szempontjából azonban egyre nagyobb hangsúlyt kap a versenyképesség strukturális intézkedésekkel történő javítása.

A gazdasági növekedés alakulásában a következő években is markáns szerepe lesz az erősödő belső keresletnek. A hitelpiacok folytatódó dinamikus bővülésével a beruházási ráta magas szinten stabilizálódik, míg a reáljövedelmek emelkedése hozzájárul a lakossági fogyasztás és megtakarítások további erősödéséhez. 2019-ben a beruházások növekedése mindhárom szektorban (vállalatok, állam és háztartások) jellemző marad. Ugyanakkor 2020-tól a magánberuházások további növekedése mellett a magas bázist követően a kormányzati beruházások mérséklődése várható. Az uniós források effektív felhasználása 2019-ben tetőzik, majd fokozatosan csökken. A gyengülő külpiazi – elsősorban európai – kereslet miatt a hazai export 2019-ben elmaradhat a korábban prognosztizált pályától. Ugyanakkor az ipari ágazatok széles körét érintő új exportkapacitások kiépülésével és a szolgáltatásexport további dinamikus bővülésével összhangban az exportpiazi részesedésünk fokozatosan javul az előrejelzési horizonton.

Folytatódhat a vállalati és a háztartási hitelezés dinamikus bővülése az előrejelzési horizonton.

2018-ban a vállalati hitelezés 14 százalékkal, míg a lakossági hitelállomány 5 százalékot meghaladó mértékben növekedett éves összevetésben. A kkv-szektor hitelállománya továbbra is dinamikus, közel 12 százalékkal bővült. A lakossági szegmenst mérséklődő kamatkockázat jellemezte. Év végére az új lakáshiteleket szinte kizárólag éven túli kamatfixálás mellett nyújtották, amelyen belül az 5 éven túl fixált kamatozású hitelek aránya 60 százalék fölé emelkedett. Utóbbiak térnyerésében a banki forrásköltségek mérséklését célzó jegybanki programok mellett a Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitelek növekvő piaci részesedése, valamint a kamatrögzítési periódusok szerint differenciált jövedelemarányos törlesztőrészlet mutató előírás is fontos szerepet játszott. A következő években a hitelezés további emelkedése várható. A háztartási hitelállomány bővülésének üteme várhatóan tovább élénkül az előrejelzési horizonton.

A gazdaság külső finanszírozási képessége magas szinten stabilizálódik, miközben a folyó fizetési mérleg többlete 2020-tól ismét emelkedik. A tartós külső finanszírozási képességnek köszönhetően a gazdaság nettó külső adóssága 2021-re nulla közelébe csökken.

A külkereskedelmi egyenleg mérséklődével a folyó fizetési mérleg többlete 2018-ban és 2019-ben csökken. Alacsonyabb nettó export irányába mutat a lassuló külső kereslet mellett a belföldi felhasználás általános emelkedése is. Az ország külső

finanszírozási képessége a teljes előrejelzési horizonton stabilan a GDP 2,3 százaléka körül alakul. Az alacsonyabb külkereskedelmi egyenleg hatását nagyrészt ellensúlyozza a főként a tőkemérleget érintő növekvő EU-transzfer felhasználás. Az új kapacitások kiépülésének köszönhetően az ismét emelkedő külkereskedelmi többlet 2020-ban és 2021-ben a folyó fizetési mérleg újbóli javulásához vezet. Az ország finanszírozási képességnek fennmaradásával folytatódik a külső adósságráták mérséklődése, amivel párhuzamosan a nettó külső adósság 2021-re nulla közelébe csökkenhet.

A költségvetés 2018. évi hiánya az előzetes pénzügyi számla adatok szerint a GDP 2,2 százaléka volt, ami kismértékben alacsonyabb a 2,4 százalékos törvényi előirányzatnál. 2019-ben a hiány az 1,8 százalékos törvényi előirányzatnál kismértékben alacsonyabban alakulhat, majd 2020-ban is hasonló mértékű hiány várható. Az államadósság-ráta 2018-ban 2,5 százalékponttal 70,9 százalékra csökkent. A magyar és európai uniós költségvetési szabályokkal összhangban az adósság mérséklődése a teljes előrejelzési horizonton folytatódik.

A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik.

A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alappályája körül két alternatív forgatókönyvet emelt ki. A magasabb bérnövekedéssel és dinamikus fogyasztásbővüléssel számoló alternatív pálya esetében a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappálya-előrejelzésnél. Az eurozónát érintő növekedési kockázatok erősödését bemutató scenárió megvalósulása az alappályához képest alacsonyabb inflációs pályát és visszafogottabb növekedést eredményez. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további kockázatként a lazább külső monetáris politikai környezetet, a fogyasztásbővülés nagyobb inflációs hatását, valamint a versenyképességi reformok megvalósulását valószínűsítő forgatókönyveket tárgyalta.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

	2018	2019	2020	2021
	Tény		Előrejelzés	
Infláció (éves átlag)				
Maginfláció ¹	2,5	3,8	3,4	3,0
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	2,4	3,4	3,2	3,0
Infláció	2,8	3,1	3,1	3,0
Gazdasági növekedés				
Háztartások fogyasztási kiadása	5,3	3,7	3,2	2,9
Kormányzat végső fogyasztása	0,0	0,7	1,1	0,6
Állóeszköz-felhalmozás	16,5	9,7	2,7	2,0
Belföldi felhasználás	7,0	4,6	2,6	2,2
Export	4,7	5,6	6,3	6,3
Import	7,1	6,6	5,9	5,7
GDP	4,9	3,8	3,2	3,0
Munkatermelékenység ⁶	2,7	2,7	2,8	2,9
Külső egyensúly²				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	0,6	0,2	0,4	0,9
Külső finanszírozási képesség	2,3	2,3	2,3	2,3
Államháztartás^{2,5}				
ESA-egyenleg	-2,2	(-1,5) – (-1,6)	(-1,4) – (-1,6)	(-1,5) – (-1,7)
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ³	11,1	9,2	7,2	7,5
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,1	0,5	0,3	0,0
Versenyszféra bruttó átlagkereset ³	10,5	9,0	8,1	8,0
Versenyszféra foglalkoztatottság	1,3	0,9	0,4	0,2
Munkanélküliségi ráta	3,7	3,6	3,5	3,4
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	5,3	4,8	3,2	3,4
Lakossági reáljövedelem ⁴	6,8	3,4	3,0	2,8

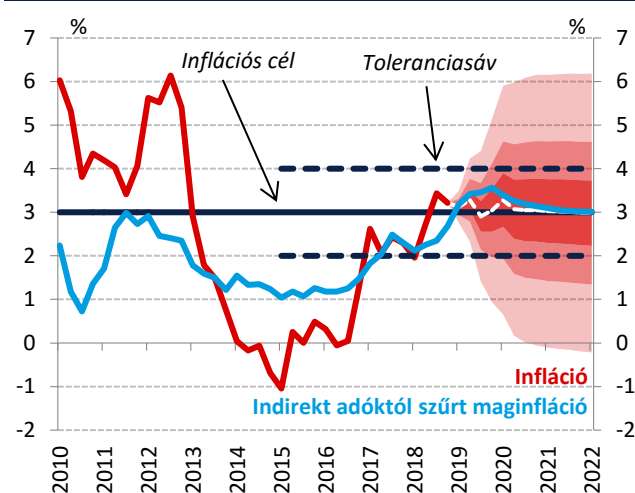
¹ Szezonálisan igazított adatok alapján.² A GDP arányában.³ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan, szintadatokból számolva.⁴ MNB-becslés.⁵ Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül alakulhat ki. A 2018. évi ESA-egyenleg az előzetes pénzügyi számla adatokban szereplő államháztartás nettó finanszírozási igényét mutatja.⁶ Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

1.1. Inflációs előrejelzésünk

Az éves fogyasztóiár-index 2018 közepe óta folyamatosan 3 százalék körül ingadozik, és az adószűrt maginfláció 3 százalékra emelkedett, így az MNB elérte inflációs célját. Aktuális előrejelzésünk szerint az infláció rövid távon változékonny marad, és értéke továbbra is a 3 százalékos inflációs cél körül ingadozik. A fogyasztóiár-index márciusban tovább emelkedik, majd a nyári hónapokban ismét 3 százalék alá csökken. Az adószűrt maginflációt meghatározó tényezők alakulásában kettősség figyelhető meg. Rövid távon a mutató az élénk belső kereslet következtében tovább emelkedik, azonban ezt a folyamatot egyre inkább visszafogja a romló külső – főként európai – konjunktúra dezinflációs hatása. 2019 végétől a feldolgozott élelmiszerek idei áremelkedésének kufutásával, a tartósan visszafogott külső inflációs környezet mellett az adószűrt maginfláció fokozatosan 3 százalék közelébe mérséklődik.

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



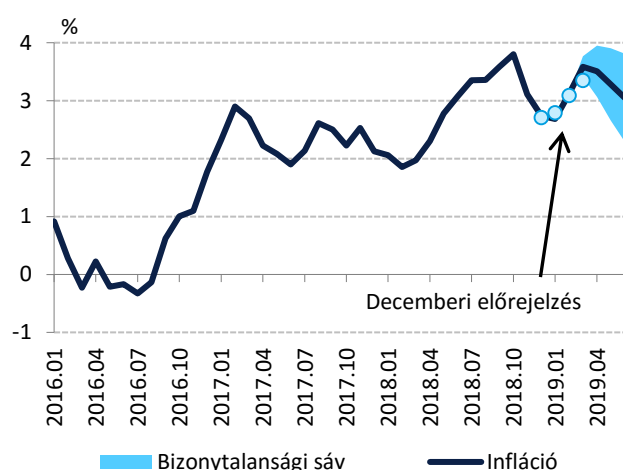
Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

Az éves fogyasztóiár-index 2018 közepe óta folyamatosan 3 százalék körül ingadozik, és az adószűrt maginfláció 3 százalékra emelkedett, így az MNB elérte inflációs célját. Aktuális előrejelzésünk szerint **rövid távon fennmarad az infláció** elmúlt hónapokban megfigyelhető, főként az üzemanyagárak ingadozásához köthető **változékonysága**, és a mutató továbbra is az inflációs cél körül ingadozik (1-1. ábra). A fogyasztóiár-index márciusban tovább emelkedik, majd az üzemanyagokhoz köthető bázishatások következtében a nyári hónapokban 3 százalék alá csökken (1-2. ábra).

Az indirekt adóktól szűrt maginfláció 2019 első negyedében enyhén meghaladja a 3 százalékot, és az idei év során az élénk lakossági fogyasztás következtében **tovább emelkedik**. Az erős belső kereslet növeli a vállalatok árazási mozgásterét, ami az árdinamika emelkedését okozhatja. A versenyszféra termelékenység-növekedést meghaladó bérezésének inflációs hatását mérsékli a vállalatokat terhelő szociális hozzájárulási adó további csökkentése. **A várhatóan továbbra is erős belső kereslet mellett rövid távon az adószűrt maginfláció emelkedik, azonban az áremelkedést 2019 második felétől egyre inkább fékezi a mérsékelt külső infláció.** Az adószűrt maginfláció idén enyhén magasabban alakul decemberi prognózisunknál. Az eltérést a piaci szolgáltatásokat érintő korábbi várakozásainknál magasabb év eleji átárazás és a feldolgozott élelmiszerek magasabb árdinamikája okozza. 2019 végétől a feldolgozott élelmiszerek idei áremelkedésének kufutásával, tartósan visszafogott külső inflációs környezet mellett **az adószűrt maginfláció fokozatosan 3 százalék közelébe mérséklődik.**

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

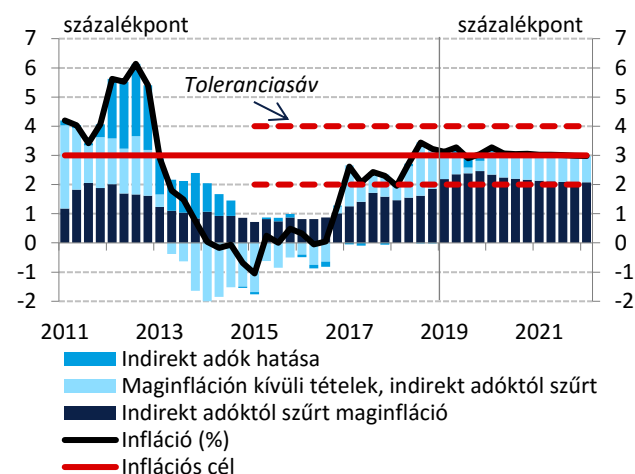


Megjegyzés: Éves változás. A bizonytalansági sáv a korábbi évek előrejelzési hibájának szórását mutatja.

Forrás: KSH, MNB

A hazai áremelkedés ütemét visszafogja a mérsékelt külső infláció. Az EKB legfrissebb előrejelzésében a mérsékeltbb nemzetközi konjunktúra miatt az inflációra és a maginflációra vonatkozó prognózisát is lefelé módosította a teljes, 2021-ig tartó előrejelzési horizonton. **Az eurozóna**

1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: KSH, MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

		2018	2019	2020	2021
Indirekt adóktól szűrt maginfláció		2,4	3,4	3,2	3,0
Magainfláció		2,5	3,8	3,4	3,0
Magainfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	6,9	7,8	3,2	3,6
	Járműüzemanyag és piaci energia	8,2	-1,1	3,5	3,1
	Szabályozott árú termékek	0,1	0,7	1,9	2,6
	Összesen	3,6	1,6	2,6	2,9
Infláció		2,8	3,1	3,1	3,0

Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: MNB

inflációs alapfolyamatai a korábban vártnál lassabban emelkednek, és a teljes infláció az elkövetkező években is az EKB inflációs célja alatt marad.

Az indirektadó-változások 2019-ben és 2020-ban enyhén emelik az inflációt (1-3. ábra). 2019 júliusában érvénybe lép a dohánytermékeket érintő, 2018 szeptemberében kezdődött jövedékiadó-emelés utolsó szakasza, melynek keretében az első két lépésben (2018. szeptember, 2019. január) megvalósult adóemeléshez hasonló, korábbi években tapasztaltnál gyorsabb begyűrűzésre számítunk.

A maginfláción kívüli tételek esetében az idei évben mérsékelt, míg a következő években fokozatosan gyorsuló árdinamikára számítunk (1-1. táblázat). Az üzemanyagok inflációja – a tavaly októberi 16 százalékról – rövid távon átmenetileg negatív tartományba süllyed, majd a 2018. végi és idén év eleji árcsökkenés hatásainak kifutását követően 2020 elejétől 3 százalék körül alakul. A Brent nyersolaj határidős jegyzésai magasabban alakulnak decemberi feltevéssünkhöz képest, így az idei és a jövő évre vonatkozóan enyhén magasabb üzemanyagár-dinamikára számítunk korábbi prognózisunknál. A szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizont végéig, a nem-energia jellegű szabályozott árak esetében mérsékelt árdinamikára számítunk. Összességében a költséghatások kifutásával 2020 közepétől a maginfláción kívüli tételek árdinamikája 3 százalék körül alakul.

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink

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

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2019		2020		2021		Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	2019	2020	2021
EUR/USD	1,14	1,14	1,14	1,13	1,14	1,13	0,0%	-0,1%	-0,1%
Olajár (USD/hordó)	61,1	65,0	61,2	65,1	61,2	65,1	6,5%	6,4%	6,4%
Olajár (EUR/hordó)	53,8	57,3	53,9	57,4	53,9	57,4	6,5%	6,4%	6,5%
Élelmiszerárak									
Búza (USD/véka)	5,31	5,11	5,75	5,44	5,99	5,67	-3,7%	-5,4%	-5,3%
Kukorica (USD/véka)	3,87	3,87	4,12	4,12	4,23	4,22	0,0%	0,0%	-0,2%
Eurozóna inflációja (%)	1,6	1,2	1,7	1,5	1,8	1,6	-0,4 szp.	-0,2 szp.	-0,2 szp.
Eurozóna maginflációja (%)	1,4	1,2	1,6	1,4	1,8	1,6	-0,2 szp.	-0,2 szp.	-0,2 szp.
Felvetőpiacaink növekedése*(%)	2,4	2,1	2,3	2,2	2,2	2,2	-0,3 szp.	-0,1 szp.	0 szp.

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

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

A tavalyi év végén és az idei év elején **folytatódott az olaj világgpiaci árának változékony alakulása. 2018 decemberének második felében** a Brent nyersolaj hordónkénti ára **60 dollárról 50 dollárra csökkent**, amit az idei év első heteiben az árak emelkedése követett, **március közepére 65-70 dolláros sávba emelkedtek az olajárak.** Az árak a globális konjunktúra lassulása és a jövőbeli növekedést érintő kockázatok felerősödése következtében csökkentek, amit az idei év elején azonban már ellensúlyozott az OPEC+ megállapodásban foglalt kitermeléscsökkentés életbe lépésének hatása. Az egyezményben részt vevő tagállamok a túlkínálat megszüntetése érdekében december elején a kitermelés napi 1,2 millió hordóval való visszafogásáról állapodtak meg. A megállapodás résztvevői a vállalásaikat nagy arányban teljesítették. A vállalások teljesítése mellett az olajárak márciusi emelkedését támogatta az is, hogy az OPEC törölte az áprilisra beütemezett ülését, így a termeléscsökkentési kvóták első felülvizsgálatára legkorábban júniusban kerülhet sor. Ennek hatását az Egyesült Államok továbbra is dinamikus emelkedő palaolaj-kitermelése csak részben tudta ellensúlyozni, így az olajkínálat összességében csökkent, ezzel az árak emelkedését eredményezve. Az árak jövőbeli alakulását érdemi bizonytalanság övezi, a Consensus Economics márciusi felmérése alapján a szakértői előrejelzések az idei évre vonatkozóan 55 és 80 dollár – euróban kifejezve 48,1 és 70 – között szóródnak. Az olajárak alappályában feltételezett alakulását kétirányú kockázatok övezik. Az árak emelkedését okozhatja az Iránnal szembeni szankciók alóli felmentések 2019. májusi lejáratára és az Egyesült Államok palaolaj-kitermelését és -szállítását övező kapacitáskorlátok. Ezzel szemben a globális konjunktúra alakulására vonatkozó kockázatok a kereslet mérséklődésén keresztül az alacsonyabb olajárak irányába hatnak. **A hazai üzemanyagárak alakulása szempontjából meghatározó euróban kifejezett olajárak a decemberi feltevésünkhöz képest emelkedtek. Az EUR/USD keresztárfolyamra vonatkozó feltevésünk a decemberi prognózisunkhoz képest érdemben nem változott.**

Az Európai Központi Bank legfrissebb előrejelzésében továbbra is az inflációs céljától elmaradó árdinamikát prognosztizál a teljes előrejelzési horizonton. Az EKB által előrejelzett tartósan alacsony infláció oka a maginfláció teljes előrejelzési horizonton alacsonyabb pályája, valamint 2019-2020-ra vonatkozóan az olajárak 2018-as szinthez viszonyított jelentős csökkenése. Az előrejelzési horizonton az eurozóna inflációja a 2019-ben 1,2 százalékra prognosztizált mértékről 2020-ban 1,5%-ra, 2021-ben 1,6%-ra emelkedik, és a teljes időszakon elmarad az EKB inflációs céljától.

Decemberi feltevéseinkhez képest rövid távon a külső kereslet visszafogottabb bővülésére számítunk. A globális konjunktúra általános lassulása mellett főbb külkereskedelmi partnereink kedvezőtlenebb ipari teljesítménye visszafogottabb európai konjunktúrát vetít előre. Az európai közép- és hosszú távú növekedési kilátásokat lefelé mutató kockázatok övezik: a kereskedelmi feszültségek kiéleződése, a kínai autóeladások visszaesése, a globális járműipari trendek megváltozása, a strukturális problémák eskalálódása, illetve az Egyesült Királyság EU-ból való kilépésének tisztázatlan folyamata.

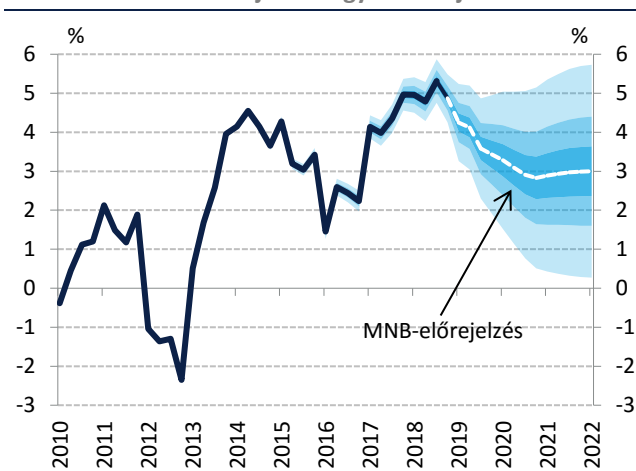
A határidős jegyzések alapján **a búza esetében a decemberi Inflációs jelentés feltevésénél alacsonyabb, a kukorica tekintetében hasonló áremelkedés várható.**

A februárban bejelentett **demográfiai intézkedéscsomag** a decemberi Inflációs jelentéshez képest a teljes horizonton növeli a költségvetési kiadásokat. Az intézkedések költségvetési hatása az idei évben a GDP 0,1 százaléka, majd 2020-ban és 2021-ben 0,4 százalék körül alakul. A decemberi Inflációs jelentéshez képest ugyanakkor a hiánypálya nem változik érdemben, mivel mérséklődnek az állami felhalmozási kiadások, illetve **az adóbevételek is a korábban vártnál dinamikusabban növekednek.**

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

A tavalyi kiemelkedő növekedést fokozatos lassulás követi, ugyanakkor a 2019. évi növekedés továbbra is élénk maradhat. A hazai növekedésben a következő években továbbra is a belső kereslet szerepe lesz a meghatározó. A fogyasztás bővülését egyaránt támogatják a kedvező jövedelmi alapfolyamatok, a magas nettó pénzügyi vagyon és fogyasztói bizalom, az élénk hitelpiac, a családtámogatási programok, valamint a lakáspiac fellendülésének másodkörös hatásai. A magánberuházások elsősorban a vállalati hitelpiac dinamikus bővülésével összhangban levő, élénk vállalati beruházásoknak köszönhetően a teljes előrejelzési horizonton emelkednek. A magas kapacitáskihasználtság, a feszes munkaerőpiac, a vállalati nagyberuházások, valamint a kormányzati programok által támogatott lakáspiac élénkülése is hozzájárul a beruházások bővüléséhez. A magas bázishoz képest a kormányzati beruházások 2020-2021-ben mérséklődnek. Fő külkereskedelmi partnereink mérsékeltebb növekedési kilátásai és a német járműipar visszafogott teljesítménye következtében a hazai export 2019-ben elmaradhat a korábban feltételezett pályától. Ugyanakkor az új exportkapacitások kiépülésével és a szolgáltatásexport dinamikus bővülésével összhangban a hazai kivitel stabilan növekszik az előrejelzési horizonton, ami exportpiaci részesedésünk további javulását okozza. A gazdaság hosszú távú, fenntartható növekedése szempontjából egyre nagyobb hangsúlyt kap a versenyképesség strukturális eszközökkel történő célzott javítása.

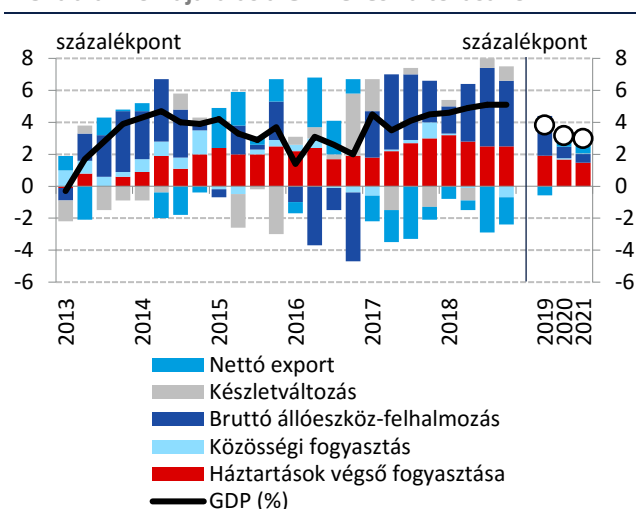
1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

1-5. ábra: Hozzájárulás a GDP éves változásához



Forrás: KSH, MNB

2018 egészében a GDP érdemi, 4,9 százalékos növekedést mutatott fel az előző évhez képest.

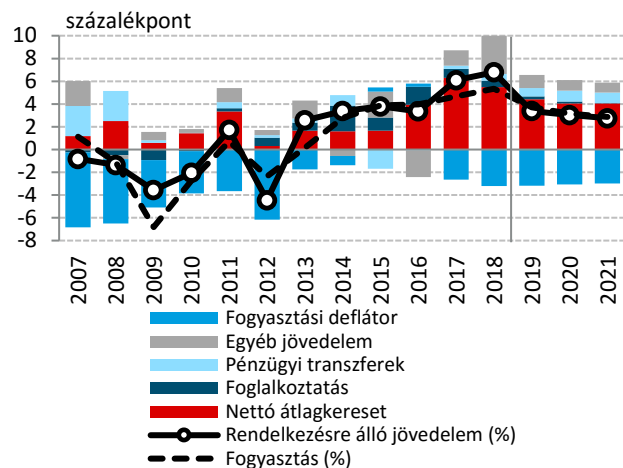
Várakozásaink szerint a tavalyi kiemelkedő növekedést fokozatos lassulás követi, ugyanakkor a 2019. évi növekedés továbbra is élénk lehet. Aktuális feltevéseink teljesülése mellett 2019-ben 3,8, 2020-ban 3,2, míg 2021-ben 3 százalékos bővülést prognosztizálunk (1-4. ábra). A gazdaság növekedésében továbbra is a belső kereslet szerepe lesz a meghatározó. A vállalati hitelpiac bővülésével összhangban a vállalati beruházások élénk ütemben növekednek, továbbá a kedvező jövedelmi alapfolyamatok továbbra is támogatják a fogyasztás emelkedését (1-5. ábra). 2020-tól a gazdasági növekedés üteme a reálbérek lassulásával, valamint a közösségi beruházások magas bázist követő csökkenésével párhuzamosan mérséklődik.

A lakossági fogyasztás bővülésének folytatódására számítunk az előrejelzésünkben.

A háztartások fogyasztási kiadásának növekedését érdemben támogatják a folytatódó erős béremelkedéssel és a foglalkoztatás bővülésével összefüggő kedvező jövedelmi alapfolyamatok (1-6. ábra). A fogyasztás bővüléséhez hozzájárul a korábban felhalmozott magas nettó pénzügyi vagyon és fogyasztói bizalom szint, az élénk lakossági hitelezés és a lakáspiaci élénkülés másodkörös hatásai is. A demográfiai folyamatok egyre effektívebb korlátot jelentenek a foglalkoztatásbővülés számára, emellett a következő években várható, a tavalyitól elmaradó adminisztratív béremelések a reál nettó keresettömeg dinamikájának mérséklődését eredményezik (1-7. ábra), így a lakossági fogyasztás bővülése élénk, ám némileg lassuló ütemben folytatódik.

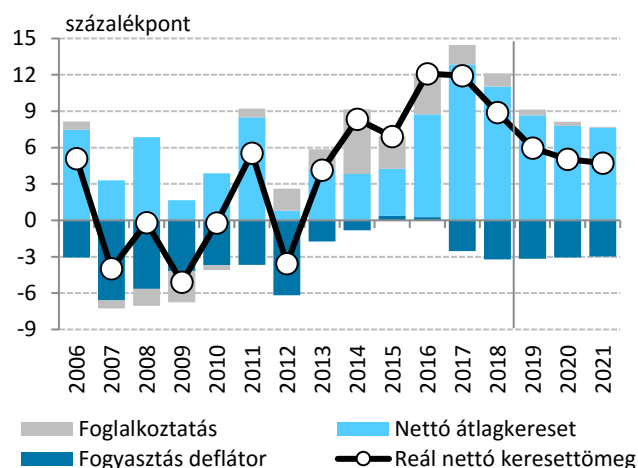
A lakossági fogyasztás és beruházás emelkedését továbbra is számottevően támogatja a bővülő háztartási hitelezés. Előretekintve folytatódik az új hitelszerződések bruttó volumenének dinamikus emelkedése. A bankok a kereslet

1-6. ábra: A lakosság reáljövedelmének alakulása



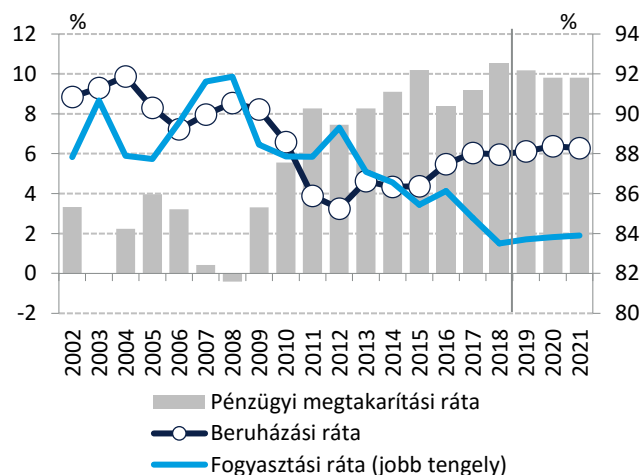
Megjegyzés: Éves változás. Forrás: MNB

1-7. ábra: A reál nettó keresettömeg alakulása



Megjegyzés: Éves változás. Forrás: MNB

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



Forrás: KSH, MNB

folytatólagos bővülésére számítanak mind a fogyasztási, mind pedig a lakáscélú hitelek esetében. Előrejelzésünkben rövid távon **a lakossági hitelezés további növekedésére számítunk, amit a háztartások jövedelmének tartós bővülése mellett a hitelfelvételi hajlandóság emelkedése is magyaráz.** 2019 második felétől a családtámogatási célokat szolgáló intézkedések a szabadfelhasználású, kedvezményes hitelekkel, valamint az otthonteremtési támogatás és hitelkeret jelentős bővítésével a fogyasztás, valamint a lakossági beruházások további emelkedését támogatják a teljes előrejelzési horizonton (részletesen lásd 5-1. keretes írás).

A jövedelmek bővülésével összhangban a **fogyasztás növekedése a termékcsoportok széles körében folytatódik** várakozásunk szerint. A szolgáltatások fogyasztásának növekedési üteme historikusan magasan alakult az idei évben, és előretekintve az aggregált fogyasztás bővülést tartósan meghaladó dinamikával emelkedik. A tartós és félig tartós termékek vásárlásának dinamikus bővülése a következő negyedévekben is folytatódik. Várakozásaink szerint **a szolgáltatások és a tartós termékek vásárlása továbbra is meghatározó marad a teljes lakossági fogyasztás növekedésében.**

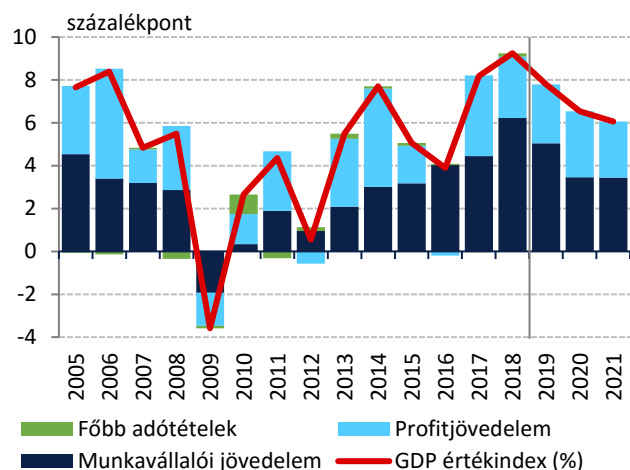
Az elkövetkező években a fogyasztás bővülése, valamint a rendelkezésre álló jövedelmek növekedési üteme egymással összhangban alakul, így a **fogyasztási ráta stabilizálódására számítunk.** A lakosság beruházási rátája az előrejelzési horizonton szintén nem változik érdemben, így a lakosság megtakarítási rátája a következő években a korábbi várakozásainkhoz képest magasabb lehet, és 10 százalékos körüli szinten stabilizálódhat (1-8. ábra).

Jövedelmi oldalról arra számítunk, hogy a munkavállalói jövedelem hozzájárulása a nominális GDP-növekedés nagyobb részét teszi ki 2019-ben, 2020-tól kezdődően pedig a munka- és profitjövedelmek közel megegyező mértékben támogatják a nominális GDP bővülését (1-9. ábra).

A nemzetgazdasági beruházások bővülésére számítunk a teljes előrejelzési horizonton. Prognózisunkban az idei évben a beruházások növekedéséhez mindhárom szektor beruházási aktivitásának emelkedése hozzájárul, ugyanakkor **2020-tól a kormányzati beruházások mérséklődése** visszafogja a nemzetgazdasági beruházások növekedési ütemét. Előretekintve a **nemzetgazdasági beruházási ráta folyamatosan 25 százalék felett alakul** (1-10. ábra).

A **vállalati szektor beruházási aktivitása kedvezően alakul, a vállalati hitelpiac** a kkv hitelállomány folytatódó kétszámjegyű bővülésével **a következő években is a**

1-9. ábra: A nominális GDP jövedelem oldali felbontása



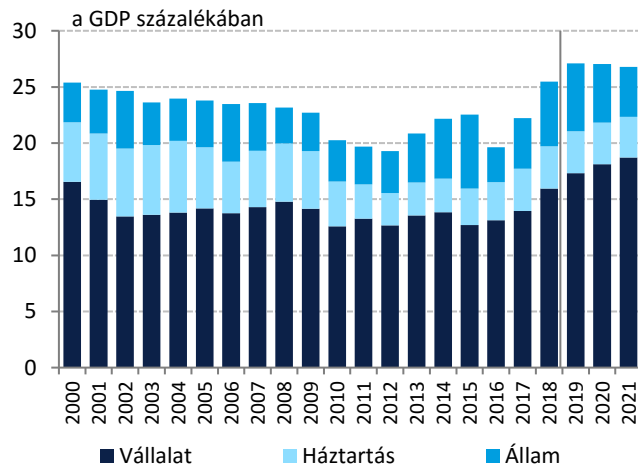
Megjegyzés: 2015-re az átlagos munkaerőköltség munkaügyi statisztikában mért növekedését használjuk fel a nemzeti számlákban kimutatott csökkenés helyett.

Forrás: KSH, MNB

növekedés egyik legfontosabb forrása marad (1-11. ábra). A vállalati hitelpiac bővülését érdemben támogatja a 2019 elején elindult Növekedési Hitelprogram Fix konstrukció, amit a jegybank idén július 1-jétől 300 milliárd forintos induló keretösszeggel kiegészít egy új monetáris politikai eszközzel, a Növekedési Kötvényprogrammal¹ (NKP) (ld. 1-3. keretes írás). Az NKP célzottan kívánja elősegíteni a hazai vállalati szektor finanszírozási szerkezetének diverzifikálását. A jegybank a program keretében nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott jó minőségű kötvényeket vásárol.

A vállalati beruházásokat a finanszírozási oldali folyamatok mellett támogathatja a belső kereslet emelkedése, az alacsony kamatkörnyezet, a magas kapacitáskihasználtság, illetve a feszes munkaerőpiac. A korábban bejelentett **nagyberuházások és kapacitásbővítések** (például Mercedes, MOL, BMW, FAKT AG), valamint az SK Innovation második gyáregysége a teljes időhorizonton emelheti a vállalati beruházások dinamikáját. Az uniós források effektív felhasználása – melyek jelentős hányada gazdaságfejlesztési célokra irányul – 2019-ig támogatja a vállalati beruházások növekedését.

1-10. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



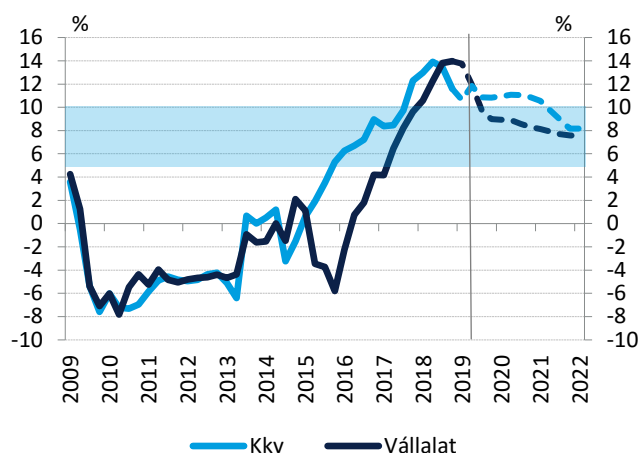
Forrás: KSH, MNB

A lakásépítések bővülésével összhangban a **lakossági beruházások emelkedését várjuk** a teljes időhorizonton, amelyet a februárban bejelentett kormányzati intézkedéscsomag is támogat. Az intézkedések az idei évben csak részlegesen kerülnek bevezetésre, így a **lakossági beruházás dinamikáját főként 2020-2021-ben emelhetik**. Emellett a lakásépítési engedélyek állományának magas szintje és az újlakás-építések fokozatos felfutása szintén a lakosság élénk beruházási aktivitására utal. Előrejelzésünkben azzal a feltevéssel élünk, hogy a lakásépítések 2020-ban tetőznek.

Előrejelzésünkben az állami beruházások bővülését várjuk 2019-ig, ugyanis az uniós források effektív felhasználása feltevésünk szerint idén tetőzik, majd mérséklődik 2021-re (1-12. ábra). Ennek megfelelően **2020-2021-ben az állami beruházások mérséklődését várjuk**.

A decemberi Inflációs jelentéshez képest rövid távon a **külső kereslet visszafogottabb bővülésével** számolunk, amit a nemzetközi intézmények által készített (jellemzően lefelé módosított) előrejelzések is alátámasztanak. A globális konjunktúra általános lassulása mellett az eurozóna idei gazdasági teljesítményére vonatkozó várakozások fokozatosan mérséklődtek az elmúlt időszakban. A **globális és európai konjunktúrát illetően a lefelé mutató kockázatok erősödtek** (részletesen lásd 1-1. keretes írás). A kereskedelmi feszültségek fokozódása, a kínai gazdaság

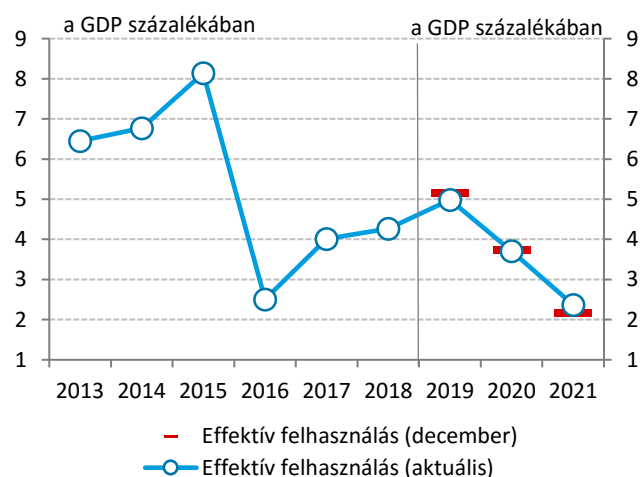
1-11. ábra: A teljes vállalati és a kvv-szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: Tranzakciós alapú éves változás. A kvv szektor az önálló vállalkozókat nem tartalmazza. A teljes vállalati növekedési ütem a teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelállomány alapján.

Forrás: MNB

1-12. ábra: Az uniós támogatások effektív felhasználása



Forrás: Pénzügyminisztérium, MNB

lassulása, az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése (illetve a kilépési tárgyalásokból eredő bizonytalanság), valamint a magas olasz államadósság és fiskális politikából eredő pénzügyi és reálgazdasági kockázatok is befolyásolhatják külső keresletünk alakulását.

Fő külkereskedelmi partnereink mérsékeltebb növekedése és a német járműipar visszafogott teljesítménye következtében a **hazai export 2019-ben elmaradhat a korábban feltételezett pályától**. Ugyanakkor az ipari alágazatok széles körét érintő új exportkapacitások kiépülésével és a szolgáltatásexport dinamikus bővülésével összhangban a **hazai kivitel stabilan növekszik az előrejelzési horizonton, ami exportpiaci részesedésünk további javulását okozza** (1-13. ábra).

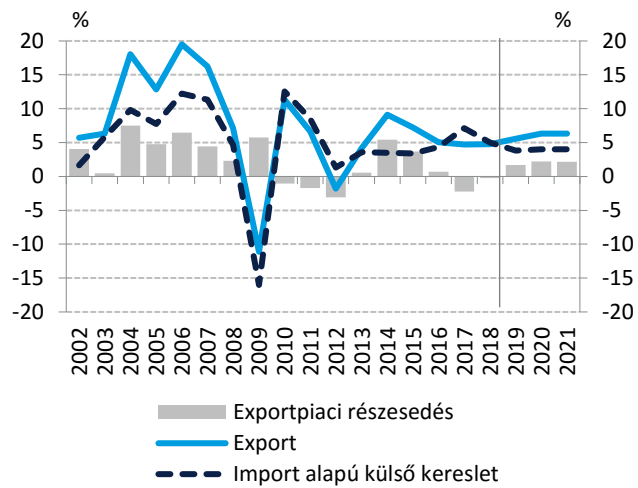
Az export, valamint a belső keresleti tényezők (fogyasztás, beruházás) bővülésével párhuzamosan az import is tovább növekszik, ennek következtében várakozásaink szerint a **nettó export 2019-ben enyhén lassítja a gazdaság bővülését**. Noha az import bővülése rövid távon a nettó export mérséklődésén keresztül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

2018-ban a mezőgazdaság teljesítménye pozitívan járult hozzá a GDP növekedéséhez. **Az idei évben – az ágazat átlagos teljesítményét feltételezve – a mezőgazdaság növekedési hozzájárulása semleges lehet**.

A GDP a potenciális kibocsátás közelében, enyhén afölött alakult, ezért **előretekintve a gazdaság kínálati oldalának bővülése válik meghatározóvá** a növekedés fenntarthatósága szempontjából. **Előrejelzésünkben a munkatermelékenység javulására számítunk**, azonban ez a folyamat inkább ciklikus tényezőkkel magyarázható. Általánosan megfigyelhető jelenség, hogy a gazdasági konjunktúra felívelő szakaszában a munkatermelékenység emelkedése jellemző (Kaldor-Verdoorn-szabály). A magas beruházási ráta, a bejelentett nagyberuházások és a beszállítói hálózat kapacitásbővítései középtávon pozitív visszacsatolást indítanak el a magasabb hozzáadott értékű piaci szolgáltatások (infokommunikáció, pénzügy, logisztika,

¹ A Növekedési Kötvényprogram bevezetésének szempontjait és a konstrukció legfontosabb jellemzőit az MNB háttéranyag formájában publikálja. A részletes feltételeket tartalmazó terméktájékoztatót az MNB 2019. április végéig teszi közzé.

1-13. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: KSH, MNB

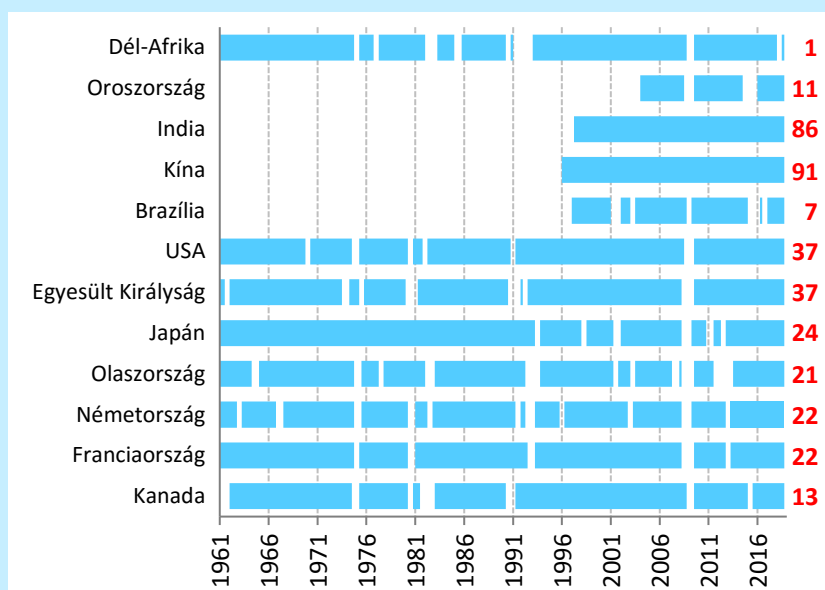
marketing) körében is. **Előretekintve a termelékenység alakulása határozza meg a GDP hosszú távú, fenntartható bővülését.** A potenciális növekedés ütemét a gazdaságpolitika a stabilitás fenntartása mellett a versenyképesség strukturális javítását célzó lépésekkel emelheti.

1-2. keretes írás: A nemzetközi konjunktúra alakulása és a globális növekedési kilátásokat övező kockázatok

A világkereskedelem növekedési üteme az elmúlt időszakban érdemben lassult, amihez a kereskedelmi feszültségek elhúzódása mellett az elmúlt időszakot jellemző gyenge német ipari teljesítmény, a kínai gazdaság lassulása és a Brexitet övező bizonytalanság is hozzájárulhatott. Ezzel párhuzamosan a külső környezettel szorosabb kapcsolatot mutató **feldolgozóipari kilátásokat megragadó bizalmi indikátorok** a világ legfontosabb gazdasági központjaiban **tartósan lefelé mozdultak el 2018 folyamán**.

A gazdaságok bővülését periodicitás jellemzi, a növekedési periódusokat rövidebb-hosszabb ideig tartó visszaesések szakítják meg. 36 OECD és 9 további fejlődő ország² közül 13 a historikusan leghosszabb növekedési ciklusában van, ezek átlagos hossza 14,5 év. A G7 országok közül az Egyesült Államok, az Egyesült Királyság, Franciaország és Kanada növekedési periódusának hossza, illetve átlagos növekedési üteme is elmarad a válság előttiől, azonban az Egyesült Államok jelenlegi növekedési periódusa historikus összevetésben a második leghosszabb (1-14. ábra).

1-14. ábra: Növekedési periódusok a G7 országokban és a BRICS-ben



Megjegyzés: A színes sáv jelöli a növekedési szakaszokat, a szám a jelenlegi növekedési ciklus negyedéveiben mért hosszát mutatja. Kínára csak 1996-tól vannak adatok.

Forrás: MNB-számítás OECD alapján

Az Egyesült Államokban az alacsony munkanélküliség és a növekvő bérek következtében továbbra is élénk belső kereslet nyomán 2018-ban 2,9 százalékkal bővült a gazdaság. Az ország növekedését érdemben segítette a 2017 decemberében elfogadott adócsomag, valamint a 2018. februári költségvetési ösztönző intézkedések és az infrastrukturális beruházások pozitív növekedési hatása. **A várankozások alapján 2019-et követően a fiskális intézkedések hatásának kifutásával párhuzamosan az amerikai gazdaság bővülése fokozatosan lassulhat** (1-3. táblázat). Az **amerikai GDP-arányos államadósság historikusan magas**, és már megközelítette a második világháborús időszakban megfigyelt szintjét (1-15. ábra). A magánszektor adóssága is magasan tartózkodik, ami a nagyobb adósságteher miatt nehezíti a gazdasági szereplők alkalmazkodását a lassuló gazdasági növekedéshez.

A világ legnagyobb exportőrének számító Kínában a növekedési modell a válság előtti időszakban főként az exportteljesítményen alapult, így Kína a magas növekedést jelentős egyensúlytalanságok kiépülése árán érte el. A kínai gazdaság szerkezetét az ipar és a beruházások magas súlya dominálta. Az új növekedési modellre történő átállás az egyensúlytalanságok mérséklését és egy hosszú távon is fenntartható gazdaságszerkezetet (lakossági fogyasztás nagyobb szerepe) szolgál. Ezzel párhuzamosan azonban **a korábbi magas növekedési dinamika lelassult**, így 2018-ban Kína

² Argentína, Brazília, Kína, Kolumbia, India, Indonézia, Oroszország, Szaúd-Arábia, Dél-Afrika

növekedése 6,6 százalékra mérséklődött, ami a válság óta a leggyengébb adat volt (1-3. táblázat). A gazdasági szerkezetváltás az elmúlt két évben megtorpant, így **előretekintve a szerkezetváltás elhúzódása és a pénzügyi rendszer kihívásai (magánszektor eladósodottságának jelentős emelkedése, árnyékbankrendszer) következtében a kínai gazdaság jövőbeli teljesítményét is negatív kockázatok övezik.** Ennek elkerülése érdekében a kormány március elején bejelentette, hogy többmilliárdos adócsökkentéssel, infrastrukturális beruházásokkal, illetve a kisvállalkozásoknak nyújtott hitelek támogatásával 6-6,5 százalékos sávban kívánja tartani a gazdasági növekedés ütemét. Emellett a kínai jegybank korábbi főközlőgazdája, Sang Songzu elképzelhetőnek tartja, hogy a növekedés érdekében a korábbi irányvonallal szemben támogathatják az árnyékbanki hitelezést. Kína globális értékláncokba történő erős beágyazottsága következtében a GDP-növekedés lassulása a világkereskedelem alakulását is jelentősen befolyásolja.

1-3. táblázat: A GDP-növekedési előrejelzések változása

	2018	2019			2020		
		IMF (2018. október)	Consensus Economics (2019. március)	Eltérés	IMF (2018. október)	Consensus Economics (2019. március)	Eltérés
Németország (27,3%)	1,4	1,9	1,0	-0,9	1,6	1,5	-0,1
Olaszország (5,2%)	0,9	1,0	0,1	-0,9	0,9	0,6	-0,3
Ausztria (4,7%)	2,7	2,2	1,8	-0,4	1,6	1,7	0,1
Franciaország (4,3%)	1,5	1,6	1,3	-0,3	1,6	1,3	-0,3
Egyesült Királyság (3,7%)	1,4	1,5	1,3	-0,2	1,5	1,5	0,0
Hollandia (3,5%)	2,5	2,6	1,6	-1,0	2,3	1,6	-0,7
USA (2,9%)	2,9	2,5	2,4	-0,1	1,8	2,0	0,2
Belgium (2,2%)	1,4	1,5	1,3	-0,2	1,5	1,3	-0,2
Kína (1,9%)	6,6	6,2	6,2	0,0	6,2	6,1	-0,1

Megjegyzés: Zárójelben az árukvitelből vett részesedés szerepel 2018-as adatok alapján.

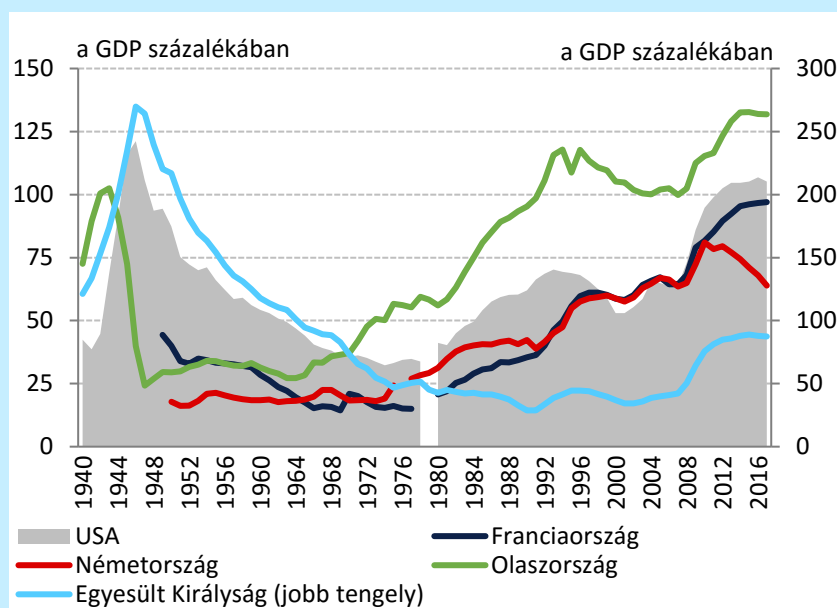
Forrás: Consensus Economics, Eurostat, IMF

Európa-szerte a gazdasági növekedés fő hajtóerejét a belső kereslet jelenti, míg a gyengülő és egyre bizonytalanabbá váló külső konjunktúra mellett a nettó export több országban is lassította a növekedést 2018 második felében. A 2017-es év kiemelkedő GDP-növekedése (2,4 százalék) után 2018 folyamán az eurozóna gazdasági teljesítménye fokozatosan lassult, és a negyedik negyedévben már csak 1,1 százalékkal nőtt éves összevetésben. Németország gazdasági teljesítménye – 5 éve a leglassabb ütemben – 1,4 százalékkal emelkedett 2018-ban. A francia gazdaság szintén lassult, a 2018. évi növekedésük 1,5 százalék volt. Olaszország technikai recesszióba süllyedt, negyedéves alapon zsugorodott a GDP 2018 harmadik és negyedik negyedévében is, amire 2013 eleje óta nem volt példa.

Az eurozóna gazdasági lassulásának hátterében globális és egyedi tényezők is azonosíthatók. A globális konjunktúra általános lassulása mellett az **USA és Kína közötti kereskedelmi feszültségek közvetett csatornákon keresztül Európát is érintették, ami a külkereskedelmi egyenleget is rontotta.** Ezen felül az eurozóna gazdasági teljesítményét egyedi tényezők is fékezték. Németország ipari termelése gyengén alakult 2018 második felében, amit az **európai uniós károsanyagkibocsátási szabályozás** következtében elhúzódó engedélyeztetési eljárások is magyarázhatnak. Olaszország teljesítményét a magas államadósággal és a költségvetés elfogadásával kapcsolatos aggodalmak fogták vissza.

A konjunktúraindikátorok visszaesésével párhuzamosan az eurozóna ideai gazdasági teljesítményére vonatkozó várakozások érdemben mérséklődtek, ami elsősorban a német és olasz kilátások romlásához köthető (1-3. táblázat). A német kilátásokat a **mérséklődő ipari termelés és a visszafogottabb exportteljesítmény** rontja. Az olasz növekedést a következő években a **magas államadósággal**, a költségvetéssel és a jelentős olasz állampapírpiazi kitettséggel rendelkező bankrendszerrel kapcsolatos aggodalmak mérséklők. Az olasz államadósság jelenlegi szintje érdemben meghaladja a maastrichti kritériumokban megjelölt 60 százalékos GDP-arányos szint kétszeresét is (1-15. ábra).

1-15. ábra: A fejlett országok GDP-arányos államadósságrátája



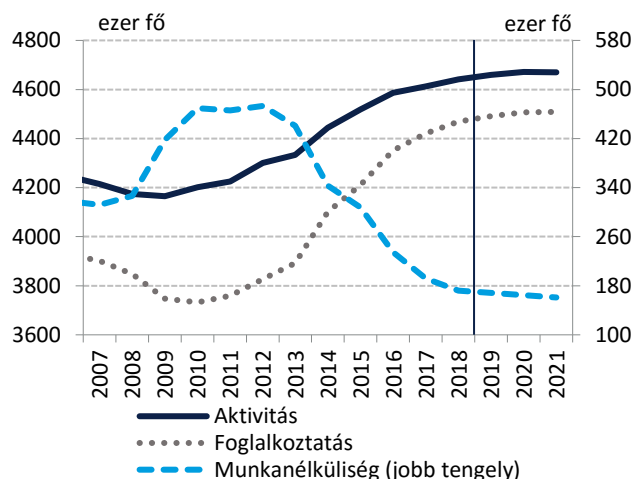
Forrás: IMF

Emellett az eurozóna középtávú növekedési kilátásait további negatív kockázatok övezik. A járműipari kibocsátást a kereskedelmi feszültségek fokozódása mellett tovább lassíthatja a kínai autóeladások visszaesése és a változó globális járműipari trendek (elektromobilitás térnyerése, környezetvédelmi szabályok) megváltozása is. Az eurozóna középtávú növekedésére érdemi negatív hatást gyakorolhat az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése – illetve a kilépési tárgyalásokból eredő bizonytalanság. A kereskedelmi megállapodás nélküli Brexit a közvetlen kereskedelmi csatornák mellett jelentős negatív tovagyrúzó hatásokat is rontaná az európai gazdaságok növekedési kilátásait. A közvetlen hatások elsősorban a mezőgazdasági termékek, valamint a gépek és eszközök körében jelentkeznek, azonban az alacsony készletekkel működő termelési eljárások következtében súlyos károk keletkezhetnek a beszállítói hálózatokban is. A kilépést övező bizonytalanság a vállalatok beruházási döntéseit is befolyásolja, így azok elhalasztása szintén lassabb európai gazdasági növekedés irányába mutat.

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

Előrejelzési horizontunkon a foglalkoztatás további mérsékelt emelkedésével a munkanélküliségi ráta historikusan alacsony szintre csökken, és a munkaerőpiac egyre inkább megközelíti a teljes foglalkoztatottságot. Az intenzív verseny a képzett munkaerőért, illetve a nagyvállalatok dinamikus béremelései a korábban vártnál magasabb béremelésre készíteti a vállalatok jelentős részét. A költségoldalról jelentkező inflációs hatást mérséklük a bérmegállapodásban rögzített járulékcsoökkentések. A bérek folytatódó emelkedését a feszes munkaerőpiaci kondíciók mellett egyre inkább a termelékenység növekedése és a versenyképesség határozhatja meg.

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



Forrás: KSH, MNB

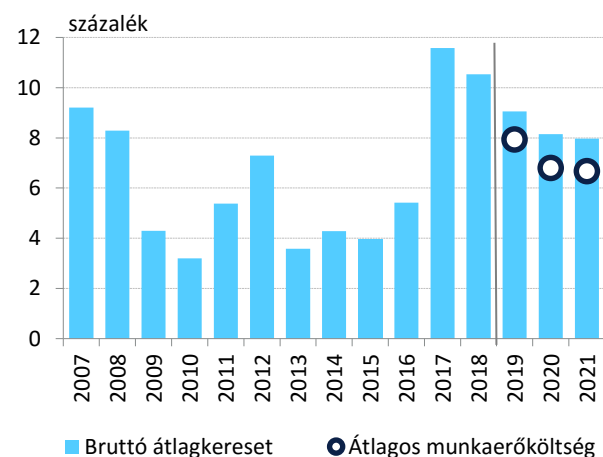
Várakozásunk szerint a demográfiai korlátok egyre effektívebbé válásával az aktivitás emelkedése lassul, majd az előrejelzési időszak végén már nem folytatódik a munkaerő-kínálat bővülése (1-16. ábra). A demográfiai folyamatok mellett az elmúlt évek dinamikus létszámbővülésével összhangban a potenciálisan bevonható munkaerő-tartalék historikusan alacsony szintre csökkent, így egyre inkább nehézségekbe ütközik a foglalkoztatás folytatódó emelkedése.

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

Az elmúlt negyedévekben a közmunkaprogramban résztvevők száma fokozatosan csökkent, és az előrejelzési horizont végére feltevésünk szerint a közfoglalkoztatás további 20 ezer fővel mérséklődik. A feszes munkaerőpiaci környezetben a közfoglalkoztatásból kikerülő egy része visszaáramolhat az elsődleges munkaerőpiacra. Az állami szféra foglalkoztatottsága érdemben nem változik a következő években.

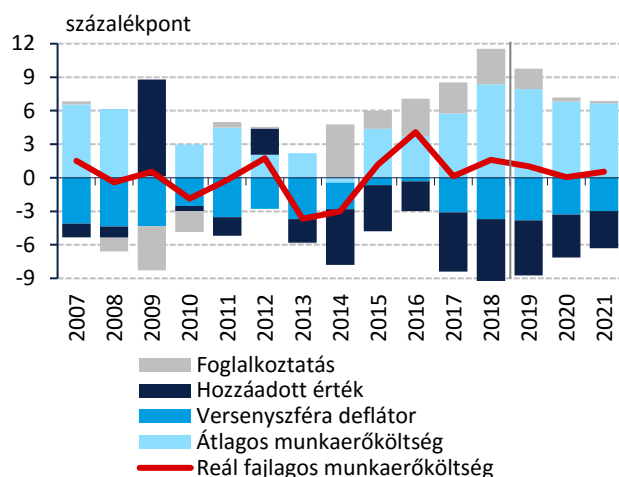
A foglalkoztatottság további mérsékelt emelkedésével párhuzamosan a jelenleg 3,7 százalékos szinten tartózkodó munkanélküliségi ráta 3,4 százalékra csökken az előrejelzési időszak végére. A historikusan feszes munkaerőpiaci környezetben a vállalatok erőteljes versenyt folytatnak a munkaerő megtartásáért és felvételéért, ami dinamikus bérnövekedéshez vezet (1-17. ábra). Az intenzív verseny a képzett munkaerőért, illetve a nagyvállalatok dinamikus béremelései a korábban vártnál magasabb béremelésre készíteti a vállalatok jelentős részét, így a decemberi prognózisunkhoz képest élénkebb bérdinamikára számítunk. Feltevésünk szerint a cafeteria rendszer átalakítása idén 1 százalékponttal emelheti a versenyszféra bérnövekedését.

1-17. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása



Forrás: KSH, MNB

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



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

Forrás: KSH, MNB

Az elmúlt évek dinamikus bérnövekedésének köszönhetően a bérhányad felzárkózott historikus átlagához, így **a bérek folytatódó emelkedését a feszes munkaerőpiaci kondíciók mellett egyre inkább a termelékenység növekedése és a versenyképesség határozhatja meg.** A bérköltség dinamikája a következő évek átlagában enyhén meghaladja a termelékenység növekedését (1-18. ábra).

A költségoldalról jelentkező inflációs hatást mérséklük a bérmegállapodásban rögzített járulékcsoökkentések. A szociális hozzájárulási adó az elmúlt években összesen 7,5 százalékponttal mérséklődött, előretekintve még négy lépésben, 2–2 százalékponttal fog csökkenni a reálbérek emelkedésének függvényében. Az idei évi költségvetéssel összhangban a következő, 2 százalékpontos járulékcsoökkentésre július elsején számítunk. Ezt követően prognózisunk szerint a következő járulékcsoökkentés 2020 utolsó negyedében valósulhat meg.

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

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

¹ Szezonálisan igazított adatok alapján.² A GDP arányában.³ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan, szintadatokból számolva.⁴ MNB-becslés.⁵ Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül alakulhat ki. A 2018. évi ESA-egyenleg az előzetes pénzügyi számla adatokban szereplő államháztartás nettó finanszírozási igényét mutatja.⁶ Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

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

	2019	2020	2021
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2019. március)	3,1	3,1	3,0
Consensus Economics (2019. március) ¹	2,6 – 3,0 – 3,3	2,4 – 3,1 – 3,8	
Európai Bizottság (2019. február)	2,8	3,0	
IMF (2018. október)	3,3	3,0	3,0
OECD (2018. november)	4,0	4,0	
Reuters-felmérés (2019. március) ¹	2,7 – 2,9 – 3,3	2,2 – 3,0 – 3,8	2,4 – 3,0 – 3,2
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2019. március)	3,8	3,2	3,0
Consensus Economics (2019. március) ¹	2,3 – 3,5 – 4,2	2,2 – 2,8 – 3,5	
Európai Bizottság (2019. február)	3,4	2,6	
IMF (2018. október)	3,3	2,6	2,4
OECD (2018. november)	3,9	3,3	
Reuters-felmérés (2019. március) ¹	3,2 – 3,7 – 4,2	2,2 – 2,9 – 3,5	
Folyó fizetési mérleg egyenlege³			
MNB (2019. március)	0,2	0,4	0,9
Európai Bizottság (2018. november)	0,0	0,3	
IMF (2018. október)	2,1	1,9	1,4
OECD (2018. november)	0,9	0,6	
Reuters-felmérés (2019. március) ¹	0,5 – 1,4 – 2,3	0,9 – 1,7 – 2,8	
Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)^{3,4}			
MNB (2019. március)	(-1,5) – (-1,6)	(-1,4) – (-1,6)	(-1,5) – (-1,7)
Consensus Economics (2019. március) ¹	(-1,5) – (-2,0) – (-2,5)	(-1,2) – (-2,0) – (-2,8)	
Európai Bizottság (2018. november)	-1,9	-1,8	
IMF (2018. október)	-2,0	-1,9	-1,8
OECD (2018. november)	-2,0	-2,0	
Reuters-felmérés (2019. március) ¹	(-1,7) – (-2,0) – (-2,4)	(-1,3) – (-1,9) – (-2,6)	
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2019. március)	3,8	4,0	4,0
Európai Bizottság (2018. november) ²	4,7	4,1	
IMF (2018. október) ²	4,8	4,5	4,3
OECD (2018. november) ²	4,3	4,2	
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2019. március)	2,1	2,2	2,2
Consensus Economics (2019. március) ¹	1,8	1,9	
Európai Bizottság (2019. február) ²	2,0	2,1	
IMF (2019. január) ²	2,1	2,0	2,0
OECD (2019. március) ²	1,7	1,8	

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

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

³ A GDP arányában.

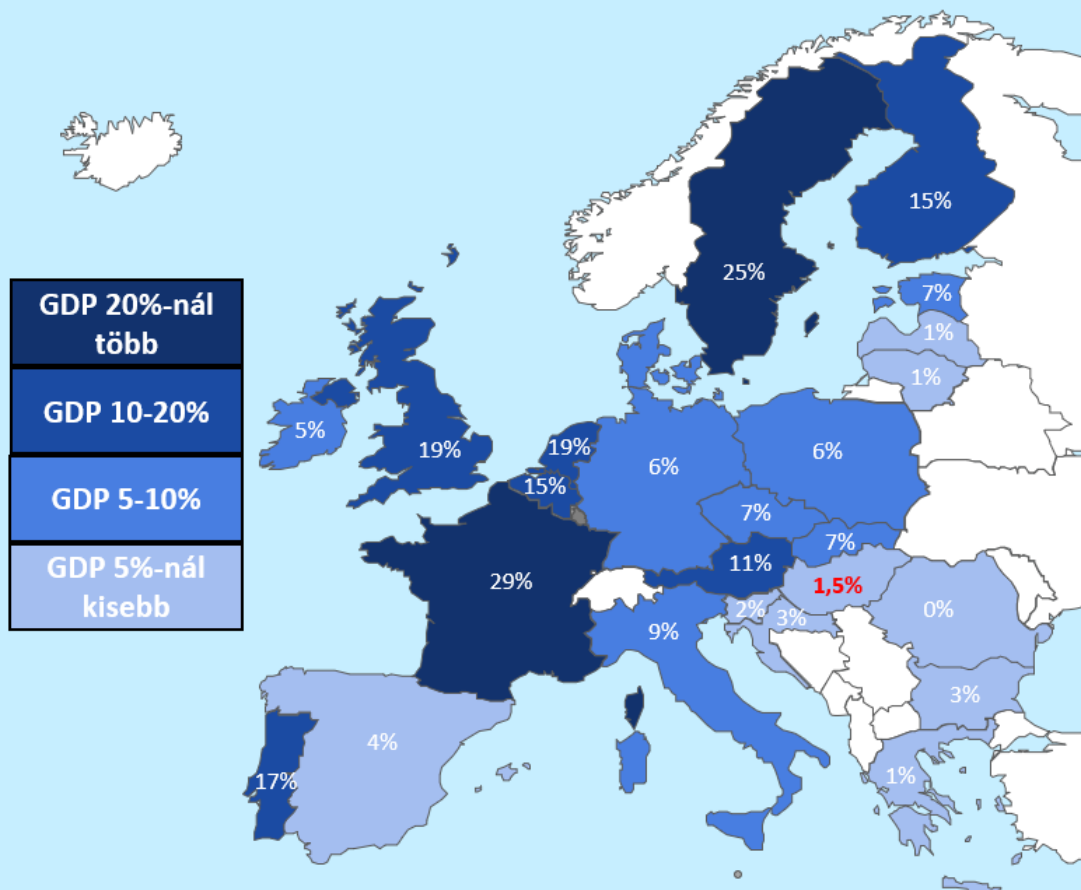
⁴ Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül alakulhat ki.

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

1-3. keretes írás: A Növekedési Kötvényprogram (NKP)

A vállalatok számára a kötvénypiacon történő forrásbevonás a bankhitel felvétele melletti alternatív finanszírozási lehetőség. Az angolszász országokban a tőkepiac fejlettsége miatt a kötvények hagyományosan nagyobb szerepet játszanak a vállalatok finanszírozásában, mint az Európai Unió országaiban, ahol a bankhitelek dominálnak. Az USA-ban a nem pénzügyi vállalatok adósság-típusú finanszírozásán belül a kötvények aránya közel 70 százalékot tesz ki, míg az Unióban ez az arány fordított. Az Európai Unió nem pénzügyi vállalatainak kötvényállománya 2018 második negyedévének végén meghaladta a 2000 milliárd eurót, ami a GDP mintegy 13 százalékának felel meg. A tagállamok között azonban jelentős eltérések figyelhetők meg, jellemzően a fejlettebb gazdaságok vállalatai használják forrásbevonásra a kötvénypiacot. A vállalatikötvény-állomány Franciaországban a legmagasabb, ahol a GDP közel 30 százalékát éri el, amelyet Svédország, Hollandia és az Egyesült Királyság követ, GDP-arányosan 20 százalék körüli állománnyal. **A kelet-közép-európai országokban a vállalatok kötvénypiacról bevont forrásainak aránya 10 százalék alatti, azonban a magyar vállalatikötvény-piac jóval elmarad még a környező országokban tapasztalt értékektől is** (1-19. ábra). Az Európai Unión belül a kevésbé fejlett országok esetén nemcsak a kötvényállomány, de a teljes vállalati eladósodottság is alacsonyabb. Ezen országok, köztük Magyarország esetében a sikeres felzárkózás, a reálgazdasági konvergencia egyik elengedhetetlen feltétele a pénzügyi konvergencia, melynek keretében a banki közvetítés mellett a tőkepiac mélysége is növekszik.

1-19. ábra: A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos kötvényállománya az Európai Unióban (2018 II. negyedév)



A hazai vállalatikötvény-piac likviditásának bővítésén keresztül a monetáris politikai transzmisszió hatékonyságának javítása érdekében az MNB 2019. július 1-jén 300 milliárd forintos keretösszeggel elindítja vállalati kötvényvásárlási programját (1-6. táblázat). Az új monetáris politikai eszközzel, a **Növekedési Kötvényprogrammal (NKP)** az MNB elő kívánja segíteni a hazai vállalati szektor finanszírozási szerkezetének diverzifikálását, azaz, hogy a hazai vállalatok a bankhitelek mellett megfelelő mértékben támaszkodjanak a kötvénypiaci forrásbevonásra is. **A program keretében a jegybank jó minősítéssel rendelkező, nem pénzügyi vállalatok kötvényeit fogja vásárolni**, továbbá lehetőség nyílik vállalatokkal szemben fennálló hitelkövetelések fedezete mellett kibocsátott értékpapírok vásárlására is. Az MNB korábbi, a vállalatok forrásellátottságát elősegítő intézkedéseinek sorába illeszkedő programmal követi az európai vezető jegybankok, az Európai Központi Bank és a Bank of England gyakorlatát, amelyek nemkonvencionális monetáris politikai eszköztárak részeként szintén vállalati kötvényeket vásároltak.

1-6. táblázat: A Növekedési Kötvényprogram főbb paraméterei

Keretösszeg	300 Mrd Ft
A vásárlások kezdete	2019. július 1.
A vásárolt kötvények kibocsátói	hazai székhellyel rendelkező nem-pénzügyi vállalatok
A vásárolt kötvények devizaneme	forint
A vásárolt kötvények eredeti futamideje	legalább 3 év, legfeljebb 10 év
A vásárolt kötvények hitelminősítése	legalább B+
Az MNB vásárlásának aránya egy kötvénysorozatból	legfeljebb 70%
Az MNB maximális kitettsége egy vállalattal szemben	20 Mrd Ft
Egy kibocsátás minimális volumene	1 Mrd Ft
A vásárlásokból eredő többletlikviditás semlegesítése	a preferenciális betéttel

Megjegyzés: A program részletes feltételeit az MNB honlapján elérhető terméktájékoztató fogja tartalmazni.

Forrás: MNB

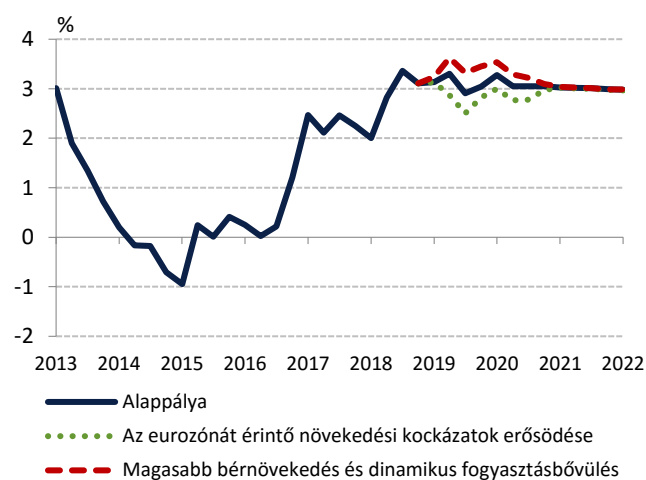
Az NKP hozzájárul a monetáris politikai transzmisszió hatékonyságának növekedéséhez. Az MNB a kötvénypiaci likviditás növelésével kívánja elérni, hogy a gazdasági szereplők a bankhitelek mellett más finanszírozási csatornára is támaszkodjanak, ezáltal a jegybanki kamatdöntések hatékonyabban tudják befolyásolni a vállalatok finanszírozási költségének alakulását és azon keresztül az árstabilitási cél elérését és fenntartását. **A vállalatok diverzifikált forrásbevonása egészséges versenyt idézhet elő a bankhitelek és a kötvénypiaci források között.** Emellett a kiépült vállalatikötvény-piac egy esetleges válság esetén nemcsak a piac önálló talpra állását segítheti, hanem a jegybank számára is lehetőséget teremt, hogy közvetlenül, hatékonyan támogassa a vállalatok forrásbevonását, csökkentve ezzel a válságból való kilábalás időtartamát.

A program nem befolyásolja a monetáris politikai kondíciókat, az a kamatpolitikai irányultság szempontjából semleges, mivel az NKP keretében végrehajtott jegybanki vásárlásokból adódó bankrendszeri többlet-pénzmennyiséget az MNB az alapkamaton kamatozó preferenciális betéti eszközzel sterilizálja. Az MNB az általa is vásárolt kötvényekkel bővíteni fogja a jegybanki fedezetként elfogadható értékpapírok körét, ezzel szabályozói támogatást biztosítva és növelve a befektetői körben a kötvények iránti keresletet. Emellett a piaci likviditást elősegítő árjegyzések ösztönzése érdekében az MNB értékpapírkölcsönzési lehetőséget is biztosítani fog az árjegyzést végző hitelintézetek számára. Az elérhető árjegyzések, így a befektetői kör az ármegfigyelés rendelkezésre állásával bővíthet, tovább támogatva a diverzifikált vállalati finanszírozást.

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

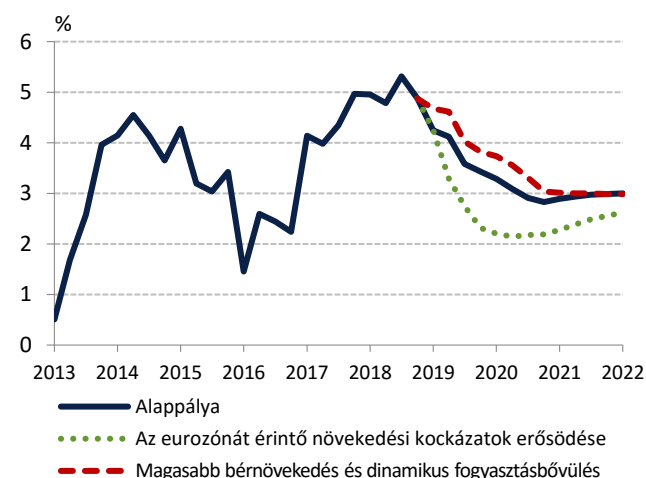
A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik. A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alappályája körül két alternatív forgatókönyvet emelt ki. A magasabb bérnövekedéssel és dinamikus fogyasztásbővüléssel számoló alternatív pálya esetében a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappálya-előrejelzésnél. Az eurozónát érintő növekedési kockázatok erősödését bemutató Szenárió megvalósulása az alappályához képest alacsonyabb inflációs pályát és visszafogottabb növekedést eredményez. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további kockázatként a lazább külső monetáris politikai környezetet, a fogyasztásbővülés nagyobb inflációs hatását, valamint a versenyképességi reformok megvalósulását bemutató forgatókönyveket tárgyalta.

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



Forrás: MNB

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



Forrás: MNB

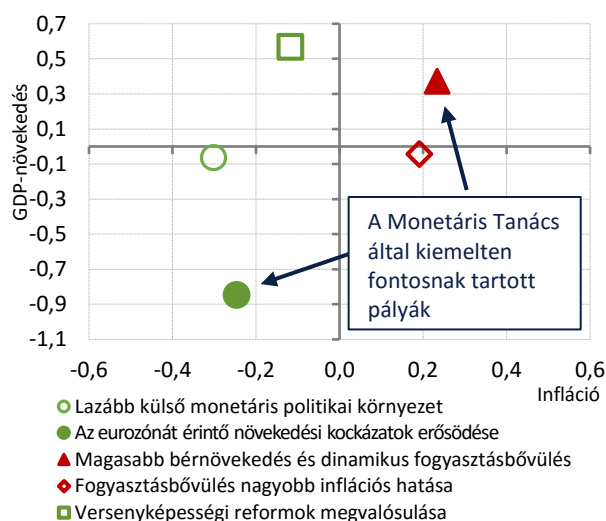
Magasabb bérnövekedés és dinamikus fogyasztásbővülés

Az elmúlt időszakban a foglalkoztatás dinamikus bővülésével és a munkanélküliség csökkenésével párhuzamosan a **munkaerőpiaci kondíciók egyre feszesebbé váltak**. Az utóbbi két évben a minimálbér és a garantált bérminimum összesen 24 és 40 százalékkal emelkedett. A munkáltatói és munkavállalói érdekképviseltek 2018 végén két évre kötöttek megállapodást, ennek alapján a **minimálbér és a garantált bérminimum 2019-ben és 2020-ban is további 8 százalékkal emelkedik**, miközben a bérajánlás mértéke is 8 százalék. Emellett a kollektív, **nagyvállalati bértárgyalások kimenetelében** a munkavállalók kétszámjegyű béremelési igényei és a **fesztes munkaerőpiaci helyzet tükröződik**. Az elmúlt hónapokban bejelentett bérmegállapodások mellett a korábbi tendenciák is arra utalnak, hogy a **nagyvállalatok körében várhatóan folytatódik a bérek kétszámjegyű emelkedése**. A nagyvállalati béremelések **kisebb vállalatok irányába történő tovagyrúzásával** pedig a versenyszféra egészében **általánossá válhat a kétszámjegyű bérnövekedés**.

Alappályánkban az elmúlt időszakban bejelentett nagyvállalati bérmegállapodások alapján folytatódik a bérek kétszámjegyű emelkedése ebben a szegmensben, míg a **kisebb vállalatok számára a 8 százalékos bérajánlás és minimálbér-emelés lehet irányadó**. A fogyasztás dinamikája előretekintve mérséklődik.

Alternatív pályánk feltevései szerint a nagyvállalati szektor munkaerő-elszívó hatását a kis- és középvállalatok a bérek dinamikus emelésével kénytelenek ellensúlyozni. A **nagyvállalati béremelések tovagyrúzása a gazdaság egészében érezteti hatását**, és a versenyszférában **általánossá válik a kétszámjegyű bérnövekedés**. Mindez egy erőteljesebb fogyasztási dinamikával és nagyobb mértékű bérköltség-emelkedéssel párosul, **ami szigorúbb monetáris kondíciókkal konzisztens**.

2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre



Megjegyzés: A kockázati térkép azt mutatja meg, hogy az alternatív forgatókönyvek inflációs és növekedési pályája a monetáris politikai horizont egészében átlagosan mennyiben különbözik az alappályától. A piros színnel jelzett pálya az alappályánál szigorúbb, a zöld színnel jelzett pályák lazább monetáris politikai kondíciókkal konzisztensek.

Forrás: MNB

Az eurozónát érintő növekedési kockázatok erősödése

2018-ban az eurozóna gazdasági növekedése fokozatosan lassult, az övezet a negyedik negyedévben mindössze 1,1 százalékkal bővült éves összevetésben. Emellett az elmúlt időszakban az európai konjunktúra kilátásaival kapcsolatban beérkező új információk lassuló gazdasági teljesítményre utalnak. A konjunktúraindikátorok visszaesésével párhuzamosan az eurozóna **idei gazdasági teljesítményére vonatkozó várakozások is mérséklődtek**. Az eurozóna gazdasági lassulásának **hátterében mind globális, mind egyedi tényezők azonosíthatók**. A globális konjunktúra általános lassulása mellett az USA és Kína közötti **kereskedelmi feszültségek** elhúzódása közvetett csatornákon keresztül Európát is kedvezőtlenül érintette. **További potenciális kockázatként** lehet kiemelni az eurozóna tagországainak **magas államadósságát**, valamint az **olasz bankrendszer sérülékenységét**. Emellett az eurozóna középtávú növekedésére érdemi negatív hatást gyakorolhat az **Egyesült Királyság EU-ból való kilépése**, illetve a kilépési tárgyalásokból eredő bizonytalanság.

Az **alappályá mentén** a globális konjunktúra általános lassulása mellett főbb külkereskedelmi partnereink visszafogottabb ipari termelése, az európai lakossági fogyasztás lassuló növekedési dinamikája és a romló európai üzleti bizalom a korábbi várakozásainkhoz képest **főként rövid távon visszafogottabb európai konjunktúrát vetít előre**.

Az **alternatív pályában** azt feltételezzük, hogy az eurozóna közép- és hosszú távú növekedési kilátásait érdemben rontja a **kereskedelmi feszültségek kiéleződése, a strukturális problémák eskalálódása**, illetve egy **megállapodás nélküli Brexit**, ami súlyos károkat okozhat a beszállítói hálózatokban is. Mindezek következtében az **eurozóna gazdasága recesszióba kerül**, ami az európai inflációt is mérsékli, így a hazai inflációs cél elérése **lazább monetáris kondíciókkal konzisztens**.

További kockázatok

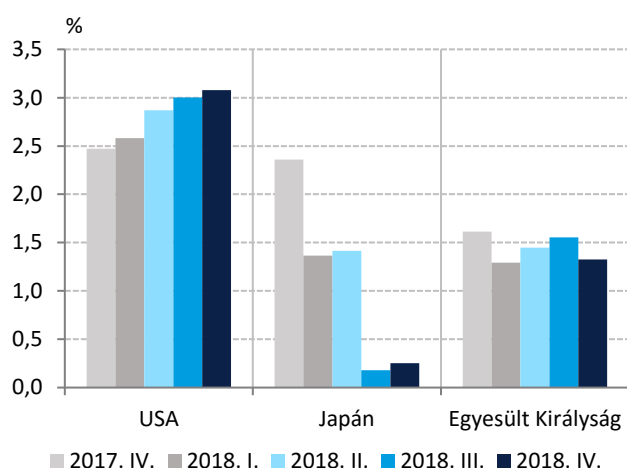
A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács három további alternatív pályát mérlegelt. A **lazább külső monetáris politikai környezetet** feltételező forgatókönyv az alappályához képest mérsékeltébb inflációs és némileg alacsonyabb növekedési pálya felé mutat. A **fogyasztásbővülés nagyobb inflációs hatását** valószínűsítő szcenárió az alappályánál magasabb inflációs pályát eredményez. A **versenyképességi reformok megvalósulását** feltételező alternatív pálya érvényesülése az alappályánál alacsonyabb inflációt és magasabb növekedést okoz.

3. Makrogazdasági helyzetértékelés

3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

2018 negyedik negyedében folytatódott a világgazdaság bővülése a kockázatok erősödése mellett. A visegrádi régió továbbra is az Európai Unió növekedési centruma. A globális növekedési kilátások tartós romlása és a lefelé mutató inflációs kockázatok miatt a globálisan meghatározó jegybankok várt kamatpályája még laposabbá vált az utóbbi negyedévben. A régiót tekintve egyik jegybank sem változtatott a monetáris kondíciókon, míg a kínai jegybank új hitelsztönző eszköz bevezetése és a kötelező tartalékráta csökkentése mellett döntött az elmúlt negyedévben.

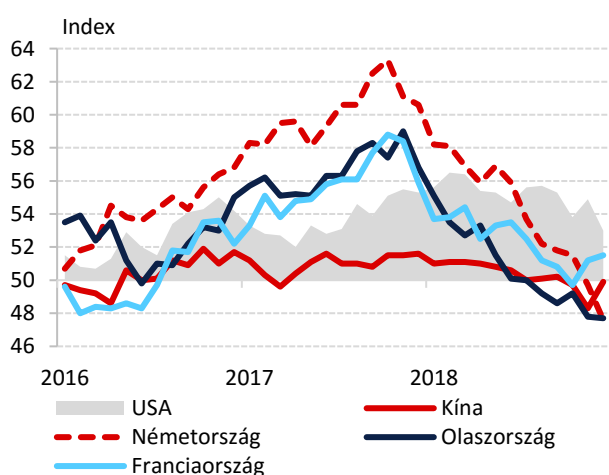
3-1. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: OECD

3-2. ábra: A feldolgozóipari PMI alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

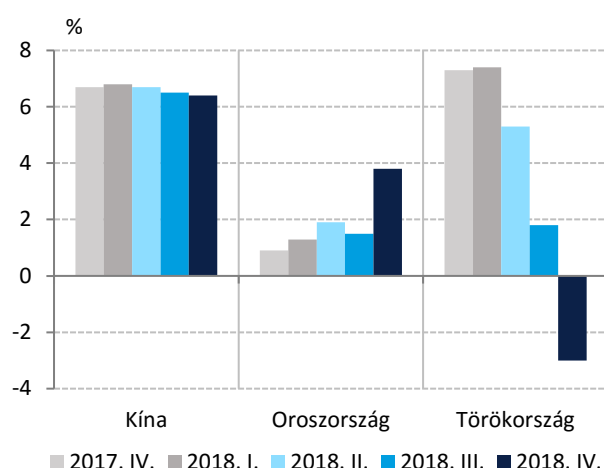
Forrás: Bloomberg

3.1.1. A globálisan meghatározó gazdaságok folyamatai

Az Egyesült Államok gazdasága 2015 óta a leggyorsabb ütemben, éves alapon **3,1 százalékkal bővült 2018 negyedik negyedében** (3-1. ábra), így összességében 2,9 százalékkal emelkedett az amerikai gazdaság teljesítménye 2018-ban. A növekedés legfontosabb hajtóereje a lakossági fogyasztás volt, amit jelentősen támogatott a még 2017. év végén elfogadott, a személyi jövedelemadó kulcsát csökkentő adóreform. Emellett a vállalati beruházások is érdemben élénkítették a tavalyi növekedést. A nettó export negatívan járult hozzá a gazdaság teljesítményéhez, amit a vámintézkedések életbelépését megelőző jelentős készletfelhalmozás részben ellensúlyozott. **Az amerikai gazdaság növekedésére vonatkozó kilátások a növekedéstámogató intézkedések – adócsökkentések és az infrastrukturális beruházási program gazdaságösztönző hatásainak – kifutásával párhuzamosan fokozatos lassulást vetítenek előre.** Emellett a **külkereskedelmi feszültségek lehetséges fokozódása – az Egyesült Államok világimporton belüli jelentős súlya miatt – érdemi hatást gyakorolhat a világgazdaság növekedésére is.** A feldolgozóipari kilátásokat jelző bizalmi indikátorok a világ legfontosabb gazdasági központjaiban tartósan lefelé mozdultak el 2018 folyamán (3-2. ábra).

Az Egyesült Királyság gazdasági teljesítménye a tavalyi évben – 2009 óta a leglassabb ütemben – 1,3 százalékkal emelkedett. A gazdaság bővülését elsősorban a lakossági fogyasztás támogatta. A vállalati beruházások összességében stagnáltak az előző évhez képest, amihez az EU-ból való kilépés miatt elhalasztott beruházások mellett a járműipart érintő beruházások csökkenése is hozzájárult. Az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése, illetve a kilépési tárgyalásokból eredő bizonytalanság a középtávú növekedési kilátásokra lefelé mutató kockázatot hordoz. A kilépés a megnövekedett bizonytalanság mellett a kialakuló szabályozástól függően érinti a kereskedelem visszaesésének mértékét, a beruházások és a fejlesztések megvalósulását és ezáltal a termelékenység jövőbeli alakulását, a munkapiaci és a jövedelmi folyamatokat,

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

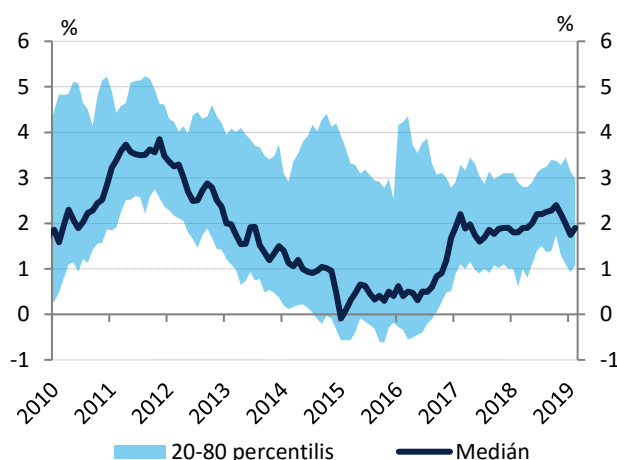


Forrás: Macrobond, Trading Economics

valamint a pénzügyi rendszer, illetve a költségvetések helyzetét. A kereskedelmi megállapodás nélküli Brexit továbbá – az alacsony készletekkel működő termelési eljárások következtében – súlyos károkat okozna a beszállítói hálózatban, ami a szoros kereskedelmi kapcsolatokon keresztül az eurozóna gazdaságára is negatív hatást gyakorolna. **A japán gazdaság éves összevetésben 0,3 százalékkal, míg az előző negyedévhez képest 0,5 százalékkal emelkedett a negyedik negyedévben** (3-1. ábra). A természeti katasztrófákat követően a háztartások fogyasztása és a beruházások is korrekciót mutattak 2018 utolsó három hónapjában.

A főbb feltörekvő országok közül Kína gazdasága 6,4 százalékkal növekedett 2018 negyedik negyedévében (3-3. ábra). A gazdaság bővülése elsősorban a háztartások fogyasztásához köthető, azonban a beruházások is támogatták a növekedést. A nettó export mérsékelte a gazdasági teljesítményt, ami főként a megemelt vámtételekhez köthető lassuló exportteljesítménnyel magyarázható. A külkereskedelmi feszültségek esetleges fokozódása lefelé mutató kockázatot jelent a kínai gazdaság növekedési kilátásaira. **Oroszországban** a negyedik negyedév során **érdemben gyorsult a gazdasági növekedés üteme**, ami elsősorban az építőipari tevékenységet érintő jelentős pozitív irányú revízióhoz köthető.

3-4. ábra: Globális inflációs folyamatok



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

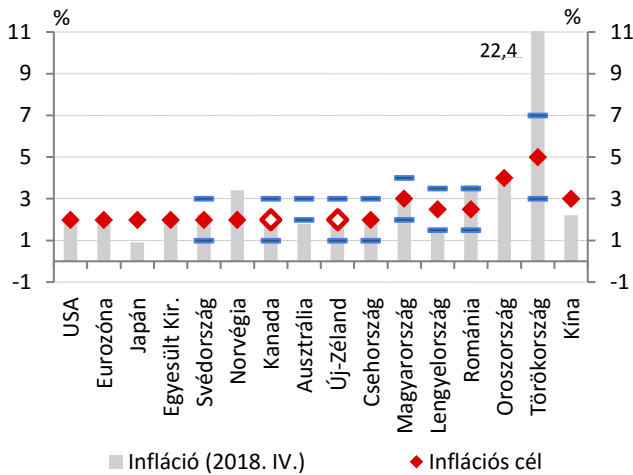
Forrás: OECD

A **globális infláció** az elmúlt hónapokban **csökkenő tendenciát mutatott** (3-4. ábra). **Januárig az inflációs ráták fokozatosan mérséklődtek**, így a fejlett országok többségében az infláció ismételt a jegybanki célértékek közelébe, néhány esetben pedig cél alá is csökkent a negyedik negyedévben (3-5. ábra). Ezt követően **februárban a globális infláció valamelyest emelkedett**, amelyet a nyersanyagok – elsősorban a kőolaj – árának növekedése okozott (3-6. ábra).

A Fed döntéshozói a decemberi 25 bázispontos kamatemelést követően a várakozásoknak megfelelően nem változtattak az irányadó rátán az időszak során. A döntéshozók márciusi előrejelzéseinek mediánja alapján idén nem várható további kamatemelés, ami a decemberihez képest egy alacsonyabb kamatpályát jelent. A gazdasági folyamatokat érintő bizonytalanság miatt az FOMC türelmes megközelítéssel áll a monetáris kondíciók jövőbeni alakításához. A Fed márciusi döntése értelmében a mérlegében lévő lejáró eszközök újrabefektetésének korlátozását májusban csökkenti, majd szeptember végén befejezi. Ennek következtében a jegybankmérleg nagysága nem mérséklődik tovább.

A japán jegybank az elmúlt negyedévben nem változtatott a monetáris kondíciókon, a Mennyiségi és Minőségi

3-5. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása



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

Forrás: OECD, FRED, National Institute of Statistics Romania

Lazítási Programját továbbra is a 0 százalékos hosszú hozamokhoz igazítja. A hozamgörbe-célzás bejelentése óta tovább csökkent a havi vásárlások üteme (3-7. ábra). A jegybank továbbra is tartósan fenn kívánja tartani a rövid és hosszú kamatlábak jelenlegi extrém alacsony szintjét. A jegybank legfrissebb előrejelzésében a gazdasági növekedésre és az inflációra vonatkozó pályát is lefelé módosította. A döntéshozók megítélése szerint a kibocsátási rés pozitív, és a munkaerőpiac is egyre feszesebb, azonban ennek ellenére az infláció az elmúlt időszakban nem mutatott érdemi konvergenciát az inflációs célhoz.

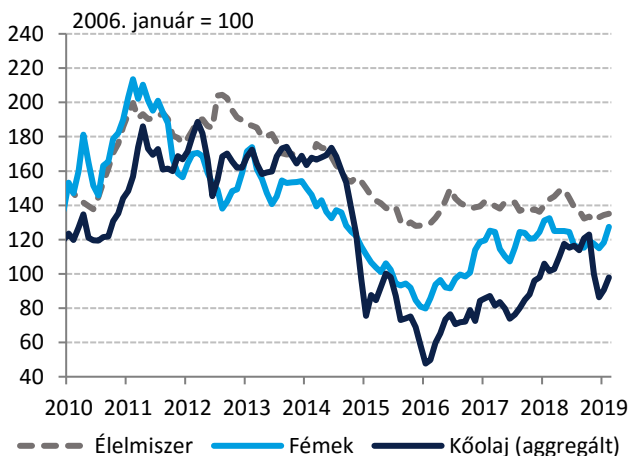
A Bank of England döntéshozói az elmúlt időszakban nem változtattak az alapkamaton, valamint az eszközvásárlási programokon. Az elmúlt negyedévben erősödtek a lefelé mutató kockázatok, ezért az angol jegybank lefelé módosította a februári Inflációs jelentés növekedési előrejelzését. A gazdasági kilátások nagymértékben az EU-tárgyalások kimenetelétől függenek, különösen az új kereskedelmi megállapodások formájától. A döntéshozók úgy ítélik meg, hogy a Brexitre adott monetáris politikai válasz – formájától függetlenül – nem lesz automatikus, és iránya a gazdasági folyamatok függvénye.

Az orosz központi bank decemberben a várakozásokkal ellentétben 25 bázisponttal 7,75 százalékra emelte irányadó rátáját. 2018-ban ez volt a második emelés, amelyet elsősorban a rövid távú inflációs nyomás indokolt. A döntés közleményében ugyan a jegybank jelezte, hogy további kamatemelések várhatóak, amennyiben a gazdasági és inflációs pályák, valamint a külső kondíciók alakulása ezt indokoltá teszi, azonban a januári ülésükön nem változtattak az alapkamaton.

A kínai jegybank decemberben a kkv-szektor, valamint a nem állami vállalatok megfelelő minőségű és mennyiségű hitelezésének támogatása érdekében új hitelösztönző eszköz, a Targeted Medium-term Lending Facility bevezetése mellett döntött. A jegybank továbbá 1 százalékponttal csökkentette a kötelező tartalékrátát januárban. Az intézkedésre a reálgazdaság további támogatása, az optimális likviditási struktúra kialakítása és a finanszírozási költségek csökkentése miatt volt szükség. A jegybank közleménye szerint a kötelező tartalékrátá csökkentéséből származó forrás egy részét a kínai jegybank középtávú hitelösztönző programjából (Medium-term Lending Facility) igényelt források visszafizetésére kell fordítani a bankoknak. A lépés a várakozások szerint mintegy 1500 milliárd jüannyi likviditást fog felszabadítani.

Az elmúlt negyedévben javult a piaci hangulat, ami a fejlett és feltörekvő kötvény- és részvénypiacokon is megmutatkozott. A piaci hangulat javulását több negatív

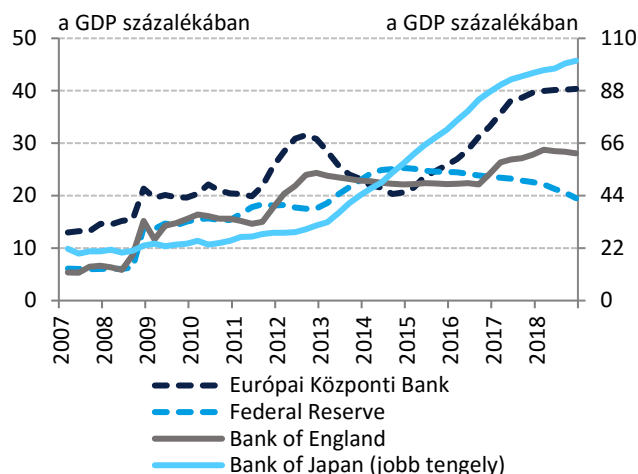
3-6. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása



Megjegyzés: USA dollárban megfigyelt árakból számítva.

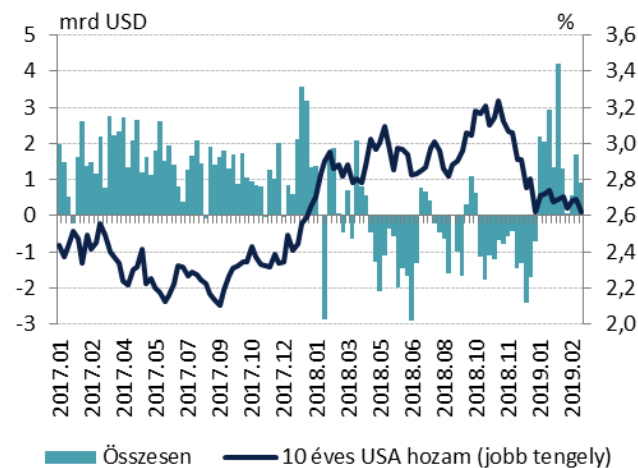
Forrás: Világbank

3-7. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban



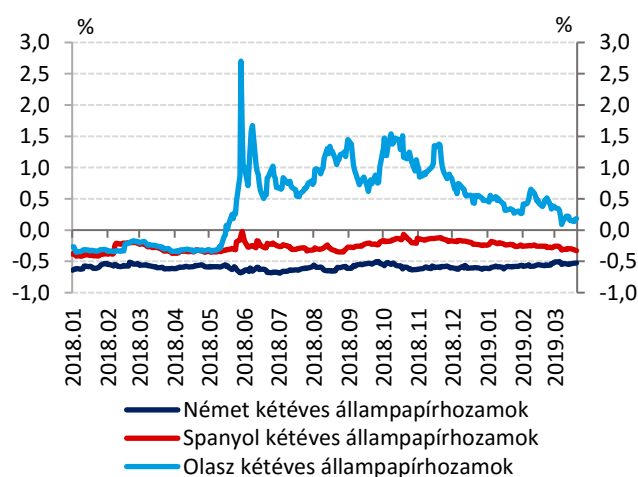
Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

3-8. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai állampapírhozamok alakulása



Forrás: EPFR, Bloomberg

3-9. ábra: Kétéves lejáratú német, olasz és spanyol állampapírhozamok



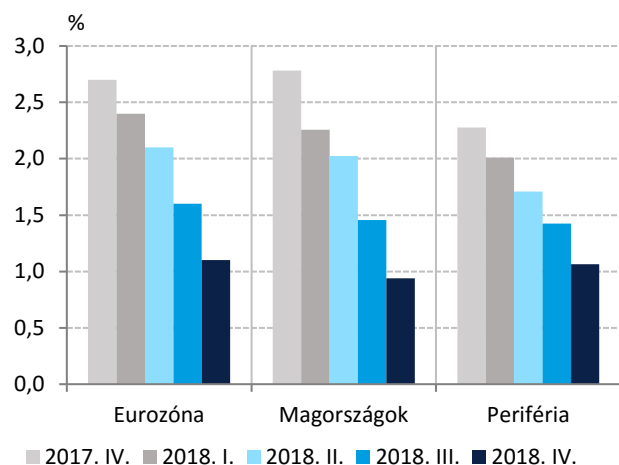
Forrás: Bloomberg

kockázati tényező bekövetkezési valószínűségének mérséklődése is támogatta, köztük elsősorban az USA és Kína közötti kereskedelmi tárgyalások kedvező iránya. Január elején a fejlett és feltörekvő kötvénypiacokon is kedvező fordulat történt, így az elmúlt három hónap során a fejlett piacokra 26 milliárd dollár, illetve a feltörekvő piacokra is több mint 11 milliárd dollár tőke áramlott be (3-8. ábra).

Az időszak során mérséklődtek a fejlett piaci kamatemelési várakozások. Az EKB egynapos betéti kamatának várható első emelése későbbre tolódott, míg a Fed esetében a piaci árazás alapján idén nem várható további kamatemelés. Az amerikai 10 éves hozam az elmúlt negyedév során 2,5-2,9 százalék közötti sávban mozgott, és az előző időszak végéhez képest közel 30 bázisponttal mérséklődött. A német hosszú hozam 14 bázisponttal volt alacsonyabb a korábbi negyedév végi szintjéhez viszonyítva. Az időszak során az eurozóna periferia országai közül az olasz kötvényhozamok jelentősen mérséklődtek az olasz költségvetési deficitcél csökkentésének, és ezzel az olasz kormány és az EU közötti vita lezárásának eredményeként. Az olasz 2 éves hozam közel 50 bázisponttal került lejjebb, és a hozamgörbe hosszabb végén is hasonló mértékű lefelé korrekció történt. A spanyol hozam is csökkent 15 bázisponttal, míg a portugál 2 éves kötvényhozamokban nem volt számottevő változás (3-9. ábra). A fejlett tőzsdeindexek az időszak elején az előző negyedév csökkenő tendenciáját folytatták, majd januártól emelkedésnek indultak, így összességében a főbb európai részvényindexek 8 százalékkal, míg az amerikaiak 6-10 százalékkal emelkedtek. Az amerikai részvénypiaci volatilitást mérő VIX index újra alacsonyabb szintekre került, 22 százalékról 14 százalékra mérséklődött.

Az olaj ára az időszak folyamán több mint 10 százalékkal emelkedett, elsősorban kínálat oldali fejlemények következtében. Az időszak elején éves mélypontra csökkenő olajárak december végétől folyamatosan emelkedtek. Eleinte azok a várakozások hajtották az olajárakat, hogy az OPEC-országok nagy valószínűséggel betartják januártól vállalt kitermeléscsökkentésüket. Január elején pedig a megjelenő adatok alapján arra lehetett következtetni, hogy a megállapodás szerinti termeléskorlátozás jelentős részét már decemberben is teljesítették az OPEC-tagállamok, ami támogatta az olajárak további emelkedését. Február végén Szaúd-Arábia jelezte, hogy az év végéig kiterjesztene kitermelésének mérséklését, ugyanakkor ez a bejelentés már csak ideiglenes áremelkedést hozott az olajárakban. Az időszak végén a Brent árfolyama hordónként 67,5 dolláron, míg a WTI árfolyama 59 dolláron alakult.

3-10. ábra: A GDP éves változása az eurozónában



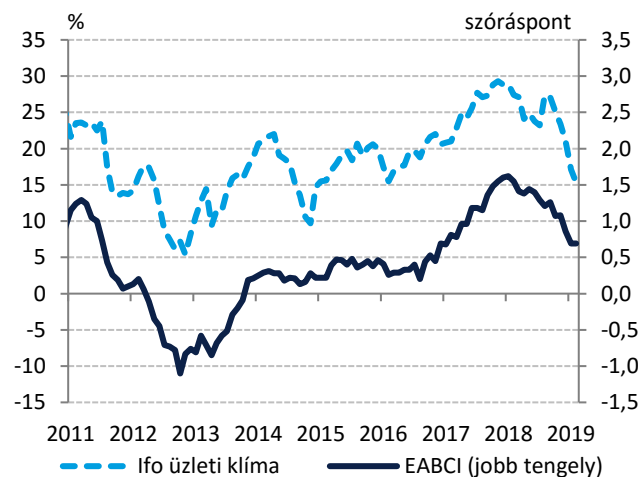
Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok. Periféria (Portugália, Olaszország, Görögország, Spanyolország), Magországok (Belgium, Németország, Franciaország, Hollandia, Ausztria).

Forrás: Eurostat

3.1.2. Az eurozóna makrogazdasági folyamatai

A 2017-es év kiemelkedő GDP-növekedése (2,4 százalék) után **2018 folyamán az eurozóna gazdasági teljesítménye fokozatosan lassult**, és a negyedik negyedévben 1,1 százalékkal nőtt éves összevetésben (3-10. ábra). Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, **Németország gazdasági teljesítménye** – öt éve a leglassabb ütemben – **1,4 százalékkal emelkedett 2018-ban**. A negyedik negyedéves 0,6 százalékos növekedést elsősorban a beruházások támogatták, míg a háztartások fogyasztása visszafogottabban alakult. A gyenge ipari teljesítménnyel összhangban a német kivitel mérséklődött az előző negyedévhez képest. A **német gazdaság idei évi teljesítményére vonatkozó várakozások érdemben mérséklődtek** az elmúlt időszakban. A német kilátásokat a mérséklődő ipari termelés és a visszafogottabb exportteljesítmény rontja. Az eurozóna **magországok** visszafogott növekedése összességében megegyezett a perifériaországok szintén lassuló pályán mozgó növekedésével. A **perifériaországok** növekedését elsősorban az **olasz gazdasági teljesítmény** stagnálása fogta vissza. Olaszország technikai recesszióba süllyedt – negyedéves alapon zsugorodott a GDP 2018 harmadik és negyedik negyedévében is –, amire 2013 eleje óta nem volt példa.

3-11. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása

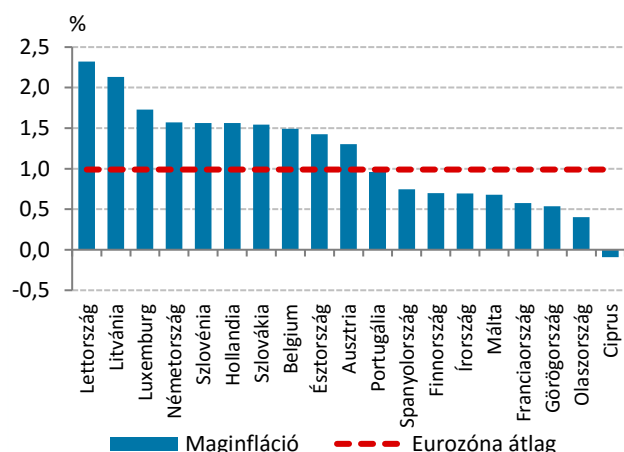


Forrás: Európai Bizottság, Ifo

Az euroövezet kilátásait megragadó üzleti bizalmi index (EABC), illetve a német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) egyaránt mérséklődtek az elmúlt időszakban (3-11. ábra). A csökkenés elsősorban a megkérdezett vállalatok üzleti kilátásainak gyengülésével magyarázható. **Az euroövezet növekedési kilátásait illetően a lefelé mutató kockázatok erősödtek** (a kereskedelmet korlátozó intézkedések kiterjesztése, az olasz gazdaság magas államadosságából fakadó sérülékenysége, az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése és a kínai gazdaság lassulása). A hosszabb távú növekedési kilátásokat illetően a termelékenység lassú bővülése továbbra is kockázatot jelent.

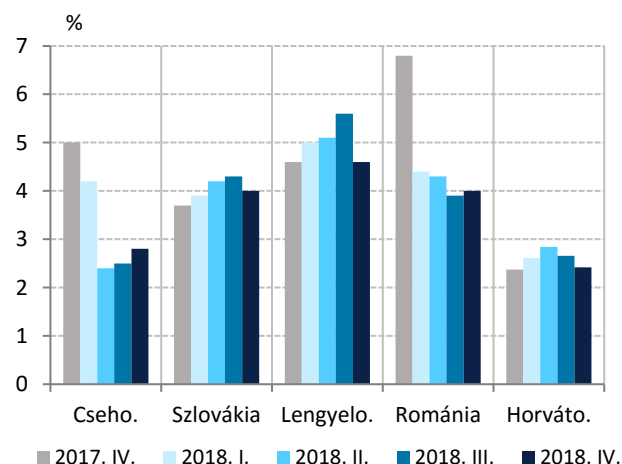
A romló euroövezeti konjunktúrával összhangban **az infláció januárig 1,4 százalékgig csökkent az eurozónában**, majd februárban 1,5 százalékos értéken alakult. A fogyasztóiár-index így a legtöbb tagállam esetében a 2 százalékos jegybanki cél alatt alakult. A fogyasztóiár-index mellett az inflációs alapfolyamatokat jobban megragadó maginfláció is mérsékelten alakult az eurozónában. **Az egyes tagállamok szintjén azonban jelentős eltéréseket tapasztalhatunk a maginflációs rátákban** (3-12. ábra), ami az egyes országok eltérő ciklikus pozíciójával magyarázható. Míg a balti államokban és Szlovákiában a maginfláció már

3-12. ábra: Energia- és élelmiszeráraktól szűrt infláció az eurozóna tagállamaiban (2019. február)



Forrás: Eurostat

3-13. ábra: A GDP éves változása Kelet-Közép-Európában



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

Forrás: Eurostat

megközelítette vagy meghaladta az Európai Központi Bank inflációs céljával konzisztens szintet, addig más – főként dél-európai – országokban ettől lényegesen elmaradva 0,5 százalékos körül alakul.³ Az 5 év múlva kezdődő 5 éves inflációs várakozások továbbra is elmaradnak az EKB inflációs céljától.

Az Európai Központi Bank kormányzótanácsa januári és márciusi ülésén változatlanul hagyta az irányadó kamatozatokat. A közlemény alapján az irányadó ráták legalább 2019 végéig („through the end of 2019”), illetve szükség esetén azt követően is a mostani szinteken maradnak. Továbbá a jegybank bejelentette, hogy újabb célzott hosszabb lejáratú refinanszírozási programot (TLTRO-III) indít negyedéves rendszerességgel és kétéves futamidővel 2019. szeptember és 2021. március között. Az intézkedés elősegíti a kedvező banki hitelezési feltételek megőrzését, valamint a monetáris politikai transzmisszió megfelelő működését és a laza kondíciók fenntartását. Az eszközvásárlási programok keretében a nettó vásárlások 2018. december végével befejeződtek. Az eszközvásárlási programok keretében vásárolt, lejáratú értékpapírokból származó tőketörlesztés újrabefektetésre kerül az irányadó ráták emelésének megkezdését követően hosszabb időszakon keresztül, illetve ameddig azt a Kormányzótanács szükségesnek ítéli. A piaci árazások alapján az irányadó kamatok legalább 2020 harmadik negyedévéig a jelenlegi szinteken maradnak.

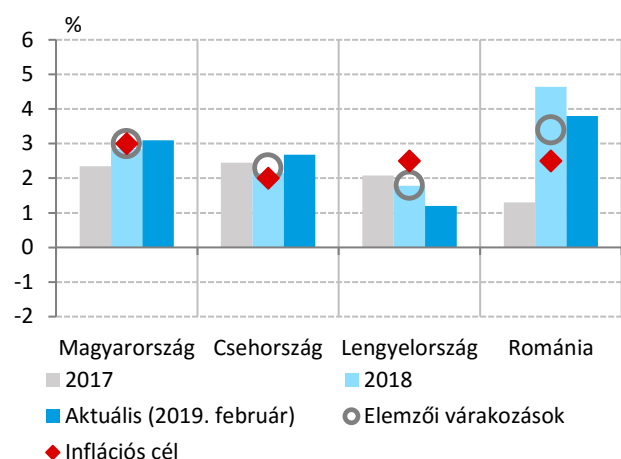
3.1.3. A kelet-közép-európai régió folyamatai

Az elmúlt negyedévekhez hasonlóan 2018 negyedik negyedében ismét a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió növekedési centrumának (3-13. ábra). Lengyelországban 4,6, Szlovákiában és Romániában 4,0, Csehországban 2,8, Horvátországban pedig 2,4 százalékos GDP-növekedést regisztráltak a negyedik negyedévben. A régió egészét vizsgálva a növekedés fő hajtóerejét a belső kereslet jelenti, míg a gyengülő külső konjunktúra mellett a nettó export több országban is lassította a növekedést 2018 végén.

Az infláció a régió országaiban változékonyan alakult az elmúlt hónapokban. Csehországban az infláció újra az inflációs cél fölé emelkedett az időszak során, februárban 2,7 százalékos alakult. Ezzel szemben Lengyelországban januárig csökkent az áremelkedés mértéke, a februári árindex 1,2 százalékos volt. Romániában az infláció – az időszak első felében tapasztalt csökkenését követően – az

³ A historikus tapasztalatok alapján számított inflációs céllal konzisztens maginflációval a 2018. szeptemberi Inflációs jelentés 1-3. keretes írása foglalkozik részletesebben.

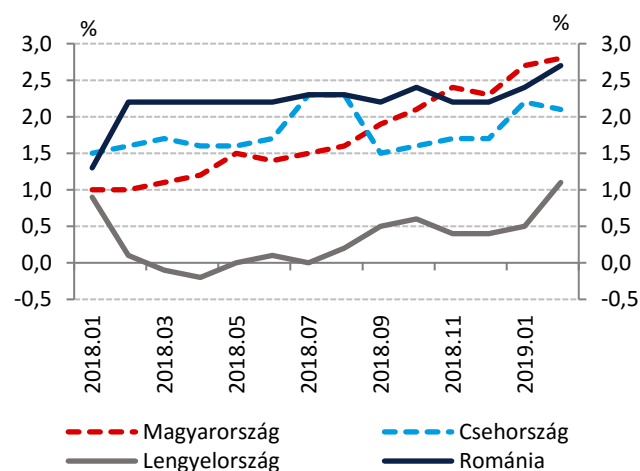
3-14. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások



Megjegyzés: Az elemzői várakozások 2019 éves átlagára vonatkoznak.

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

3-15. ábra: Energia-, dohány-, alkohol- és élelmiszeráraktól szűrt infláció alakulása a régió országában



Forrás: Eurostat

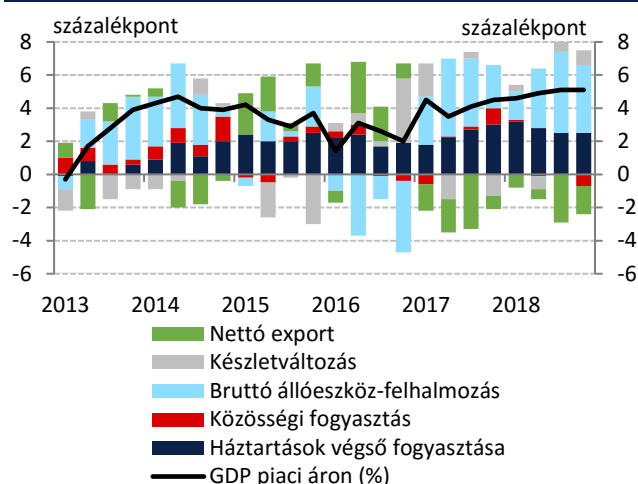
inflációs cél körüli toleranciasáv felső széle fölött, 3,8 százalékon alakult. A jegybank legfrissebb előrejelzése szerint az infláció várhatóan tovább mérséklődik az idei évben. A márciusi elemzői konszenzus alapján az idei évben az átlagos infláció enyhén a jegybanki célok felett alakulhat Csehországban és Romániában, míg Lengyelország esetében az áremelkedés üteme továbbra is elmarad a 2,5 százalékos céltól (3-14. ábra). A régió országait tekintve a maginfláció emelkedett az időszak során (3-15. ábra).

A régiós jegybankok közül a cseh jegybank döntéshozói decemberben, majd februárban is az irányadó ráta tartása mellett döntöttek. A jegybank legfrissebb előrejelzése alapján az inflációs pálya az idei évre nézve lefelé módosult, míg a monetáris politikai horizonton az inflációs kilátások csaknem változatlanok maradtak. A kamatpálya-előrejelzés a vártnál gyengébb árfolyam következtében némileg felfelé tolódott, míg jövőre alacsonyabb pályával számol a jegybank a mérséklődő eurozónabeli kamatkilátások miatt. **A lengyel jegybank döntéshozói nem változtattak az irányadó rátán az elmúlt negyedévben.** Döntéshozói nyilatkozatok alapján a jegybank lépései az inflációs céltól való eltérés függvényében alakulnak. A legfrissebb előrejelzés szerint az infláció visszafogottan alakul a következő időszakban, majd a cél közelébe emelkedik a monetáris politika transzmissziós horizontján. A tanácsstagok értékelése alapján a kamatok jelenlegi szintje támogatja az inflációs cél elérését, valamint a lengyel gazdaság fenntartható növekedését és a makrogazdasági egyensúly fennmaradását. **A román jegybank döntéshozói sem változtattak a monetáris politikai kondíciókon az elmúlt időszakban.** Az őszi hónapok magas inflációs időszakát követően az év végére az infláció a toleranciasávon belülre mérséklődött, majd a sáv felső széle körül ingadozott. A jegybank közleménye szerint ez azt jelenti, hogy teljesítették a középtávú árstabilitási célt, amit óvatos monetáris politikai lépésekkel biztosítottak. A jegybank legfrissebb előrejelzése szerint az infláció várhatóan – a korábban vártnál nagyobb mértékben – tovább mérséklődik az idei évben. Ezt követően pedig ismét emelkedésre számítanak, és az előrejelzési horizont további részében valamivel a toleranciasáv felső széle alatt alakulhat az infláció.

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

A hazai gazdasági növekedés érdemben bővült 2018 negyedik negyedévében. A bruttó hazai termék 5,1 százalékos növekedéséhez az ágazatok széles köre hozzájárult. Felhasználási oldalról továbbra is a belső keresleti tételek – fogyasztás és beruházások – támogatták a legnagyobb mértékben a növekedést, míg a nettó export növekedési hozzájárulása negatív volt. A háztartások fogyasztásának bővülését támogatta a kedvező jövedelmi folyamatok mellett az élénkülő háztartási hitelpiac és a magas szinten tartózkodó fogyasztói bizalom. A beruházások érdemi élénkülését ösztönözték a kedvező finanszírozás oldali folyamatok: a vállalati hitelpiac kétszámjegyű bővülése, illetve az uniós forrásfelhasználás emelkedése. Termelési oldalon a piaci szolgáltatások folytatódó bővülése mellett az építőipar, valamint az ipari ágazatok – elsősorban a vegyipar és élelmiszeripar – is hozzájárultak a GDP növekedéséhez.

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

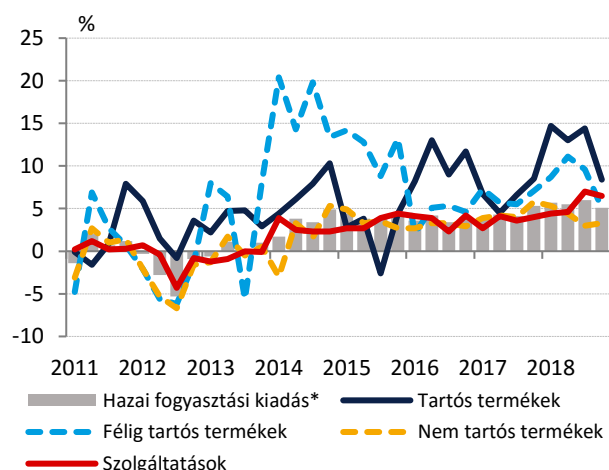


Forrás: KSH

2018 negyedik negyedévében a bruttó hazai termék 5,1 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg negyedéves összevetésben 1,0 százalékkal bővült a GDP. A gazdaság növekedését továbbra is leginkább a belső kereslet támogatta, elsősorban a fogyasztás, valamint a beruházások bővülésén keresztül. Az áru- és szolgáltatásexport növekedési üteme mérséklődött a negyedik negyedévben. A belső keresleti tételek emelkedésével párhuzamosan az áruimport bővülése meghaladta a kivitel növekedését, így a nettó export növekedési hozzájárulása negatív volt az október és december közötti időszakban (3-16. ábra).

2018 negyedik negyedévében folytatódott a háztartások fogyasztásának bővülése. A szolgáltatásokra irányuló fogyasztás, illetve a jelentős helyreállítási potenciállal rendelkező tartós termékek vásárlására – a lakáspiaci ciklus felfutásával párhuzamosan – fordított kiadások növekedése érdemben meghaladta a fogyasztás aggregált bővülését (3-17. ábra). A szolgáltatások fogyasztása 6,5 százalékkal bővült, ami historikus összevetésben is kiemelkedő növekedés. A növekedést a dinamikus béremelkedés és a tovább bővülő foglalkoztatottság mellett a magas fogyasztói bizalom és hitelfelvételi hajlandóság, valamint a **nettó pénzügyi vagyon is támogatta** (3-18. ábra). Emellett a tartós termékek fogyasztása 8,4 százalékkal, míg a félig tartós termékek vásárlása 5,1 százalékkal emelkedett a negyedik negyedévben. A fogyasztás további bővülésének dinamikáját a januári kiskereskedelmi forgalom adat is alátámasztja, ami 4,9 százalékos emelkedést mutatott az előző év azonos időszakához képest (3-19. ábra).

3-17. ábra: A lakossági fogyasztási kiadás és altételeinek éves változása

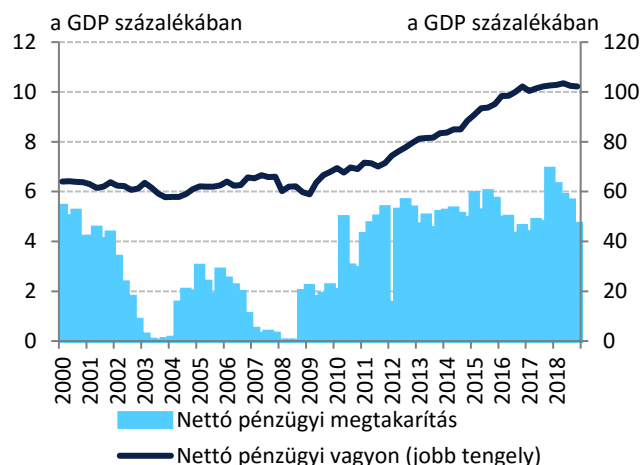


Megjegyzés: *A hazai fogyasztási kiadás nem tartalmazza a turisztikai egyenleg korrekcióját, emiatt eltér a nemzeti számlákban szereplő háztartások fogyasztási kiadása tételtől.

Forrás: KSH

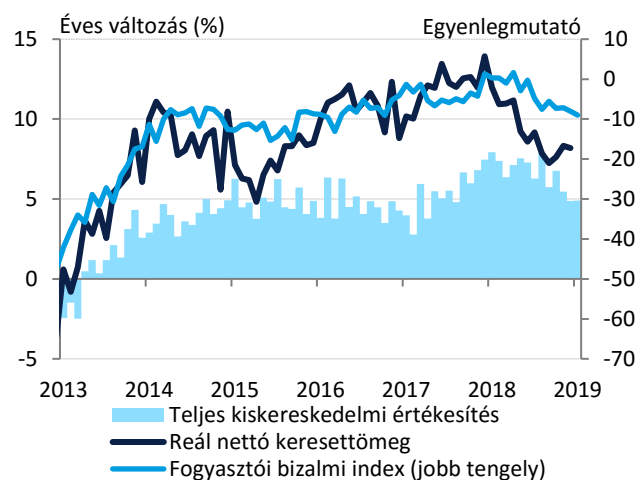
A háztartási hiteldinamika 5 százalék feletti szintre gyorsult 2018 végére. 2018 negyedik negyedévében a háztartások teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelállománya 72 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, ami éves összevetésben 5,2 százalékos hiteldinamikához járult hozzá. A háztartásokkal kötött hitelszerződések volumene éves átlagban 37 százalékkal nőtt, ezen belül a lakáscélú hitelek és a személyi kölcsönök kihelyezése rendre 31 és 48 százalékkal emelkedett a negyedév során. A lakáshitelek kibocsátása már nominálisan

3-18. ábra: A háztartások nettó pénzügyi megtakarításai



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok. Forrás: KSH

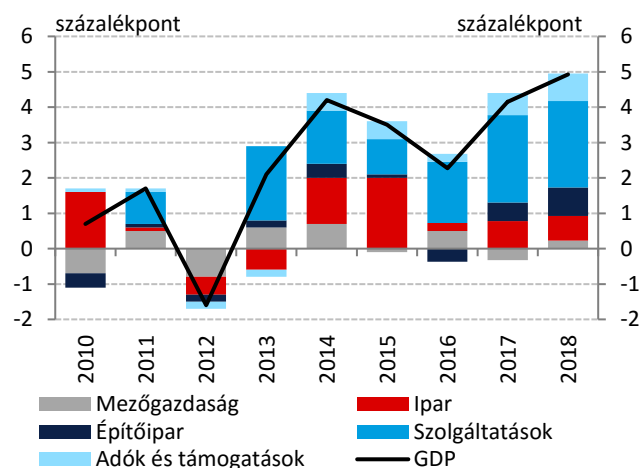
3-19. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított kiskereskedelmi adat

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat, KSH

3-20. ábra: A GDP-növekedés termelési oldali felbontása



Forrás: KSH

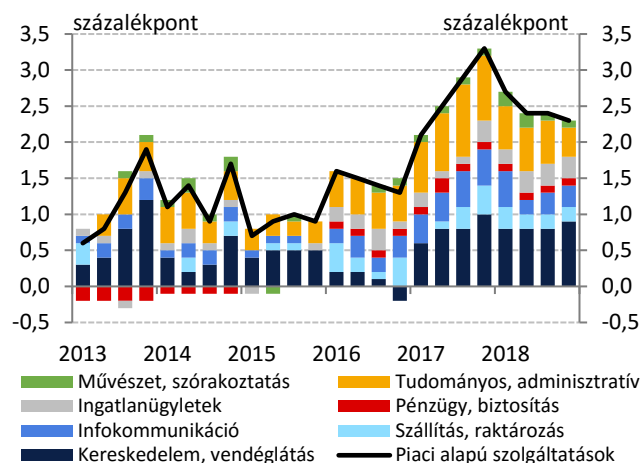
elérte a 2008. évi volument, ugyanakkor reálértékben a válság előtti kibocsátás még mindig jelentősen magasabb volt. A jelenlegi hitelciklusban a lakosság eladósodása az adósságfék-szabályok hatálya és a hosszabb távra fixált hitelek arányának növekedése mellett, egészséges szerkezetben megy végbe. A negyedév során megkötött lakáscélú hitelszerződések 94 százalékát éven túli kamatfixálás jellemezte, és a Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel termékek részaránya (a legalább 5 éves kamatfixálású kibocsátáson belül) 61 százalékos szintre emelkedett a vizsgált időszak végére. A Hitelezési felmérés keretében adott válaszok alapján a bankok továbbra is erős keresletet érzekeltek a lakáscélú hitelek iránt, míg a fogyasztási hitelek esetében visszaesést tapasztaltak. A következő félévre előretekintve azonban mindkét hiteltermék esetében élénk keresletet várnak a megkérdezett bankok. A magas bérdinamika, valamint a kedvező hitelkondíciók továbbra is támogatják a lakosság beruházási és fogyasztási hitelkeresletét.

Az ágazatok mindegyikében emelkedett a hozzáadott érték (3-20. ábra). Felhasználási oldalon a belső kereslet érdemi növekedésével összhangban a termelési oldalon a piaci szolgáltatások támogatták a gazdasági növekedést a negyedik negyedévben. A kereskedelem, a szálláshelyszolgáltatás és vendéglátás, az információ és kommunikáció, valamint a szakmai, tudományos és az adminisztratív szolgáltatási ág növekedése is érdemi volt (3-21. ábra). A közösségi szolgáltatások dinamikája nem változott az előző év azonos időszakához képest.

2018 negyedik negyedévében a közösségi fogyasztás szintje jelentősen csökkent, míg a kormányzattól kapott természetbeni társadalmi juttatások volumene érdemben emelkedett a tavalyi év azonos időszakához képest.

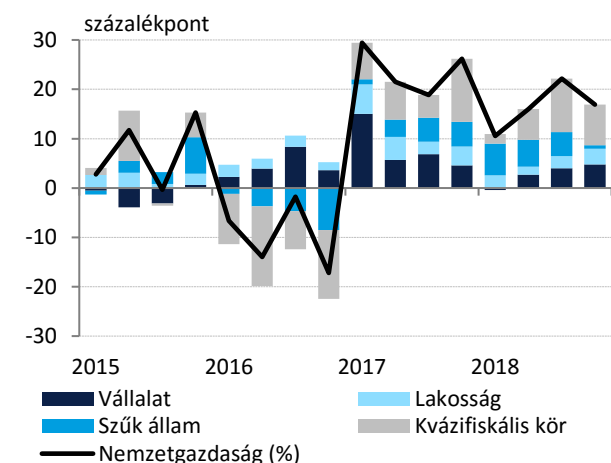
2018 negyedik negyedévében 17 százalékkal emelkedtek a nemzetgazdasági beruházások az előző év azonos időszakához viszonyítva (3-22. ábra). A belföldre termelő és szolgáltató vállalatok beruházásai kisebb mértékben növekedtek az előző negyedévhez képest, amit a szálláshelyszolgáltatás, vendéglátás és az információ, kommunikáció ágazatok beruházási aktivitásának kisebb mértékű élénkülése ellenére az építőipari és kereskedelmi beruházások mérséklődése magyaráz. Az elsősorban külföldre termelő ágazatok beruházásai érdemben emelkedtek, amit egyrészt a nagysúlyú **járműipar jelentős mértékű beruházásai**, másfelől több feldolgozóipari alágazat (elektronika ipar, villamos berendezések gyártása) érdemi bővülése támogatott. Az állami (egészségügy, közigazgatás) és az állami szektorhoz szorosan kötődő ágazatok (szállítás, energetika) beruházásai élénk ütemben

3-21. ábra: A piaci alapú szolgáltatások ágazatainak GDP-hez való növekedési hozzájárulása



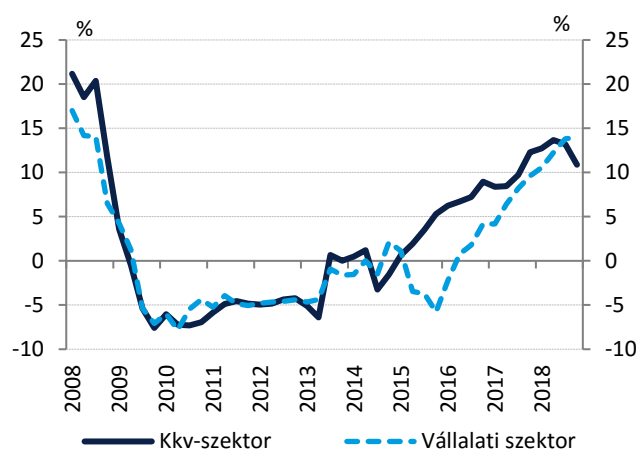
Forrás: KSH

3-22. ábra: A beruházások éves változásának felbontása



Forrás: KSH

3-23. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: A vállalati szektor növekedési üteme tranzakció alapú, a teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelek alapján. A kkv szektor az önálló vállalkozókat nem tartalmazza.

Forrás: MNB

bővültek, elsősorban az uniós és saját forrásokból megvalósított fejlesztéseknek köszönhetően. **Az élénk beruházási aktivitással összhangban a negyedik negyedévben folytatódott az építőipar kibocsátásának dinamikus emelkedése.**

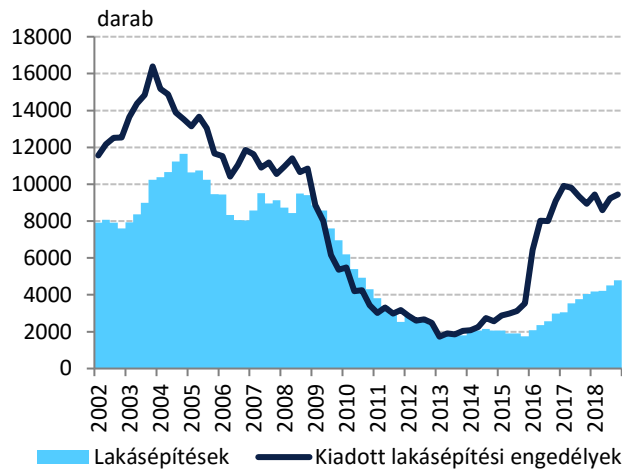
A vállalati hitelállomány éves szinten 14 százalékkal bővült.

A nem pénzügyi vállalatok pénzügyi közvetítőrendszerrel szembeni hitelállománya a negyedik negyedév során 247 milliárd forinttal emelkedett a folyósítások és törlesztések eredőjeként, így a vállalati hitelállomány 14 százalékkal, míg a kkv-szektor hitelállománya (az önálló vállalkozók nélkül) 11 százalékkal bővült éves összevetésben (3-23. ábra). A vállalati bővülésben meghatározó szerepet játszott több nemzetközi nagyvállalat nagy volumenű ügylete, melyek magyarországi beruházásokhoz, többek között vállalatfelvásárláshoz, kereskedelmi ingatlanvásárláshoz volt köthető. A hitelintézetek vállalatokkal megkötött szerződéseinek éves volumene negyedéves összevetésben enyhén mérséklődött, ami a jegybank NHP fix konstrukciójához köthető kivárással is magyarázható. A hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok fele érzékelt keresletélénkülést a forinthyitelek, valamint a rövid futamidejű hitelek iránt, ugyanakkor 2019 első félévére vonatkozóan az egyre növekvő finanszírozási igények folytán a bankok egyöntetűen a hosszú lejáratú hitelek iránti kereslet növekedésére számítanak. Elsősorban a vállalatok tárgyi eszközökbe történő befektetési igényéhez kötődő kereslettel számolnak a bankok a következő fél évben, emellett az üzleti célú ingatlan építéséhez kötődő élénk hitelkereslet fennmaradását várják.

A lakosság beruházási aktivitása tovább emelkedett a negyedik negyedévben.

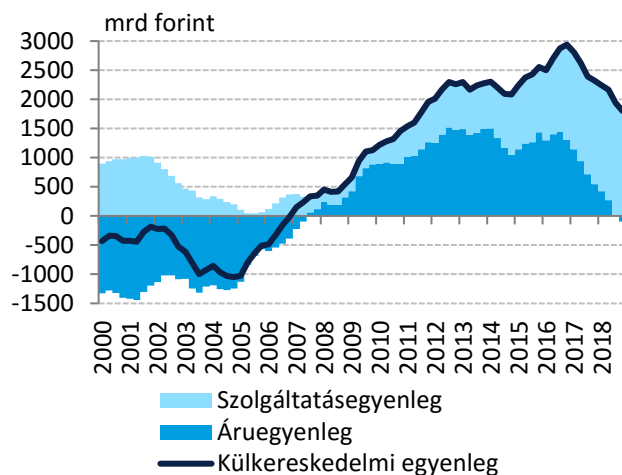
A kedvező keresleti feltételekkel párhuzamosan folytatódott a lakásépítések bővülése (3-24. ábra), amit a lakosság magas hitelfelvételi hajlandósága és a kedvező hitelkondíciót biztosító otthonteremtési programok is érdemben támogatnak. A korábban kiadott építési engedélyekkel összhangban 2018 negyedik negyedévében 7463 új lakás került átadásra, ami 16,5 százalékos bővülést jelent éves összevetésben. Az újonnan kiadott lakásépítési engedélyek száma érdemben emelkedett az előző év azonos időszakához képest, emellett a kiadott építési engedélyek száma továbbra is magas szinten alakul, így a következő negyedévekben a lakásépítések további bővülésére számíthatunk. **Az élénk kereslet hatására folytatódott a lakásárak emelkedése, amihez a használt és az új lakások átváltozása egyaránt hozzájárult.** Továbbra is megfigyelhető a lakásárak emelkedésének elmúlt negyedévekben tapasztalt lassulása, ami azzal magyarázható, hogy a jellemzően alacsonyabb

3-24. ábra: Az újlakásépítések és építési engedélyek alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adat. Forrás: KSH

3-25. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása



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

árszinttel rendelkező, nem fővárosi lakások súlya emelkedett a lakáspiaci forgalomban.

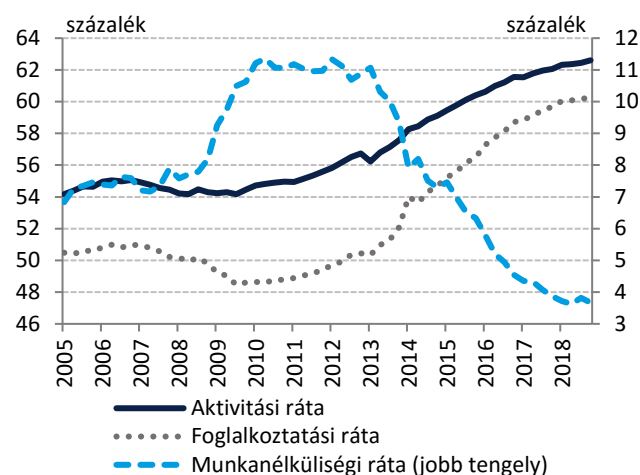
A nettó export a negyedik negyedévben negatívan járult hozzá a hazai gazdaság növekedéséhez. A belső keresleti tételek (lakossági fogyasztás, beruházások) emelkedésével párhuzamosan az áruimport növekedése nagyobb mértékben folytatódott, mint a kivitelé, így az áruegyenleg negatív lett a negyedik negyedévben. A hazai szolgáltatásexport tovább bővült, ami elsősorban a turisztikai és a szállítási szolgáltatások mellett a pénzügyi és egyéb üzleti szolgáltatások exportjához kötődött. A külkereskedelmi egyenleg tovább csökkent a negyedik negyedévben, azonban a szolgáltatásegyenleg továbbra is markáns többletet mutat (3-25. ábra). A teljes export éves dinamikáját a belső keresleti tételek importigényének következtében meghaladta az import növekedési üteme, így összességében a nettó export negatívan befolyásolta a gazdasági növekedést a negyedik negyedévben.

A mezőgazdaság teljesítménye pozitívan járult hozzá a gazdasági növekedéshez 2018-ban. A nyári időjárási viszonyok következtében a búzatermés az előző évi szinten maradt, míg a kukoricatermelés érdemben nőtt a 2017-hez képest, így összességében a mezőgazdasági hozzáadott érték emelkedett. A készletek növekedési hozzájárulása a negyedik negyedéves adatok publikációját követően összességében a tavalyi év egészében pozitívan alakult.

3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség

2018 utolsó negyedében emelkedett a versenyszféra foglalkoztatottsága. A versenyszférán belül a feldolgozóipar és az építőipar foglalkoztatása bővült, míg a piaci szolgáltató szektorban dolgozók száma mérséklődött az előző negyedévhez képest. A közfoglalkoztatottak száma 131 ezer főre csökkent. A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 3,7 százalékra mérséklődött a negyedik negyedévben.

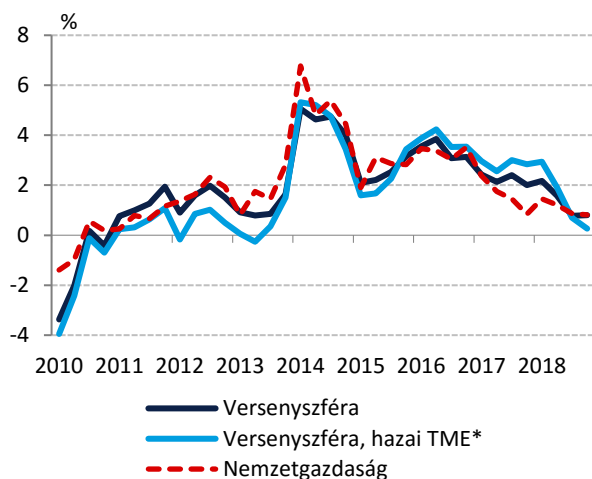
3-26. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH

3-27. ábra: Főbb foglalkoztatási mutatók éves változása



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

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

2018 utolsó negyedében a 15–74 éves korosztály aktivitási rátája 62,6 százalékon alakult, míg a 15–64 éves népességben belül az aktívak aránya 72,2 százalékot tett ki. A szezonálisan igazított adatok alapján enyhén emelkedett a gazdaságilag aktívák száma (3-26. ábra).

A nemzetgazdasági foglalkoztatottság emelkedése a versenyszférához köthető, az állami szféra foglalkoztatottsága érdemben nem változott. Az állami szférán belül a közfoglalkoztatottak száma 131 ezer főre csökkent, míg a közfoglalkoztatáson kívüli létszám emelkedett.

A versenyszférán belül a feldolgozóipar és az építőipar foglalkoztatása bővült, míg a piaci szolgáltató szektorban dolgozók száma mérséklődött az előző negyedévhez képest. A külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma az előző negyedévi csökkenést követően 110 ezer főre emelkedett a negyedik negyedévben. A ledolgozott munkaóratömeggel korrigált, hazai teljes munkaidő egyenértékes létszám a foglalkoztatottnál visszafogottabb ütemben emelkedett (3-27. ábra).

Az utolsó negyedévben a munkanélküliek száma csökkent, a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 3,7 százalékra mérséklődött. Az üres álláshelyek aránya alapján a feldolgozóiparban továbbra is magas szinten alakult, míg a piaci szolgáltató szektorban enyhén emelkedett a vállalatok munkaerő-kereslete.

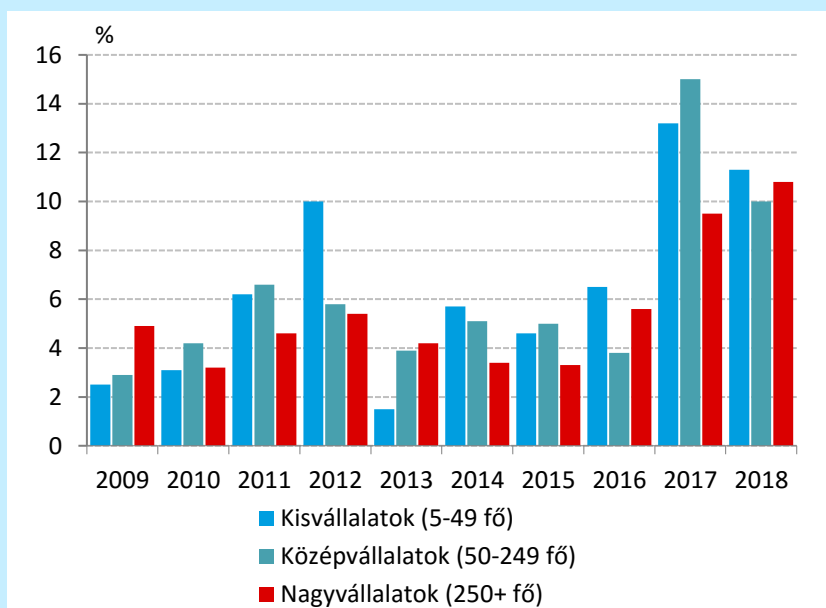
3-1. keretes írás: A vállalati dualitás szerepe a bérek növekedésében

A magyar vállalati szektor duális szerkezetű. A vállalkozások több mint 99 százalékát a kis- és középvállalatok képezik, amelyek döntő többsége hazai tulajdonban van. A kkv-szektor foglalkoztatásában betöltött szerepe jelentős, a foglalkoztatottak több mint 70 százaléka dolgozik ebben a szegmensben. A kkv-k ugyanakkor nagy súlyuk ellenére a teljes hazai GDP-nek csak kevesebb, mint felét állítják elő. **A különböző mutatók alapján megfigyelhető vállalati dualitás a bérek növekedésében is megjelenik.**

Az elmúlt években az elsődleges munkaerőpiacot erős munkakereslet mellett már szűkös munkakínálat jellemzi, a vállalatok erőteljes versenyt folytatnak a munkaerő megtartásáért és felvételéért. A versenyszféra magas munkaerő-kereslete 2016-tól a bérezési alapfolyamatok fokozatos erősödését eredményezte. Az előző két év kétszámjegyű bérnövekedéséhez a hatéves bérmegállapodás intézkedései is jelentős mértékben hozzájárultak. **Az adminisztratív intézkedések** (nagyobb mértékű minimálbér-emelések, adócsökkentések) **vállalati méret szerint eltérő mértékben befolyásolhatták a bérek emelkedését 2017-18-ban**, ezért fontos megvizsgálni a versenyszféra bruttó átlagkereset alakulását részletesebb bontásban is.

A vállalatok létszám-kategória szerinti besorolása alapján azokat tekintjük nagyvállalatoknak, akik legalább 250 főt foglalkoztatnak. Ebben a szegmensben a munkavállalók keresete jellemzően meghaladja a minimálbér és a garantált bérminimum összegét. Ennek következtében a nagyvállalati béremeléseket csak kisebb mértékben érinti a legkisebb kötelező bérek emelkedése, és alakulásukat elsősorban piaci tényezők határozzák meg. **A nagyvállalati szektorban a munkapiac feszesedésével párhuzamosan egyre erősödő bérnövekedést regisztráltak az utóbbi években, 2018-ban a bérdinamika a válságot követően először haladta meg a nagyvállalatok körében a 10 százalékot** (3-28. ábra). Ezzel szemben a kis- és középvállalatok bérdinamikája az elmúlt években szorosan igazodott a minimálbér és a garantált bérminimum emeléséhez.

3-28. ábra: A bruttó átlagkereset éves dinamikája vállalati méret szerint

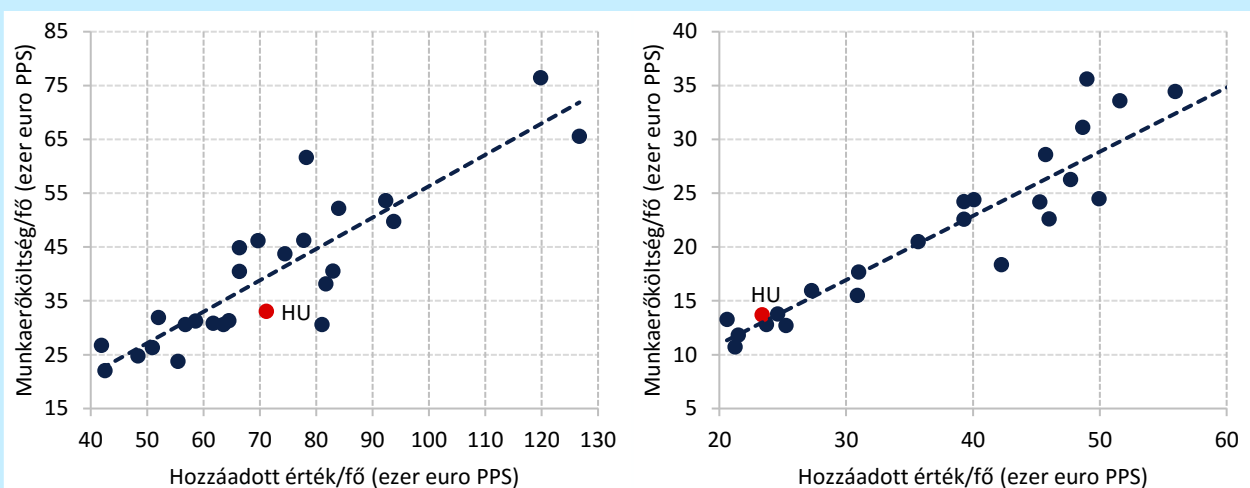


Megjegyzés: A 2018. évi adat a módszertani változás hatásától szűrt éves növekedés.

Forrás: KSH

A nagyméretű, jellemzően külföldi tulajdonú vállalatoknak továbbra is van mozgástere a béremelésre. A nagyvállalatok termelékenyebbek és versenyképesebbek kisebb társaiknál, azonban az általuk kifizetett bérek színvonala elmarad a termelékenységüktől (3-29. ábra, bal panel). Ennek elsődleges oka, hogy a versenytársak által fizetett relatíve alacsony átlagbér általánosságban nem ösztönzi a külföldi cégeket erőteljesebb bérezésre. A feszesedő munkaerőpiaci környezet a bértárgyalások során egyre magasabb fizetési igények teljesítésére készítette a nagyvállalatokat, ami a termelékenységhez képest relatíve alacsony bérköltségek miatt kigazdálkodható maradt.

3-29. ábra: A munkaerőköltség és a termelékenység kapcsolata a külföldi tulajdonú (bal panel) és a hazai vállalatok körében (jobb panel), 2016



Megjegyzés: Luxemburg és Írország kivételével.

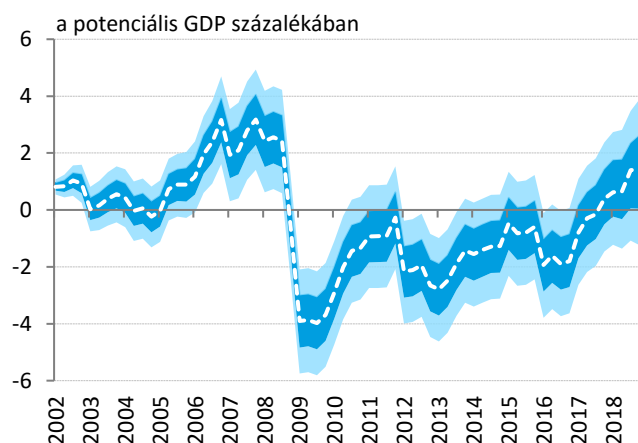
Forrás: Eurostat

A nagyvállalatokkal ellentétben a kkv-szektorban szűkebb a bérezési mozgástér a jövedelmezőség terhére. A döntően hazai tulajdonú, kis- és középvállalatok bérköltsége érdemben nem tér el a kkv-szektor termelékenységétől (3-29. ábra, jobb panel). A hazai kkv-k alacsonyabb bérszínvonala nemcsak a külföldi munkavállalással, de az itthoni nagyvállalatokkal szemben is **hátrányt jelent a szakképzett munkaerőért vívott versenyben**. A bérek elmúlt évek során regisztrált kétszámjegyű növekedését elsősorban a nagymértékű minimálbér-emelések határozták meg a kisebb vállalatoknál, ami közvetetten a bérszála jelentős részét érintette. **Előretekintve elengedhetetlen a kkv-szektor termelékenységének érdemi javulása, ami a bérek folytatódó növekedése mellett a vállalati dualitás mérséklődéséhez is hozzájárulna.** A Magyar Nemzeti Bank 330 versenyképességi pontjából 26 foglalkozik a kis- és középvállalkozások termelékenységének javításával, amihez a szektor nagyobb beruházási aktivitása, a mérethatékonyságból fakadó előnyök kihasználása, a hálózatosodás, a technológiai felkészültségük javítása, valamint a vállalkozási készségek fejlesztése egyaránt hozzájárulhat.

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

Becslésünk alapján a GDP a potenciális kibocsátás közelében, enyhén afölött alakult. A vállalatok kapacitáskihasználtsága továbbra is magas szinten tartózkodik, miközben a munkapiacra közvetlenül bevonható szabad tartalékok változatlanul alacsony szinten alakulnak. A kibocsátási rés bezáródásával a gazdaság kínálati oldalának bővülése válik meghatározóvá a növekedés fenntarthatósága szempontjából. A potenciális növekedés ütemét a gazdaságpolitika a stabilitás fenntartása mellett a versenyképesség javítását és a termelékenység növelését célzó strukturális eszközökkel történő lépésekkel emelheti.

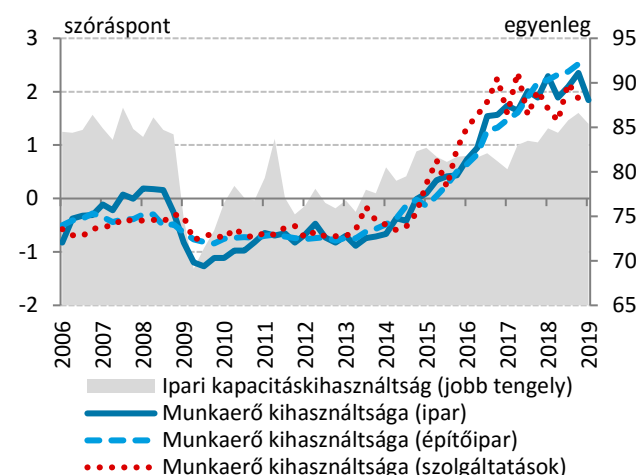
3-30. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv



Megjegyzés: A kék terület a becslési bizonytalansági sávot mutatja.

Forrás: MNB

3-31. ábra: Kapacitáskihasználtság és a munkaerő mennyiségének megítélése



Forrás: ESI

Becslésünk szerint a GDP a potenciális kibocsátás közelében, enyhén afölött alakult (3-30. ábra). A **hazai gazdaság ciklikus pozíciójáról alkotott képünk érdemben nem változott** a decemberi Inflációs jelentésben szereplő becslésünkhöz képest.

Kérdőíves felmérések alapján a **vállalatok kapacitáskihasználtsága továbbra is magas szinten tartózkodik**, megközelítve a válság előtti időszak átlagos szintjét. Az elmúlt évek dinamikus foglalkoztatásbővülése hozzájárult a munkaerőpiac feszebbé válásához. A vállalkozások a közvetlenül elérhető új **munkaerő mennyiségét továbbra is szűk keresztmetszetként jelölik meg** az iparban, az építőiparban és a szolgáltató szektorban egyaránt (3-31. ábra).

A kibocsátási rés záródása a kereslet csökkenésével és a kínálat bővítésével is elérhető, ezért társadalmi szempontból kiemelt jelentősége van a következő időszakban a kínálatot, azaz a **potenciális kibocsátást bővítő, a versenyképesség strukturális eszközökkel történő javítását célzó intézkedéseknek**.

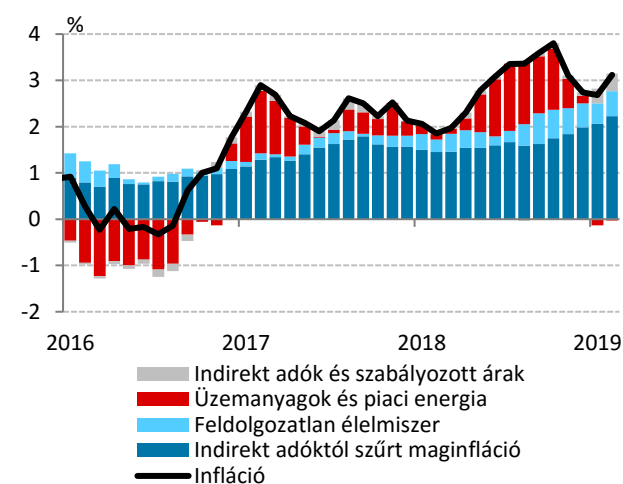
Az elmúlt időszakban a termelékenység bővült, azonban ez a folyamat inkább ciklikus tényezőkkel, mint a gazdaság versenyképességének strukturális javulásával magyarázható. Ugyanakkor a magas beruházási ráta, a bejelentett nagyberuházások és a beszállítói hálózat kapacitásbővítései középtávon pozitív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

A magyar gazdaság ciklikus pozíciójára hatással van, hogy becslések alapján az **eurozóna kibocsátási rése** a tavalyi év során bezáródhatott, míg a **régiós gazdaságok** ciklikus pozíciója már pozitív tartományban alakulhat. Megjegyezzük azonban, hogy az eurozóna növekedési kilátásait kockázatok övezik, és a konjunktúra romlásával párhuzamosan a záródás visszafordulhat, és a térség kibocsátási rése az előrejelzési horizonton újra kinyílnak.

3.5. Költségek és infláció

Az elmúlt hónapokban folytatódott ugyan az infláció változékony alakulása, de a mutató 2018 márciusa óta a toleranciasávon belül, a 3 százalékos célja közelében alakult. A tavalyi év végén a fogyasztóiár-index ismét kissé 3 százalék alá csökkent, majd idén februárban egy enyhe emelkedést követően 3,1 százalékon alakult. Az infláció mérséklődésének irányába az üzemanyagárak csökkenése hatott, míg a februári emelkedéséhez az adószűrt maginfláció növekedése, a feldolgozatlan élelmiszerek és az üzemanyagok árdinamikájának emelkedése is hozzájárult. Az adószűrt maginfláció az idei év elején 3 százalék fölé emelkedett, amit a piaci szolgáltatásokat érintő év eleji átárázások okoztak. A versenyszféra bruttó átlagkeresete 10,4 százalékkal emelkedett a negyedik negyedévben az előző év azonos időszakához képest. A 2018. év egészét jellemző kétszámjegyű bérnövekedéshez a bérezési alapfolyamatot meghatározó historikusan feszes munkaerőpiaci környezet mellett a minimálbér és a garantált bérminimum 8, illetve 12 százalékos emelése járult hozzá. Az idei évi béremelésekről érdemi információt az első negyedéves béradatok fognak tartalmazni.

3-32. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: MNB-számítás

3.5.1. Fogyasztói árak

Az elmúlt hónapokban folytatódott az infláció változékony alakulása. A tavalyi év végén a fogyasztóiár-index ismét 3 százalék alá, 2,7 százalékra csökkent, majd idén februárban enyhén 3 százalék fölé emelkedett. Az infláció mérséklődését az üzemanyagárak 2018. decemberi és idén januári csökkenése okozta, míg a februári emelkedéshez főként az adószűrt maginfláció emelkedése járult hozzá (3-32. ábra).

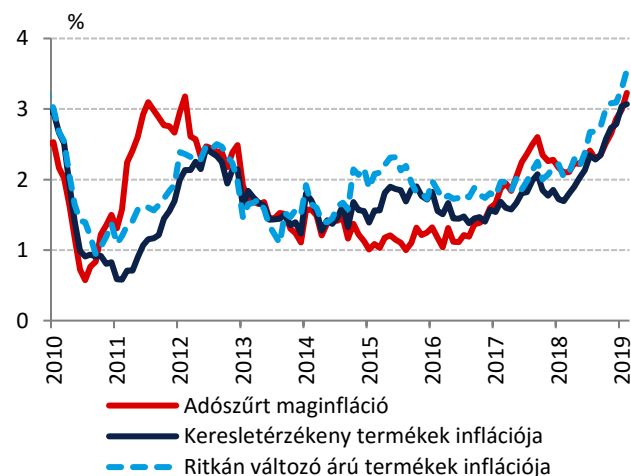
Az tavalyi év végén és az idei év elején folytatódott a tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatók (adószűrt maginfláció, keresletérzékeny, illetve ritkán változó árú termékek inflációja) emelkedése (3-33. ábra). Az adószűrt maginfláció februárra enyhén 3 százalék fölé emelkedett, amit elsősorban a piaci szolgáltatásokat érintő év eleji átárázások okoztak (ld. 3-2. keretes írás).

Az iparcikkek inflációja enyhén emelkedett az elmúlt hónapokban. A nem tartós iparcikkek inflációja emelkedett, amit a változékony árú repülőjegyek áralakulása és az iparcikkekben belül több terméket érintő népegészségügyi termékadó emelése magyaráz. Eközben a tartós iparcikkek árdinamikája lényegében nem változott.

A tavalyi év végén és az idei év elején folytatódott a piaci szolgáltatások inflációjának emelkedése, amit részben ellensúlyozott a 20 000 forint alatti átutalásokra vonatkozó tranzakciós illeték januári eltörlése. A termékkör egész éves árdinamikáját nagy részben meghatározó év eleji átárázások esetében a korábbi éveknél nagyobb, a szolgáltatások széles körét jellemző áremelkedést tapasztaltunk. A munkaintenzív és a technológiaiintenzív szolgáltatások inflációja egyaránt nőtt (3-34. ábra).

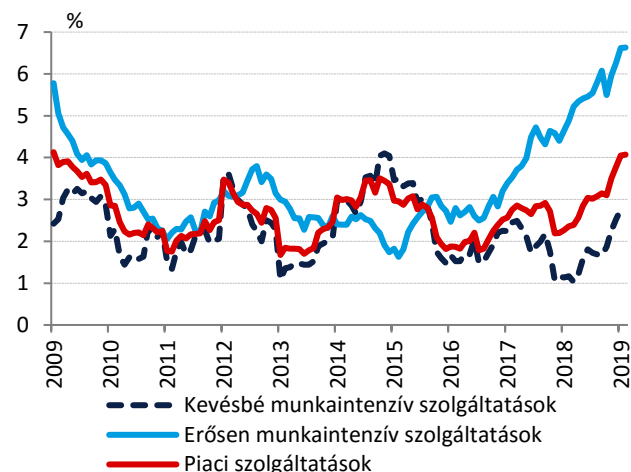
Az alkohol- és a dohánytermékek ára emelkedett, amit elsősorban a termékkört érintő adóváltozások – népegészségügyi termékadó és a jövedéki adó emelése – okoztak. A dohánytermékek jövedékiadó-emelésének

3-33. ábra: Az inflációs alapmutatók



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-34. ábra: Piaci szolgáltatások inflációja



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

esetében a korábbi adóváltozásokat jellemzőnél gyorsabb és nagyobb mértékű begyűrűzést tapasztaltunk.

Az élelmiszereket összességében gyorsuló árdinamika jellemezte az elmúlt hónapokban. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja továbbra is az őszi hónapokat jellemző 10 százalékos körüli szinten tartózkodik, amit elsősorban a szezonális élelmiszerek áremelkedése magyaráz. A feldolgozott élelmiszerek inflációja is emelkedett, a több terméket érintő áremelkedést és a népegészségügyi termékadó idén januári emelését részben ellensúlyozta a tej áfájának csökkentése.

Az üzemanyagárakat jelentős volatilitás jellemezte az elmúlt hónapokban. Tavaly év végén és 2019 első heteiben az üzemanyagok ára mintegy 10 százalékkal csökkent, amit februárban 0,9 százalékos áremelkedés követett.

Az elmúlt hónapok adatait tekintve az infláció lényegében megfelelt, míg a maginfláció és az adószűrt maginfláció magasabban alakult a decemberi Inflációs előrejelzés prognózisánál. Az eltérést a piaci szolgáltatásokat érintő nagyobb év eleji átárak és a feldolgozott élelmiszerek árának emelkedése okozták. A maginfláció előrejelzésünket meghaladó alakulásában a dohánytermékeket érintő jövedékiadó-emelés vártnál gyorsabb begyűrűzése is szerepet játszott.

3.5.2. Inflációs várakozások

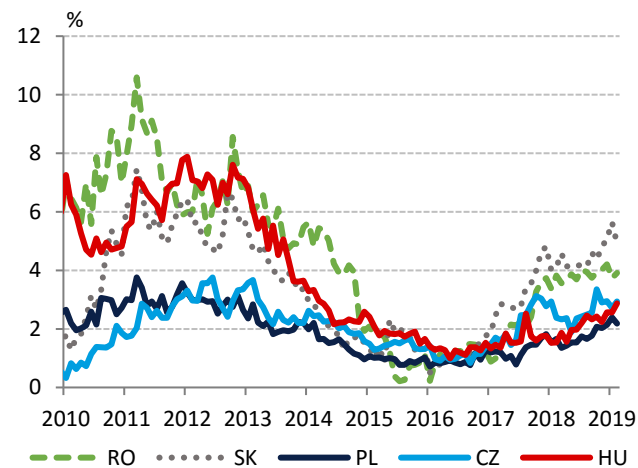
Az elmúlt hónapokban a lakosság inflációs várakozásai enyhén emelkedtek, ugyanakkor továbbra is visszafogott szinten tartózkodnak, ami a várakozások horgonyozottságára utal. A hazai várakozások összhangban alakultak a régió korábban is tartósan alacsony inflációval jellemezhető országokban tapasztalható várakozásokkal (3-35. ábra).

3.5.3. Bérek

2018 negyedik negyedében 10,4 százalékkal emelkedett a versenyszféra bruttó átlagkeresete az előző év azonos időszakához képest (3-36. ábra). A 2018. év egészét jellemző kétszámjegyű bérnövekedéshez a bérezési alapfolyamatot meghatározó historikusan feszes munkaerőpiaci környezet mellett a minimálbér és a garantált bérminimum 8, illetve 12 százalékos emelése járult hozzá. Az adminisztratív béremelések által kevésbé érintett nagyvállalatoknál a munkapiac feszesedésével párhuzamosan egyre erősödő bérnövekedést regisztráltak az elmúlt években (lásd 3-1. keretes írás). Az előző év során a szociális hozzájárulási adó 2,5 százalékpontos mérséklődése is támogatta a vállalatok bérezését.

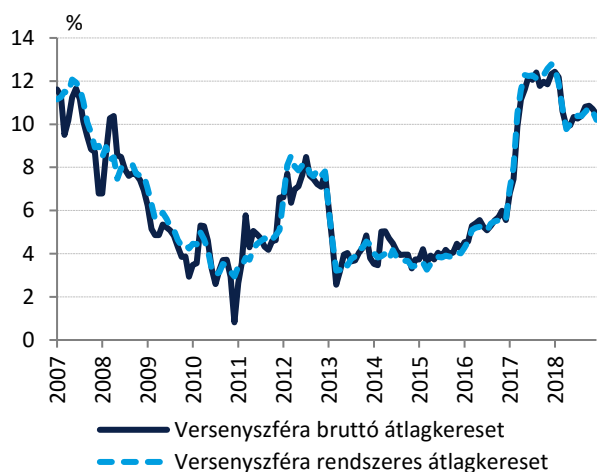
A versenyszférán belül a piaci szolgáltató szektor bérdinamikája enyhén meghaladta a feldolgozóipari bérek

3-35. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

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



Megjegyzés: Negyedéves mozgóátlagok.

Forrás: KSH

növekedését. A rendszeres átlagkereset az év végi szezonálitástól eltérően nem változott havi alapon. A decemberi prémiumkifizetések mértéke meghaladta az előző években tapasztalt mértéket. A bérdinamika az átlagbér alatt fizető ágazatokban továbbra is magasabb volt, mint az átlagbér felettiekben, bár az év végére csökkent a különbség. Mivel a vállalatok jellemzően márciusban béreznek át, ezért **az idei évi béremelésekről érdemi információt az első negyedéves béradatok fognak tartalmazni.**⁴

3.5.4. Termelői árak

A mezőgazdasági termelői árak éves összehasonlításban emelkedtek 2018 negyedik negyedévében. Az áremelkedés elsősorban a szezonális termékek áralakulásához köthető, a zöldségek és a burgonya árának emelkedését a gyümölcsök árának csökkenése csak részben ellensúlyozta. A szezonális termékek mellett a gabonaárak is emelkedtek éves összevetésben, míg az állati eredetű termékek ára csökkent az elmúlt időszakban.

A fogyasztási cikkek termelői árai mérsékelten, míg a teljes ipar belföldi értékesítési árai a historikus átlagnál enyhén magasabb mértékben emelkedtek januárig az előző év azonos időszakához képest. Utóbbi esetében a magasabb árdinamikát az energiatermelő ágazatok termelői árainak emelkedése magyarázza.

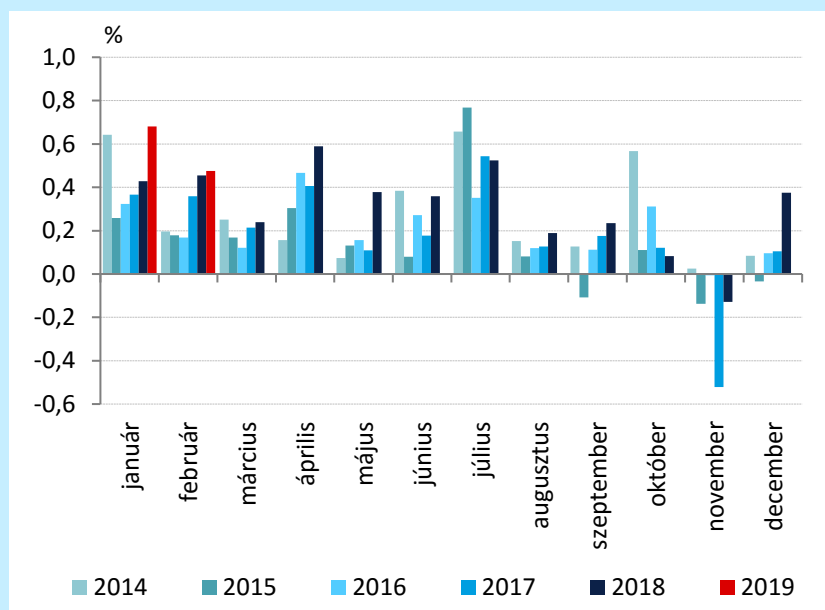
⁴ A KSH 2019-től megújítja a keresetstatisztikát, a havi keresetinformációkat a NAV járulékbemeléséből állítja majd elő és publikálja.

3-2. keretes írás: Év eleji átárzások alakulása a piaci szolgáltató szektorban

A tartós inflációs tendenciákat jól megragadó adószűrt maginfláció mintegy harmadát a piaci szolgáltatások teszik ki. **A piaci szolgáltatások esetében az adott évi árdinamikára vonatkozó legfontosabb információt az év első hónapjainak adatai adják.** Historikus tapasztalatok alapján a termékkör esetében az adott évi áremelések mintegy 30 százaléka februárig megvalósul, és általánosságban kijelenthető, hogy magasabb (alacsonyabb) januári–februári áremelkedést gyakran magasabb (alacsonyabb) egész éves árdinamika követ.

Az idei év első két hónapjában a piaci szolgáltatások árai emelkedtek, amit némileg ellensúlyozott a 20 000 forint alatti átutalásokra vonatkozó tranzakciós illeték januári eltörlése. **Az adóváltás hatásaitól eltekintve a termékkörön belül az árak összesen 1,2 százalékkal emelkedtek januárban és februárban, így az elmúlt éveknél nagyobb mértékű év eleji átárzást figyelhattunk meg a piaci szolgáltatások esetében (3-37. ábra).**

3-37 ábra: A piaci szolgáltatások árváltozása

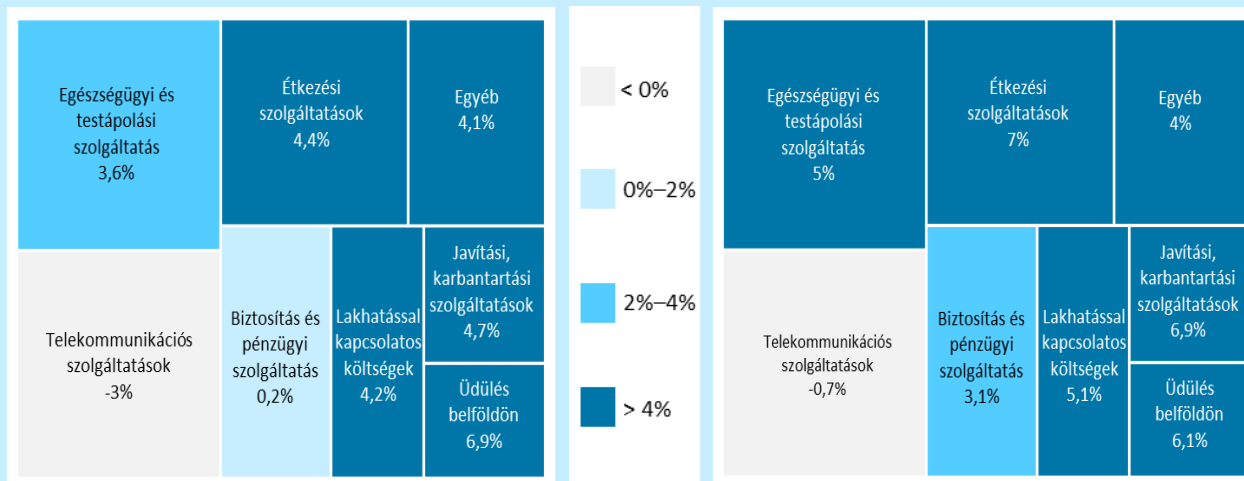


Megjegyzés: Indirekt adók hatásától szűrt adatok. Százalékos változás az előző hónaphoz képest.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás.

Az év eleji átárzásokat részleteiben tekintve megállapítható, hogy az árak emelkedése a szolgáltatások széles körében megfigyelhető volt. Ezzel a termékkört 2018 eleje óta jellemző gyorsuló árdinamika általánosabbá vált a szolgáltatásokon belül, és nőtt a 4 százalék feletti inflációval rendelkező szolgáltatások aránya (3-38. ábra). Emellett a már 2018-ban is magasabb árdinamikával rendelkező szolgáltatások esetében is gyorsult az áremelkedés üteme, és egyes szolgáltatások esetében – éttermi étkezés, javítási és karbantartási szolgáltatások – az éves árváltozás megközelítette, illetve elérte a 7 százaléket.

3-38 ábra: Egyes piaci szolgáltatások inflációja 2018 februárjában (bal panel) és 2019 februárjában (jobb panel)



Megjegyzés: Adószűrt éves változás. Az egyes téglalapok méretei az adott szolgáltatás súlyát jelölik.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

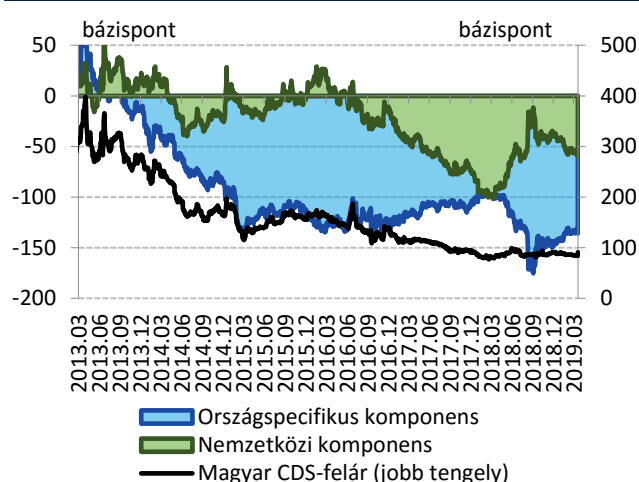
A piaci szolgáltatások árváltozása több tényezőtől függ: a költségek alakulásától, a vállalkozások jövedelmezőségi helyzetétől, illetve a gazdaság ciklikus helyzetétől. Az elmúlt hónapokban a piaci szolgáltatásokra fordított fogyasztási kiadások a teljes fogyasztást meghaladó mértékben emelkedtek. Az élénk kereslet növeli a vállalatok árazási mozgásterét, ami a historikus átlag szintjét elérő bérhányad mellett a termékkör árdinamikájának emelkedését okozza.

4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt negyedévben javult a piaci hangulat. A tőzsdei volatilitást mérő VIX index értéke jelentősen, több mint 8 százalékponttal csökkent. A hosszú futamidejű fejlett állampapírpiazi hozamok 15-30 bázisponttal csökkentek december közepe óta, illetve a feltörekvő kötvénypiazi EMBI Global mutató értéke is 60 bázisponttal csökkent. A dollár kissé gyengült az euróval szemben. Az EKB márciusi kamatdöntő ülését követő bejelentések gyengítették ugyan az európai fizetőeszközt, de az amerikai deviza az időszak nagyrésztében leértékelődést mutatott az euróhoz képest. Az időszak során jelentős mennyiségű tőke áramlott mind a fejlett, mind a feltörekvő régiókba. A magyar tízéves hozam az első negyedévben a régiós országok hosszú hozamaival együtt csökkent. A magyar hitelkockázati mutató változatlan volt. A forint a régiós devizáknál kissé nagyobb mértékben erősödött az euróval szemben.

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



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

Forrás: Bloomberg

4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

Hazánk hitelkockázati felára az első negyedévben változatlan volt (4-1. ábra). A magyar hitelkockázati felár változatlansága a nemzetközi tényezők csökkenése mellett következett be, így a dekompozíciós módszertan az egyedi (országspecifikus) komponens emelkedését mutatja. A nemzetközi komponens csökkenését elsősorban a globális piaci turbulencia csökkenése és a török felár jelentős lefelé korrekciója támogatta, ami a hazai CDS prémium mellett a szűkebb közép-kelet-európai régió feláira is kedvezően hatott, így azok enyhén mérséklődtek az időszak során. Azonban az időszak végén a régióban tapasztalt kismértékű emelkedés miatt az előző negyedéves szinten zárt a magyar felár.

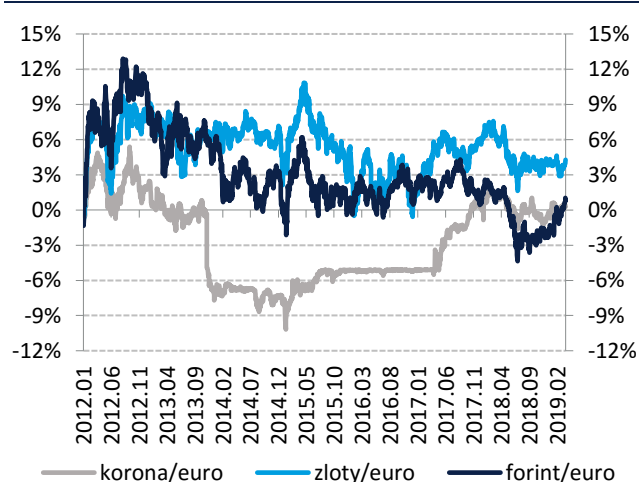
4.1.2. Devizapiaci folyamatok

A forint 3,1 százalékos felértékelődést mutatott az euróval szemben, míg a cseh korona és a lengyel zloty ennél kisebb mértékben, 0,8 és 0,5 százalékkal erősödött (4-2. ábra). Ugyanakkor a román lej 2,2 százalékkal gyengült az időszak alatt. Az időszak elején még szűkebb sávban, 321-324 között ingadozott a forint árfolyama, majd fokozatosan erősödött, így az időszak végén 313-316 közötti szinten alakult. A régiós devizák erősödtek az amerikai devizával szemben az időszak végén, de a negyedév egészében szintén eltérően teljesítettek. A forint, a cseh korona és a lengyel zloty erősödött, míg a román lej gyengült a dollárhoz képest.

4.1.3. Állampapírpiazi és hozamalakulás

Emelkedett a külföldiek forint állampapír-állománya az elmúlt negyedévben (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya a 2015 óta tartó gyakorlatilag folyamatos csökkenését követően előbb stabilizálódott, majd 2018 márciusától emelkedni kezdett. A külföldiek forint állampapír-állománya az időszak elején csökkent, majd január közepétől többnyire emelkedett, így az első negyedévben összességében 153 milliárddal nőtt, miközben

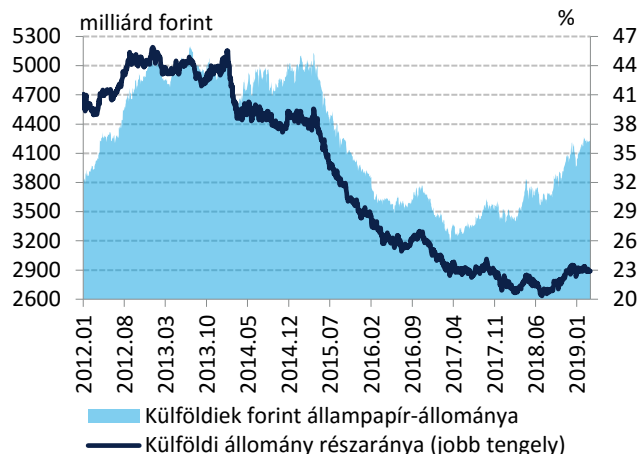
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

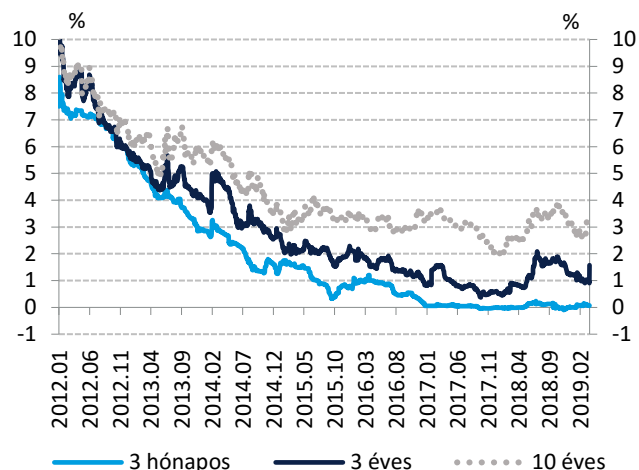
Forrás: Bloomberg

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



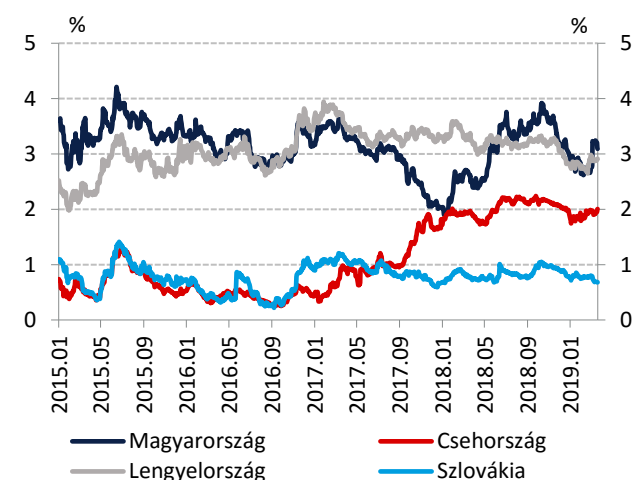
Megjegyzés: Az ábra kizárólag diszkontkincstárjegyek és állampapírok állományát mutatja. Forrás: MNB

4-4. ábra: Az állampapírpiazi referenciahozamok alakulása



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

a külföldiek tulajdoni részaránya változatlanul a piaci állomány 23 százaléka közelében alakult.

Az állampapírok elsődleges piacán erős volt a kereslet, a hosszabb papíroknál sok esetben a meghirdetett összegnél többet fogadott el az ÁKK. A 3 hónapos lejáraton emelkedett az aukciós átlaghozam, míg a 12 hónapos lejáraton csökkent. A 3 és 10 éves lejáratokon az aukciós átlaghozam 30, illetve 50 bázisponttal emelkedett, alapvetően az aukcionált papírok hosszabb futamidejűre történő cserélése miatt. Az 5 éves lejáraton az azonos kötvény aukciós hozama 40 bázisponttal mérséklődött.

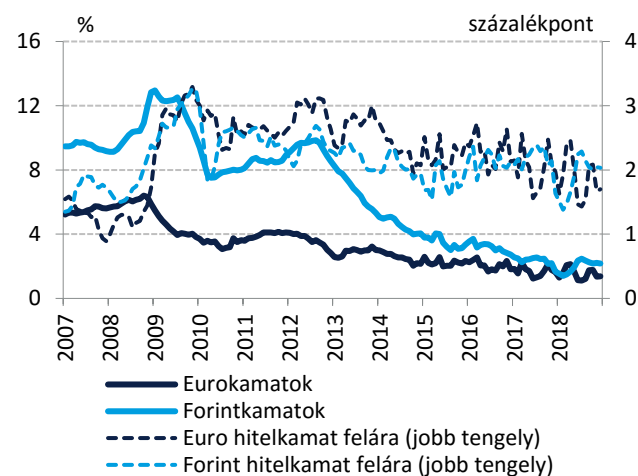
A másodpiaci állampapírpiazi hozamgörbe középső és hosszú szakaszán 30-45 bázispontos csökkenés volt, míg a rövid szakasz lényegében nem változott (4-4. ábra). Október közepéig a volatilis feltörekvő piaci hangulatban emelkedtek a magyar benchmark hozamok a három- és öt éves futamidőkön, ugyanakkor ezt jelentős hozamcsökkenés követte, amely 2019 első negyedében is folytatódott, illetve a görbe hosszú végén február végéig szintén jelentősen csökkentek a benchmark hozamok. Az ezt követő emelkedések mögött pedig a három- és tízéves papírok esetében történt benchmarkváltás állt. A 10 éves benchmark hozam így az időszak végére csak kissé csökkent, és 3,2 százalékon alakult, míg a hozamgörbe tízéves pontja számottevően, 45 bázisponttal csökkent az előző negyedévhez képest. Összességében a bankközi és állampapírpiazi hozamgörbe éven belüli szakasza számottevően nem változott, míg a középső és főként a hosszú szakaszon mérséklődtek a hozamok, így a görbék laposabbá váltak.

A hosszú referenciahozamok vegyesen alakultak a régióban a negyedév során (4-5. ábra). A tízéves forint-hozam a korábban említett benchmarkváltás következtében csak enyhén, 5 bázisponttal csökkent, a cseh hozam 2 bázisponttal csökkent, míg a lengyel és szlovák hosszú hozamok rendre 10 és 20 bázisponttal mérséklődtek.

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2018 negyedik negyedévében a bankok tovább lazítottak a vállalati hitelfeltételeken, ami elsősorban a fedezeti követelmények enyhítését jelentette, és előretekintve is további lazítást helyeztek kilátásba elsősorban a kis- és közepes vállalkozások körében. A negyedév során mind a vállalati eurohitelkamatok, mind a -felárak csökkenést mutattak, a forintbitelek esetében a kamatok szintén mérséklődtek, míg a felárak az előző negyedévhez képest változatlan szinten maradtak. A bankok nem enyhítettek a lakáscélú hitelek sztenderdjein, míg a következő fél évben a személyi kölcsönök kondícióinak lazítását jelezték. A lakáscélú hitelek felára a hosszabb futamidőre fixált szerződések esetében kis mértékben emelkedett, azonban továbbra is alulmúlta a változó kamatozásúak szintjét a negyedik negyedévben. Az inflációs várakozások kismértékű emelkedésének hatására enyhe csökkenés következett be az egyéves előretekintő reálkamat szintjében.

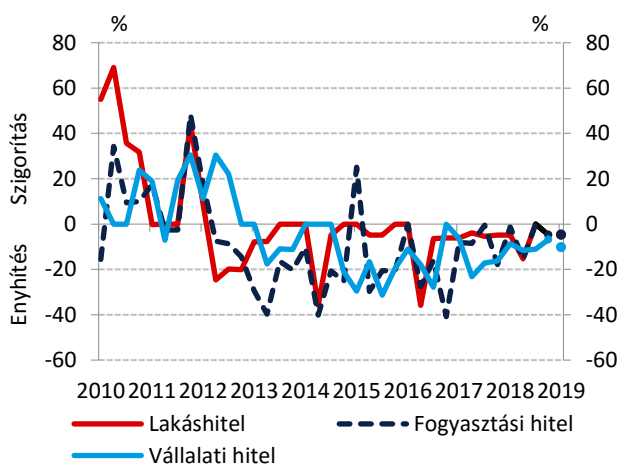
4-6. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban



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

Forrás: MNB

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



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

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

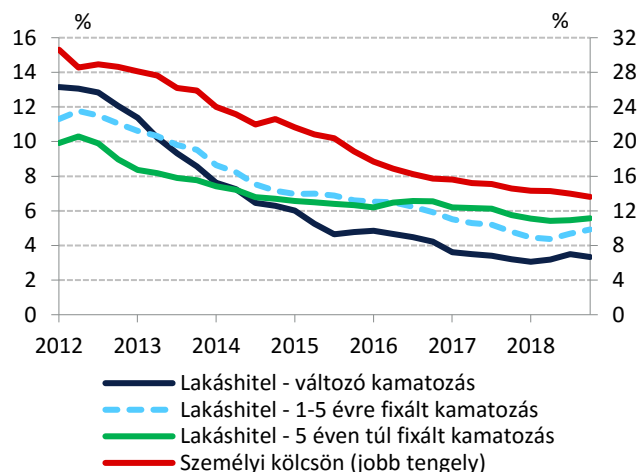
A vállalati eurohitelek kamata és felára egyaránt csökkent 2018 negyedik negyedévében. A piaci alapú, money market ügyletektől szűrt új vállalati forint hitel-szerződések kamatlába a kisösszegű forintbitelek esetében 0,2 százalékponttal csökkent, míg a nagyösszegűek esetében az előző negyedévi szinten maradt, így összességében 2,2 százalékra süllyedt az átlagos forintkamat a negyedév végére. Az eurohitelek tekintetében mind a kisösszegű, mind a nagyösszegű hitelek átlagos kamatlába 0,1 százalékponttal emelkedett, azonban összetételhatás miatt az eurohitelek átlagos kamatlába 0,4 százalékpontos csökkenést követően 1,4 százalékra mérséklődött a vizsgált időszak végére (4-6. ábra). A nagyösszegű vállalati hitelkamatok alakulásában mindkét devizanem esetében jelentős szerepet játszottak egyedi, nagy volumenű tételek. A vállalati forintbitelek felára változatlanul 2 százalékponton maradt, míg az eurohitelek felára 0,4 százalékpontos csökkenést követően 1,7 százalékponttal süllyedt a negyedév végére.

2018 negyedik negyedévében is enyhültek a hitelezési feltételek a vállalati szegmensben. A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok nettó értelemben vett 7 százaléka lazított a vállalati hitelkondíciókon, ami elsősorban a fedezeti követelmények enyhítésében volt tetten érhető (4-7. ábra). Vállalatméret szerint mind a mikro- és kisvállalkozások, mind a közép- és nagyvállalatok esetében a bankok egynegyede enyhített a hitelfeltételeken: előbbi kör esetében a hitelkeret maximális nagyságát növelték, utóbbiban pedig csökkentették a felárakat. 2019 első félévére vonatkozóan a bankok várakozásai alapján különösen a mikro- és kisvállalkozások körében enyhülhetnek a hitelhez jutás feltételei, amely valószínűsíthetően az NHP Fix keretében elérhető kedvező hitelek iránti fokozott érdeklődésnek is köszönhető.

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A fix kamatozású lakáscélú hitelek felára immáron a változó kamatozású hitelek felára alá süllyedt. Az új lakáscélú hitelek THM-szintje a változó kamatozású hitelek esetében

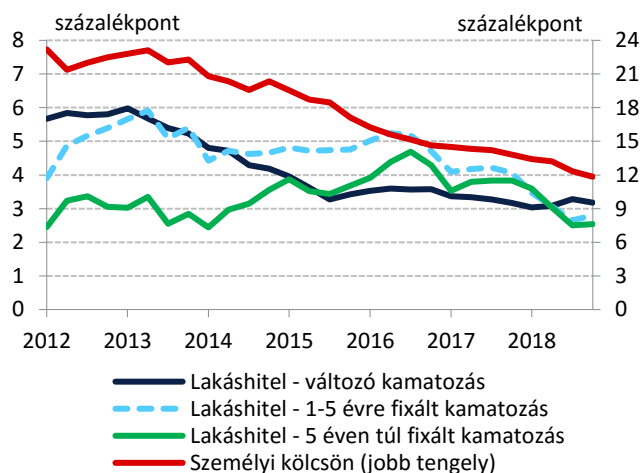
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



Megjegyzés: Új folyósítású hitelkamatok negyedéves átlaga.

Forrás: MNB

4-9. ábra: Az új háztartási hitelek kamatfelára



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

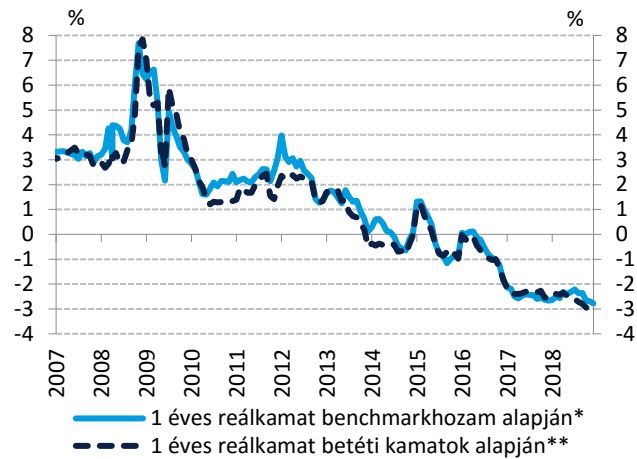
csökkent (0,2 százalékponttal), míg az 1-5 évre rögzített kamatozású és az 5 éven túl kamatfixált hitelek esetében rendre 0,3 és 0,1 százalékpontos emelkedés volt megfigyelhető 2018 negyedik negyedévében a forrásköltségek emelkedésének hatására (4-8. ábra). A lakáscélú hitelek felára a változó kamatozású hitelek esetében a hitelköltségekhez hasonlóan csökkent, 0,1 százalékpontos mérséklődést követően 3,2 százalékponton állt. Az 1-5 évre kamatfixált hitelek felára 0,2 százalékpontos emelkedést követően 2,8 százalékpontot ért el, míg az 5 éven túl kamatfixált hitelek esetében változatlan szinten, 2,5 százalékponton maradt a felár, így a hosszabb futamidőre fixált lakáscélú hitelek felára a negyedik negyedévben is alulmúlta a változó kamatozású lakáshitelek szintjét (4-9. ábra). A személyi kölcsönök átlagos THM-szintje 0,4 százalékpontos mérséklődést követően 13,6 százalékon alakult a vizsgált időszakban, míg a felár az év végére 11,9 százalékpontra csökkent.

A bankok nem változtattak a háztartási hitelkondíciókon. A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok összességében nem változtattak a lakáscélú hitelek feltételein (4-7. ábra), ugyanakkor a részfeltételeket tekintve a felárak csökkentéséről nettó értelemben vett 44 százalékuk számolt be. Az enyhítés mögött elsősorban a lakáspiaci folyamatok alakulása és a bankok kedvező likviditási helyzete állt. A fogyasztási hitelek tekintetében a bankok szintén változatlanul hagyták a hitelkondíciókat, azonban a személyi kölcsönök piacán a bankok nettó értelemben vett 11 százaléka említett enyhítést, és hasonló arányban terveznek a következő fél évben is lazítani a feltételeken, mely elmondásuk szerint a felárak csökkentésében lesz tetten érhető. A lakáshitelek feltételein a következő fél évben nem szándékoznak változtatni a megkérdezett intézmények.

4.2.3. Reálkamatok alakulása

Az egy évre előre tekintő reálkamat csökkent a negyedév során. Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamat szint az állampapírpiaci hozamok alapján becslülve csökkent a negyedik negyedév során, így közel 42 bázispontos mérséklődést követően -2,8 százalékosra csökkent az időszak végén (4-10. ábra). A betéti kamatok alapján számított reálkamat 21 bázispontos csökkenést követően -3,0 százalékos szinten állt 2018 decemberében. A reálkamat szint csökkenését az inflációs várakozások enyhé emelkedése magyarázza.

4-10. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása



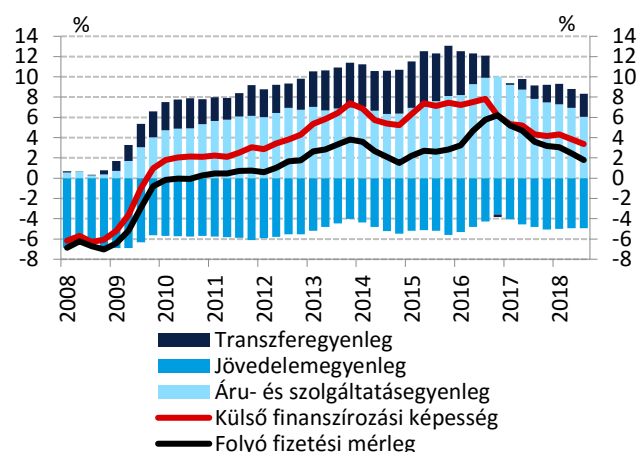
Megjegyzés: * Az 1 éves zérókuponhozam és a Reuters-poll felhasználásával az MNB által számított egyéves előretekintő elemzői inflációs várakozások alapján. ** Legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok és a Reuters-poll felhasználásával az MNB által számított egyéves előretekintő elemzői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

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

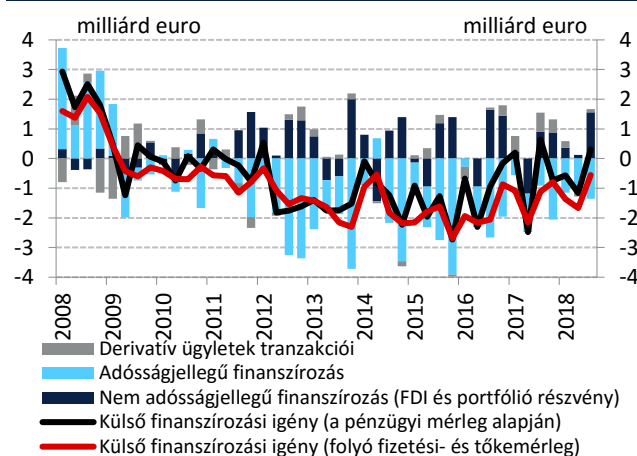
A gazdaság külső finanszírozási képessége az előzetes adatok alapján 2018 harmadik negyedévében a GDP 3,4 százaléka, a folyó fizetési mérleg többlete pedig a GDP 1,8 százaléka körül alakult. A külső egyensúlyi mutatók enyhén csökkentek a negyedév során, ugyanakkor régiós összevetésben továbbra is kiemelkedőek. A mérséklődés mögött az áruegyenleg csökkenése áll, ami főként az erős belső kereslethez köthető, de a csökkenésben átmeneti tényezők, illetve a cserearányok romlása is szerepet játszottak. A szolgáltatásegyenleg továbbra is stabilan magas szinten alakul. A transzferegyenleg többlete a magasabb EU transzfer felhasználásnak köszönhetően újra nőtt a harmadik negyedévben. A jövedelemegyenleg hiánya nem változott: a külföldi kamatkidadások mérséklődését a munkavállalói jövedelmek változása ellensúlyozta. A finanszírozási oldal szerint fokozódott a nettó FDI-források beáramlása, illetve a külső adósság csökkenése: a GDP-arányos nettó külső adósság történelmi mélypontra, 8,7 százalékra mérséklődött, a bruttó külső adósság pedig a GDP 58 százalékát tette ki. Az előzetes havi adatok alapján 2018 utolsó negyedévében a gazdaság finanszírozási képessége és a folyó fizetési mérleg többlete is mérséklődött, ami mellett azonban folytatódhatott a nettó külső adósság csökkenése.

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



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

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



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

Forrás: MNB

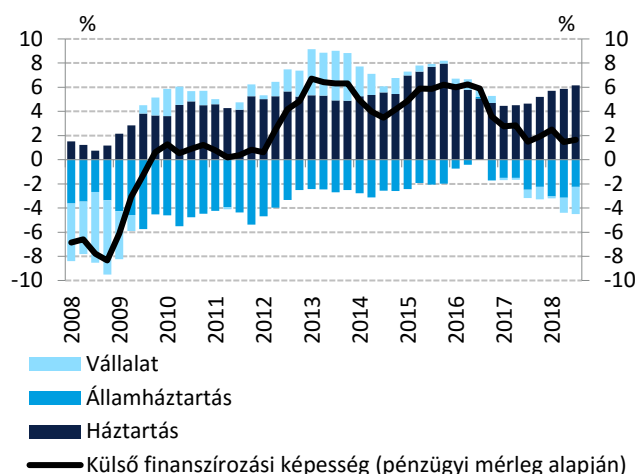
5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciónk alakulása

2018 harmadik negyedévében a külső finanszírozási képesség a GDP 3,4 százalékát, a folyó fizetési mérleg többlete 1,8 százalékát tette ki (5-1. ábra). A csökkenés hátterében továbbra is a külkereskedelmi egyenleg, azon belül is az áruegyenleg mérséklődése áll. Az egyenleg csökkenésének irányába hatott a bővülő beruházások miatt emelkedő import mellett az export átmeneti tényezőkhöz kapcsolódó lassulása is. A szolgáltatásegyenleg továbbra is stabilan magas szinten alakul. Az áruegyenleg mérséklődésének hatását részben ellensúlyozta, hogy a harmadik negyedévben a transzferegyenleg többlete a magasabb EU-transzfer felhasználásának köszönhetően emelkedett. A jövedelemegyenleg hiánya az előző negyedévekhez képest nem változott jelentősen: a külföldi kamatkidadások mérséklődését a munkavállalói jövedelmek változása ellensúlyozta. Az előzetes, részben becslésen alapuló havi fizetési mérleg adatok alapján 2018 végén folytatódott a folyó fizetési mérleg és a külső finanszírozási képesség csökkenése, ami elsősorban a külkereskedelmi egyenleg mérséklődével magyarázható.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

A harmadik negyedévben is nőtt az FDI-beáramlás és csökkent az ország nettó külső adóssága (5-2. ábra). A pénzügyi mérlegben megjelenő kismértékű forrásbeáramlás a közvetlentőke-befektetések nagyobb beáramlásához kötődött, miközben az adósságjellegű források tovább csökkentek. Az adósságkiáramlás mindhárom szektort érintette: a legnagyobb mértékű mérséklődés a vállalati szektornál következett be. A finanszírozásra vonatkozó havi adatok alapján 2018 negyedik negyedévében tovább

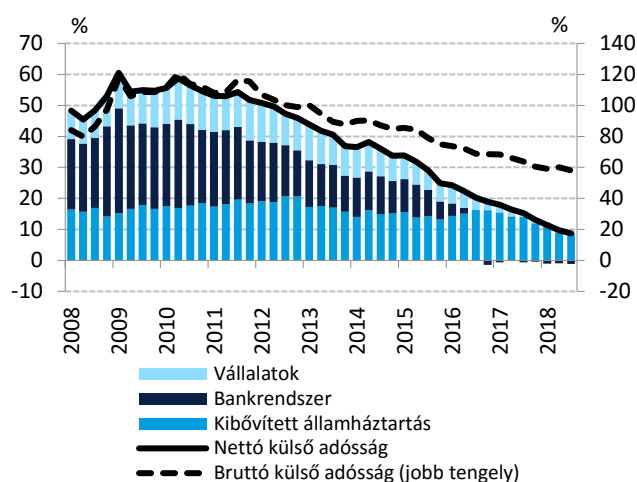
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint



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

csökkent az ország külső adóssága, míg az FDI forrásoknál további beáramlás történt.

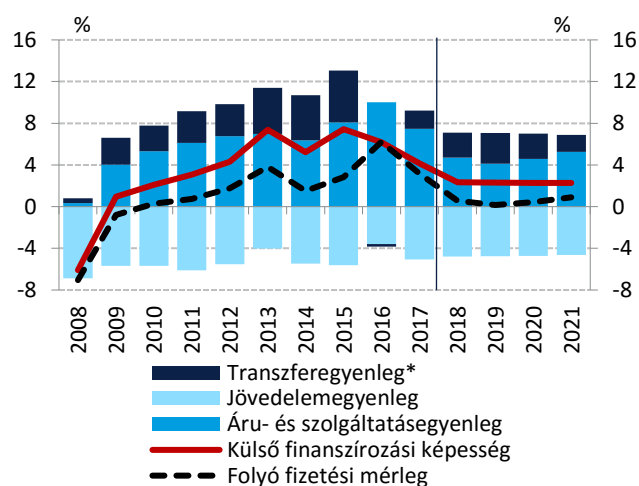
A szektorok megtakarítása szerint a háztartások és az államháztartás finanszírozási képessége nagyobb mértékben nőtt, mint a vállalatok finanszírozási igénye (5-3. ábra). Az államháztartás négy negyedéves pozíciója jelentősen javult a fogyasztáshoz és a munkabérekhez kapcsolódó adóbevételek dinamikus bővülésének köszönhetően. A külső finanszírozási képességet emellett az is támogatta, hogy a háztartások pénzügyi megtakarítása a számottevő mértékű bérnövekedés mellett enyhén nőtt. A vállalatok finanszírozási igényének emelkedése ugyanakkor mérsékelte az ország nettó finanszírozási képességét, ami összhangban van a beruházások folyamatos emelkedésével. Az előzetes pénzügyi számlák alapján a negyedik negyedévben a háztartások finanszírozási képessége csökkent, de továbbra is magas szinten áll. Az államháztartás finanszírozási igénye az előző negyedévi kedvező szint körül stabilizálódott, míg a vállalatok esetében tovább emelkedő finanszírozási igényt várunk.

Az ország GDP-arányos nettó külső adóssága történelmi mélypontra, 8,7 százalékra mérséklődött (5-4. ábra). A mérséklődésben főként az adósságeneráló forráskiáramlás játszott szerepet, miközben az állományok hozamcsökkenés miatti ártértékelődése enyhén növelte a mutatót. A nettó külső adósság csökkenésében – hasonlóan a tranzakciós folyamatoknál tapasztaltakhoz – mindhárom szektor szerepet játszott. A mérséklődés következményeként a teljes magánszektor nettó külső adóssága negatívba fordult. Az ország GDP-arányos bruttó külső adóssága a harmadik negyedévben két százalékponttal, 58 százalékra csökkent. A nettó külső adósság tranzakciókból eredő csökkenése az előzetes havi adatok alapján 2018 utolsó negyedévében is folytatódott.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

Magyarország külső finanszírozási képessége az előrejelzési horizonton magas szinten alakul és a folyó fizetési mérleg többlete is fennmarad – utóbbi az átmeneti csökkenést követően 2020-tól ismét emelkedik. A nettó export mérséklődésének következtében a folyó fizetési mérleg többlete 2018-ban és 2019-ben csökken, ami egyrészt az alacsonyabb külső kereslettel, másrészt az importigényes hazai beruházások emelkedésével magyarázható. 2020-tól azonban az új kapacitások termelővé válásával a külkereskedelmi egyenleg és így a folyó fizetési mérleg többlete újból emelkedik. Az ország külső finanszírozási képessége ugyanakkor a teljes előrejelzési horizonton stabilan a GDP 2,3 százaléka körül alakul, mivel az alacsonyabb külkereskedelmi egyenleg hatását ellensúlyozza a főként tőkemérleget érintő növekvő EU-transzfer felhasználás. A szektorok megtakarítási folyamatait tekintve a közel változatlan külső finanszírozási képesség úgy alakul ki, hogy a háztartások nettó pénzügyi megtakarításának mérséklődését ellensúlyozza a vállalatok és az állam finanszírozási igényének csökkenése. A háztartások pénzügyi megtakarítása a kedvező jövedelmi folyamatokhoz kötődően 2018-ban tetőzik, ezt követően a hitelfelvétel emelkedésével csökken, de továbbra is magas szinten alakul. A vállalatok finanszírozási igénye a beruházások érdemi növekedésének hatására 2018-ban emelkedik, majd 2020-tól a lassabb EU-transzfer beáramlás hatására mérséklődő beruházások miatt enyhén csökken. A költségvetési hiány a 2018-as GDP-arányos 2,2 százalék után a GDP 1,5 százalékán stabilizálódik. A továbbra is jelentős külső finanszírozási képességnek köszönhetően folytatódik az adósságráták csökkenése, így a gazdaság nettó külső adóssága 2021-re nulla közelébe mérséklődhet.

5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



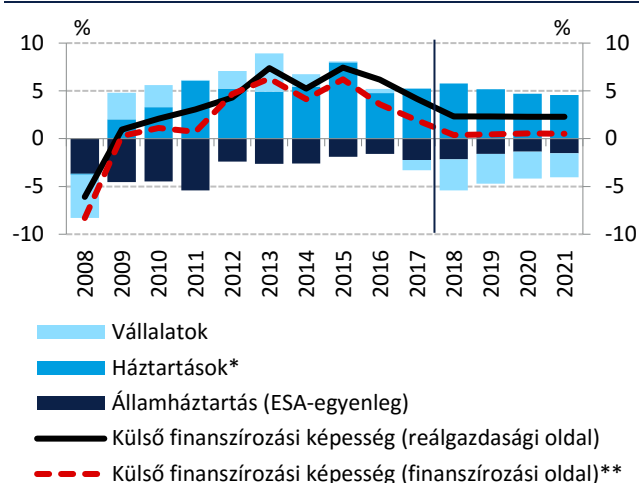
Megjegyzés: A GDP százalékában. * A viszonyzatlan folyó átutalások és a tőkemérleg egyenlegének összege.

Forrás: MNB

A gazdaság külső finanszírozási képessége magas szinten, a GDP 2,3 százaléka körül stabilizálódik, miközben a folyó fizetési mérleg többlete átmenetileg enyhén mérséklődik (5-5. ábra). A folyó fizetési mérleg egyenleg 2018-as és 2019-es csökkenése a külkereskedelmi egyenleg átmeneti mérséklődésével magyarázható. Az alacsonyabb egyenleg egyrészt a lassuló külső keresletre, másrészt a bővülő hazai beruházásokra és lakossági fogyasztásra vezethető vissza. Emellett 2018-ban a cserearányok olajár-emelkedéshez köthető romlása is negatívan érinti a külkereskedelmi egyenleget. 2020-tól azonban az új kapacitások termelésének elindulásával a nettó export emelkedik, ami a folyó fizetési mérleg javulását is támogatja. A jövedelemegyleg hiánya nem változik érdemben, mivel az enyhén csökkenő kamatkidadások hatását ellensúlyozza a külföldi munkavállalói jövedelmek emelkedése. A főként tőketranszfereket tartalmazó transzferegyleg az EU-forrásoknak köszönhetően 2018-ban és 2019-ben is nő, ami – a külkereskedelmi egyenleg visszaesését ellensúlyozva – támogatja az ország külső finanszírozási képességének fennmaradását. A fenti folyamatok eredményeként a folyó fizetési mérleg többlete 2019-ben átmenetileg mérséklődik, 2020-tól azonban ismét emelkedik és az előrejelzési horizont végére eléri a GDP 1 százalékát. Eközben a külső tartozásmutatók szempontjából lényeges külső finanszírozási képesség stabilan a GDP 2,3 százaléka körül alakul, ami továbbra is biztosítja az ország külső sérülékenységének csökkenését.

A külső finanszírozási képesség magas szintje a háztartások enyhén mérséklődő pénzügyi megtakarítása, illetve az állam és a vállalatok finanszírozási igényének csökkenése mellett alakul ki (5-6. ábra). 2018-ban a külső finanszírozási képesség csökkenéséhez a vállalatok –

5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása



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

Forrás: MNB

főként a beruházásokhoz kötődő – finanszírozási igényének növekedése járult hozzá, melyet a háztartások jövedelmi pozíciójának javulása miatt emelkedő lakossági megtakarítás részben ellensúlyozott. Ezt követően azonban a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása a hitelezés emelkedésével párhuzamosan mérséklődik, de továbbra is magas szinten alakul. Ezt a hatást részben ellensúlyozza, hogy a vállalati szektor finanszírozási igénye 2019-től a lassuló EU-transzferbeáramlás miatt visszafogottan alakuló beruházásokkal összefüggésben mérséklődik. Továbbá a külső pozíció fennmaradását támogatja a költségvetés pozíciója is: míg 2018-ban a GDP 2,2 százaléka lehet a költségvetési hiánya, addig 2019-2021-ben folytatódhat a költségvetési hiány csökkenése, ami elsősorban az adóbevételek dinamikus növekedéséhez, valamint a GDP arányosan csökkenő kamatkiadásokhoz és pénzügyi transzferekhez köthető.

Az előrejelzési horizonton a külső finanszírozási képesség fennmaradásával folytatódhat az ország külső sérülékenysége mérséklődése. A magas szinten stabilizálódó finanszírozási képességnek köszönhetően tovább csökkennek az adósságráták, így a nettó külső adósság 2021-re várhatóan nulla közelébe csökken.

5.3. Költségvetési folyamatok

2018-ban a költségvetés hiánya az előzetes pénzügyi számla adatok alapján a GDP 2,2 százaléka volt. Előrejelzésünk szerint a mérsékelt deficit a teljes horizonton fennmarad, amit támogatnak a gazdaság növekedéséből fakadó kedvező adóbevételi folyamatok. A decemberi Inflációs jelentéshez képest a családvédelmi akcióterv növeli a költségvetési kiadásokat, ugyanakkor a korábban vártnál magasabb adóbevételek és a több éves költségvetési kitekintésben szereplő állami felhalmozási kiadások mérséklődése az előrejelzési horizonton tompítja ezt a hatást. A fiskális politika 2019-ben a költségvetési hiány csökkenésén keresztül szűkítheti az aggregált keresletet, míg a következő években a keresleti hatás várakozásunk szerint közel semleges lesz. Az adósságráta 2018. év végén a GDP 70,9 százalékát tette ki, ami 2,5 százalékponttal alacsonyabb a 2017. év végi 73,4 százalékos értéknél. Előrejelzésünk szerint az adósságráta csökkenő trendje fennmarad és a devizaadósság-résarány folytatódó csökkenése mellett a horizont végére 65 százalék alá mérséklődik.

5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

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

Megjegyzés: A GDP százalékában. A 2018. évi ESA-egyenleg az előzetes pénzügyi számla adatokban szereplő államháztartás nettó finanszírozási igényét mutatja. 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

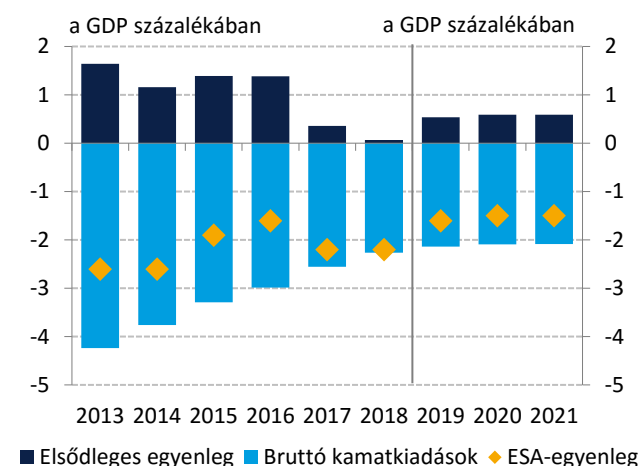
Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos ESA-hiány 2019-ben 1,5–1,6 százalék lehet, míg 2020-ban 1,4–1,6 százalékos, 2021-ben 1,5–1,7 százalékos hiányszintet várunk (5-1. táblázat). Az előzetes pénzügyi számla adatok alapján a költségvetés 2018. évi hiánya a GDP 2,2 százaléka volt, ami kismértékben elmarad a 2,4 százalékos törvényi előirányzattól. 2019-ben az előző évhez képest jelentősen csökken az államháztartási deficit az adóbevételek dinamikus növekedése, valamint a GDP-arányos kamatkidadások és pénzügyi transferek mérséklődése következtében (5-7. ábra). A bejelentett családvédelmi akcióterv 2020-tól növeli érdemben a kiadásokat (az egyes intézkedések költségvetési és hitelezési hatásait az 5-1. keretes írás mutatja be részletesen). Az intézkedéscsomag költségvetési hatását az előrejelzési horizonton nagyrészt ellensúlyozzák a gazdaság bővülésével dinamikusan növekvő adóbevételek, valamint figyelembe vettük az állami felhalmozási kiadások csökkentését a több éves költségvetési kitekintés év elején megjelent változásának megfelelően.

A költségvetési politika a jelentős adócsökkentések révén 2018-ban bővítette az aggregált keresletet, míg 2019-ben a hiány mérséklődése következtében keresletszűkítő, majd az előrejelzési horizont második felében közel semleges lehet a fiskális impulzus. A tavalyi évben folytatódott a munkát terhelő adók, valamint egyes termék- és szolgáltatáskörök áfakulcsának csökkentése. 2019-ben és 2020-ban a hiány mérséklődése következtében a költségvetés anticiklikus politikát folytat, amit 2021-re a családvédelmi intézkedések hatásainak erősödésével közel semleges aggregált keresleti pozíció követhet (5-8. ábra).

5.3.2. A 2018. évi egyenleg

Az eredményszemléletű államháztartási folyamatokat rendszerint jól közelítő előzetes pénzügyi számla adatok alapján a 2018. évi GDP-arányos hiány 2,2 százalék volt. A deficit elmaradt a költségvetési törvényben foglalt

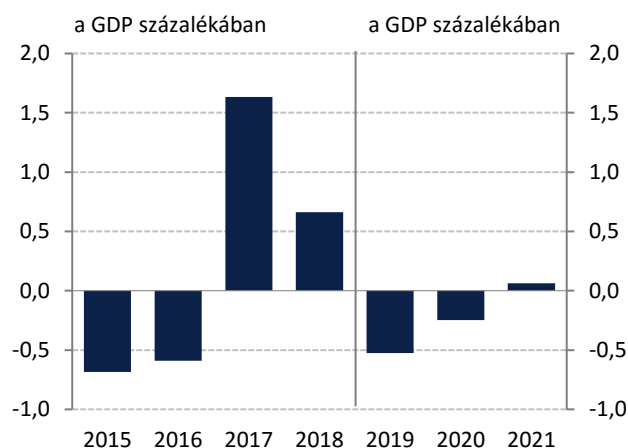
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása



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

Forrás: KSH, MNB

5-8. ábra: A fiskális keresleti hatás



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

Forrás: MNB

5-2. táblázat: A 2019. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest)

	Gazdasági alapfolyamatok	Intézkedés és egyéb
I. Központi bevételek	0,2	0,0
Fogyasztási adók és illetékek	0,2	
II. Központi kiadások	-0,1	-0,1
Nyugdíj- és egészségügyi kiadások	-0,1	
Családvédelmi program		-0,1
III. Egyéb hatások	0,0	0,1
Egyéb		0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,1	0,0

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

2,4 százalékos hiánycéltól. Az adóbevételek a törvényi előirányzatot érdemben meghaladóan növekedtek, amit részben ellensúlyozott, hogy a költségvetési kiadások is az előirányzat felett alakultak. A költségvetési hiánycélnál kedvezőbb deficit kialakulásához az önkormányzatok vártánál magasabb többlete is hozzájárult.

5.3.3. A 2019. évi egyenleg

2019-ben előrejelzésünk szerint az államháztartás hiánya a költségvetési törvényben szereplő 1,8 százalékos célnál némileg alacsonyabban, a GDP 1,5–1,6 százaléka között alakulhat. A decemberi Inflációs jelentéshez képest előrejelzésünk szerint a GDP 0,1 százalékával kisebb lehet a deficit, ami főként a fogyasztási adókból és illetékekből származó bevételek korábban vártánál magasabb alakulásának köszönhető (5-2. táblázat). Ezt részben ellensúlyozza a családvédelmi intézkedéscsomag idei második féléves hatása, ami a GDP 0,1 százalékával növelheti a kiadásokat. A reálgazdasági növekedés meghaladja a 3,5 százalékot, ezért 2019. végén nyugdíjprémium kifizetésével számolunk. A kisvállalati adókból származó bevételek a decemberi prognózisunknál magasabban, míg a közfoglalkoztatással kapcsolatos kiadások némileg alacsonyabban alakulhatnak.

A 2019. évi hiányra vonatkozó előrejelzésünk kismértékben alacsonyabb a tárgyévi hiánycélnál. Az adóbevételek között a gazdálkodó szervezetek befizetéseinél és a fogyasztási adóknál a törvényi előirányzatnál magasabb bevételre számítunk, míg a munkát terhelő adó- és járulékbévételek valamelyest alacsonyabbak lehetnek. A tavalyi évben elfogadott költségvetési törvény nem tartalmazza a családvédelmi intézkedések kiadásnövelő hatását, ami prognózisunk szerint a GDP 0,1 százaléka lehet 2019-ben. A központi költségvetési szervek kiadásai várakozásunk szerint meghaladják a törvényi előirányzatot, melyet az előirányzatnál alacsonyabb európai uniós támogatásokkal kapcsolatos önrész csak részben ellensúlyoz. Az idei költségvetési egyenleg összességében a GDP 0,2–0,3 százalékával lehet alacsonyabb a hiánycélnál, az Országvédelmi Alap tartalékai elköltésének függvényében (5-3. táblázat).

5.3.4. A 2020. és 2021. évi egyenleg

A vonatkozó költségvetési törvények hiányában 2020-ban és 2021-ben technikai kivetítés alkalmazásával készítettünk előrejelzést, ami továbbra is mérsékelten alakuló hiánypályát mutat. A 2020-as prognózisunk nem változik decemberhez képest, míg a 2021-es hiány a GDP 0,1 százalékával lehet magasabb. Az előretekintve mindössze kismértékben módosuló hiánypálya mögött

5-3. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2019. évi költségvetési törvény előirányzataitól

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	0,4
Gazdálkodó szervezetek befizetései	0,1
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	0,6
Munkát terhelő adók	-0,3
II. Központi kormányzat kiadásai	-0,3
Költségvetési szervek kiadásai és EU támogatás önrész	-0,1
Családvédelmi akcióterv	-0,1
Nyugdíj- és egészségügyi kiadások	-0,1
III. Egyéb hatások	0,1 – 0,2
Országvédelmi Alap zárolása	0,0 – 0,1
Egyéb	0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,2 – 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

egymással ellentétes előjelű hatások húzódnak meg. A kiadások növekedése irányába mutat a családvédelmi akcióterv emelkedő költségvetési hatása. Ezt azonban ellensúlyozza egyrészt az adóbevételek kedvező makrogazdasági folyamatokból következő növekedése, másrészt figyelembe vettük az állami felhalmozási kiadások csökkentését a több éves költségvetési kitekintés év elején megjelent változásának megfelelően. A teljes előrejelzési horizonton emelkedik a kisvállalati és fogyasztási adóbevételekre vonatkozó előrejelzésünk.

5.3.5. Az alappályát övező kockázatok

A költségvetési folyamatokat továbbra is jelentősen befolyásolja az európai uniós támogatások felhasználása, a kifizetések szerkezete és az EU-tól érkező átutalások mértéke. A 2018-as év során a törvényi előirányzatnál alacsonyabb számlás kifizetés realizálódott, ez a jelenség az idei évben tovább folytatódhat, ami az alacsonyabb költségvetési hiány irányába mutató kockázatokat erősíti. Ezzel szemben magasabb kiadások jelentkezhetnek a tervezett költségvetési és főként az önkormányzati beruházások vártnál gyorsabb megvalósulása esetén.

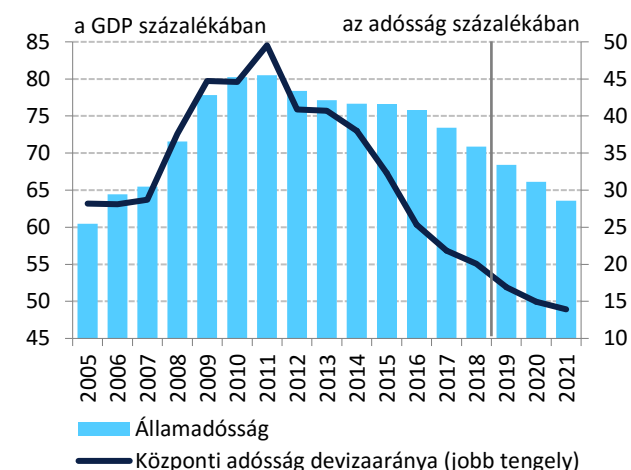
A családvédelmi akcióterv intézkedéseivel kapcsolatban bizonytalanságot jelent, hogy az egyes kedvezmények vártnál eltérő igénybevételétől függően a becsült költségvetési hatások az alappályában szereplőtől eltérően is alakulhatnak.

5.3.6. Az adósságpálya várható alakulása

Az előzetes adatok alapján 2018. év végén a GDP-arányos bruttó államadósság 70,9 százalék volt (5-9. ábra). Az adósságráta érdemben, 2,5 százalékponttal mérséklődött a 2017. év végi 73,4 százalékos értékhez képest. A mérséklődéshez a jelentős gazdasági növekedés mellett az alacsony nettó finanszírozási igény is hozzájárult. A finanszírozási igényt jelentősen mérsékelte, hogy az államháztartás alrendszereihez tartozó gazdasági szereplők számára az uniós támogatási előlegek a Magyar Államkincstárnál vezetett fizetési számláikra kerültek kifizetésre. Továbbá, 2018. szeptember 30-ig át kellett vezetniük a részükre korábban kiutalt, de még fel nem használt, 50 millió forintot meghaladó uniós előlegeket a Magyar Államkincstárnál vezetett számláikra. A központi államadósság devizaaránya a 2017. év végi 21,8 százalékról 20,1 százalékra mérséklődött.

Előrejelzésünk szerint – 2018. év végi, változatlan forint árfolyamot feltételezve – 2019. év végére 68,4 százalékra csökken a GDP-arányos bruttó államadósság, így az Alaptörvény adósságszabálya várhatóan idén is teljesülni fog. Az előrejelzési horizonton az államadósság a gazdasági

5-9. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretekintve változatlan, 2018. végi árfolyamon számítva



Forrás: MNB

növekedés és a mérsékelt hiány eredményeként fokozatosan tovább csökken, prognózisunk szerint 2019 és 2021 között évente 2,3-2,6 százalékponttal csökkenhet az államadósság-ráta értéke, ami így 2022 végére 65 százalék alá mérséklődhet. 2019. év végére a központi államadósság devizaaránya mintegy 17 százalék lehet, majd az előrejelzési horizonton 14 százalék közelébe csökken, ami tovább mérsékelheti hazánk külső pénzügyi sérülékenységet.

5-1. keretes írás: A Kormány demográfiai intézkedéscsomagjának költségvetési és hitelezési hatásai

A februárban bejelentett családvédelmi akciótér költségvetési és hitelezésre gyakorolt hatása az előrejelzési horizonton főként a 2020-as és 2021-es években jelentkezik. A program közvetlen költségvetési hatása becslésünk szerint az idei évben mindössze a GDP 0,1 százaléka, ami 2020-ban és 2021-ben 0,4 százalékra emelkedhet (5-4. táblázat). Ezen felül jelentkezik a középiskolások nyári nyelvi táboroztatása, amely 2020-ban és 2021-ben a GDP 0,2 százalékával emeli a kiadásokat. A kiadásokra csak becslés tehető, mert azok pontos mértéke nagymértékben függ az igénybe vevők számától. Az intézkedések jelentősen érinthetik a hazai háztartási hitelezést: az MNB előrejelzése szerint a családtámogatási program középtávon hozzávetőleg 1 százalékponttal emelheti a háztartások hitelezésének bővülését. A hitelezésre, a fogyasztásra és a beruházásra gyakorolt hatások növelik az adóbevételeket, amelyek így részben ellensúlyozzák a program közvetlen kiadásait.

5-4. táblázat: A családvédelmi akciótér intézkedéseinek bruttó, statikus költségvetési hatása a GDP százalékában

Intézkedés megnevezése	Becsült bruttó költségvetési hatások		
	2019	2020	2021
1. Babaváró támogatás	0,02	0,10	0,15
2. Bölcsődei férőhelyek számának növelése	0,02	0,10	0,08
3. Többi családvédelmi intézkedés együttes hatása	0,07	0,20	0,20
Családvédelmi intézkedések összesen	0,11	0,40	0,43
Középiskolás diákok nyári nyelvi táboroztatása	0	0,17	0,17
Februárban bejelentett intézkedések összesen	0,11	0,57	0,60

Forrás: MNB-számítás

1. A babaváró támogatás legfeljebb 10 millió forint összegű, kamatmentes szabad felhasználású hitelt jelent. A hitelt azok a házaspárok igényelhetik, ahol a feleség még nem töltötte be a 41. életévét, és az egyik igénylő legalább 3 év folyamatos biztosított jogviszonnyal rendelkezik. A kölcsön folyósítására hitelbírálatot követően kerülhet sor, és a törlesztés havi összege nem haladhatja meg az 50 ezer forintot. A hitel törlesztése az első és a második gyermek érkezésekor egyaránt 3-3 évre felfüggesztésre kerül már a várandósság idején. A második gyermek érkezése esetén a fennálló tőketartozás 30 százalékát, a harmadik gyermek esetében a teljes tőketartozást elengedik, de a kedvezmény csak a 2019. július 1. után született gyermekekre vonatkozik. A babaváró támogatásra az állam kezességet vállal. A programba 2019. július 1-jétől 2022 végéig lehet belépni. Feltételezéseink alapján a felépülő hitelállomány jelentős hányada piaci hitelfelvételt válthat ki, a helyettesítési hatás a nagyszámú személyi hitelek és a lakáshitelek szegmensében jelentkezhet. Ezeket figyelembe véve a program a hitelállomány éves növekedését 1-2 százalékponttal emelheti az előrejelzési horizonton.

2. A Családok Otthonteremtési Kedvezménye (CSOK) igénylésekor felvehető államilag kamattámogatott hitel 2019. július 1-jétől a használt lakások vásárlására is igényelhető. A kétgyermekes családok 10 millió forint, a három vagy több gyermeket nevelők 15 millió forint összegű hitelt vehetnek fel, amelynek kamata legfeljebb évi 3 százalék lehet. Emellett eltörlésre kerül a használt lakások vételárára vonatkozó 35 millió forintos értékhatár. Az intézkedések előrejelzésünk szerint a GDP 0,1 százaléka alatti költségvetési kiadással járhatnak az előrejelzési horizonton.

3. A falusi CSOK azokon az 5 ezer fő alatti településeken lesz elérhető, ahol a 2003. év eleji adatokhoz viszonyítva a népességszám csökkent. Az eddig nyilvánosságra került változás szerint azokat a vissza nem térítendő CSOK támogatásokat, amelyeket eddig csak új lakásra lehetett igénybe venni, ezentúl az érintett kistépüléseken használt lakás vásárlására, bővítésére és korszerűsítésére is fel lehet majd használni. A legmagasabb, 10 millió forintos támogatási összegnek legfeljebb a fele használható vásárlásra, a fennmaradó részt felújításra vagy bővítésre lehet fordítani. A bejelentett intézkedés mintegy 2400 települést érinthet, és a várható költsége nem haladja meg a GDP 0,1 százalékát. Tekintettel az igénybevételi kör korlátaira, valamint arra, hogy az érintett településeken az ingatlanok 64 százaléka 5 millió forint alatt cserél gazdát, az intézkedésnek várhatóan nem lesz jelentős hatása az országos szinten aggregált hitelezési folyamatokra.

4. A 2019. július 1. utáni második gyermek születésekor 1 millió forint, a harmadik vagy további gyermekek születésekor egy alkalommal 4 millió forint, további gyermekek születése esetén pedig további 1-1 millió forint elengedésre kerül a család fennálló lakáscélú jelzáloghitel-tartozásából. A hitelelengedés évente a GDP 0,1 százaléka alatti költségvetési kiadással járhat. A hitelelengedés a háztartási hitelállomány éves dinamikáját az elkövetkező három évben becsléseink szerint legfeljebb 0,5 százalékponttal csökkentheti.

5. A négygyermekes anyák életük végéig mentesülnek a személyi jövedelemadó megfizetése alól. A kedvezmény 2020-tól lép hatályba, és a 18 év feletti, nem eltartott gyermekek után is érvényesíthető. Az intézkedés költsége várhatóan éves szinten nem haladja meg a GDP 0,1 százalékát, a potenciális igénybe vevők maximális száma 60 ezerre tehető.

6. A legalább három gyermeket nevelők legfeljebb 2,5 millió forintos vissza nem térítendő támogatást igényelhetnek új, hétszemélyes gépjármű vásárlására. Az állami támogatás összege nem haladhatja meg a gépjármű bruttó vételárának 50 százalékát, és az igénylőknek a támogatással csökkentett árat kell megfizetniük. A költségvetési hatás 2022 végéig összesen a GDP 0,1 százaléka körül alakulhat, a teljes időszak alatt 35 ezer lehetséges igénybe vevővel számolva.

7. A bölcsődei férőhelyek száma 2022. június 30-ig 70 ezerre bővül. A bővítés teljes költségvetési hatása az előrejelzési horizonton összesen a GDP 0,2 százaléka lehet, ami részben normatív támogatások (az újonnan beiratkozó gyermekek száma), részben beruházások formájában jelentkezik.

8. A gyermekgondozási díjat (gyed) 2020-tól a dolgozó nagyszülő is átveheti. A gyermekgondozási díj nagyszülőknek való átadása várhatóan nem jár érdemi többletkiadással. Az édesanyák a gyed extra keretében 2014 óta megkapják a gyedet, amennyiben visszatérnek a munkaerőpiacra. A nagyszülői gyed igénybevétele mellett nem az anya, hanem a nagyszülő számára fogják folyósítani az ellátást.

9. A 9. és 11. évfolyamon tanuló középiskolás diákok 2020-tól kéthetes külföldi nyári nyelvi tanfolyamon vehetnek részt a nyári szünetben. Az intézkedés költsége jövőre és 2021-ben is a GDP 0,2 százaléka lehet, körülbelül 60-70 százalék közötti átlagos részvételi arányt feltételezve a vonatkozó korosztályokban.

6. Kiemelt témák

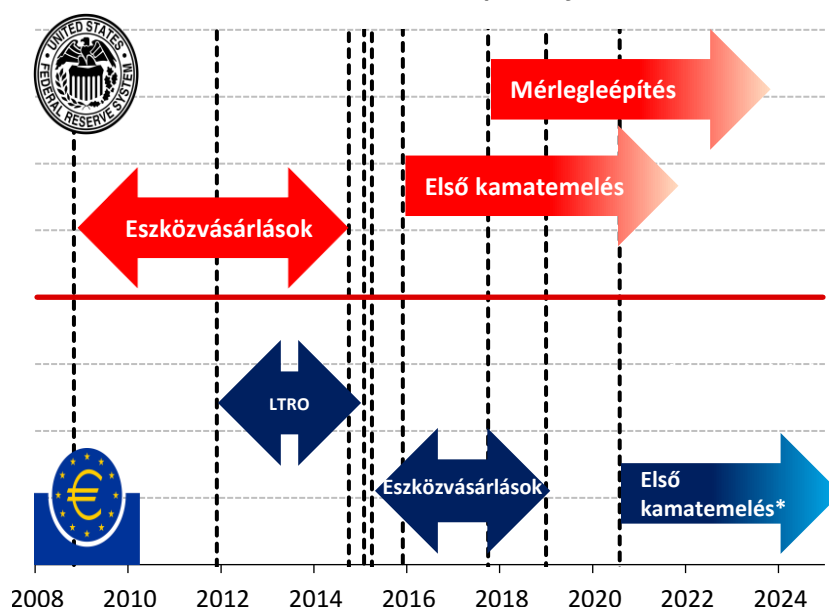
6.1. Nemkonvencionális eszközök jövője a nemzetközi jegybanki gyakorlatban⁵

6.1.1. Nemkonvencionális eszközök szerepe a válság során

A válság során a kilábalás támogatása és az infláció célra emelése érdekében a fejlett gazdaságok jegybankjai elköteleződtek a tartósan laza monetáris kondíciók fenntartása mellett. Ennek keretében irányadó rátájuk mérséklésével, illetve nemkonvencionális eszközök bevezetésével törekedtek áttételesen mérsékelni a rövid-, illetve a hosszabb lejáratú eszközök kamatait, így teremtve kedvező finanszírozási feltételeket a gazdaságban, megalapozva ezzel a válságból való kilábalást. Az irányadó ráta fokozatos csökkentése során a jegybankok a zéróközeli szinteket megközelítve egyre inkább szembesültek hagyományos eszközeik korlátaival. Egy ilyen környezetben a jegybankoknak új, nemkonvencionális eszközöket kellett kidolgozniuk, amelyeknek hatásmechanizmusa innovatív jellegük miatt bizonytalanabb volt, ugyanakkor hatékonyan célozták a monetáris kondíciók további lazítását egy olyan helyzetben, amikor a jegybankok kamatlépéshez már nem folyamodhattak.

A jegybankok nemkonvencionális politikájuk keretében elköteleződtek az irányadó ráták tartósan alacsonyan tartása mellett, amit előrettekintő iránymutatás formájában rendszeresen megerősítettek hivatalos kommunikációjukban, így befolyásolva a hosszú lejáratú eszközök hozamait. Széleskörű eszközvásárlási programokat indítottak hosszú lejáratú államkötvények vagy kockázatosabb, például ingatlanfedezetű értékpapírok, illetve vállalati kötvények mérlegükbe emelésével. Ezenkívül a hitelezési aktivitás támogatására a jegybankok hitelösztönző programokat indítottak (6-1. ábra).

6-1. ábra: Az EKB és a Fed nemkonvencionális politikája és a normalizáció kilátásai



Megjegyzés: Az EKB esetén az első kamatemelés időpontja a piaci várakozásokat tükrözi.

Forrás: Központi bankok honlapjai

⁵ BIS (2018): *Monetary policy: a narrow normalisation path*. In: BIS Annual Economic Report 2018. pp. 25-41.

Bullard, J. (2019): *When Quantitative Tightening Is Not Quantitative Tightening*. 2019 U.S. Monetary Policy Forum. The Future of the Federal Reserve's Balance Sheet. New York, Feb. 22, 2019.

Duprat, Marie-Hélène (2018): *Monetary Policy: Back to Normal?* Societe Generale, Economic and sectoral studies department. Econote No. 40., April 2018.

Az utóbbi években megfigyelt fokozatos gazdasági **élénkülés a Fed számára lehetőséget teremtett a válság alatti eszköztár-stratégiájára átalakítására**. A válság során bevezetett új eszközök tartós alkalmazásának indirekt hatásai, **kivezetésük módja, időzítése, üteme is bizonytalanságot jelent** a jegybankok számára. A jegybankok döntéshelyzetbe kerülnek **a normalizációt követő optimálisnak tekintett eszköztárral és jegybankmérleggel kapcsolatban is**.

6.1.2. A normalizáció főbb elméleti indokai

A tartósan támogató monetáris kondíciók időszakát követően számos érv támaszthatja alá a monetáris politikai környezet normalizálásának szükségességét. A jegybankok inflációs célját szem előtt tartva, a gazdasági növekedés szempontjából **kedvező konjunkturális folyamatok a gazdaság túlfűtöttségéhez és az árak túlzott mértékű és ütemű emelkedéséhez vezethetnek**. Monetáris politikai lépés nélkül mindez az inflációs cél tartós túllövését válthatja ki a monetáris politikai horizonton, így ebből a szempontból **szükséges a monetáris politikai irányváltás** a hosszú időszakon át fennálló historikusan alacsony kamatkörnyezetből.

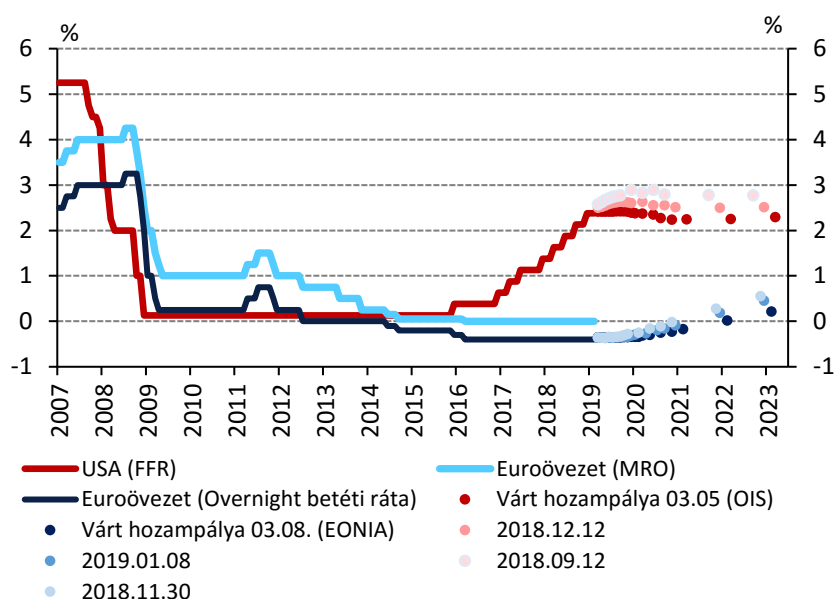
További fontos érv a normalizáció mellett az elhúzódó, historikusan alacsony kamatkörnyezethez kapcsolódó **pénzügyi stabilitási kockázatok mérséklése, megszüntetése**. **A jegybanki eszközvásárlások befolyást gyakoroltak az eszközárak alakulására**, aminek fő motivációja az aggregált kereslet élénkítése volt. Ugyanakkor mindez a hozamgörbék ellaposodásához is vezetett, többek között a lejáratú prémiumok közötti különbségek csökkenése következtében, ami így **a banki profitabilitás csökkenése, valamint befektetői oldalon erősödő kockázatvállalás felé mutatott**. **A tartósan laza környezet támogatja a háztartások és a vállalatok hitelfelvételi aktivitását, ugyanakkor az adósságállomány jelentős növekedése emeli a gazdaság kamatérzékenységét a jövőbeli monetáris politikai lépésekre nézve** (BIS, 2018).

6.1.3. A normalizáció folyamatát övező kockázatok

A jegybankok számára a normalizáció folyamatának megtervezését és végrehajtását számos bizonytalanság övezi. A döntéshozóknak **dönteniük kell a nemkonvencionális eszközök kivezetésének tényéről, módjáról, időzítéséről, üteméről és kommunikációjáról egyaránt**. Ezenkívül a jegybankok döntéshelyzetbe kerülnek **a normalizációt követően elérhető kamatszinttel, illetve mérlegfőösszeggel kapcsolatban is**. Az eddigi tapasztalatok alapján **a normalizáció végrehajtásának általános jellemzője az adatfüggőség**, vagyis az irányváltás időszaka alatt beérkező adatok formálják a jegybank gazdasági kilátásokról alkotott képét és egyúttal a bizonytalanságot jelentő imént felsorolt döntési helyzetekben is irányt mutatnak.

A monetáris kondíciók normalizálása során bizonytalanságot jelent **a normalizáció üteme és tartóssága**. Amennyiben a normalizáció **túl lassan történik meg, úgy a gazdaságot továbbra is túlfűtöttség jellemezheti**, kockáztatva az inflációs cél tartós túllövését, valamint folytatódhat a pénzügyi stabilitási kockázatok felépülése is. **Túl gyors ütemű kamatemelés, illetve mérlegleépítés esetén** a laza kondíciók fennállásának hosszú időtávja miatt **felerősödő kamatérzékenység erőteljesen érvényesülhet**, kedvezőtlenül érintve a gazdasági aktivitást. Ezenkívül a normalizálás **túl gyors folyamata a változó kamatozású hitelállománnyal bíró gazdasági szereplők kamatterhét is túlzott mértékben emelheti**, valamint a pénzpiaci hangulat is kedvezőtlenebbé válhat (BIS, 2018). További kérdést jelent a normalizáció tartóssága, mert a legtöbb jegybank továbbra is törékeny alapfolyamatokkal szembesül. Ezt jól jelzi a Fed és az EKB várt kamatpályájának bizonytalansága és az utóbbi fél évben tapasztalt lefelé tolódása (6-2. ábra).

6-2. ábra Fejlett gazdaságok kamataira vonatkozó piaci várakozások változása és a nagy jegybankok irányadó rátáinak alakulása



Forrás: Bloomberg

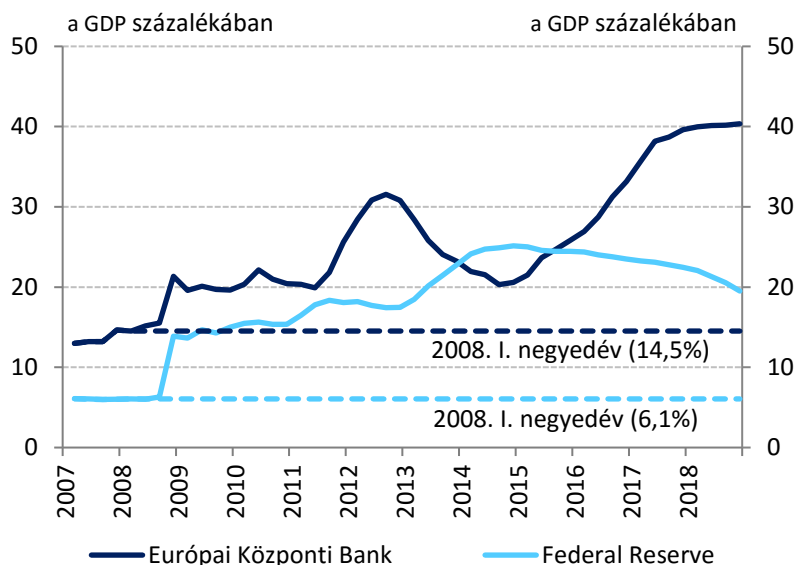
6.1.4. A nemkonvencionális eszközök szerepe és jövője a globálisan meghatározó jegybankok gyakorlatában

A válság során a kamatok historikusan alacsony szintre csökkentek, miközben a jegybanki politikák következményeként a jegybankmérlegek soha nem látott szintre bővültek (BIS, 2018). A kamatok emelésének kérdésén túl a jegybankoknak a felduzzadt mérlegek jövőjével kapcsolatban is döntést kell hozniuk. A mérlegek szűkítése melletti érvek szerint a tartósan fennálló eszközvásárlások eszközárakra gyakorolt hatása piaci kockázatok, illetve buborékok felépüléséhez vezethet. Ezenkívül az állampapírállomány magas aránya a jegybankmérlegben jegybanki hitelességi kérdéseket is felvethet, miközben a kormányzat számára negatív ösztönzőket jelenthet a költségvetési politika vitelére vonatkozóan (Duprat, 2018).

Ugyanakkor a megváltozott környezet több szempontból is nagyobb jegybanki mérleget indokol a válság előtti mértékhez képest. A válság kitöréséig a Fed mérlegegyenlegének bővülése szinte kizárólag a készpénzkereslet bővüléséhez volt köthető (Duprat, 2018). A válságot követően a kamatkörnyezetből és az élénk gazdasági növekedésből adódóan a készpénzkereslet további éles emelkedést mutatott. A válság tapasztalataira alapozva általánosan szigorodott a pénzügyi szabályozás. A szabályozásból fakadó jobb likviditási és tőkehelyzetből következően a jegybanknál tartott kereskedelmi banki tartalékállomány szintén nagy mértékben emelkedett. A válság előtti tapasztalatokhoz képest a Fed mérlegének forrásoldalán mára már a tartalékok képezik a nagyobb részt a készpénzállománnyal szemben (Duprat, 2018).

A jegybankok számára bizonytalanságot jelenthetnek a nemkonvencionális eszközök kivezetésének és ezzel összefüggésben a jegybankmérleg szűkítésének makrogazdasági hatásai is. A Fed mérlegpolitikáját illetően James Bullard, a St Louis Fed elnöke egy előadásában kifejtette, hogy számításai szerint az USA-ban, zéróközei kamatkörnyezetben a mérlegpolitika hatással lehet a makrogazdaságra, alátámasztva ezzel a Fed mennyiségi lazításának eredményességét, ugyanakkor magasabb kamatszintek mellett véleménye szerint a mérlegpolitika nem gyakorol számottevő hatást, így a mérleg leépítése nem jelent makrogazdasági kockázatot az USA gazdaságára nézve a jelenlegi kamatkörnyezetben (Bullard, 2018).

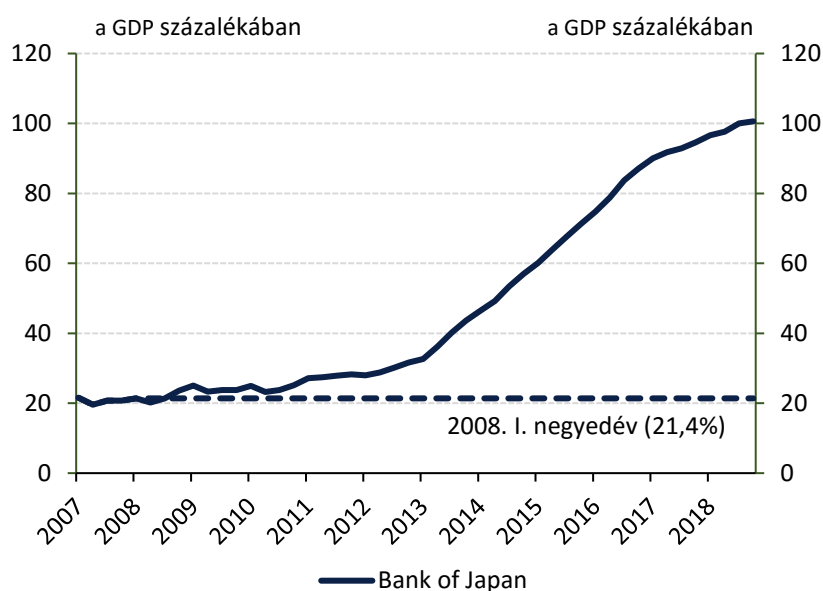
6-3. ábra: A Fed és az EKB mérlegének változása 2007-től



Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat

A válság során alkalmazott programok eredményeként a globálisan meghatározó jegybankok mérlege számottevő mértékben bővült. A Fed mérlege 2008 első negyedévében a GDP 6,1 százalékát tette ki, majd a válság alatt 2014 negyedik negyedévében érte el a csúcst, ami a GDP 25,1 százalékát jelentette. Ezt követően a normalizáció megkezdésével párhuzamosan a mérleg csökkenni kezdett és 2018 negyedik negyedévében a mérlegegyszerűen a GDP 19,5 százalékát tette ki. Az EKB mérlege a válság során az euroövezeti GDP 14,5 százalékáról 40,4 százalékra emelkedett 2008 első negyedévéhez képest (6-3. ábra). A japán jegybank mérlegét a GDP 21,4 százalékáról 2018 negyedik negyedévére a GDP 100,6 százalékára növelte (6-4. ábra).

6-4. ábra: A japán jegybankmérleg alakulása 2007-től



Forrás: Bank of Japan

6.1.5. A globálisan meghatározó jegybankok normalizációja és monetáris politikai kilátásai

A globálisan meghatározó jegybankok közül **a Fed kezdte meg a monetáris kondíciók normalizálását**. Ezt követően **az EKB eszközvásárlásainak lezárásával és kommunikációjának megváltoztatásával indult el a normalizáció irányába**. **A japán jegybank** elmúlt években bejelentett **programjai mellett sem közelíti meg az infláció a jegybanki célt**. A jegybanki kommunikációban **nem történt utalás jövőbeli monetáris politikai irányváltásra**.

A globálisan meghatározó jegybankok közül kizárólag a Fed tudott haladni a normalizációval. A Fed eszközvásárlási programjának lassítását **2013 decemberében jelentette be**. **2015 decemberében a jegybank először emelte az alapkamatát**. A kamatemelések megkezdését követően a jegybank **2017 júniusában közzétette mérlegleépítési stratégiáját**, míg a mérlegleépítést **2017 októberében kezdte meg**. A döntéshozók **2019 márciusában bejelentették a mérlegcsökkentés fokozatos leállítását**. Ennek következtében a jegybankmérleg **2019 szeptembere után lényegében nem csökken tovább**. A Fed **2019 márciusáig kilenc alkalommal emelte az irányadó rátát**. A piaci szereplők által várt kamatpálya az elmúlt félévben egyre lejjebb tolódott, **jelenleg kétéves horizonton nagyobb valószínűséggel árazzák az irányadó ráta csökkentését, mint emelését**. Az EKB **2018 decemberében befejezte nettó eszközvásárlásait**, ugyanakkor a jegybank jelezte, hogy a lejáró értékpapírok újrabefektetését az irányadó rátái emelését követően hosszú ideig folytatja, így **a mérlegleépítés megkezdése legkorábban 2020-21-ben várható**. A beérkező kedvezőtlen konjunkturális adatok és a visszafogott inflációs alapfolyamatok mellett **az EKB kamatemelési várakozásai az utóbbi időszakban egyre későbbre kerülnek**. Márciusi ülésén a jegybank bejelentette a TLTRO-III program elindítását a hitelezési folyamatok élénkítése céljából. A japán jegybank GDP 100 százalékát meghaladó mérlegfőösszege mellett **a jegybankelnök 2019 februárjában arról beszélt, hogy a jegybank készen áll további monetáris lazító lépéseket tenni** abban az esetben, ha az infláció továbbra sem mutat közeledést a 2 százalékos középtávú inflációs cél felé. A jegybankelnök kifejtette, hogy ha az inflációs folyamatok továbbra is a várakozások alatt alakulnak, akkor a jegybank dönthet úgy, hogy a jelenleg -0,1 százalékos irányadó rátát tovább mérsékli vagy a 10 éves államkötvényhozamokra kitűzött 0 százalékos hozamcélját is tovább csökkentheti negatív tartományba. Emellett a japán jegybank tovább növelheti eszközvásárlási programjának mértékét, illetve úgy is dönthet, hogy a monetáris bázist az eddiginél nagyobb mértékben növeli. A jegybankok többsége törekény alapfolyamatokkal szembesül és az exit stratégiát nem tudták megkezdni vagy nem tudtak vele érdemben előrehaladni az utóbbi években. **Emiatt középtávon a jegybankok várhatóan nem fognak visszatérni a válság előtti eszköztárukhoz és nőtt az esélye annak, hogy a nemkonvencionális eszközök a hagyományos eszköztár részévé válnak**.

6.1.6. Összegzés

A fejlett jegybankok nagy része megkezdte a monetáris kondíciók normalizálását. A normalizáció **általános jellemzője az adatfüggőség**, vagyis az irányváltás teljes folyamatát alapvetően a beérkező adatok részletes nyomonkövetése és a kilátások folyamatos kiértékelése határozza meg. A válság alatti tartósan laza monetáris politikai környezetben **a gazdaság szereplői kamatérzékenyebbé válhattak**, így a jegybankok **óvatos, fokozatos kamatemelési ütemet alkalmaznak a normalizáció során**. **A jegybankok a jövőben gyakrabban és tartósabban szembesülhetnek a kamatpolitika korlátaival**, amikor a monetáris kondíciók lazítására lenne szükség. Mindez abba az irányba mutat, hogy előretekinve **a nemkonvencionális eszközök a jegybanki politikák szerves részévé válhatnak**. Többek között a pénzügyi rendszer szigorúbb szabályozása miatt **a fejlett gazdaságok jegybankjainak mérlege várhatóan nem csökken vissza a válság előtti szintekre**. Összességében elmondható, hogy a globálisan meghatározó jegybankok stratégiáját és az elmúlt időszak folyamatait tekintve, **a bekövetkezett monetáris politikai irányváltás a válság előtti időszakhoz viszonyítva sokkal inkább a rendkívül laza környezetből a laza monetáris kondíciók fenntartása felé mutat**, mintsem egy szigorú monetáris politikai irányultság kialakulását jelentené.

6.2. A 2018-as évre adott jegybanki előrejelzések értékelése

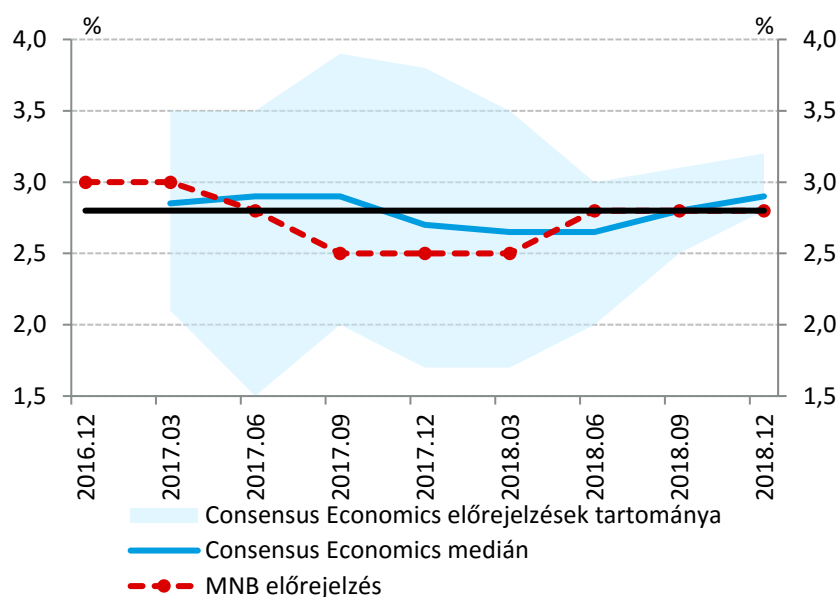
Elemzésünk célja annak bemutatása, hogy a fő makrogazdasági változók előző naptári évi értékére adott előrejelzéseink mekkora pontossággal teljesültek. Ezenkívül azt is megvizsgáljuk, hogy a jegybank előrejelzési teljesítménye hogyan viszonyul a piaci elemzőkéhez. A 2018-as évre a vizsgált változók esetén először 2016 decemberében készítettünk előrejelzést. Összességében a 2018-as infláció lényegében megfelelt az előrejelzésünknek, a 2018-as gazdasági növekedés és a bérnövekedés magasabban, míg a versenyszféra létszámnövekedése visszafogottabban alakult az előrejelzéseinkhez képest.

6.2.1. Infláció

2018-ban az éves átlagos infláció 2,8 százalékon alakult. **Előrejelzésünkben arra számítottunk, hogy az adósúrt maginfláció a kedvező jövedelmi folyamatok és az élénkülő belső kereslet következtében megvalósuló emelkedése eredményeként az infláció fokozatosan megközelíti a 3 százalékos jegybanki célt.** A bérkiáramlás élénkülésének mérsékelt inflációs hatását feltételeztük a munkaerőköltség és az árak között a válság utáni időszakban meggyengült kapcsolatot, az alacsony bérhányad és a visszafogott lakossági inflációs várakozások miatt. Azzal számoltunk, hogy a munkaerőpiacról érkező inflációs hatás az adminisztratív intézkedések miatti erőteljesebb bérdinamika mellett is mérsékelt maradhat, hiszen az intézkedések költségnövelő hatását a szociális hozzájárulási adó további csökkentése, valamint a munkajövedelmek fehéredési hatása mérsékli.

2016 végén 3 százalékos inflációt prognosztizáltunk a 2018-as évre vonatkozóan, amit 2017-ben két lépcsőben 2,5 százalékra csökkentettünk, majd 2018 második negyedévében 2,8 százalékra emeltünk vissza. Ezt követően **a beérkező tényadatok összhangban alakultak az előrejelzésünkkel.** A Consensus Economics felmérésében részt vevő piaci elemzők várakozásai 2018 közepéig széles sávban szóródtak. Az előrejelzések mediánja 2018 elejéig közelebb helyezkedett el a később megismert tényadathoz, míg a tavalyi évben prognózisaink már pontosabbak voltak (6-5. ábra).

6-5. ábra: A 2018. évi inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések alakulása

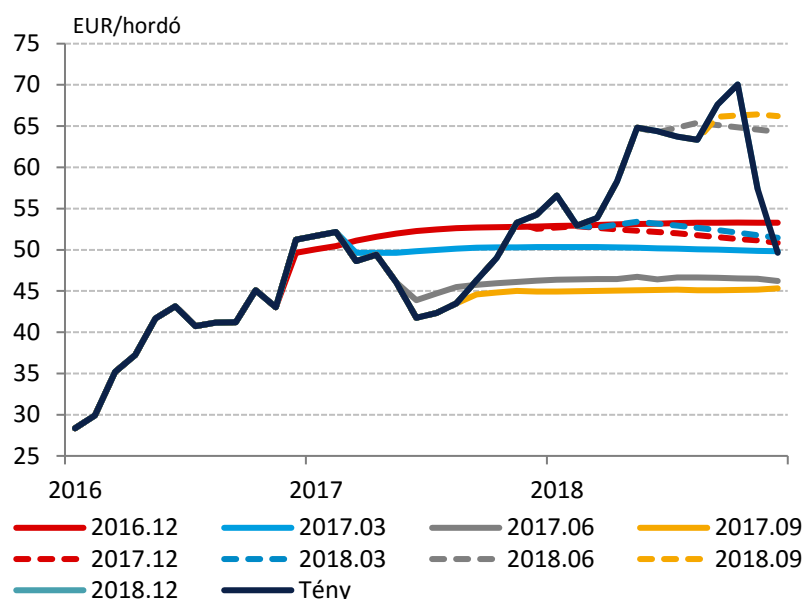


Megjegyzés: A sáv a Consensus Economics által megkérdezett elemzők előrejelzéseinek terjedelmét mutatja.

Forrás: Consensus Economics, KSH, MNB

A 2018-ra vonatkozó **előrejelzéseink változtatásait főként az olajárak ingadozása okozta** (6-6. ábra). 2017 közepén az olajárak jelentősen csökkentek, melynek hatására az olajár-feltevésünk és ennek következtében az inflációs prognózisunk is lefelé módosult. 2018 második negyedévében szintén az olajárak változásának hatására revideáltuk felfelé előrejelzésünket.

6-6. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések alakulása

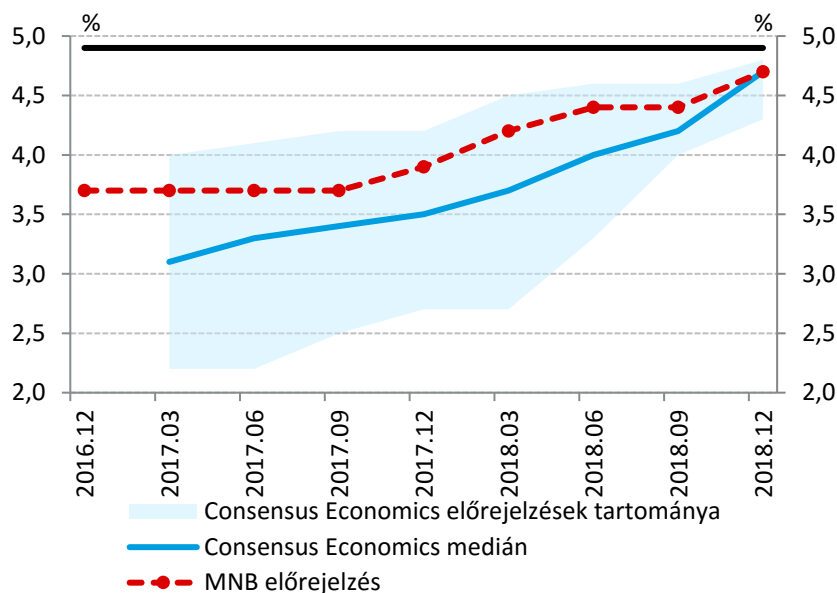


Forrás: Bloomberg

6.2.2. Gazdasági növekedés

Tavaly a hazai GDP 4,9 százalékkal bővült. A 2018. évi gazdasági növekedés a jegybank előrejelzéseinél és a piaci elemzők várakozásánál is magasabban alakult. Annak ellenére, hogy az előrejelzések a tavalyi év folyamán folyamatosan felfelé módosultak, a megvalósulthoz hasonlóan markáns gazdasági növekedésre egyik elemző sem számított (6-7. ábra). **Az MNB teljes időtávra számolt átlagos előrejelzési hibája kisebb volt, mint a piaci elemzők mediánjának előrejelzési hibája.**

6-7. ábra: A 2018. évi növekedésre vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések



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

Forrás: Consensus Economics, KSH, MNB

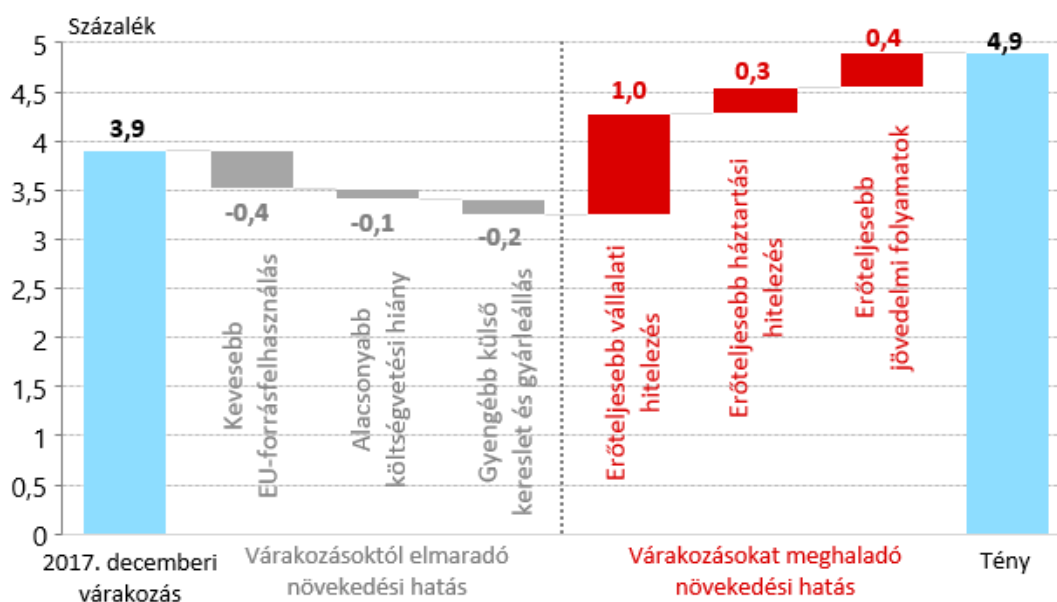
Arra számítottunk, hogy a növekedésben markáns szerep jut a belföldi kereslet erősödésének, amelyben meghatározó a fogyasztás és a beruházások bővülése. A lakossági fogyasztás tartós bővülését a kedvező jövedelmi folyamatok, a háztartási hitelezés növekedése, illetve a nettó pénzügyi vagyonszármazékok emelkedése egyaránt támogatja. A nemzetgazdasági beruházások emelkedéséhez a külföldi működőtőke-beruházások, illetve az Európai Unió forrásainak beáramlásával

párhuzamosan emelkedő állami beruházások is hozzájárulnak. A belső keresleti tételek bővülésének importigényéből fakadóan a nettó export enyhén negatív növekedési hozzájárulására számítottunk.

2017 végétől kezdve érdemben fokozatosan felfelé revideáltuk növekedési előrejelzésünket (6-8. ábra). A hazai GDP markáns bővülését egy sor, sokszor egymással ellentétesen ható esemény alakította.

- A romló külső konjunktúra, valamint a várttól elmaradó EU-s forráslelővétel és a fiskális politika irányából érkező kisebb impulzus a lassabb növekedés irányába hatott, azonban ezeknek a vártól kisebb növekedési hatásait túlkompenzálta **hitelezés markáns bővülése**, amit a lakossági jövedelmek gyorsabb bővülése egészített ki.
- **A hitelezés bővülése 2018-ban mind a teljes vállalati szegmensben, mind a kkv-k körében a vártól érdemben kedvezőbbben alakult.** 2013 óta a jegybanki programok hatására a vállalati – különösen a kkv – hitelpiac elkerülte az összeomlást és az elmúlt években trendszerűen növekvő pályára állt. Az élénk vállalati hitelbővülés a magas kapacitáskihasználtsággal és az alacsony kamatkörnyezettel párhuzamosan támogatta a vállalatok beruházási aktivitásának dinamikus emelkedését. Az erőteljesebb vállalati hitelezés becsléseink szerint a korábbi várakozásainkhoz képest közel 1 százalékponttal magasabb GDP-t eredményezett 2018-ban, amit a dinamikus növekvő építőipari termelés és a gépberuházások is jeleztek.
- A vállalati szegmens mellett **a háztartási hitelezés növekedése is a korábban vártól erőteljesebb ütemben folytatódott.** A bővülés a lakás- és fogyasztási hitelek körét egyaránt érintette. A feltevéseket meghaladó hiteldinamika hozzájárult az élénken bővülő lakossági fogyasztáshoz a tavalyi évben. A háztartások magasabb rendelkezésre álló jövedelme a fogyasztás mellett a beruházásokat és a pénzügyi megtakarításokat is növelte. Együttesen a kedvezőbb jövedelmi folyamatok és a magasabb lakossági hitelezés miatt a GDP 0,7 százalékponttal alakulhatott magasabban, amit az élénk ütemben bővülő lakossági fogyasztás is alátámaszt.

6-8. ábra: A magasabb 2018-as GDP-növekedést magyarázó tényezők



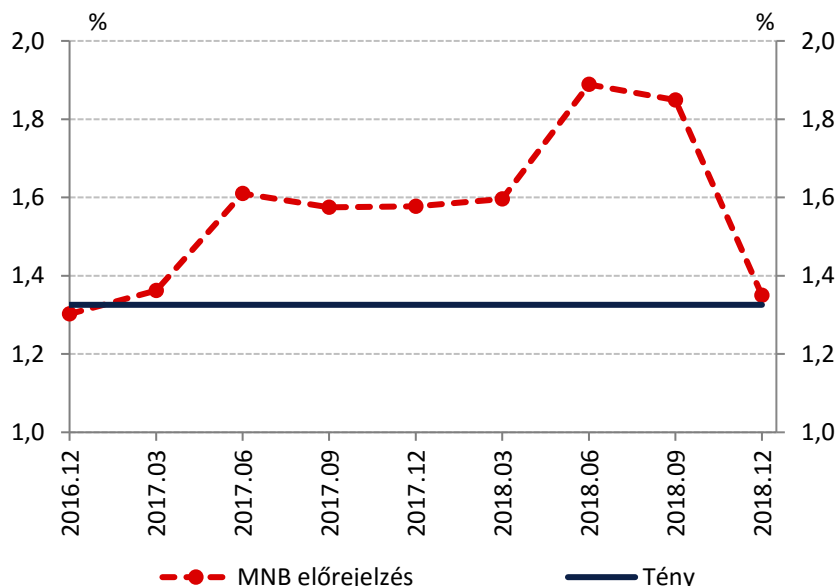
Forrás: KSH, MNB

6.2.3. Munkaerőpiac

Előrejelzéseinkben arra számítottunk, hogy **a foglalkoztatás bővülése lassul 2018-ban.** A gazdasági növekedéssel párhuzamosan a versenyszféra magas munkaerő-kereslete támogatta a foglalkoztatás további bővülését. **A vállalatok létszámbővítési törekvéseit** azonban **a potenciálisan bevonható munkaerő-tartalék szűkössége és illeszkedési problémái** (munkaerő nem megfelelő képzettsége és a munkavállalási mobilitás hiánya) **már jelentősen megnehezítik.** 2018-ra vonatkozó prognózisainkban azzal számoltunk, hogy a demográfiai folyamatok is egyre inkább effektív korlátot jelentenek a foglalkoztatásbővülés számára.

A 2018. évi versenyszféra foglalkoztatásnövekedésre vonatkozó **előrejelzéseink többnyire felülbecsülték a tényleges bővülést** (6-9. ábra). 2017 nyaratól arra számítottunk, hogy a 2018-ra tervezett költségvetési keretszűkítés következtében a közfoglalkoztatottak száma érdemben csökken, és a programból kikerülők egy része a versenyszférában helyezkedik el. A növekedési kilátások javulásával párhuzamosan tovább emeltük prognózisunkat. Azonban **2018 második és harmadik negyedében a versenyszféra foglalkoztatás az erős munkaerő-kereslet ellenére stagnált, a kínálati korlátok várakozásunknál erősebbek lehettek.** Ennek hatására a 2018-ra vonatkozó előrejelzésünket is érdemben lefelé módosítottuk az utolsó negyedében.

6-9. ábra: A 2018. évi versenyszféra létszámindekre vonatkozó MNB-előrejelzések

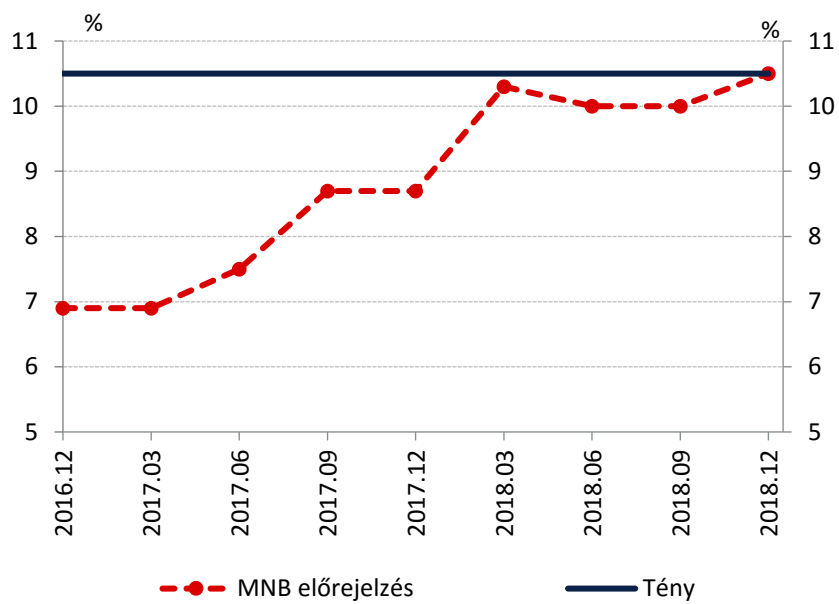


Forrás: KSH, MNB

Előrejelzéseinkben azzal számoltunk, hogy a **historikusan feszes munkaerőpiaci környezetben a vállalatok erőteljes versenyt folytatnak a munkaerő megtartásáért és felvételéért, ami 2018-ban is dinamikus bérezési alapfolyamathoz vezet.** 2017 folyamán a beérkezett bér adatok arra utaltak, hogy a feszes munkaerőpiaci kondíciók mellett a bruttó keresetet terhelő munkáltatói járulékok csökkenésével a vállalatok a magasabb fizetési kategóriákban is erőteljesebben emelik a béreket, így a hatéves bérmegállapodás bérdinamikát emelő hatása 2018-ban is magasabb lehet. **A bérmegállapodásban foglalt adminisztratív intézkedések** (érdemi minimálbér-emelések, adócsökkentések) **hatását 2018-ig érdemben alulbecsültük.** Emiatt fokozatosan felfelé módosítottuk a versenyszféra bérprognózisunkat.

2018 során már kétszámjegyű, de 2017-nél továbbra is alacsonyabb bérdinamikát vártunk, mivel a minimálbér és a garantált bérminimum emelésének mértéke a korábbi évtől elmaradt. Összességében a 2018. évi versenyszféra bérdinamikára vonatkozó **előrejelzéseink 2018-ig számottevően alulbecsülték a tényleges növekedést, azonban 2018 folyamán közel azonos szinten tartózkodtak** (6-10. ábra).

6-10. ábra: A 2018. évi versenyszféra bérindexre vonatkozó MNB-előrejelzések



Forrás: KSH, MNB

7. A 2019. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása

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

	Inflációs hatás 2019-re		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,0	0,1	0,1
Piaci	0,6	2,2	2,8
Indirekt adók és intézkedések	0,1	0,1	0,2
Infláció	0,7	2,4	3,1

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)

	2019				
	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirektadó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	1,5	0,0	3,8	-0,3	5,0
nem feldolgozott	1,6	0,0	6,2	0,0	7,8
feldolgozott	1,4	0,0	2,7	-0,5	3,7
Ipari termékek	0,9	0,0	0,6	0,1	1,6
tartós	0,5	0,0	0,1	0,0	0,6
nem tartós	1,1	0,0	0,7	0,2	2,0
Piaci szolgáltatások	1,3	0,0	3,3	-0,2	4,4
Piaci energia	5,3	0,0	2,7	0,0	8,0
Alkohol, dohány	1,6	0,9	2,8	2,2	7,4
Üzemanyag	-5,1	0,0	2,8	0,0	-2,3
Szabályozott árak	0,2	0,0	0,5	0,0	0,7
Infláció	0,6	0,1	2,3	0,1	3,1
Maginfláció	1,3	0,1	2,2	0,2	3,8

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	15
1-6. ábra: A lakosság reáljövedelmének alakulása	16
1-7. ábra: A reál nettó keresettömeg alakulása	16
1-8. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában	16
1-9. ábra: A nominális GDP jövedelem oldali felbontása	17
1-10. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként	17
1-11. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	18
1-12. ábra: Az uniós támogatások effektív felhasználása	18
1-13. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	19
1-14. ábra: Növekedési periódusok a G7 országokban és a BRICS-ben	20
1-15. ábra: A fejlett országok GDP-arányos államadóssággrátája	22
1-16. ábra: Foglalkoztatás, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban	23
1-17. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása	23
1-18. ábra: A versenyszféra reál fajlagos munkaerőköltség növekedésének felbontása	24
1-19. ábra: A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos kötvényállománya az Európai Unióban (2018 II. negyedév)	27
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre	29
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre	29
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	30
3-1. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban	31
3-2. ábra: A feldolgozóipari PMI alakulása	31
3-3. ábra: GDP éves változása egyes feltörekvő gazdaságokban	32
3-4. ábra: Globális inflációs folyamatok	32
3-5. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	33
3-6. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása	33
3-7. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban	34
3-8. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai állampapírhozamok alakulása	34
3-9. ábra: Kétéves lejáratú német, olasz és spanyol állampapírhozamok	34
3-10. ábra: A GDP éves változása az eurozónában	35
3-11. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása	35
3-12. ábra: Energia- és élelmiszeráraktól szűrt infláció az eurozóna tagállamaiban (2019. február)	36
3-13. ábra: A GDP éves változása Kelet-Közép-Európában	36
3-14. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások	37
3-15. ábra: Energia-, dohány-, alkohol- és élelmiszeráraktól szűrt infláció alakulása a régió országaiban	37
3-16. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás	38
3-17. ábra: A lakossági fogyasztási kiadás és altételeinek éves változása	38
3-18. ábra: A háztartások nettó pénzügyi megtakarításai	39
3-19. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása	39
3-20. ábra: A GDP-növekedés termelés oldali felbontása	39
3-21. ábra: A piaci alapú szolgáltatások ágazatainak GDP-hez való növekedési hozzájárulása	40
3-22. ábra: A beruházások éves változásának felbontása	40

3-23. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	40
3-24. ábra: Az újlakásépítések és építési engedélyek alakulása	41
3-25. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása	41
3-26. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban	42
3-27. ábra: Főbb foglalkoztatási mutatók éves változása	42
3-28. ábra: A bruttó átlagkereset éves dinamikája vállalati méret szerint	43
3-29. ábra: A munkaerőköltség és a termelékenység kapcsolata a külföldi tulajdonú (bal panel) és a hazai vállalatok körében (jobb panel), 2016	44
3-30. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv	45
3-31. ábra: Kapacitáskihasználtság és a munkaerő mennyiségének megítélése	45
3-32. ábra: Az infláció dekompozíciója	46
3-33. ábra: Az inflációs alapmutatók	46
3-34. ábra: Piaci szolgáltatások inflációja	47
3-35. ábra: Inflációs várakozások a régióban	47
3-36. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása	48
3-37. ábra: A piaci szolgáltatások árváltozása	49
3-38. ábra: Egyes piaci szolgáltatások inflációja 2018 februárjában (bal panel) és 2019 februárjában (jobb panel)	50
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	51
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	51
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya	52
4-4. ábra: Az állampapírpiazi referenciahozamok alakulása	52
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	52
4-6. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban	53
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben	53
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje	54
4-9. ábra: Az új háztartási hitelek kamatfelára	54
4-10. ábra: Az előretekinthető reálkamatlábak alakulása	55
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei	56
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása	56
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint	57
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása	57
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	58
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása	59
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása	60
5-8. ábra: A fiskális keresleti hatás	61
5-9. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretekinthető változatlan, 2018. végi árfolyamon számítva	62
6-1. ábra: Az EKB és a Fed nemkonvencionális politikája és a normalizáció kilátásai	66
6-2. ábra: Fejlett gazdaságok kamataira vonatkozó piaci várakozások változása és a nagy jegybankok irányadó rátáinak alakulása	68
6-3. ábra: A Fed és az EKB mérlegének változása 2007-től	69
6-4. ábra: A japán jegybankmérleg alakulása 2007-től	69
6-5. ábra: A 2018. évi inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések alakulása	71
6-6. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések alakulása	72
6-7. ábra: A 2018. évi növekedésre vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések	72
6-8. ábra: A magasabb 2018-as GDP-növekedést magyarázó tényezők	73
6-9. ábra: A 2018. évi versenyszféra létszámindexre vonatkozó MNB-előrejelzések	74
6-10. ábra: A 2018. évi versenyszféra bérindexre vonatkozó MNB-előrejelzések	75

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei	12
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása	13
1-3. táblázat: A GDP-növekedési előrejelzések változása	21
1-4. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	25
1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	26
1-6. táblázat: A Növekedési Kötvényprogram főbb paraméterei.....	28
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	60
5-2. táblázat: A 2019. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest)	61
5-3. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2019. évi költségvetési törvény előirányzataitól	62
5-4. táblázat: A családvédelmi akcióterv intézkedéseinek bruttó, statikus költségvetési hatása a GDP százalékában	64
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódó hatásra (százalékpont, illetve százalék)	76
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódó és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék)	76

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

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

INFLÁCIÓS JELENTÉS

2019. március

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

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.