

**A magyar, a régiós és a globális
gazdasági folyamatok értékelése,
középtávú kitekintés**

2018. január

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A jelentés György László, vezető közgazdász általános irányítása alatt készült. A jelentést Regős Gábor makrogazdasági kutatási csoportvezető szerkesztette.

A jelentés egyes részeit készítették: Horváth Diána, Isépy Tamás, Stamlerné Mándli Marinetta, Molnár Dániel, Regős Gábor és Verba Zoltán.

Az előrejelzéshez felhasznált adatbázis december 5-én zárult le.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	1
Helyzetértékelés	7
Nemzetközi kitekintés az elmúlt fél évre	7
Konjunktúra alakulása	7
Munkaerőpiac	8
Monetáris kondíciók.....	9
Infláció	11
Pénzügyi folyamatok	12
Fiskális politika.....	15
A magyar gazdaság helyzetértékelése fél év távlatában	16
A növekedés alakulása	16
Munkaerő-piaci folyamatok	19
Infláció	20
Monetáris és pénzpiaci kondíciók	22
A brexit-tárgyalások haladása	28
A brexit-tárgyalások	28
A tárgyalások első szakaszának problémái és a kötött megállapodások.....	28
A brexit-tárgyalások első szakaszának gazdasági hatásai	30
A várható makrogazdasági pálya (2017–2020).....	33
A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés	33
Az államháztartási helyzet prognózisa	40
A 2017. évi költségvetés.....	40
2018. évi költségvetési kilátások.....	48
A 2019–2020. évi fiskális prognózis	50
Táblázatok	54

Vezetői összefoglaló

2017 második és harmadik negyedében az Egyesült Államok éves alapon vett növekedése ismét elmaradt az Európai Unióétól: előbbi 2,2, illetve 2,3 százalékkal, míg utóbbi 2,4, illetve 2,5 százalékkal bővült. Mindkét gazdaság esetében a növekedés hajtóereje a lakossági fogyasztás volt, míg az USA-ban dinamikusan bővült a beruházás is. Ezzel szemben az EU-ban mérséklődött a beruházások növekedést támogató szerepe. Az USA-ban közel 17 éves, míg az Európai Unióban közel 9 éves mélypontra csökkent a munkanélküliségi ráta a félév során. A Fed, a Bank of England és a Cseh Nemzeti Bank is emelte irányadó rátáját az elmúlt félévben, míg az EKB januártól felére, 30 milliárd euróra csökkentti eszközvásárlási programjának havi keretét. A második negyedévben csökkent, míg a harmadik negyedévben emelkedett az Egyesült Államok és az Európai Unió inflációs rátája is. A DAX és a Dow Jones Industrial Average index új csúcst döntött 2017 harmadik negyedében: előbbi elérte a 13 ezer pontot, míg utóbbi a 23 ezret. Az euró és a jen is gyengült a vizsgált időhorizonton a dollárral szemben, azonban amíg a harmadik negyedévben a Fed döntései erősítették, a negyedik negyedévben a Trump-adminisztráció botrányai gyengítették a dollárt a főbb valutákkal szemben. A kedvező konjunktúra és munkaerőpiaci adatok következtében jelentősen javult az Európai Unió költségvetési helyzete, így a hiány várhatóan idén 1,2 százalékra csökken, amely mutató a következő években 1 százalék alá csökkenhet.

A 2017 elején tapasztalt lendület a magyar gazdaság növekedésében a második és a harmadik negyedévben tovább folytatódott, így a félév során átlagosan 3,6 százalékkal bővült a bruttó hazai termék. Felhasználási oldalon a beruházásokban az év elején kezdődő pozitív fordulat tartósan fennmaradt. Az előző év azonos időszakában mért alacsony bázishoz képest az építési beruházások, valamint a gép- és berendezés-beruházások volumenében bekövetkezett jelentős emelkedés hajtotta leginkább a növekedést. A bruttó felhalmozás mellett a növekedésnek továbbra is biztos bázisát alkotta a háztartási fogyasztás, amelynek növekedése elsősorban a bérek emelkedésének köszönhető. A belföldi kereslet növekedésével együtt az import növekedése mindkét negyedévben meghaladta az exportnövekedést, így a nettó export mindkét negyedévben mérsékelte a bruttó hazai termék növekedési ütemét. A GDP termelési oldalán 2017 második és harmadik negyedében egyaránt a szolgáltatások járultak hozzá legjelentősebb mértékben a növekedéshez. A szolgáltatások után az építőipar teljesítménye járult hozzá leginkább a bruttó hazai termék változásához, ami elsősorban az uniós támogatásokból, a versenyszférából, valamint költségvetési ösztönzőkből (CSOK) finanszírozott keresletnövekedésnek köszönhető. Az ipari kibocsátás átlagosan 3,4 százalékkal növekedett, azonban a mezőgazdaság átlagosan 12,1 százalékkal csökkent a félév során.

Tovább folytatódott a munkaerőpiaci bővülés 2017 II. és III. negyedében, a foglalkoztatási és az aktivitási ráta is tovább emelkedett 59,2 illetve 61,8 százalékra, amellyel hazánk közelíti

az Európai Unió átlagot. A bővülő munkaerőpiacnak köszönhetően a munkanélküliségi ráta a rendszerváltás óta nem látott szintre, 4,1 százalékra mérséklődött. A bérekre ható számos kedvező tényező (minimálbéremelés, feszes munkaerőpiac, állami bérrendezés, szociális hozzájárulási adó csökkentése) következtében a nettó reálkereset kiemelkedő mértékben 11 százalékkal emelkedett éves szinten a harmadik negyedévben.

A 2017 elején fokozatosan növekedésnek indult magyarországi infláció a második és harmadik negyedévben tartósan 2 százalék felett alakult, ám továbbra is elmarad a jegybank által kitűzött 3 százalékos céltől. Az infláció alakulását jelentősen befolyásolta a Kőolaj-exportáló Országok Szövetségének (OPEC) tagországai és a többi olajexportáló ország által kötött megállapodás sikeres betartása, valamint az amerikai készletcsökkenés miatt emelkedő olajárszint, amelynek hatására megnövekedtek a hazai üzemanyagárak. A hazai infláció növekedésének irányába hatott – a 2016 szeptemberében történt emelés után – a dohánytermékek jövedéki adójának idén júliusi újabb emelése is.

A magyar jegybank 2017 júniusától novemberéig nem változtatott, és így 0,9 százalékon hagyta az irányadó rátát. A jegybank szeptemberben döntött az egynapos betét kamatlábának 10 bázispontos csökkentése mellett, amelynek aktuális értéke –0,15 százalék. A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa határozott továbbá a 3 hónapos betét maximális szintjének csökkentéséről, amelynek december végi értékét 75 milliárd forintban állapította meg. A Tanács deklarálta, hogy ez a maximum szint a csökkentések végét jelenti. A devizaswapok alkalmazását kiterjesztették 6-12 hónapra is, amelytől azt várták, hogy azok a bankok, amelyek fölösleges devizalíkvitással rendelkeznek további hosszabb futamidejű forintforrásokhoz jutnak, amely többletkeresletet generálhat a hosszabb futamidejű állampapírok piacán. Ez pedig a hozamok- és a kamatkidás csökkenéséhez vezethet.

2017 második félévében a nagy nemzetközi hitelminősítő intézetek közül kettő is változtatott Magyarország államadosságának besorolására vonatkozó kilátásán, amely jelenleg a befektetésre ajánlott kategóriában annak legalsó szintjén található, és pozitív kilátást adott. Elsősorban a stabilan szufficites folyó fizetési mérleg, a magánszektor és az állam adosságának csökkenése, a külföldiek által tartott magyar állampapír állomány visszaesése, a nem teljesítő hitelek arányának jelentős mérséklődése és a bankrendszer likviditási helyzetének javulása jelentették a pozitív kilátás indokát. A kilátásjavítás következménye a kedvező tendencia folytatódása esetében a felminősítés lehet 1 éves időtávon belül.

Az ÁKK az elmúlt félév során is csak elenyésző részben újította meg lejáró devizakötvényeit devizában, aminek következtében az államadosság devizaaránya az április végi 25,2 százalékos szintről 23 százalékra csökkent. Angol fontban-, euróban-, és jenben denominált kötvények jártak le, miközben összességében 1 milliárd jüan (128 millió euró) értékű új devizakötvény kibocsátás történt, amelynek inkább gazdaságpolitikai jelentősége van. Ezen kívül az ÁKK sikeres devizakötvény cserét hajtott végre, amelynek keretében visszavásárolt

1,2 milliárd amerikai dollárban denominált magasabb 2018 és 2023 között lejáró 4 és 6,375 százalékos kamatozású államkötvényeket. Ezzel egy időben az ÁKK sikeres euróban denominált, 1 milliárd euró névértékű, 10 éves államkötvényt bocsátott ki, amelynek kamata 1,75 százalék. Legutóbb euróban 2011-ben, míg dollárban 2014-ben került sor devizakötvény kibocsátásra. Az állampapírokra majdnem hatszoros volt a túljegyzés a befektetők részéről. A sikeres devizakötvény csere éves szinten 9,5 milliárd forintos költségvetési kamatmegtakarítást eredményezett.

Az MNB Hitelintézeti szektorról szóló negyedéves időszora alapján 2017. első negyedévtől a 2017. harmadik negyedévéig összességében a lakossági (217 bázisponttal 9,01 százalékra) és a vállalati szegmensben is (118 bázisponttal 3,8 százalékra) csökkent a 90 napon túli késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. A kedvező folyamathoz elsősorban a portfóliótisztítás és a lakosság nettó jövedelmének növekedése járult hozzá.

Előző féléves prognózisunkhoz képest a 2017-es és 2018-as növekedési várakozásaink csupán kismértékben módosultak: 2017-ben a korábban várt 3,8 százalékos helyett 3,9 százalékos, míg 2018-ban a korábban várt 3,8 helyett 3,7 százalékos növekedést valószínűsítünk. Jelentősen felfelé módosítottuk ugyanakkor a 2019-re és 2020-ra vonatkozó előrejelzésünket: 2019-ben a korábban várt 2,4 százalék helyett 3,0 százalékos, míg 2020-ban 2,7 százalék helyett 3,3 százalékos növekedést várunk. 2017-ben a növekedéshez termelési oldalról az ipar, az építőipar és a szolgáltató ágazatok járulhatnak a hozzá, azonban a mezőgazdaság a tavalyi rekordtermés után az időjárás változékonysága miatt lassítja azt. Felhasználási oldalról a fogyasztás és a beruházások növekedése segíti elő a bővülést. A fogyasztás a korábban vártnál dinamikusabban, 4,3 százalékkal bővíthet az idén. Ennek magyarázata a háztartások rendelkezésre álló jövedelmének bővülése, amelyet a növekvő foglalkoztatás és bérszínvonal okoz. A bérek növekedését 2017-ben jelentősen elősegítette a szociális hozzájárulási adó 5 százalékpontos csökkentése, a minimálbér és a garantált bérminimum 15, illetve 25 százalékos növelése, az állami szféra bérrendezései valamint az egyre több ágazatot jellemző munkaerőhiány. Várakozásaink szerint a bérek dinamikus emelkedése továbbra is fennmarad, így a fogyasztás bővülését a jövőben is a rendelkezésre álló jövedelem növekedése vezérelheti és nem a túlzott eladósodás – szemben a válság előtti időszakokkal. A beruházások jelentős, több mint 20 százalékos bővülését a gyenge bázis mellett az uniós források felhasználásának ismételt beindulása, a versenyszféra beruházásai, az alacsonyabb társasági adókulcs, illetve a lakásépítések felfutása segítette elő. A lakásépítések növekedéséhez egyaránt hozzájárult a családi otthonteremtési kedvezmény valamint az új lakások kedvezményes áfa körbe sorolása. Ugyanakkor a növekvő belső kereslet importigénye miatt a külkereskedelmi egyenleg romlása az idén visszafoghatja a növekedést.

2018-ban és 2019-ben ismételten a fogyasztás és a beruházások húzhatják a gazdasági növekedést, azonban a következő években a külkereskedelmi egyenleg lassító szerepe a korábbinál mérsékeltebb lesz. A bérek dinamikus növekedése várhatóan ebben az

időszakban is fennmarad, hiszen a munkaerőhiány tartós lehet, és a hat éves bérmegállapodás eredményeként a járulékok további csökkentésére is sor kerülhet. 2020-ban a beruházások visszaesésével számolunk, amely egyrészt az új lakások kedvezményes áfakulcsának kifutásával, másrészt pedig az uniós források lezáruló felhasználásával magyarázható. Így 2020-ban a fogyasztás mellett a külkereskedelmi egyenleg javulása segítheti elő a növekedést.

A növekedéssel kapcsolatban a következő kockázati tényezőket érdemes kiemelni:

- Olajár: ha az olaj árának emelkedése folytatódik, az magasabb inflációt és alacsonyabb növekedést eredményezhet, tekintettel a gazdaság importigényére.
- A külső kereslet: bár az Európai Unió növekedése az elmúlt időszakban kedvezően alakult, a brexit, illetve a német koalíciós tárgyalások alakulása kedvezőtlenül érintheti a gazdaságot.
- A mezőgazdasági termelés nagyban függ az időjárás alakulásától, így akár pozitívan, akár negatívan befolyásolhatja a GDP szintjét.
- A munkaerőhiány egyaránt jelent lehetőséget és kihívást: amennyiben nem áll rendelkezésre megfelelő mennyiségű és minőségű munkaerő a vállalatok számára, az lassíthatja a növekedést, ugyanakkor felfelé hajtja a béreket. A munkaerőhiány nyomán azonban a vállalatok rá vannak kényszerítve hatékonyságuk növelésére. A munkaerőhiány csökkentése szempontjából fontos a szakképzés, a felnőttképzés és a felsőoktatás folyamatos fejlesztése.

Előrejelzésünk szerint a munkaerőpiaci bővülés az idei évben tovább folytatódik, majd 2017-től a növekedési üteme mérséklődik a csökkenő közfoglalkoztatás következtében. Idénre 4,2, míg 2018-ra 3,9 százalékra csökken a munkanélküliségi ráta, amely 2020-ig 3,7 százalékon stabilizálódik. A bérek alakulására több tényező is egyszerre gyakorol kedvező hatást, így a nettó reálbérek az idei évben 10,2, jövőre pedig 5,4 százalékkal emelkedhetnek. Előrejelzésünk szerint a nettó reálbér jövő évi növekedési üteme az évtized végéig fennmaradhat.

Legfrissebb prognózisunkban nem változtattunk az inflációra vonatkozó várakozásainkon. Ennek megfelelően 2017-re 2,4, 2018-ra 3,0, 2019-re 3,2, míg 2020-ra 3,2 százalékos pénzromlást várunk. Így tehát a jegybanki inflációs célt a pénzromlás 2018-ban érheti el tartósan. Eközben a maginfláció értéke 2017-ben 2,3, 2018-ban 3,1 százalékos lehet. A korábbinál magasabb, de a jegybank inflációs célsávján belüli áremelkedéshez hozzájárul az alacsony olajárak bázisba kerülése, a jövedéki adó emelése, a növekvő bérek okozta költségnövekmény illetve keresletbővülés, míg a több termékkörre kiterjedő áfacsökkentés fékezi az árak emelkedését. Várakozásaink szerint a monetáris kondíciók hazánkban tartósan lazák maradnak, szigorító lépésekre – összhangban az Európai Központi Bank monetáris politikájával – csak 2019-től kerülhet sor. Az EKB ugyanis jelenleg még nem kezdte el

monetáris politikájának szigorítását, szemben például a cseh és a brit jegybankkal valamint a Feddel.

A folyamatosan csökkenő munkanélküliség és az emelkedő reálbérek támogatják a hazai gazdasági szereplők fogyasztását és beruházásait, ami jelentős adóbevétel-generáló hatással jár, és így erőteljesen befolyásolja a költségvetési folyamatokat is. Másrészt a 2016 második felében meghozott döntéseknek köszönhetően az idei év egyben az adóterhek csökkenéséről is szól. Január 1-jétől folytatódott az általános forgalmi adó több termékértékelésére történő csökkentése, a korábbi kétkulcsos rendszert felváltotta az egykulcsos és egyben egy számjegyű társasági adózás, továbbá a szociális hozzájárulási adó 5 százalékponttal csökkent. E tényezőket is figyelembe véve – a módosított előirányzathoz viszonyítva – a gazdálkodószervek befizetéseinél és a lakossági befizetések során magasabb, a fogyasztási adók és a szociális hozzájárulási adó során alacsonyabb bevételt várunk. A kiadási oldalon a Start-munkaprogramhoz kapcsolódóan jelentős (a GDP 0,25 százalékát elérő) megtakarítást prognosztizálunk, amit a közfoglalkoztatásból a versenyszférába történő nagyszámú munkavállalói átlépésre alapozunk. Összességében a kormányzati tervekben szereplő, a GDP 2,4 százalékát kitevő hiánynál kedvezőbb, 1,8 százalékos hiánnyal számol intézetünk 2017-re vonatkozóan. Ez azt is jelenti, hogy az idei év lehet zsinórban a hatodik, amikor országunk teljesíteni tudja a maastrichti 3 százalék alatti költségvetési deficit célját. A 3 százalékos hiánycél elérésére 2012-t megelőzően utoljára 2000-ben volt példa. A változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos bruttó államadósság tekintetében 2017 végére 71,4 százalékos szintet várunk, ami 2,5 százalékpontos csökkenést jelent a 2016 végi értékhez képest. A becsült államadósságszintre befolyással van az uniótól hazánknak utalt források nagysága, ami miatt ezt a kockázatot szem előtt kell tartanunk.

Előrejelzésünk szerint 2018-ban is dinamikusan növekvő gazdaság jellemezheti hazánkat. A kormányzat és a kutatóintézetünk makrogazdasági előrejelzése közötti eltérések miatt viszont előrejelzésünk és az előirányzat között több eltérés is található. A gazdálkodószervek és a lakosság befizetéseinél ugyan nagyobb összeget várunk, azonban a fogyasztási adókat túlbecsültnek tartjuk. Az eltérés oka lehet, hogy 2017-re szintén eltérnek kutatóintézetünk és a Kormány várakozásai, ami bázisként hatással van a következő évi prognózisunkra is. 2018-ban is folytatódik a szociális hozzájárulási adó kulcsának csökkentése (2,5 százalékponttal), ami az idei évhez hasonlóan bevételkiesést jelent a költségvetés számára. A bevételkiesést jelentős részben ellensúlyozni tudja a foglalkoztatás bővülése és a minimálbér és a garantált bérminimum szintjének további emelkedésének adóbevétel-generáló hatása, másrészt az alacsonyabb közterhek eredményeképp a gazdaság fehéredése is folytatódik. Összességében előrejelzésünk szerint – a jelenleg rendelkezésre álló információk alapján – az államháztartás hiánya 2018-ban a GDP 2,1 százalékát éri majd el, ami 0,3 százalékponttal kedvezőbb a kormányzati

várakozásoknál. Kivetítésünk alapján a maastrichti kritériumok szerint kalkulált államadósság a GDP 69,8 százalékát éri majd el 2018 végére.

Helyzetértékelés

Nemzetközi kitekintés az elmúlt fél évre

Konjunktúra alakulása

Az Európai Unió gazdasága éves alapon 2,4 százalékkal bővült 2017 második negyedévében, míg a harmadik negyedévben 2,5 százalékkal. Az éves ráták alapján az Egyesült Államok gazdaságának növekedése kis mértékben elmaradt az EU-étól: a második negyedévben 2,2, míg a harmadik negyedévben 2,3 százalékkal bővült a gazdasága. A negyedéves alapon vett növekedési ráták esetében azonban mindkét negyedévben meghaladta az USA bővülése az Európai Unióét: az Egyesült Államok a második negyedévben 0,75, míg a harmadik negyedévben 0,83 százalékkal növekedett, szemben az EU 0,4, illetve 0,6 százalékos bővülésével. Az európai növekedés motorja változatlanul a fogyasztás volt mindkét negyedévben, míg az állóeszköz-felhalmozás szerepe a harmadik negyedévben kis mértékben ugyan, de csökkent. A fogyasztás GDP növekedéshez való hozzájárulása 1,07-ről 1,21 százalékpontra emelkedett, míg a beruházásoké előbb 0,7-ről 0,83 százalékpontra nőtt, majd 0,74 százalékra mérséklődött. Várhatóan azonban növekszik majd az állóeszköz-felhalmozás szerepe a GDP növekedésében, köszönhetően a Juncker-tervnek nevezett beruházásösztönző csomag kibővítésének (melynek keretében az Európai Beruházási Bank kockázatos, így piaci alapon nem megvalósuló infrastruktúra fejlesztési projektekre vállal garanciát), valamint az új uniós költségvetési ciklus gazdaságösztönző támogatásaiból megvalósuló beruházások felfutásának. Összességében a belső tételek pozitívan járultak hozzá a gazdasági növekedéshez, amelyet a nettó export növekedési hozzájárulása tovább erősített a vizsgált két negyedévben.

Az USA bővülésének hajtóereje továbbra is a lakossági fogyasztás és a beruházás volt. 2017 második negyedévében a növekedési ütem 2,2, míg a harmadik negyedévben 2,3 százalékot tett ki. Az USA-beli tendenciákat tekintve a fogyasztás bővülése évesítve 5,9 százalék volt a második és 2,6 százalék a harmadik negyedévben, amelyhez jelentős mértékben hozzájárult a tartós fogyasztási javak fogyasztásának dinamikus bővülése. A beruházási volumen növekedése az elmúlt két negyedévben tovább folytatódott: az első negyedéves 1,7 százalékról a harmadik negyedévre 4,6 százalékra növekedett. Ennek hátterében főleg az üzleti célú, azon belül is a nem lakhatási célú épületekbe, valamint az eszközökbe történő beruházások volumenének emelkedése állt. A jelentős bővülést azonban részben a tavalyi gyenge beruházási volumen miatti bázishatás is magyarázza, ugyanakkor Donald Trump társasági adócsökkentést tartalmazó programja is a beruházási aktivitás további emelkedését valószínűsíti. Összességében véve az éves alapon mért amerikai növekedési ráta érdemi gyorsulására nem számítunk, mivel az elmúlt két negyedéves növekedési ütemét egyszeri tételek magyarázták.

A visegrádi országok növekedési rátája az elmúlt két negyedévben is meghaladta az Európai Unió átlagát. A szezonálisan kiigazított adatok alapján – Lengyelország kivételével – valamennyi visegrádi állam növekedési üteme emelkedett 2017 második és harmadik negyedéve között. A legnagyobb növekedés hazánkhoz köthető (0,4 százalékpont), míg Csehországban 0,3, Szlovákiában pedig 0,1 százalékpontos emelkedést figyeltek meg. Lengyelország gazdaságának bővülési üteme ellenben 0,5 százalékponttal mérséklődött a két negyedév között. A 2004 után csatlakozott államok többségének növekedési rátája 1 százalékpont körüli mértékben bővült a második és a harmadik negyedév között, amely alapján a jelentős növekedéshez minden bizonnyal az új uniós költségvetés keretében lehívható gazdaságösztönző támogatások is hozzájárultak.

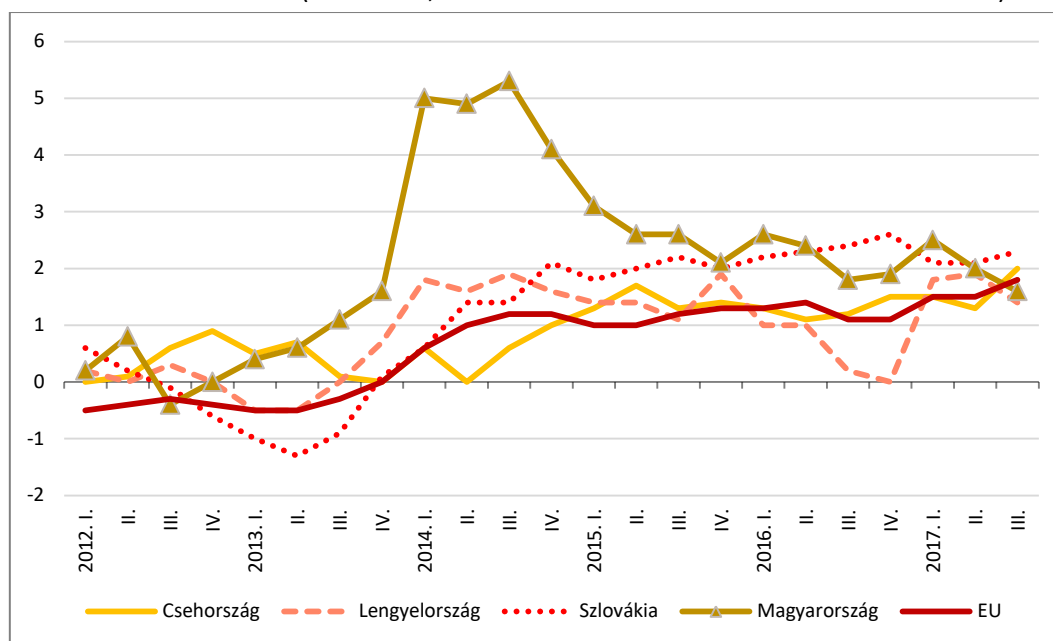
Munkaerőpiac

Novemberben a 86 hónapja folyamatosan bővülő foglalkoztatásnak köszönhetően 4,1 százalékra 17 éves mélypontra csökkent az USA munkanélküliségi rátája. Ezzel párhuzamosan az USA aktivitási rátája 62,7 százalékra mérséklődött, amely több mint 3 százalékponttal alacsonyabb, mint a válságot megelőzően. Éves összehasonlításban novemberben 2,5 százalékkal növekedtek az átlagos órabérek, vagyis az USA-ban a feszes munkaerőpiacnak egyelőre nincs bérfelhajtó hatása. A munkanélküliségi rátánál tágabb, alulfoglalkoztatottsági ráta¹ként definiált mutató is csökkent az utóbbi hónapokban, októberben 10 éves mélypontra, 7,9 százalékra esett vissza, amely minimális mértékben, 8 százalékra emelkedett novemberben. Az utolsó negyedévben elfogadott adóreformnak köszönhetően, amely csökkent a vállalkozások terheit jövőre is folytatódhat a foglalkoztatás bővülése, ami további kamatemeléseket tesz majd lehetővé a Fed számára.

Az Európai Unióban tovább folytatódott a foglalkoztatottak létszámának bővülése, az állománybővülés üteme a második és harmadik negyedév között 1,5 százalékról 1,8 százalékra gyorsult. Az unió munkaerőpiacának bővülését továbbra is a szolgáltató szektor folyamatosan növekvő foglalkoztatottsága magyarázza. Leggyorsabb mértékben, egyaránt 3 százalék fölött, az információs és kommunikáció, valamint az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység ágazatban nőtt a foglalkoztatottak létszáma az elmúlt félév során. 2008 utolsó negyedéve óta nem látott szintre csökkent az Európai Unió és az eurózóna munkanélküliségi rátája (rendre 7,4, illetve 8,8 százalékra októberben). Azonban továbbra is heterogén képet mutatnak a tagállamok: 5 tagországban 10 százalék fölötti, ezek közül Görögországban 20 százalék fölötti, míg 8 tagországban 5 százalék alatti munkanélküliségi rátát mért az Eurostat októberben.

¹ Az alulfoglalkoztatottsági ráta a munkanélküliségi rátán túl az önhibájukon kívül félállásban foglalkoztatottak, illetve a munkaerőpiacon csak marginálisan, heti pár óra erejéig foglalkoztatottak részarányát tartalmazza.

1. ÁBRA: A FOGLALKOZTATÁS VÁLTOZÁSA A VISEGRÁDI ORSZÁGOKBAN ÉS AZ EURÓPAI UNIÓBAN (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



Forrás: Eurostat, Századvég-szerkesztés

Az második negyedévhez hasonlóan a harmadik negyedévben is Szlovákiában nőtt leggyorsabban a foglalkoztatás a visegrádi országok közül. A foglalkoztatás gyors bővülésének köszönhetően Szlovákiában történelmi mélypontra, 7 százalékra csökkent a munkanélküliségi ráta októberben. A leglassabb ütemben, Lengyelországban (1,4 százalék) nőtt a foglalkoztatási, amely ütem jövőre várhatóan jelentős mértékben csökken, mivel Lengyelországban januártól csökken a nyugdíjkorhatár (a jelenlegi 67 évről 60-ra a nők, míg 65-re a férfiak esetében), amelynek köszönhetően sokan kilépnek majd a munkaerőpiacról. A foglalkoztatás bővülésének köszönhetően Szlovákiához hasonlóan Lengyelországban is új mélypontra, 4,6 százalékra csökkent a munkanélküliségi ráta októberben. Azonban hazánkhoz hasonlóan Lengyelország aktivitási rátája is elmarad a régiós éllovas Csehország rátája mögött, vagyis kínálati oldalon még vannak tartalékok a lengyel munkaerőpiacban. Az Európai Unió legalacsonyabb munkanélküliségi rátájával (2,7 százalék) rendelkező Csehországban a vártnál gyorsabb ütemben, 2 százalékkal nőtt a foglalkoztatás a harmadik negyedévben az előző év azonos időszakához viszonyítva.

Monetáris kondíciók

Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa nem változtatott kamatkondícióin az elmúlt félév során, így az irányadó eszköz kamatlába tavaly március óta 0, míg a bank refinanszírozási és betéti kamatlába rendre 0,25 és -0,4 százalékon áll. Ezzel szemben a

Kormányzótanács október végi ülésén döntött az eszközvásárlási programok (EAPP²) további ütemezéséről. Januártól az EAPP havi kerete a jelenlegi 60 milliárd euróról 30 milliárd euróra csökken. Ezt az ütemet a jegybank várhatóan jövő év szeptemberig fenntartja, azonban Mario Draghi nyitva hagyta a lehetőséget a program bővítésére amennyiben nem javulnak az eurózóna inflációs mutatói. A kedvező fogyasztási és beruházási adatok következtében javította az eurózóna növekedési kilátásait az EKB, idénre 2,4 százalékos, míg jövőre 2,3 százalékos növekedést vár (ez a szeptemberi előrejelzésnél 0,2, illetve 0,5 százalékponttal magasabb). Ezzel szemben a jegybank várakozásai szerint az eurózóna inflációs mutatója 2020-ban se éri el a 2 százalékos célt.

Decemberi ülésén idén már harmadik alkalommal emelte irányadó rátáját az 1,25-1,5 százalékos sávba a Fed Nyílt Piaci Bizottsága (FOMC). A lépést várhatóan jövőre újabb három, míg 2019-ben és 2020-ban két-két kamatemelés követhet. Közleményében a FOMC a 2 százalékos céltől elmaradó, de lassan emelkedő inflációt, valamint a rendkívül kedvező munkaerőpiaci adatokat emelte ki. A Fed várakozásai szerint jövőre 2,5 százalékra gyorsulhat a gazdaság növekedési üteme, míg a munkanélküliségi ráta 3,9 százalékra csökkenhet. A döntéshozók kiemelték, hogy az adóreform kizárólag 2018-ban támogathatja a növekedést, míg hosszú távon az államadósságot emelheti és csökkentheti a fiskális politika mozgásterét. November 2-ai ülésén, 2007 júliusa óta először emelte irányadó rátáját a Bank of England 0,25 százalékponttal 0,5 százalékra a 2 százalékos jegybanki célt jelentősen meghaladó 3 százalékos feletti inflációs ráta következtében. A jegybank várakozásai szerint a három éves előrejelzési horizont végén érheti el tartósan a 2 százalékos a pénzromlás üteme, míg várhatóan lassú növekedés jellemezheti az Egyesült Királyság gazdaságát a következő években.

A régiós jegybankok közül az elmúlt félév során nem változtatott irányadó rátáján a Lengyel Nemzeti Bank, így az továbbra is 1,5 százalékon áll. Azonban a lengyel gazdaság egyre inkább kezdi a túlfűtöttség jeleit mutatni, míg a feszes munkaerőpiac hajtotta béremelés egyre nagyobb nyomást helyez az inflációra (2,5 százalék novemberben), de a jegybank várakozásai szerint továbbra is a 2,5 százalékos inflációs cél közelében maradhat. A Cseh Nemzeti Bank megkezdte kamatemelési ciklusát az elmúlt félév során. Augusztusban 0,2 százalékponttal, míg novemberben 0,25 százalékponttal emelték az alapkamatot a jegybank döntéshozói, így már 0,5 százalékon az irányadó ráta. Mindkét kamatdöntést a 2 százalékos inflációs célt meghaladó éves pénzromlási ütemmel indokolták a döntéshozók, amely szintet várhatóan 2018 végén, 2019 elején éri el az infláció. Emellett a jegybank 3,6 százalékról 4,5 százalékra emelte a cseh gazdaság idej növekedési előrejelzését, amely a következő években kis mértékben lassulhat.

² Expanded asset purchase programme (kiterjesztett eszközvásárlási program), ennek keretében vásárol az EKB a tagállamok jegybankjain keresztül állampapírokat és vállalati kötvényeket

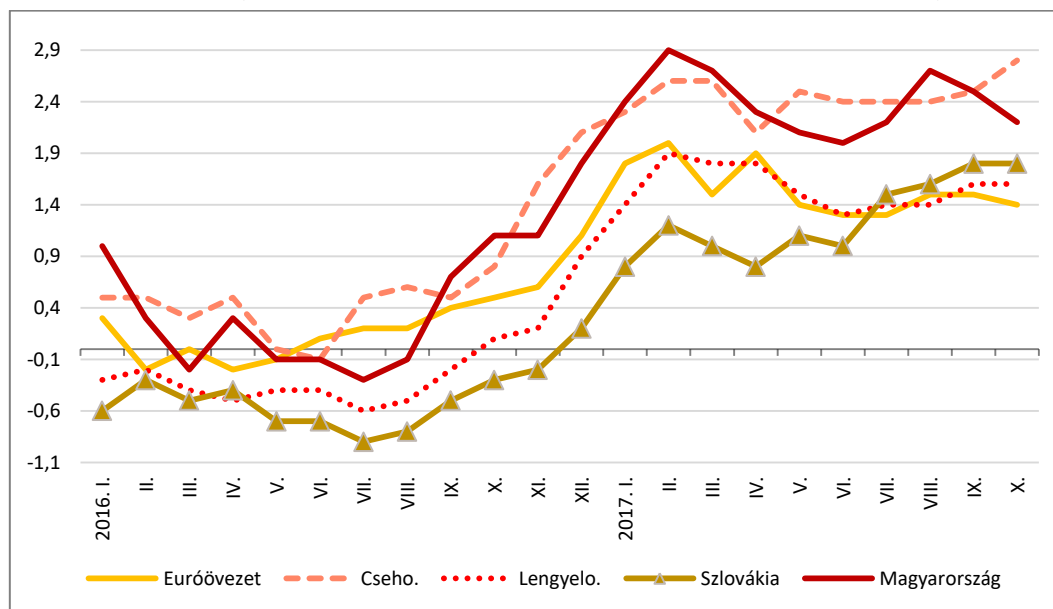
Infláció

Az elmúlt félévben az inflációs folyamatokat alapvetően meghatározó világgpiaci olajár enyhén növekvő trendet mutatott. A benchmarkként használt Crude kőolaj hordónkénti ára a június és december eleje között 43 dollárról 59 dollárra emelkedett. Bár az olajárak emelkedésnek indultak, azonban a befektetők még szkeptikusak a Kőolaj-exportáló Országok Szervezete (OPEC), valamint a kartellben részvevő további olajkitermelő országok megállapodásának sikerét illetően. Az OPEC és a többi olajtermelő ország 2016-ban kartellmegállapodást kötött a termelésük leszorításáról, hogy ezáltal növeljék az olaj világgpiaci árát. Az elmúlt hónapokban sikeresnek bizonyult a termeléscsökkentés, azonban több negatív kockázat is jelentkezett. Egyrészt Líbiában és Nigériában a zavargásokból való kilábalás nyomán a vártnál jobban emelkedett a kitermelés, illetve USA-ban véget ért a magasabb üzemanyag-keresletet jelentő nyári szezon, amely az amerikai nyersolaj tartalékok növekedését indíthatja el. Nem kedvezett az olajáraknak az Észak-Korea és USA közötti politikai feszültség sem, mivel a befektetők kockázatkerülő magatartása erősödött. A növekvő trend megtartása céljából a kartell-tagok további 9 hónappal meghosszabbították a megállapodást, amely így egészen 2018 végéig érvényben marad. Bár az alacsony olajár bázisba épülése miatt az első negyedévben emelkedett az Egyesült Államok és az Európai Unió inflációs rátája is, azonban a második és harmadik negyedévben az olajár vártnál kisebb növekedése miatt megtorpant az emelkedés.

Az USA fogyasztói árindexe a második negyedévben mérséklődött, majd a harmadik negyedévben növekedésnek indult: az áprilisi 2,2 százalékról júniusra 1,6 százalékgig visszaesett, majd októberre 2,0 százalékra emelkedett. Novemberben ismét nőtt a fogyasztói árindex: 0,2 százalékponttal 2,2 százalékra növekedett. Az infláció azonban még így is meghaladja az elmúlt 10 év átlagát jelentő 1,6 százalékos szintet. Az üzemanyagok ára éves alapon mérve novemberben jelentős mértékben, 18,6 százalékkal emelkedett, amelynek hatására a háztartási energiaárak 9,4 százalékkal nőttek. A feldolgozatlan élelmiszer- és energiaáraktól szűrt maginflációs index június és november között – októbert leszámítva, ahol 0,1 százalékkal emelkedett – az 1,7 százalékos szinten stagnált. Az Európai Unióban az infláció a júniusi 1,5 százalékos szintjéről szeptemberre 1,8 százalékra emelkedett, majd októberben 0,1 százalékponttal 1,7 százalékra mérséklődött. Így jelenleg az uniós pénzromlás mértéke elmarad az EKB által kívánatosnak tartott 2 százalékos szinttől. A visegrádi országok tekintetében csak Magyarországon lassult az infláció októberig, míg Csehországban végig emelkedett, Lengyelországban és Szlovákiában pedig az emelkedést követően stagnált. Azonban novemberben ismét nőtt a magyar fogyasztói árindex és egészen 2,5 százalékgig emelkedett. A legmagasabb rátát Csehországban mérték: itt a júniusi 2,4 százalékos szintről októberre 2,8 százalékra nőtt az infláció mértéke. A lengyel inflációs mutató júniushoz képest 0,3 százalékponttal növekedett, azonban az előző hónaphoz képest nem változott, 1,6 százalékos szinten maradt. Szlovákiában júniusban még 1 százalékot tett

ki a fogyasztói árindex, azonban októberben már 1,8 százalékos szintre emelkedett. Az előző hónaphoz képest viszont itt sem történt változás az inflációs rátában. Magyarországon az infláció június és október között az MNB által kívánatosnak tartott 2–4 százalékos célsávban mozgott, azonban a kitűzött inflációs célt még nem érte el. (2. ábra)

2. ÁBRA: AZ EURÓÖVEZET ÉS A V4 HARMONIZÁLT FOGYASZTÓIÁR-INDEXE (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



Forrás: Eurostat

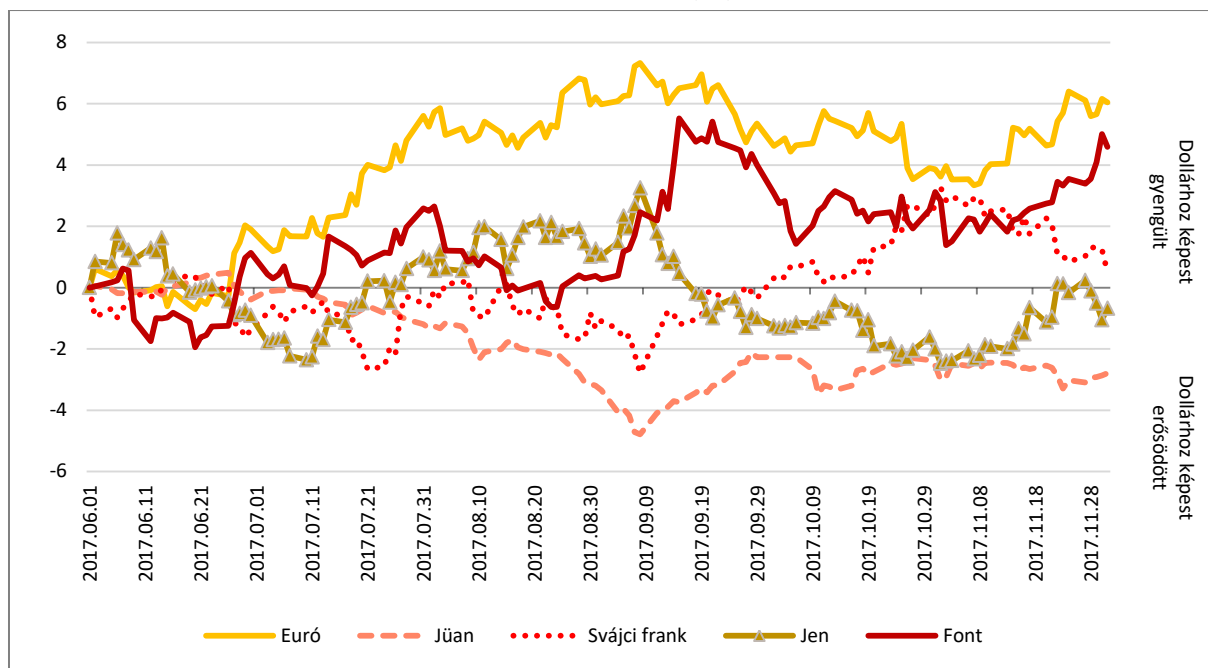
Pénzügyi folyamatok

Június és december között a globális pénzügyi piacot a Jackson Hole-i jegybankár-konferencián elhangzottak, a Fed kamatemelése, az EKB eszközvásárlási programjának leépítésének megkezdése, az Egyesült Államokra lecsapó hurrikánok, az USA és Észak-Korea konfliktusa, valamint a Brexit tárgyalások határozták meg. A főbb 10 éves állampapírpiazi referenciahozamok többsége a harmadik negyedévben 4–6 bázisponttal csökkent, míg a negyedik negyedévben 10–15 bázisponttal növekedett. Az Egyesült Államokban 2,0–2,5 százalék között ingadozott a 10 éves állampapírhozam a vizsgált időszakban: szeptember eleje és október vége között 42,5 bázisponttal nőtt, amelyet csak az Egyesült Királyságban tapasztalt 47,5 bázispontos emelkedés haladt meg. Általános vélekedés ugyanakkor, hogy a következő negyedévekben várhatóan növekszik a 10 éves amerikai kötvényhozam: Donald Trump expanzív fiskális politikája miatt várhatóan a gazdasági növekedés mellett az infláció is tovább gyorsulhat. Az infláció emelkedésével párhuzamosan viszont csökken a kötvények reálhozama, amely egyrészt eladási hullámot generálhat a meglévő állományban, másrészt a Kincstárt az újonnan kibocsátott értékpapírok magasabb kamatláb melletti értékesítésére kényszeríti: mindkét hatás a referenciakamatláb emelkedése irányába hat. A japán 10 éves állampapírhozam kismértékben növekedett, ám értéke továbbra sem éri el a 10 bázispontot, amelyet továbbra is a jegybank nem konvencionális monetáris politikája miatt a japán

bankrendszerben lévő, jelentős mennyiségű likvid forrás magyarázhat. A második félévben a legnagyobb csökkenést a francia állampapírhozamok könyvelhették el: július és november között 38,9 bázisponttal csökkent a hozam.

A Fed a vizsgált időhorizonton kétszer emelte irányadó kamatát, amely a dollár erősödése irányába hatott a harmadik negyedévben, azonban a negyedik negyedévben a Trump-adminisztráció botrányai gyengítették a dollárt az euróval és a jennel szemben. Az euró/dollár árfolyam 6 százalékkal emelkedett június és december között, egészen az 1,2-es szintig: az erős euróárfolyam az EKB nyilatkozata alapján kockázatot jelent a középtávú árstabilitás szempontjából, mivel az importárak csökkenésén keresztül negatívan hat az eurózóna inflációjára. A harmadik negyedév végére azonban korrigált az árfolyam és egészen az 1,18-as szintig csökkent. Ennek hátterében egyrészt az EKB eszközvásárlási programjának januári csökkentéséről szóló bejelentése, valamint a katalán válság állhatott. A font a Brext tárgyalások elhúzódása miatt növekvő bizonytalanság és az üzleti szektor óvatossága miatt ingadozó teljesítményt nyújtott a harmadik negyedévben, majd a negyedik negyedévben növekedésnek indult a font/dollár árfolyam. A japán jen kezdeti erősödését a dollárral szemben részben a kedvező japán exportteljesítmény magyarázza. Megítélésünk szerint azonban a következő negyedévekben tovább folytatódhat a jen erősödése a dollárhoz viszonyítva, amely mögött főként a japán központi bank Mennyiségi és Minőségi Lazítási Programjának sikertelensége áll. A program keretében a jegybank nagymennyiségű készpénzt bocsátott ki, mivel a jen gyengítésén keresztül kívánta a növekedést és az évtizedek óta alacsony japán inflációt gyorsítani. A tavaly mindössze 1 százalékkal emelkedő japán kibocsátás, valamint az éves átlagban ismét negatív infláció alapján a program nem érte el célját, így további folytatása nem indokolt – ez esetben viszont a jen/dollár árfolyam a június eleji 111-es értékéről várhatóan visszatér a korábbi, 100 jen alatti értékéhez.

3. ÁBRA: A DOLLÁR FŐBB DEVIZÁKKAL SZEMBENI ÁRFOLYAMVÁLTOZÁSA 2017. JÚN. 1-JÉHEZ KÉPEST (%)



Forrás: Thomson Reuters, Századvég-szerkesztés

A vizsgált időhorizont elején az európai tőzsdeindexek jelentős mértékben csökkentek: ennek oka, hogy a 2017. augusztus 25-én tartott Jackson Hole-i jegybankár-konferencián elhangzott beszédek hatására, ahol a vártakkal ellentétben nem esett szó sem a Fed kamatpolitikájáról, sem az EKB eszközvásárlásának várható leállításáról, erősödött az euró és gyengült a dollár, amelynek következtében jelentős mértékben esett az európai exportcégek részvényárfolyama. A mérséklődés irányába hatott továbbá az észak-koreai konfliktus és a koreai geopolitikai feszültség is. A német DAX és az európai Stoxx 600 index a fentiek nyomán 4, az FTSE 100 index pedig 1,4 százalékkal csökkent. Októbertől azonban a DAX index erőteljes növekedésnek indult köszönhetően a várakozásokat meghaladó autóiipari bevételeknek, valamint a Lufthansa részvényei drágulásának, és átlépte a 13 ezer pontos határt. A japán Nikkei 225 index növekedését egyrészt a kedvező exportteljesítmény támogatta, másrészt az évek óta tartó gazdasági növekedés és a versenytársak relatíve gyengébb teljesítménye. Ennek nyomán a Nikkei 225 index 13,9 százalékkal nőtt, míg a Shanghai Composite index 6,7 százalékkal. A Dow Jones Industrial Average index is történelmi csúcst döntött: áttörte a kereskedésben a 23 ezer pontos határt. Az amerikai tőzsde indexe az elmúlt 6 hónapban folyamatosan növekedett, június és december között 14,9 százalékkal nőtt. Az index szárnyalását továbbra is részben Trump jelentős fiskális lazítása támogatja. Trump programja a vállalati adókulcsok csökkentésén keresztül kívánja élénkíteni a gazdaságot, amely a tőzsdén jegyzett vállalatok adózás utáni nyereségességét és így osztalékfizetési képességét is növeli, ezáltal pedig a részvényárak emelkedését vonja maga után. Eközben a személyi jövedelemadó csökkentése valamennyi jövedelmi

kategóriában emeli az elkölthető jövedelmet és azon keresztül a megtakarításokat is, melyek jelentős része szintén a tőzsdére áramolhat. Kisebbséget eredményezett azonban a Dow Jonesban az észak-koreai konfliktus, ellenben ennek hatása nem bizonyult tartósnak.

Fiskális politika

Az Európai Bizottság legfrissebb őszi előrejelzésében nagymértékben javított az uniós költségvetési pálya várható alakulásán, elsősorban a beérkező, vártnál kedvezőbb makrogazdasági adatok következtében. Az Európai Unió idei évre várható költségvetési hiányát 1,6 százalékról 1,2 százalékra, míg az eurózónáét 1,4 százalékról 1,1 százalékra javította a Bizottság köszönhetően a fogyasztásbővülésnek és a kedvező munkaerőpiaci adatoknak, amely az adóbevételeken és szociális kiadásokon keresztül úgy a bevételi, mint a kiadási oldalon javítja a költségvetés pozícióját. A következő két évben várhatóan mindkét gazdaságban tovább javul a költségvetési fegyelem, amelynek köszönhetően az ESA-hiány egy százalék alá csökkenhet (rendre 0,9, illetve 0,8 százalékra a GDP-arányában). Várhatóan tovább folytatódik a 2014 óta tartó csökkenés az államadósságban, úgy az eurózóna, mint az Európai Unió esetében, amelynek következtében idén előbbi adósságrátája a GDP-arányában 89,3 százalékára, míg utóbbié a 83,5 százalékára csökkenhet (rendre 91,1, illetve 84,8 százalékról). 2019-ig az eurózóna adóssága a GDP 85,2 százalékára, míg az Európai Unióé a 79,8 százalékára csökkenhet, amely továbbra is jelentősen meghaladja a maastrichti 60 százalékos küszöbértéket.

A visegrádi országok közül várhatóan Csehországban alakul legkedvezőbben a költségvetési pálya, a tavalyi 0,7 százalékos többletet követően idén 1,2 százalékos többletet mutat majd várhatóan a költségvetés, amely 2019-ig fokozatosan 0,6 százalékra csökken. A költségvetés helyzetét a bevételi oldalon elsősorban a szociális hozzájárulási adóból származó bevételek, valamint az áfa bevételek növekedése magyarázza, előbbi a béremelkedés, míg utóbbi az adóelkerülést csökkentő intézkedések következménye. Ezzel szemben kiadási oldalon a 2017 novemberi béremelések gyakorolnak hatást, amelynek köszönhetően a közalkalmazottak bére 10 százalékkal, míg a tanárok bére 15 százalékkal emelkedik. Lengyelországban a növekvő adóbevételeknek és a kedvező munkaerőpiaci folyamatoknak köszönhetően a tavalyi 2,5 százalékról 1,7 százalékra csökken idén a költségvetés hiánya, amely hiány 2019-ig várhatóan 1,9 százalékra nő. Jövőre várhatóan a kormányzati beruházások, valamint a nyugdíjkorhatár csökkentése (a jelenlegi 67 évről 60-ra a nők, míg 65-re a férfiak esetében) hat majd a költségvetési helyzetre. Szlovákiában várhatóan tovább folytatódik a költségvetési konszolidáció, a GDP-arányos hiány a tavalyi 2 százalék után idén 1,6 százalékra, majd 2019-ig fokozatosan 0,2 százalékra csökken. A hiány csökkentésében a növekvő áfa és jövedelemadó bevételek játszanak döntő szerepet, amelyet a növekvő fogyasztás és a javuló munkaerőpiaci helyzet magyaráz, de a szlovák kormány különböző bevétel növelő intézkedései (szabályozott vállalkozások magasabb díja, szociális és egészségügyi járulékok felső korlátjának emelése) is kedvező hatást gyakorolnak. 2018-tól az

osztalékbevételre kivetett 7 százalékos új adókulcs növeli, míg az ezzel párhuzamosan az osztalékbevételre kivetett egészségügyi hozzájárulás elengedése, a minimális vállalati jövedelemadó eltörlése, valamint a dolgozó nyugdíjasok jövedelmének társadalombiztosítási járulékmentessé tétele csökkenti az állami bevételeket.

A magyar gazdaság helyzetértékelése fél év távlatában

A növekedés alakulása

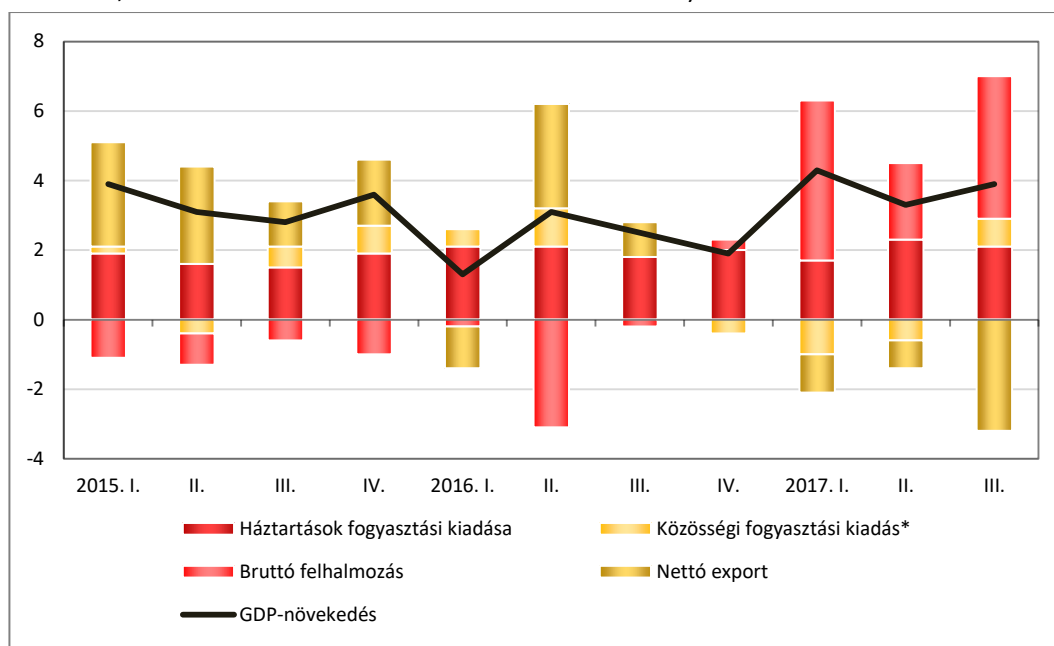
A magyar gazdaság kibocsátása 2017 második és harmadik negyedében a nyers adatok szerint átlagosan 3,6 százalékkal, a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint pedig átlagosan 3,8 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest.

A bruttó hazai termék felhasználási oldalán a bruttó felhalmozás hajtotta leginkább a növekedést a félév során (a második negyedévben 2,3 százalékponttal, a harmadik negyedévben 4,1 százalékponttal emelte a gazdaság növekedési ütemét), amely az előző év azonos időszakában mért alacsony bázishoz képest az építési beruházások, valamint a gép- és berendezés-beruházások volumenében bekövetkezett jelentős emelkedésnek volt köszönhető. Mindkét vizsgált negyedévben a nemzetgazdasági ágak túlnyomó többségében, a nagyobb súllyal rendelkező ágakban kivétel nélkül nőttek a beruházások az előző év azonos időszakához képest. A teljes beruházási teljesítmény közel 60 százalékát megvalósító vállalati szektor beruházásai átlagosan 23,8 százalékkal haladták meg az egy évvel korábban mért szintet, a teljes beruházási teljesítmény egytizedét megvalósító költségvetési szervek beruházásai pedig átlagosan 60,4 százalékkal haladták meg a 2016 második és harmadik negyedében mért értékeket.

A bruttó felhalmozás mellett, felhasználási oldalon a végső fogyasztás is mindkét vizsgált negyedévben pozitívan járult hozzá (a második negyedévben 1,8 százalékponttal, a harmadik negyedévben 3 százalékponttal) a bruttó hazai termék változásához. A háztartások fogyasztási kiadásai átlagosan 4,7 százalékkal nőttek az előző év azonos időszakához képest. Ennek okát elsősorban a bérek növekedésében látjuk, amelyre jelentős hatással volt a minimálbér és a garantált bérminimum emelése, a munkaerőhiány, valamint a költségvetési szféra egyes területeit és az állami közszolgáltató cégek foglalkoztatottjait érintő bérrendezések. Ezen kívül a rekord alacsony munkanélküliségi ráta is hozzájárult a rendelkezésre álló jövedelem és így a fogyasztás bővüléséhez. A közösségi fogyasztás a második és harmadik negyedévben átlagosan 2,2 százalékkal haladta meg az egy évvel ezelőtt mért értékeket.

A belföldi kereslet növekedésével együtt az import növekedése mindkét negyedévben meghaladta az exportnövekedést, így a nettó export a második negyedévben 0,8 százalékponttal, a harmadik negyedévben 3,2 százalékponttal mérsékelte a bruttó hazai termék növekedési ütemét.

4. ÁBRA: A FELHASZNÁLÁSI TÉTELEK HOZZÁJÁRULÁSA A GDP-NÖVEKEDÉSHEZ (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



*Tartalmazza a természetbeni társadalmi juttatást, függetlenül annak forrásától. Forrás: KSH

A GDP termelési oldalán 2017 második és harmadik negyedévében egyaránt a szolgáltatások járultak hozzá legjelentősebb mértékben (1,6, illetve 2 százalékponttal) a bruttó hazai termék növekedéséhez. A szolgáltató ágazatok összesített volumenének bővülése átlagosan 3,3 százalék volt a második és harmadik negyedév értékei alapján az előző év azonos időszakában mért értékekhez képest. A szolgáltató ágazatok közül a félév során a kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás (átlagosan 6,4 százalékos növekedés), az információ, kommunikáció, valamint a szakmai, tudományos, műszaki és adminisztratív tevékenység (mindkét ágazatnál átlagosan 7,4 százalékos növekedés) kategóriákban volt a legjelentősebb a bővülés az előző év azonos időszakának eredményeihez képest.

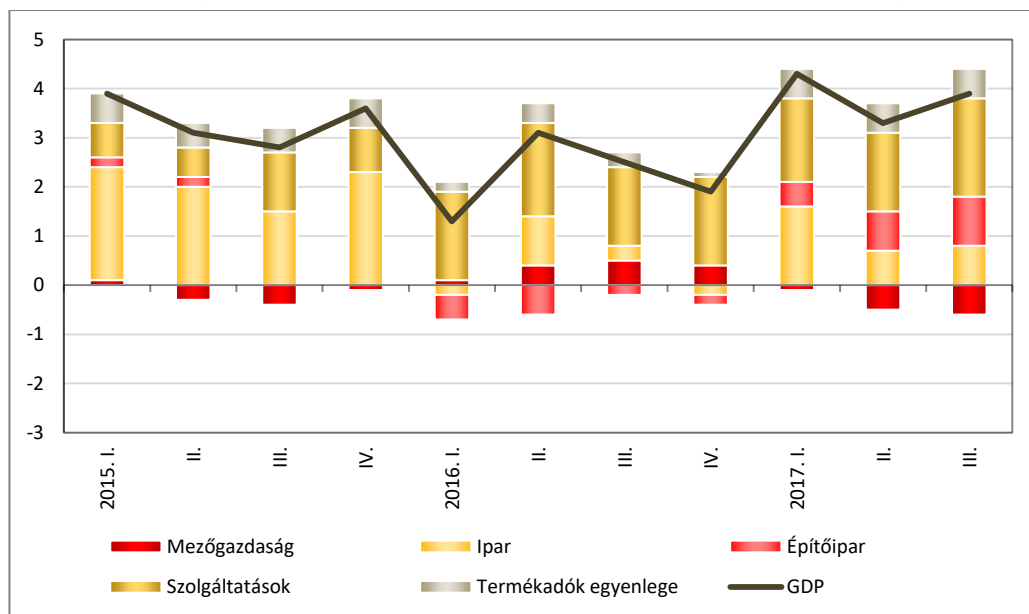
A szolgáltatások után az építőipar teljesítménye járult hozzá leginkább pozitív mértékben a bruttó hazai termék változásához, így 2017 második negyedévében 0,8 százalékponttal, a harmadik negyedévben pedig 1 százalékponttal gyorsította a GDP növekedésének ütemét. Az előző EU-s költségvetési ciklus 2015-ös lezárását követően 2016-ban átmeneti visszaesés következett az építőiparban, azonban 2017-től az uniós támogatásokból, a versenyszférából, valamint költségvetési ösztönzőkből (CSOK) finanszírozott keresletnövekedés újra felélénkítette az ágazatot. Az építőipari termelés értéke 2017 második negyedévében 30,8 százalékkal, a harmadik negyedévben pedig 38,2 százalékkal volt magasabb az épületek esetében, az egyéb építmények esetében a második negyedévben 41 százalékkal, a harmadik negyedévben pedig 31 százalékkal volt nagyobb a termelés volumene, mint az előző év azonos időszakában. A kiadott lakásépítési engedélyek 2017 második negyedévében 13,3 százalékkal, az épített lakások száma pedig 46,3 százalékkal nőtt az előző év azonos

időszakában megfigyelt értékekhez képest. A harmadik negyedévben előbbi 18 százalékkal, utóbbi 60,7 százalékkal magasabb értéken alakult. A második negyedév során a vállalkozások által épített lakások számában 44,9 százalékos, a természetes személyek által épített lakások számában 48,1 százalékos növekedés ment végbe a 2016 második negyedévében mért értékekhez képest, míg a harmadik negyedévben az előbbi értékek rendre 80,8 százalékon, illetve 43,6 százalékon alakultak.

Az ipari kibocsátás a második és harmadik negyedéves eredmények alapján átlagosan 3,4 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. A GDP változásához a második negyedévben 0,7 százalékponttal, a harmadik negyedévben 0,8 százalékponttal járult hozzá. Az iparon belül a feldolgozóipar a második negyedévben 3,6 százalékkal, a harmadik negyedévben pedig 4,9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. A vizsgált negyedévekben – a járműgyártás kivételével – minden jelentősebb súlyú feldolgozóipari ágazat bővült: a leginkább a fémalapanyag és fémfeldolgozási termékek gyártása, a gyógyszergyártás, a számítógépek és egyéb optikai termékek gyártása, a gumi-, műanyag és nemesfém ásványi termékek gyártása, valamint az élelmiszer, ital és dohánytermékek gyártása bővült az előző év azonos időszakához viszonyítva.

A mezőgazdaság hozzáadott értéke a félév során átlagosan 12,1 százalékkal csökkent a vizsgált időszakban, ami az előző időszak kedvező időjárása miatti magas bázissal magyarázható.

5. ÁBRA: AZ EGYES ÁGAZATOK HOZZÁJÁRULÁSA A GDP NÖVEKEDÉSÉHEZ
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



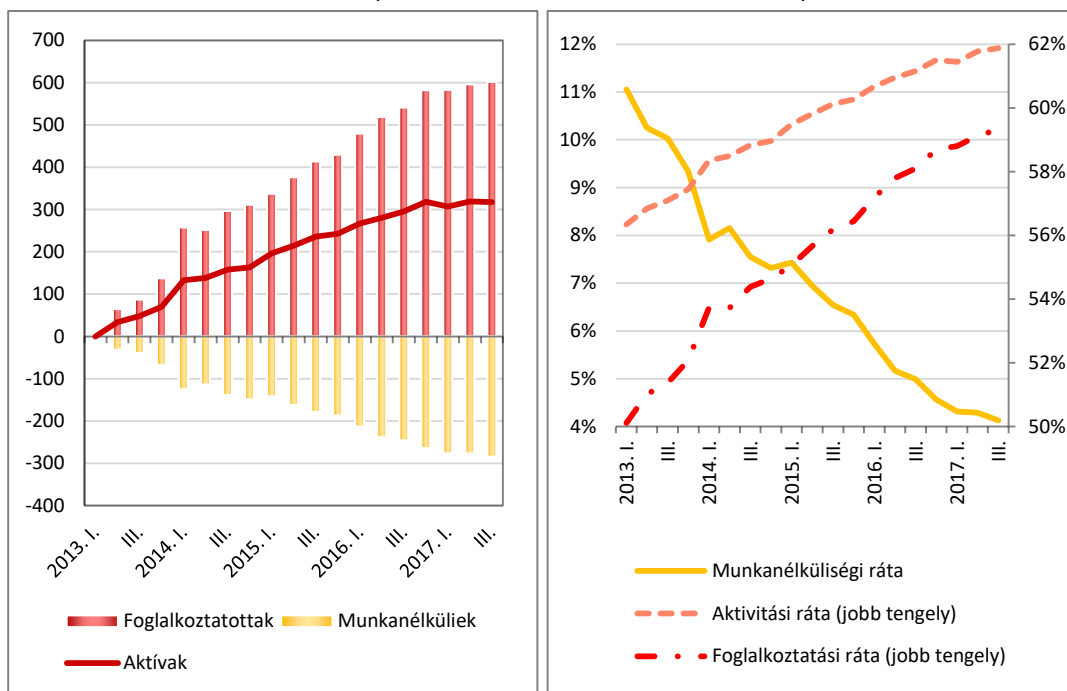
Forrás: KSH

Munkaerő-piaci folyamatok

Tovább bővült a munkaerőpiac az elmúlt két negyedévben. A szezonálisan igazított adatok alapján a foglalkoztatás az első negyedévhez képest 19 ezer fővel, míg a tavalyi év azonos időszakához viszonyítva 69 ezer fővel nőtt. Ezzel szemben az aktívak szezonálisan kiigazított száma a kedvezőtlen demográfiai folyamatok következtében a foglalkoztatottnál kisebb mértékben az első negyedévhez képest 12 ezer fővel, míg éves szinten 30 ezer fővel bővült. A továbbra is kedvező munkaerőpiaci folyamatoknak köszönhetően a szezonálisan igazított adatok alapján mind az aktivitási ráta (61,8 százalék), mind a foglalkoztatási ráta (59,2 százalék) a rendszerváltás óta nem látott csúcsra emelkedett a 15-74 éves korosztályban a félév során. Ezzel a foglalkoztatás terén hazánk folytatta a felzárkózást az Európai Unió átlagához (59,8 százalék), míg a visegrádi országok közül már csak Csehországban (63,5 százalék) dolgoztak többen arányaiban a 15-74 éves korosztályban a második negyedévben. Azonban a foglalkoztatási adatok alapján éllóvasnak tekinthető Németországhoz (66,5 százalék) mért lemaradás továbbra is nagy, vagyis jelentős tartalékok találhatóak a munkaerőpiac kínálati oldalán. Az intézményi statisztikák alapján az alkalmazottak szezonálisan kiigazított száma az előző félévhez képest 4 ezer fővel, míg a tavalyi év azonos időszakához képest 39 ezer fővel bővült. A növekedés a versenyszférához és a non-profit szférához egyaránt köthető, mivel a költségvetési szektorban 18 ezer fővel csökkent az alkalmazotti létszám az előző félévhez viszonyítva. Ennek oka elsősorban, hogy a harmadik negyedévben közel 15 ezer fővel kevesebben (160 ezren) dolgoztak közfoglalkoztatottként az első negyedévhez képest. A munkanélküliségi ráta 2017 III. negyedévében 4,1 százalékra mérséklődött, ami a másik két rátához hasonlóan a rendszerváltás óta mért legkedvezőbb érték.

6. ÁBRA: A FOGLALKOZTATOTTAK, A MUNKANÉLKÜLIEK ÉS AZ AKTÍVAK SZÁMÁNAK (2013 I.=0), ILLETVE A MUNKANÉLKÜLISÉGI-, AZ AKTIVITÁSI ÉS A FOGLALKOZTATÁSI RÁTA ALAKULÁSA

7. (SZEZONÁLISAN IGAZÍTOTT ADATOK)



Forrás: KSH, Századvég-számítás

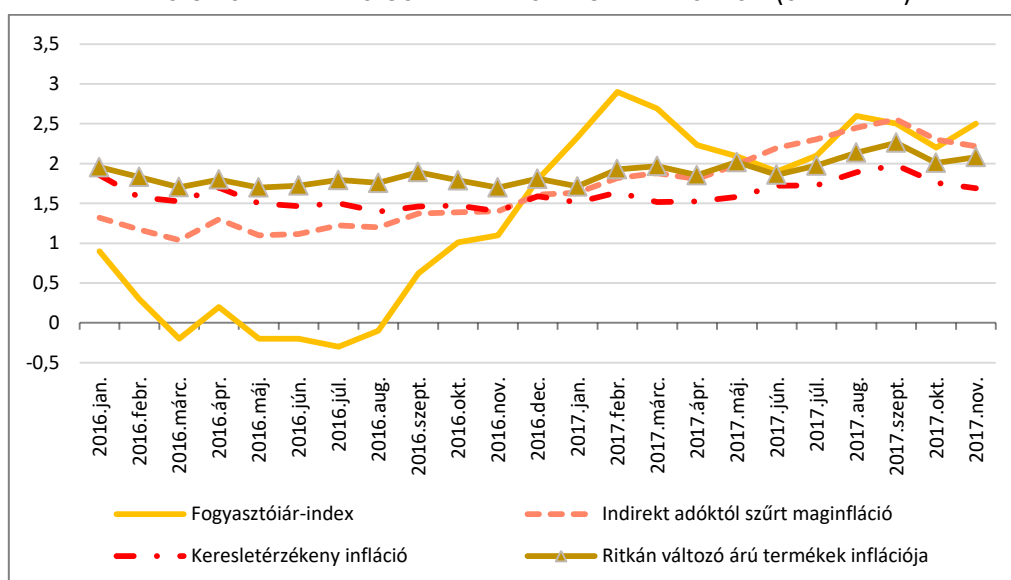
A nettó átlagbérek a harmadik negyedévben éves szinten kiemelkedő mértékben, 13,3 százalékkal emelkedtek. A béremelkedés egyformán érintette a közszférát és a versenyszférát. Előbbi esetében a bérrendezések, míg utóbbi esetében a feszes munkaerőpiac, a minimálbér 15 százalékos, illetve a garantált bérminimum 25 százalékos emelése valamint a szociális hozzájárulási adó év eleji 5 százalékpontos csökkentése adta a növekedés motorját. A jegybanki 3 százalékos céltól továbbra is elmaradó inflációs rátának köszönhetően a nettó reálbérek növekedési üteme elérte a 11 százalékot a harmadik negyedévben.

Infláció

Az idei második és harmadik negyedévben az infláció stabilan 2 százalék felett alakult. A félév során a legmagasabb értéket (2,6 százalék) augusztusban érte el. A növekvő trend ellenére a fogyasztói-árindex értéke elmarad a jegybanktörvényben meghatározott 3 százalékos inflációs céltól, azonban jelenleg nem tesz eleget a maastrichti konvergencia kritériumoknak. A maastrichti kritériumok közé tartozik ugyanis, hogy a csatlakozást megelőző egy évben az infláció legfeljebb 1,5 százalékponttal haladhatja meg a három legkisebb rátát felmutató tagállam átlagát, ám Magyarországon 1,75 százalékponttal volt magasabb az infláció 12 havi átlagos értéke, mint a három legalacsonyabb értéket produkáló országok átlaga.

Az egyre növekvő infláció mögött több tényező hatása azonosítható: a Kőolaj-exportáló Országok Szervezetének tagországai és a többi olajexportáló ország által, a kitermelt mennyiség leSORÍTÁSA érdekében kötött szerződést a felek a féLÉV során sikeresen betartották, ám az olajár növekedésében kiemelkedő szerepe volt a Harvey hurrikán és a nyári szezon miatti amerikai készletcsökkenésnek, valamint a növekvő termékkereslet, a nigériai és a líbiai termelés ingadozásának, valamint az időszak alatt gyengülő amerikai dollárnak is. Az olajár növekedésének hatására az üzemanyag ára április és szeptember között havonta átlagosan 4,5 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. Az olajárak változása mellett a vizsgált időszakban tapasztalható jelentős bérnövekedés – amelyet erősített többek között az év eleji minimálbér és garantált bérminimum-emelés, valamint a munkaerőhiány – hatására növekvő belső kereslet, valamint növekvő költségek szintén az infláció növekedésének irányába hatottak.

7. ÁBRA: AZ INFLÁCIÓ ÉS AZ INFLÁCIÓS TRENDMUTATÓK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az élelmiszerek ára április és szeptember között havonta átlagosan 2,9 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva. A dohánytermékek jövedéki adóját – a 2016 szeptemberében történt emelés után – idén júliusban tovább növelték, amelynek hatására 2017 harmadik negyedében a dohánytermékek ára átlagosan 8,5 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban. Fékezően hatott az inflációra a baromfi-hús áfájának 5, valamint az internet áfájának 18 százalékra mérséklése. Az áfacskentés ellenére a tej átlagosan 1,9 százalékkal, az éttermi szolgáltatások pedig 4,8 százalékkal drágultak az egy évvel korábbi árakhoz képest. A friss tej esetén azonban az áfa csökkentésének hatása azért sem jelenik meg a tej árának változásában, mivel a friss tej aránya mindössze 20 százalékát teszi ki a fogyasztott tej mennyiségének. A dohánytermékek jövedéki adóját – a 2016 szeptemberében történt emelés után – idén júliusban tovább növelték, amelynek

hatására 2017 harmadik negyedében a dohánytermékek ára átlagosan 8,5 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban. A szolgáltatások ára átlagosan 1,7 százalékkal növekedett az év második és harmadik negyedében. A szolgáltatások kategóriáján belül a lakbér, lakásszolgáltatások ára 1,5 százalékkal, a testápolási és egészségügyi szolgáltatások ára 3,6 százalékkal, a közlekedési szolgáltatások ára 1 százalékkal, a kulturális és szabadidős szolgáltatások ára 3 százalékkal, a szerencsejáték ára 5 százalékkal, az üdülési szolgáltatásoké pedig 4,6 százalékkal növekedett. A szolgáltatások árának növekedését lassította a telefon és internet szolgáltatások árának átlagosan 3 százalékos csökkenése.

2017 második és harmadik negyedében az MNB inflációs alapmutatóinak értéke – a keresletérzékeny inflációs mutatót kivéve – tartósan elérték a jegybank által kívánatosnak tartott 2-4 százalékos célsávot. A vizsgált időszak hónapjaiban az indirekt adóktól szűrt maginfláció értéke átlagosan 2,2 százalékon, a ritkán változó árú termékek inflációja 2 százalékon alakult. A keresletérzékeny infláció értéke átlagosan 1,7 százalék volt az előző év azonos időszakához képest, ám az időszak végére elérte a célsávot, ugyanis szeptemberben 2 százalék volt a mutató értéke.

Monetáris és pénzügyi kondíciók

Az EKB Kormányzótanácsa az elmúlt félévi ülésein változatlanul hagyta az irányadó refinanszírozási műveletek 0,00 százalékos kamatlábát, valamint az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatlábának 0,25 százalékos, illetve –0,40 százalékos szintjét. A Kormányzótanács arra számít, hogy az EKB irányadó kamatai tartósan, a nettó eszközvásárlások horizontjánál jóval tovább a mostani szinteken maradnak.

A Kormányzótanács döntése értelmében a hagyományostól eltérő monetáris politikai intézkedéseket illetően az eszközvásárlási program keretében végzett vásárlások a mostani 60 milliárd eurós havi ütemben 2017. december végéig folytatódnak. 2018 januárjától a nettó eszközvásárlások a tervek szerint 30 milliárd eurós havi ütemben folytatódnak 2018. szeptember végéig, illetve szükség esetén ennél is tovább, mindenesetre addig, amíg a testület az inflációs pályának az inflációs céljával összhangban álló, tartós korrekcióját nem tapasztalja. Amennyiben a kilátások kedvezőtlenebbé válnak, vagy a pénzügyi helyzet úgy változik, hogy nem lesz összeegyeztethető az inflációs pálya tartós kiigazítása felé tett további előrelépéssel, a Kormányzótanács készen áll rá, hogy a programot terjedelem, illetve időtartam tekintetében kibővítse.

A Fed kamatokról határozó Nyíltpiaci Bizottsága (FOMC – Federal Open Market Committee) változtatott kamatkondícióin 2017. december 12-13-i ülésén és 25 bázisponttal az 1,25-1,5 százalékos sávra emelte azt.

A magyar jegybank 2017 júniusától novemberéig sem változtatott, és így 0,9 százalékon hagyta az irányadó rátát. A grémium jegyzőkönyvei alapján a testület döntése minden alkalommal egyhangú volt.

A jegybank szeptemberben döntött az egynapos betét kamatlábának 10 bázispontos csökkentése mellett, amelynek aktuális értéke $-0,15$ százalék. A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa határozott továbbá a 3 hónapos betét maximális szintjének csökkentéséről először júniusban, amikor a szeptember végi összeget 300 milliárd forintban maximálta, majd szeptemberi ülésen a december végi maximális értéke 75 milliárd forintban állapította meg. Az MT deklaráta, hogy ez a maximum szint a csökkentések végét jelenti. A deviza swapok alkalmazását kiterjesztették 6-12 hónapra is, amelytől azt várták, hogy a hosszú/hosszabb futamidejű állampapírok hozamai csökkennek majd. Azok a bankok ugyanis, amelyek főleg devizalikviditással rendelkeznek további hosszabb futamidejű forint forrásokhoz jutottak, amely többletteresletet generálhat a hosszabb futamidejű állampapírok piacán.

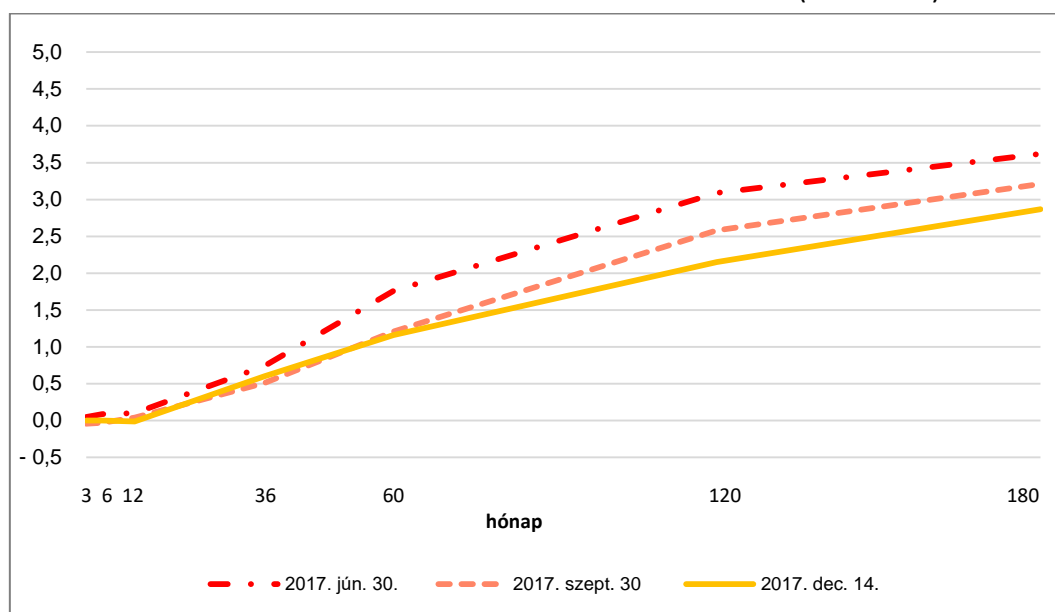
A jegybanki irányadó eszköz igénybe vételének folyamatos szűkítése következtében feltehetően tovább erősödik majd a BUBOR (budapesti bankközi kamatláb) szerepe. A jegybank hangsúlyozza, hogy a BUBOR egy sor hitelszerződés esetében jelenti a referenciakamatot, így a növekvő bankközi likviditás következtében az alacsonyabb kamatlábak a vállalati hitelek és a lakossági lakáshitelek forrásköltségeinek csökkenése irányába mutatnak.

Az MT novemberi döntése értelmében pedig a hitelfelvevők kamatkockázatát igyekeznek mérsékelni. Hiszen a Monetáris Tanács feltétel nélküli, 5 és 10 éves futamidejű kamatcsere-eszközt (Interest Rate Swap) vezet be, amelynek 2018 első negyedévére vonatkozó keretösszegét 300 milliárd forintban határozta meg. A kamatswap (IRS)-eszközt a partnerbankok 2018. január elejétől rendszeres tendereken érhetik el. Az MNB egy célzott programot is indít, amelyben 3 év, vagy annál hosszabb futamidejű jelzálogleveleket vásárol. A program részleteit illetően a jegybank 2017 decemberében teszi közzé a dokumentációit.

A magyar államadósság devizaaránya tovább csökkent, az április végi 25,2 százalék után 2017 októberének végén 23,0 százalékot tett ki. Ez az arány megfelel a 2017. évi finanszírozási tervben meghatározott 15-25 százalékos sávelőírásnak. A kiadvány egészen pontosan úgy fogalmaz, hogy a devizaarány csökkenjen 25 százalék alá, és maradjon a 15-25 százalékos sávban. A cél tehát az, hogy a devizaarány tovább mérséklődjön, amelyet az ÁKK a devizalejáratok jellemzően forintpiacról történő megújításával szeretne elérni. Májusban egy 500 millió angol fontos kötvény (543 millió euró értékű), továbbá július 4-én egy 1 milliárd eurós kötvény járt le, amelyeket az ÁKK csak elenyésző részben újított meg devizában. 2017. július 27-én ugyanis a magyar állam 1 milliárd kínai jüan (128 millió euró) értékben bocsátott ki kötvényt, amelynek futamideje megegyezik az előző évben kibocsátottéval (3 év), kamata azonban kedvezőbb az akkorinál (4,85 százalék a korábbi 6,25 százalék helyett). A jüan összeg euróra váltása után alakult ki a Magyar Állam által fizetendő kamatszint, amely az ÁKK közlése szerint a valaha volt legolcsóbb devizakötvény kibocsátását jelenti. Októberben lejárt egy 25 milliárd jen értékű, 10 éves államkötvény, így jelenleg nincs japán jénben denominált

államkötvény az adósságban. Ezzel közel egy időben az ÁKK sikeres euróban denominált, 1 milliárd euró névértékű, 10 éves államkötvényt bocsátott ki, amelynek kamata 1,75 százalék. Legutóbb euróban 2011-ben, míg dollárban 2014-ben került sor devizakötvény kibocsátásra. A papírokra majdnem hatszorosa volt a túljegyzés a befektetők részéről. A kibocsátással egy időben 1,2 milliárd dollár összértékben vásárolt vissza az ÁKK rövid lejáratú, magas kamatozású (4 és 6,375 százalék közötti) papírokat. Ezek a dollárban denominált kötvények ugyanis 2018 és 2023 között jártak volna le. A sikeres devizakötvény csere éves szinten 9,5 milliárd forintos költségvetési kamatmegtakarítást eredményezett.

8. ÁBRA: A REFERENCIAHOZAM-GÖRBE VÁLTOZÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: ÁKK Zrt.

A hazai másodpiaci állampapír hozamgörbe jelentős mértékben módosult az elmúlt fél évben, ha a 2017. június végi és a 2017. december közepi hozamok közötti különbségeket vizsgáljuk. A hozamgörbe rövid végén az éven belüli hozamok csak kisebb mértékben csökkentek (5-9 bázisponttal). A hozamgörbe középső részén az 1 éves, 3 éves és az 5 éves hozamok 11 és 60 bázispont közötti mértékben csökkentek. A másodpiaci hozamgörbe hosszú végén pedig jelentősen, 75 és 94 bázisponttal estek a hozamok. Összességében a hozamgörbe lefelé tolódott és laposabbá vált. A hozamgörbe eltolódása főképpen a jegybanki lépéseknek (hosszabb futamidejű 6-12 hónapos devizaswapok bevezetésének) köszönhető, amelyek révén a jegybanki 3 hónapos betétekből kiszorított likviditás a hosszabb futamidőknél jelent meg keresletként. A hitelminősítői (S&P, Fitch) kilátásjavítások is és a makrogazdasági kedvező adatok is szerepet játszottak a lejjebb tolódott és a laposabb hozamgörbe kialakulásához.

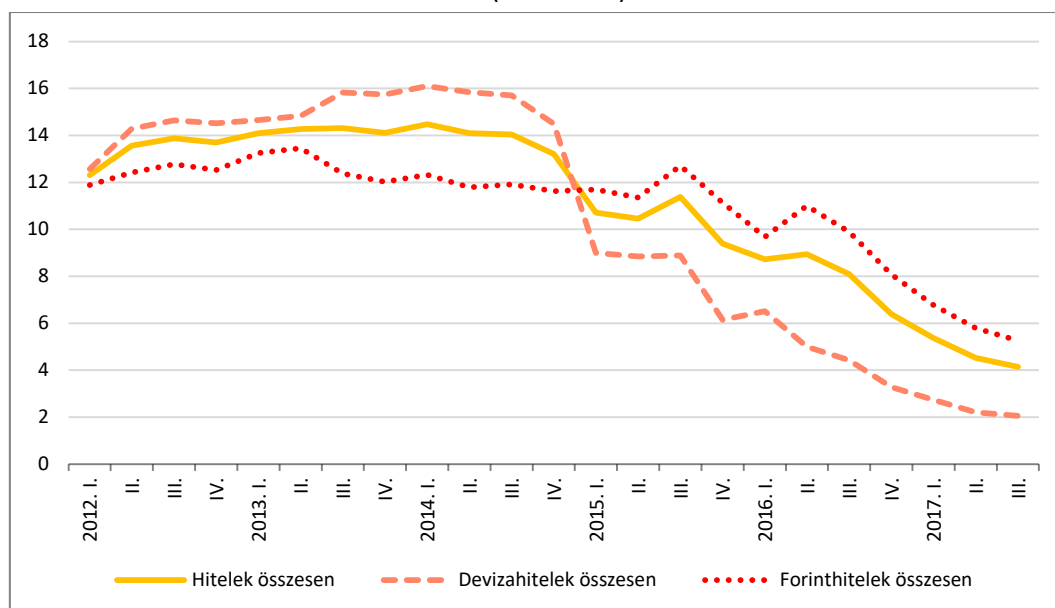
Az MNB előzetes adatai szerint 2017 harmadik negyedévében 540,8 milliárd forintos adózás előtti és 495,8 milliárd forint adózás utáni nyereséget jelentett a bankszektor. Ezzel szemben egy évvel korábban a bankszektor az adatok alapján 443,5 milliárd forintos adózás előtti- és

416,1 milliárd forintos adózás utáni nyereséget ért el. Az előző év azonos időszakához képest csökkent a kamateredmény, míg a jutalékeredmény nőtt. Előbbi a csökkenő kamatkörnyezetben a zsugorodó kamatmarzsok mellett a jelentősen olcsóbb forrásoknak köszönhetően 4,5 százalékkal alacsonyabb, míg utóbbi 12,1 százalékkal nagyobb volt az előző év azonos időszakának eredményénél. A bankok tőkeellátottsága 2017 harmadik negyedévében felfelé módosult, hiszen a tőkemegfelelési mutató az első negyedévhez képest 0,2 százalékponttal, 21,5 százalékra nőtt. A hitelintézetek szavatoló tőkéje 145,2 milliárd forinttal (3697,3 milliárd forintra) emelkedett, miközben a kockázatokkal korrigált mérlegfőösszeg 0,3 százalékkal nőtt, és 2017. szeptember 30-án 17 194 milliárd forintot tett ki.

Az MNB Hitelintézeti szektorról szóló negyedéves időszora alapján 2017. első félévében összességében a lakossági szegmensben és a vállalati szegmensben is csökkent a 90 napon túli késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. A vállalati szegmensben elsősorban a portfóliótisztítás következtében csökkent majdnem 1,2 százalékponttal 3,8 százalékra a nem teljesítő hitelek aránya, míg a lakosságnál a nettó jövedelmek növekedése is hozzájárulhatott a fél év alatt bekövetkező 2,2 százalékpontos NPL ráta csökkenéséhez, amely így 9,0 százalékot tesz ki.

Az elmúlt fél évben a nagy nemzetközi hitelminősítők közül kettő, a S&P és a Fitch javította a magyar államadósság besorolásának kilátását, ami így jelenleg a befektetésre ajánlott szinten van pozitív kilátással. A Moody's a meghirdetett időpontokban – idén mindhárom alkalommal – nem értékelt. A piac várta a jelenlegi befektetésre javasolt kategória legalsó szintjén a kilátásjavítást. Elsősorban a stabilan szufficites folyó fizetési mérleg, a magánszektor és az állam adósságának csökkenése, a külföldiek által tartott magyar állampapír állomány csökkenése, a nem teljesítő hitelek arányának jelentős csökkenése és a bankrendszer likviditási helyzetének javulása jelentették a pozitív kilátás indokát. A kilátásjavítás következménye a kedvező tendencia folytatódása esetében a felminősítés lehet 1 éves időtávon belül, amely tovább mérsékelheti a hosszú lejáratú állampapírok hozamát, ami az állami kamatkiadások csökkenését jelenti.

9. ÁBRA: A NEM TELJESÍTŐ HITELEK ARÁNYA (NPL) A VÁLLALATI ÉS LAKOSSÁGI SZÉKTORBAN
(SZÁZALÉK)



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az NHP (Növekedési Hitelprogram) III. programot 2017. március végével a hazai jegybank kivezette. Az MNB 2015 őszén indította el a Piaci Hitelprogramot (PHP-t), amelynek keretében a bankok csaknem 200 milliárd forintos vállalást tettek a hazai kkv hitelállományuk növelésére. A program eredményesnek bizonyult, mivel a hitelintézetek 2016-ban 50 százalékkal túlteljesítették vállalásaikat – azaz 300 milliárd forinttal növelték kkv hitelállományukat. Az első szakaszban a bankoknak nem volt lehetőségük hitelezési vállalásainak emelésére. Annak érdekében, hogy a bankok hitelezési vállalásaikat emelni tudják, a Monetáris Tanács a Piaci Hitelprogram második szakaszának elindításáról határozott. A második szakaszban az MNB továbbra is a korábban alkalmazott kockázatkezelő (feltételes kamatcsere) és likviditáskezelő (a kötelező tartalékolás szintjét meghaladó mértékű kamatozó betét elhelyezés) eszközeit ajánlja fel a bankoknak. A PHP második szakaszában a jegybanki eszközök csak korlátozott mértékben állnak a bankok rendelkezésére. A feltételes kamatcsere ügyletek keretösszege 300 milliárd forint, míg a preferenciális betétállomány keretösszege 150 milliárd forint. Az egyedi banki vállalások emelése érdekében a PHP második szakaszában a kiemelkedő arányú hitelnövelést vállaló bankok arányaiban nagyobb mértékben részesülnek a preferenciális betéti eszközökből. A hitelezési vállalások – a PHP második szakaszát jelentő 2017. július 6-i tenderen – bankrendszer szinten 34 százalékkal emelkedtek (170 milliárd forintról 227 milliárd forintra).

Az MNB 2017. június 1-től hirdette meg a bankok részére azt a lehetőséget, hogy a lakossági hiteleknél fogyasztóbarát hitel megjelölésre, minősítésre pályázhassanak. A fogyasztóbarát hitel megjelölés azt jelenti, hogy szemben a jelenlegi hitelek zömével a bankok által alkalmazott kamatfelár 3,5 százalékpontban maximált (ez jelenleg Magyarországon átlagosan 4,7 százalékpont, ami a legmagasabb az EU-ban). Továbbá lehetőség van a

kamatperiódus 3 év, 5 év, 10 év vagy a teljes futamidő alatti rögzítésére. Ennek az a lényege, hogy a lakosság egy kismértékben magasabb fixált kamatot fizet, de ezzel a kamatperiódus alatt bekövetkező esetleges kamatemelés nem érinti a hitelét. Tehát a lakosság fedezheti magát a magasabb kamatoktól, hiszen a kamatkockázat a kamatok fixálásával megszűnik (ha a teljes futamidőre rögzíti a kamatot a lakosság) vagy csökken. A kamatkockázat csökkentése pedig a szabályozó hatóság célja is, hiszen ha az alapkamat középtávon emelkedik, akkor a magasabb kamatfizetési kötelezettségek miatt nőhet a nem fizető hitelek aránya és rendszerkockázat épülhet fel.

A következő időszak egyik központi kérdése lesz majd, hogy vajon mikor mondhatjuk a hitelezés felfutásakor, hogy már kezdenek rendszerszintű kockázatok felépülni. Mikor lesz az a szituáció, amikor a magánszektorban nyújtott, túlzott mértékű hitelek esetében a jegybank vagy kamatot emel, vagy nagyobb valószínűséggel, amely nem megy szembe az inflációs cél elérésével, a makroprudenciális eszköztárából szigorít valamelyik eszközzel (pl. az adósságfék szabály módosításával). Ha túlságosan nőnek a lakossági hitelek, akkor dönthet úgy a jegybank, hogy behúzza az ún. adósságféket, csökkenti az arányt és a lakosság jövedelmének csak egy maximálisan kisebb arányú havi törlesztő részlet fizetésével vehet fel hitelt. Jelenleg azonban itt még nem tartunk, hiszen csak azt állíthatjuk, hogy az utóbbi fél évben jelentősen nőtt a lakossági hitelállomány.

A brexit-tárgyalások haladása

A brexit-tárgyalások

A 2016. június 23-án tartott népszavazáson a britek 51,9 százaléka megszavazta Nagy-Britannia kilépését az Európai Unióból. A népszavazást követően Theresa May miniszterelnök 2017. március 29-én életbe léptette az 50. cikkelyt, amellyel elindította a kétéves kiválási folyamatot. May 2017. június 8.-ra előrehozott választásokat írt ki, hogy megerősítse pártja parlamenti többségét és véghez vigye „hard” brexit tervét, azonban a választások után pártja elvesztette abszolút többségét és koalícióra kényszerült az észak-ír Demokratikus Unionista Párttal. Mindennek hatására a brexitbrexit-tárgyalások rendkívüli bizonytalanság mellett vették kezdetüket. Jelentősen lassította a tárgyalások előrehaladását, hogy a két fél –az Egyesült Királyság és az Európai Unió – álláspontja teljesen különbözött egymástól, és kezdetben egyik fél sem engedett belőle: míg a brit kormány leginkább az EU-val való kereskedelmi megállapodás megvitatását szorgalmazta, addig az Unió a kilépéssel kapcsolatban felmerült kérdéseket kívánta tisztázni elsősorban.

A kilépési tárgyalások elején több problémás kérdést is tisztázni kellett, mielőtt elindulhatott a kilépési tárgyalások második szakasza, vagyis a szigetország és az Unió kilépés utáni kapcsolatának tisztázása. A tárgyalások első szakaszában az alábbi prioritások fogalmazódtak meg:

- Az Egyesült Királyság „kilépési számlája”, ideértve a 2014-2020-as EU-s költségvetési ciklusához való hozzájárulását is;
- Az EU Nagy-Britanniába vándorolt állampolgárainak helyzete a brexitet követően;
- Az ír-északír határ kérdésköre.

A tárgyalások első szakaszának problémái és a kötött megállapodások

Az EU-s költségvetési ciklusok egyik jelentős befizetője az Egyesült Királyság: 2016-ban 13 460,5 milliárd euróval járult hozzá a közös kasszához. Csak Németország, Franciaország és Olaszország befizetése haladta meg ezt az összeget. A tárgyalások kezdetén igyekeztek megállapodásra jutni a 2014-2020-as ciklus hozzájárulásai kapcsán, mivel a befizetések elmaradása komoly űrt jelentett volna az ennek keretében megvalósuló projektek finanszírozásánál. Itt mutatkoztak meg először az eltérő álláspontok: az Egyesült Királyság kezdetben csupán a kilépéséig felmerülő kötelezettségeinek tervezett eleget tenni, míg az EU azt szorgalmazta, hogy teljesítse egy az egyben a vállalt befizetéseit. Egrésztt ez a kérdéskör juttatta hosszú ideig holtpontra a kilépésről folytatott tárgyalásokat. Theresa May szeptember 22-i, Firenzében tartott beszédében kijelentette, hogy minden vállalt

kötelezettségének eleget fog tenni Nagy-Britannia, azonban a pontos összeg tisztázására ekkor még nem került sor. Ennek konkretizálására még két hónapot kellett várni, amikor is végül megállapodás született a brit kilépés végső számlájáról: Nagy-Britanniának várhatóan 45 és 55 milliárd euró közötti összeget kell fizetnie. Jelenleg még nem tisztázott, hogy ez az összeg pontosan mit takar. A korábbi nyilatkozatok alapján a 2014-2020-as költségvetési ciklushoz való hozzájáruláson túl még a tárgyalások miatt felmerülő költségek alkothatják.

A másik legjelentősebb problémát az EU-s munkavállalók kérdésköre jelentette, mivel a brit gazdaságban jelentős a külföldi munkavállalók aránya. Épp ezért fontos tisztázni a kint élő, kint dolgozó munkavállalók jogait és kötelezettségeit, hiszen a brit gazdaság erőteljesen függ tőlük, nélkülük az Egyesült Királyság gazdaságának több szegmense komoly munkaerőhiánnyal szembesülne, különös tekintettel a mezőgazdaságra. Az Európai Unió szemszögéből pedig azért hangsúlyos ez a kérdés, mivel az alapszabályban rögzítettek értelmében kötelessége állampolgárai jogát biztosítani. Mivel a brit népszavazáson elsősorban a migráció megakadályozása végett voksoltak a kilépésre, így az érdeellentétek erősek voltak ezen kérdéskör kapcsán. Az Egyesült Királyság tervei közt szerepelt a szabad munkaerő-áramlás korlátozása, első lépésben egy regisztrációs rendszer kidolgozásával. A kezdeti brit nyilatkozatok alapján a már kint élő és dolgozó munkavállalók minden jogukat megőrizhették volna, azonban az újonnan kiérkezőknek munkavállalói engedélyre lesz szükségük: az alacsony képzettségűek a tervek szerint 2, míg a magasabb képzettségűek 3-5 évre kapták volna meg. Azóta változtatott álláspontján a brit kormány: akik 2019. március 29.-ig öt éve életvitelszerűen kinn élnek, letelepedett jogi státuszért folyamodhatnak, vagyis ugyanazok a jogok illetnék meg őket, mint a brit állampolgárokat. Ennek kivitelezéséhez egy „felhasználói-csoportot” alakítanának majd ki, amelyben műszaki és jogi szakértők, valamint külföldi EU-s állampolgárok is helyet kapnának. A csoport egy egyszerű, digitalizált folyamatot fejleszt ki azon EU-s állampolgárok számára, akik az Egyesült Királyságban kívánnak letelepedni. Vita tárgyát képezte még azonban a bírósági felügyelet: a brit kormányfő álláspontja az volt, hogy a brexitet követően a brit bíróságok hatáskörébe kell tartoznia az EU-munkavállalók jogaival összefüggő kérdéseknek. Ezzel szemben az Unió ragaszkodott ahhoz, hogy ezen kérdésekben továbbra is az Európai Unió bírósága döntsön. A december 8-ai sajtóértekezleten azonban Jean-Claude Juncker és Theresa May bejelentették, hogy megállapodás született ezen kérdéskör kapcsán: a szigetország a kilépés után is el fogja ismerni az Európai Bíróság joghatóságát az uniós állampolgárok esetében. Ezen megegyezés alapján az EU állampolgárainak jogai teljes körűen biztosítottak, és vice versa, az Unión belül élő brit állampolgároké is.

Végül komoly problémát jelentett az ír-északír határ kérdésköre is, mivel az Egyesült Királysággal szemben az Ír Köztársaság nem kíván kilépni az Unióból, ellenben Észak-Írország nem kíván elszakadni az Egyesült Királyságtól. A két ország földrajzi elhelyezkedése, valamint a tény, hogy az ír gazdaságnak kulcsfontosságú kereskedelmi partnere Nagy-Britannia,

felvetette a személyi és áruforgalom szabályozásának kérdését. Azzal, hogy a britek a kilépést követően már nem férnek hozzá az Európai Unió belső piacához, valamint kikerülnek a vámunióból is, egy szinte megoldhatatlannak látszó probléma merült fel: úgy kellett kialakítani az Európai Unió új határát, hogy ne osszák véglegesen ketté az ír szigetet. Amennyiben nem léptetnek életbe kereskedelmi akadályokat a határon, akkor lényegében véve az Egyesült Királyság szabad hozzáférést kapna az EU piacához, amely ellenkezik a brexit elképzelésével, célkitűzéseivel. Ha azonban bevezetik a határ- és vámellenőrzést, akkor az ír gazdaság szenvedne komoly károkat. A december 8-ai sajtóértekezleten Juncker és May kitértek arra is, hogy erre a problémára is sikerült kompromisszumos megállapodást kötniük: a határon nem állítják vissza a fizikai határellenőrzést.

A fenti három kérdéskör tisztázását követően elsődleges prioritásként Donald Tusk, az Európai Tanács elnöke a kilépést követő, kétéves átmeneti időszak tisztázását jelölte meg, mivel várhatóan elhúzódik a brexit-tárgyalások második szakasza. Épp ezért egyrészt a bizonytalanság mérséklése, másrészt a brexit utáni viszony tisztázása érdekében készek megkezdeni a tárgyalásokat erről a témáról Londonnal. Azonban az Egyesült Királyságnak ezen időszak alatt eleget kell tennie bizonyos feltételeknek:

- Teljes mértékben be kell tartania az uniós jogot, beleértve az újonnan elfogadott szabályokat is;
- A szigetországnak eleget kell tennie a költségvetési kötelezettségvállalásoknak;
- És alá kell vetnie magát az Európai Bíróság joghatóságának.

A kétéves átmeneti időszakban az uniós döntéshozatal már Nagy-Britannia nélkül zajlana, abban nem vehetne részt a brit kormány, továbbá semmilyen EU-s intézménynek és szervnek nem lehet a része. Vagyis kvázi tagországgá válna, amely norvég mintára továbbra is az egységes belső piac és a vámunió része maradna.

A sikeres megállapodásokat követően az Európai Parlament december 13-án engedélyezte, hogy a brexit-tárgyalások a második szakaszba lépjenek. Azonban kiemelték, hogy ezek csak addig haladhatnak, ameddig az első szakaszban vállalt minden kötelezettséget teljes mértékben tiszteletben tartanak a britek és világos jogi szerződésbe foglalják azokat. A második szakasz elindításával jelentős mértékben csökkent annak a kockázata, hogy Nagy-Britannia átfogó kereskedelmi megállapodás nélkül lépjen ki az Európai Unióból.

A brexit-tárgyalások első szakaszának gazdasági hatásai

A brexitről szóló népszavazás lezajlását követően a font majdnem 10 százalékkal gyengült az euróval szemben, amely automatikusan maga után vonta az inflációs ráta emelkedését. Májusra 2,9 százalékra emelkedett a pénzromlás üteme, amelyre a brit gazdaságban majdnem négy éve nem volt példa. A magas inflációs ráta miatt a gazdaságban a reálbérek csökkentek (májusban 1,1 százalékkal), mivel a korábbi alacsony inflációs szint miatt a

béremelkedés üteme is visszafogott volt. Arra, hogy a bérek Nagy-Britanniában veszítsenek az értékükből, legutóbb 2014 szeptemberében volt példa. Összességében tehát az életszínvonal romlott a brit gazdaságban, amely jelentősen megosztotta az ottélők véleményét. A tárgyalások során fokozódó bizonytalanság pedig odáig vezetett, hogy már a lakosság 50 százaléka ellenzi a brexitet, valamint nőtt azok száma is, akik új referendum kiírását támogatják.

A kiskereskedelmi forgalom is megtorpant a fentiek nyomán: 2016 negyedik negyedévében még 5,5 százalékos, míg 2017 első és második negyedévében már csak 2,5, harmadik negyedévében pedig 1,7 százalékos bővülést figyeltek meg. Valamint a magánberuházások felpörgése is elmaradt. A kiskereskedelmet leginkább az uniós állampolgárok jogainak tisztázatlansága miatt beinduló elvándorlás rázta meg, hiszen ebben a szektorban közvetlenül 170 ezer külföldi uniós alkalmazottat foglalkoztatnak, amely a kiskereskedelmi munkaerő 6 százalékát, a raktározási és árueosztó munkahelyeknek pedig a negyedét takarja. Azonban nemcsak a kiskereskedelem, hanem több ágazatban is hasonló problémáktól tartanak, főleg azt követően, hogy Nagy-Britannia foglalkoztatotti létszáma a harmadik negyedévben 14 ezer fővel esett vissza, noha eddig a foglalkoztatásban folyamatos növekedést tapasztaltak. Ennek hátterében a munkavállalók távozásán kívül a bevándorlás leállása is meghúzódott. A cégek attól tartanak tehát, hogy amennyiben beindulna az uniós polgárok elvándorlása, az jelentős szakemberhiányt okozna a brit gazdaságban.

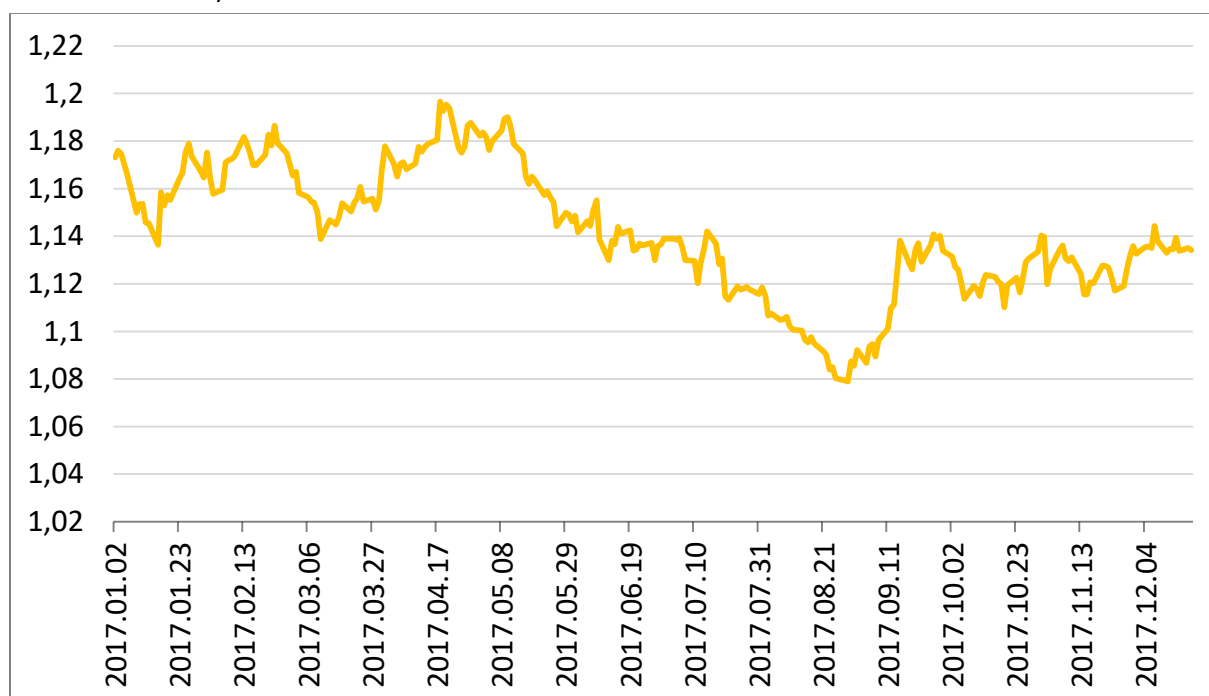
A londoni székhelyű bankok vészhelyzeti alternatívákat dolgoztak ki, továbbá elkezdtek kialakítani új, Európai Unió központjait. Ezek fő célpontja Frankfurt és Dublin volt, előbbit a Standard Chartered, a Nomura, a Goldman Sachs, a Morgan Stanley és a Citigroup, utóbbit pedig a Bank of America választotta. Japán legnagyobb bankja, a Mitsubishi UFJ Financial Group Amszterdamot szemelte ki új európai központjául, míg a JP Morgan Varsót. Több bank is, köztük a Deutsche Bank, elkezdte kivonni a tőkéjét a brit üzletágából, amely veszélyezteti a brit költségvetés adóbevételeit, mivel az előző üzleti évben a külföldi bankoktól 17 milliárd font érkezett be adó formájában. 2016 júniusa és 2017 között 1 940 milliárd euróról 1 590 milliárd euróra csökkent a szigetországhoz kapcsolódó eszközök állománya az EU bankjainál, míg a kötelezettségállományuk 1 670 milliárd euróról 1 340 milliárd euróra. A tőkén kívül azonban a munkavállalók áthelyezését is elindították a bankok. Ezen folyamat kezdetén még jelentős számokról volt szó (30 ezer munkahely elvesztését prognosztizálták), azonban a megállapodást követően mérséklődtek az áthelyezett munkavállalókra vonatkozó tervek (4 600 állásra).

A fenti folyamatoknak köszönhetően a Moody's szeptemberben leminősítette Nagy-Britanniát, amelyet elsősorban a brit közfinanszírozási rendszer gyengülő kilátásaival, valamint a brit EU-tagság megszűnéséből eredő költségvetési feszültségekkel és növekedési

kockázatokkal indokolt. Ennek nyomán a brit besorolás az eddigi Aa1-ről Aa2-re változott, stabil kilátással.

A brexit megszavazását követően éles verseny bontakozott ki a Londonban található két Európai Uniós hatóságért, az Európai Bankhatóságért, valamint az Európai Gyógyszerügynökségért. Az Európai Bankhatóságért összesen nyolcan pályáztak (Brüsszel, Dublin, Frankfurt, Párizs, Prága, Luxemburg, Bécs és Varsó), míg az Európai Gyógyszerügynökségért 18 pályázatot nyújtottak be (Amszterdam, Athén, Bonn, Pozsony, Brüsszel, Bukarest, Koppenhága, Dublin, Helsinki, Lille, Milánó, Porto, Szófia, Stockholm, Valletta, Bécs, Varsó és Zágráb). Az Európai Bankhatóság az EU-tagállamok kormányait tömörítő tanács döntése alapján végül Párizsba kerül áthelyezésre, míg az Európai Gyógyszerügynökség Amszterdamba.

10. ÁBRA: FONT/EURÓ ÁRFOLYAM ALAKULÁSA 2017. JANUÁR 2. ÉS DECEMBER 19. KÖZÖTT



Forrás: Reuters, Századvég-szerkesztés

A megállapodások megkötésének hatására végül korigált a font árfolyama és egyhavi csúcsra erősödött az euróval szemben decemberben, valamint a bizonytalanság is jelentős mértékben mérséklődött, amely kismértékben lecsitította a bankszektorban és a cégek közt egyre fokozódó pánikhangulatot.

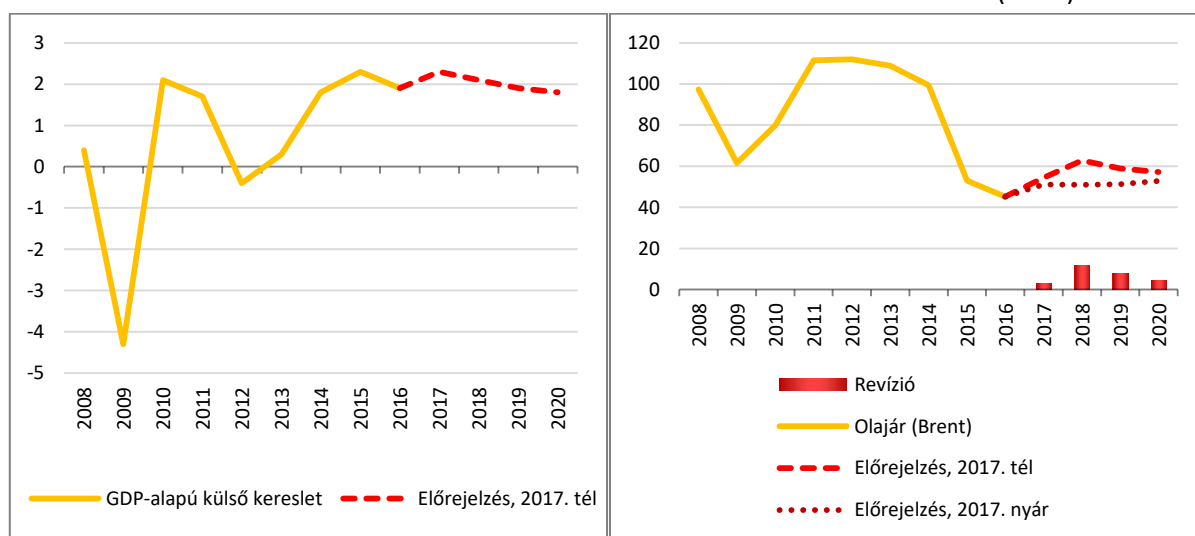
A várható makrogazdasági pálya (2017–2020)

A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés

Az elmúlt fél évben az Európai Unió gazdasága a vártnál gyorsabban növekedett, amely befolyásolta a magyar termékek és szolgáltatások iránti külső keresletet is. Az unió növekedése a II. negyedévben éves alapon 2,1 százalékos, míg a III. negyedévben 2,5 százalékos volt. Ettől némileg elmaradt az eurózóna 1,8, illetve, 2,1 százalékos bővülése. Ennek magyarázata az, hogy az unió átlagos bővülésénél nagyobb mértékben növekedtek a régió gazdaságai, amelyek jellemzően még nem tagjai az eurózónának: Lengyelország gazdasága 4,3, illetve 5,1 százalékkal, Csehország 3,4, illetve 4,7 százalékkal, míg Románia 6,1, illetve 8,8 százalékkal bővült.

Hazánk legfontosabb exportpiaca továbbra is Németország, melynek bővülése a II., illetve a III. negyedévben 1,0, illetve 2,3 százalék volt. Várakozásunk szerint Németország gazdasági növekedése a teljes előrejelzési horizonton 2 százalék körül, azt kismértékben meghaladóan alakulhat.

11. ÁBRA: BAL: A GDP-ALAPÚ MAGYAR KÜLSŐ KERESLET ALAKULÁSA (ÉV/ÉV, %) JOBB: A BRENT TÍPUSÚ OLAJ HORDÓNKÉNTI ÁRÁNAK ALAKULÁSA (USD)



Forrás: Thomson Reuters Datastream, Eurostat, Századvég-számítás

Előrejelzésünk szerint a külső kereslet 2020-ig fokozatosan tovább bővül. A bővülés mértéke a korábban vártnál az előrejelzési horizont elején némileg magasabb lehet, míg 2019-ben és 2020-ban a 2 százalékot alulról súrolhatja. A külső keresletet természetesen többféle kockázati tényező is befolyásolja. Ezek közül érdemes lehet kiemelni a brexit hatását, az Európai Unió esetleges átalakulását valamint az olasz bankrendszer problémáit. A britek unióból való kilépésének részletei csak lassan körvonalazódnak, amint azt elemzésünk

korábbi részében már bemutattuk. A britek unióból történő kilépése várhatóan előrejelzési horizontunk II. felében történik meg, de hatásai a várakozásokon és az egyes nemzetközi cégek áttelepülésén keresztül már korábban megjelenhetnek. A külső kereslettel kapcsolatos kockázatok között érdemes lehet kiemelni az EKB monetáris politikájának alakulását is: míg a világban néhány jegybank már a monetáris szigorítás mellett döntött (a Fed, a cseh és a brit jegybank is emelte már irányadó rátáját), addig az Európai Központi Bank továbbra is laza monetáris politikát folytat. Kérdés, hogy ez meddig marad így, és mikor kezdi el a jegybank az alapkamat emelését. Legfrissebb előrejelzésünk alapján a külső kereslet 2017-ben 2,3, 2018-ban 2,1, 2019-ben 1,9, 2020-ban pedig 1,8 százalékkal bővülhet.

A Brent típusú kőolaj ára 2015 és 2017 augusztusa között, azaz két éven keresztül hordónként 55 dollár alatt tartózkodott, még a 2016. végén az OPEC tagállamai által megkötött, a kitermelés korlátozásáról szóló megállapodás sem tudta kimozdítani a sávjából. 2017 nyarán az iparági szereplők és az elemzőházak prognózisaikat lefelé korrigálták, 2017-re, illetve 2018-ra vonatkozóan 45-55 dolláros hordónkénti árat jelöltek meg várakozásként, amelyet a határidős indexek is tükröztek. Ezzel szemben 2017 szeptemberét, októberét és novemberét az olajár lassú, de folyamatos növekedése jellemezte, október végén a Brent-ár áttörte a 60 dolláros szintet, december első napjaiban pedig elérte a 65 dollárt.

Az olajár növekedése a globális keresleti és kínálati folyamatok alakulásával összhangban áll. A Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) 2017. novemberi olajpiaci jelentése^{3,4} alapján ugyanis a globális olajkereslet 2017 első háromnegyed évében átlagosan napi 1,6 millió hordóval volt magasabb, mint az előző év azonos időszakában, míg a globális olajkínálatot január-szeptember folyamán összesen napi 1 millió hordóval haladta meg.

Jövőre is jelentősen befolyásolhatja az olaj árát, hogy az OPEC-tagok, valamint a korábbi paktumokban is részt vevő, OPEC-en kívüli államok 2017. november 30-án újabb 9 hónappal, 2018 végéig meghosszabbították a kitermelés csökkentéséről szóló megállapodást. Ennek hatását ugyanakkor erodálhatja, hogy az IEA becslése szerint 2018-ban éves bázison napi 1,4 millió hordóval növekedhet a kitermelés az OPEC-en kívüli országok esetében, elsősorban az amerikai kitermelés markáns emelkedése következtében. A globális olajkereslet bővülésében az IEA némi lassulást vélelmez, amelynek mértéke napi 1,3 millió hordóra csökkenhet az idei 1,5 millió hordóról.

Várakozásaink szerint az olaj hordónkénti ára a 2016-os 45 dollár körüli szintről 2017-ben 54,3 dollárra növekedhet, majd 2018-ban tovább emelkedhet 62,7 dollárra, ezt követően 2019-ben 58,9, 2020-ban pedig 57,1 dollár lehet.

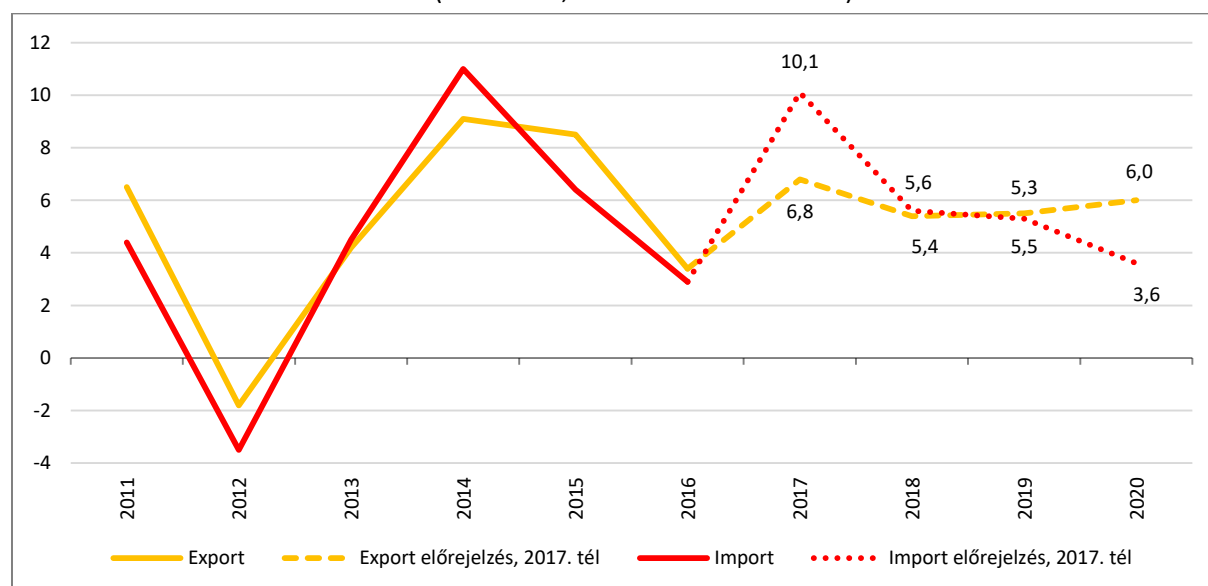
³ IEA Oil Market Report, 14 November 2017. <https://www.iea.org/oilmarketreport/omrpublic/> (letöltés: 2017.12.01.)

⁴ IEA Oil Market Report, 14 November 2017. <https://www.iea.org/media/omrreports/tables/2017-11-14.pdf> (letöltés: 2017. 12.01.)

A külső környezet kedvező alakulása ellenére az export az első három negyedévben elmaradt várakozásainktól, így ennek megfelelően 2017-re mérsékeljük az exportra vonatkozó várakozásainkat, így 7,7 helyett 6,8 százalékos exportbővülést várunk. A belső kereslet (fogyasztás, beruházás) várakozásokat meghaladó növekedése azonban azt eredményezte, hogy az import dinamikája a korábban vártnál erősebb lett, így felfelé módosítottuk előrejelzésünket is. Ennek eredményeként a behozatal a korábban várt 9,3 százalék helyett 10,1 százalékkal bővíthet. Így a külkereskedelmi egyenleg 2017-ben érdemben fékezheti a gazdaság növekedését, amint az az első három negyedév adataiból is látszik.

Az export és az import volumenének jelentős növekedése várhatóan a teljes előrejelzési horizonton fennmarad., azonban a kettő közötti olló bezárul, illetve 2020-ban mostani előrejelzésünk szerint az export volumennövekedése érdemben meghaladja az importét. 2018-ra vonatkozóan a külkereskedelmi folyamatokkal kapcsolatos várakozásainkat alig módosítottuk az előző negyedévhez képest: az export növekedése a korábban várt 5,2 helyett 5,4 százalékos, míg az importé az előző prognózisunkban szereplő 5,7 helyett 5,6 százalékos lehet. Fontos kiemelni, hogy az export növekedését nagyban befolyásolják a gazdaságban végbe menő jelentős beruházások.

12. ÁBRA: AZ EXPORT ÉS AZ IMPORT ALAKULÁSÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉS
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV BÁZISÁN)

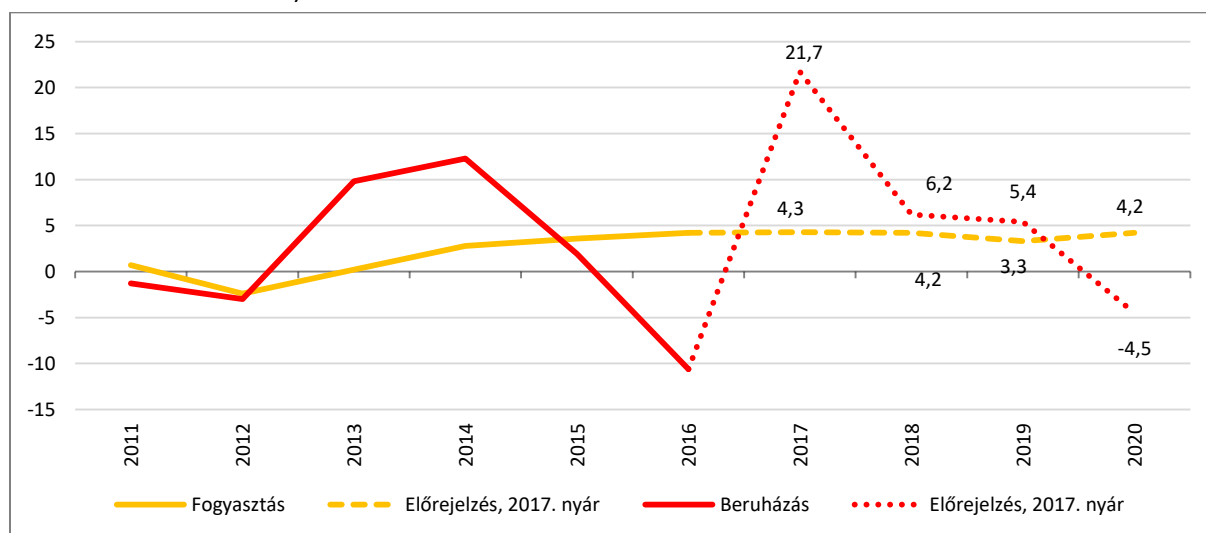


Forrás: KSH, Századvég-számítás

Prognózisunk alapján 2019-ben és 2020-ban az export volumennövekedése magasabb lehet az importénál, azaz a külkereskedelmi egyenleg alakulása kedvezően befolyásolhatja a gazdasági növekedést. Ehhez 2020-ban hozzájárulhat az uniós források kifizetése, illetve a korábbi forrásfelhasználás nyomán az export növekedése. Modellünk előrejelzése szerint a kivitel volumene 2019-ben 5,5, míg 2020-ban 6,0 százalékkal bővíthet. A behozatal növekedése 2019-ben 5,3, míg 2020-ban 3,6 százalékos lehet.

Várakozásaink szerint a fogyasztás elmúlt időszakban tapasztalt növekedése a teljes előrejelzési horizonton fennmarad. A fogyasztás növekedésével kapcsolatos prognózisunkat a beérkező adatoknak megfelelően a teljes előrejelzési horizonton felfelé módosítottuk. Ennek megfelelően a fogyasztás növekedése 2017-ben a korábban várt 3,7 helyett 4,3 százalékos lehet, míg 2018-ban a korábban várt 4,0 helyett 4,2 százalékot érhet el. 2019-ben 3,0-ról 3,3 százalékra emeltük várakozásainkat, míg a 2020-as előrejelzést 3,3 százalékról 4,2 százalékra módosítottuk. A válság előtti időszakkal szemben a fogyasztás bővülése nem a lakosság túlzott mértékű eladósodásából ered, hanem a rendelkezésre álló jövedelem növekedéséből. A jövedelmek növekedéséhez elsősorban a bérszínvonal emelkedése valamint a foglalkoztatás bővülése járul hozzá. A bérszínvonal növekedését nagyban elősegíti az egyre több vállalkozást érintő munkaerőhiány, az állam szféra bérrendezései, a szociális hozzájárulási adó 2017-ben 5, 2018-ban pedig 2,5 százalékpontos csökkentése, a minimálbér és a garantált bérminimum 2017-ben 15, illetve 25 százalékos, 2018-ban pedig 8, illetve 12 százalékos emelése. Várakozásaink és a hat éves bérmegállapodás alapján a bérek dinamikus, az inflációt érdemben meghaladó emelkedése 2019-ben és 2020-ban is fennmarad, amely ebben az időszakban is segítheti a fogyasztás bővülését.

13. ÁBRA: A FOGYASZTÁS ÉS A BERUHÁZÁS ALAKULÁSÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉS (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV BÁZISÁN)



Forrás: KSH, Századvég-számítás

Előző féléves előrejelzésünkhöz képest a beérkező adatok alapján módosítottuk a beruházások várt pályáját is. A beruházások az év első három negyedében a vártnál kedvezőbben alakultak, így a korábbi 17,2 százalékos növekedés helyett idénre 21,7 százalékos bővülést valószínűsítünk. Ehhez a gyenge bázisidőszaki adat mellett hozzájárul az uniós források felhasználásának beindulása, amely elsősorban a költségvetési szféra beruházásait segíti elő, a versenyszféra beruházásai, a családok otthonteremtési kedvezménye valamint a társasági adó kulcsának csökkentése.

A beruházások bővülése 2018-ban is folytatódhat, bár a magas 2017-es bázis miatt a növekedés dinamikája az ideinél mérsékeltebb lehet. A 2017-es korábban vártnál magasabb bázis miatt némileg lefelé módosítottuk a jövő évi beruházásnövekedésre vonatkozó prognózisunkat, így a korábbi 8,4 százalékos bővülés helyett 6,2 százalékos növekedést várunk. A beruházások 2019-es és 2020-as pályáját jelentős bizonytalanság övezi, mivel sem az uniós források felhasználásának pontos menetrendje, sem a nagyvállalatok beruházásai nem ismertek ilyen időhorizonton. Ugyanakkor arra számítunk, hogy 2020-ra a 2014 és 2020 közötti uniós költségvetési ciklus beruházásai kifutnak, így a beruházások is visszaeshetnek. Szintén mérsékelheti a beruházások volumenét, hogy a lakásépítések kedvezményes áfakulcsa csak 2019 végéig van érvényben. Prognózisunk szerint a beruházások bővülése 2019-ben 5,4 százalékos lehet, melyet 2020-ban 4,5 százalékos visszaesés követhet.

Előző féléves prognózisunkhoz képest 2017-re és 2018-ra vonatkozóan alig változtattunk a GDP növekedésére vonatkozó előrejelzésünkön, míg 2019-re és 2020-ra vonatkozóan jelentősen, 0,6–0,6 százalékponttal emeltük a növekedési várakozásainkat. 2017-re a korábbi 3,8 százalékos növekedésnél kismértékben nagyobb, 3,9 százalékos bővülést, míg 2018-ra 3,7 százalékos növekedést várunk. A növekedést 2017-ben termelési oldalról az ipar, az építőipar és a szolgáltató ágazatok bővülése segíti elő, míg a mezőgazdaság idei átlagos teljesítménye a tavalyi rekordtermés után fékezi a teljesítményt. Felhasználási oldalról a fogyasztás és a beruházás lehet a növekedés motorja, míg a korábban bemutatottaknak megfelelően a külkereskedelmi egyenleg lassítja a növekedést.

2018-ban szintén hozzájárulhat a növekedéshez az ipar, az építőipar és a szolgáltató ágazatok teljesítménye, míg a mezőgazdaság teljesítményét nagyban befolyásolja majd a kialakuló időjárás. Felhasználási oldalról továbbra is megmarad a fogyasztás és a beruházások növekedéstámogató szerepe, míg a külkereskedelmi egyenleg hatása a növekedésre várhatóan minimális lesz.

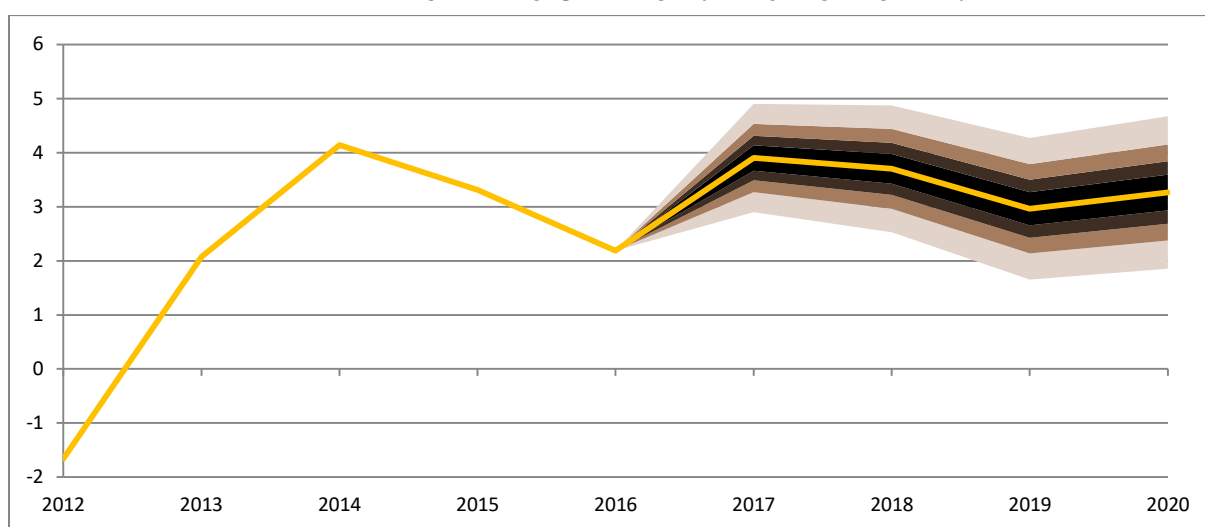
2019-ben szintén a fogyasztás és a beruházás húzhatja a növekedést, míg 2020-ban a beruházások csökkenése nyomán a külkereskedelmi egyenleg hatása is érdemben pozitív lehet.

A GDP-re vonatkozó prognózisunkat több kockázati tényező is övezi, különösen egy hosszabb távú kitekintés esetében. A legfontosabb kockázati tényezők a következők:

- Olajár alakulása: amennyiben az olaj árának emelkedése folytatódik, az magasabb inflációt és alacsonyabb növekedést eredményezhet, tekintettel a gazdaság importigényére.
- A külső kereslet alakulása. Bár az Európai Unió növekedése az elmúlt időszakban kedvezően alakult, a brexit, illetve a német koalíciós tárgyalások alakulása kedvezőtlenül érinthetik a gazdaságot.

- A mezőgazdasági termelés nagyban függ az időjárás alakulásától, így akár pozitívan, akár negatívan befolyásolhatja a GDP szintjét.
- A munkaerőhiány is egyaránt jelent lehetőséget és kihívást: amennyiben nem áll rendelkezésre megfelelő mennyiségű és minőségű munkaerő a vállalatok számára, az lassíthatja a növekedést, ugyanakkor felfelé hajtja a béreket. A munkaerőhiány nyomán azonban a vállalatok rá vannak kényszerítve hatékonyságuk növelésére. A munkaerőhiány csökkentése szempontjából fontos a szakképzés, a felnőttképzés és a felsőoktatás folyamatos fejlesztése.
- Az uniós pályázatok hatékony felhasználása hosszabb távon is képes lesz befolyásolni a gazdasági teljesítmény alakulását.

14. ÁBRA: A KÖZÉPTÁVÚ GDP-ELŐREJELZÉS LEGYEZŐÁBRÁJA



Forrás: KSH, Századvég-számítás

Modellünk számításai szerint a kibocsátási rés az I. negyedévben bezárult, majd a III. negyedévre növekedett. Várakozásaink szerint a kibocsátási rés maximumát 2018-ban éri el, majd ezt követően ismét csökken, de a teljes előrejelzési horizonton pozitív marad. Így a gazdaság tényleges kibocsátása a potenciális felett lesz, ami az inflációt kismértékben növelheti.

Előrejelzésünk szerint tovább folytatódik a munkaerőpiac bővülése az idei év folyamán, majd 2018-ban és 2019-ben egy, a most megfigyelhető növekedési ütemnél lassabb, de stabil foglalkoztatás bővülés várható. 2017 folyamán a foglalkoztatottak létszáma 4,42 millió fő fölé emelkedik. Ez a 2016-os adathoz közel 70 ezer fővel, 1,5 százalékkal magasabb. A növekedés 2018-ban 0,6 százalékra csökkenhet, amely növekedési ütem várhatóan 2019-ben és 2020-ban stabilizálódhat. A csökkenő munkaerőtartalék következtében várhatóan lassul a munkanélküliségi ráta csökkenési üteme, 2017-re így 4,2 százalékos, míg 2018-ra 3,9 százalékos munkanélküliségi rátát prognosztizálunk. Várakozásaink szerint 2019 és 2020 között 3,7 százalék körül stabilizálódhat az állástalanok részaránya.

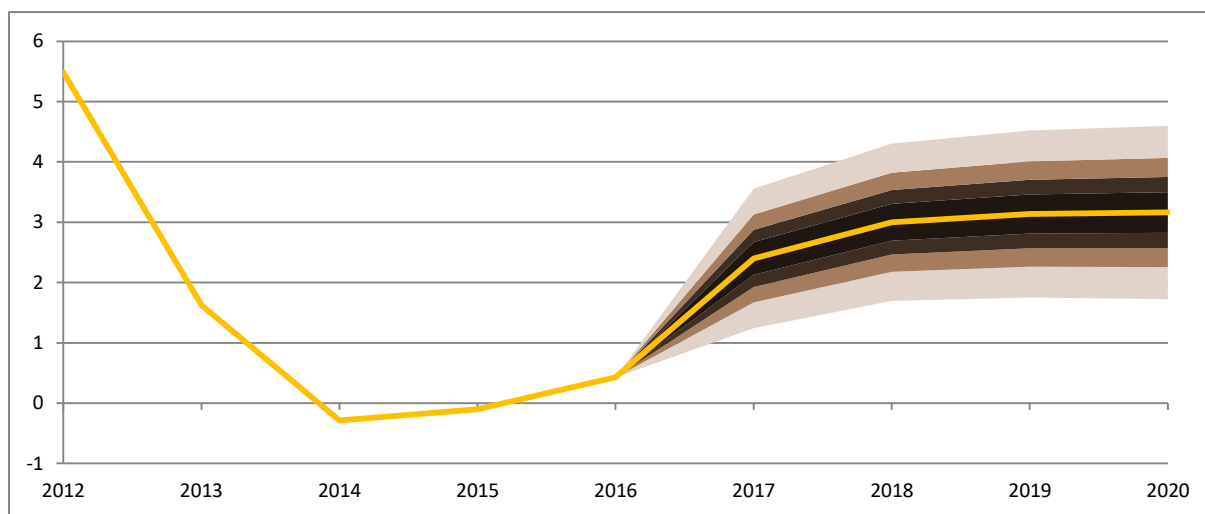
Előrejelzésünkben a jelenleginél lassabb középtávú foglalkoztatás növekedés több tényezőre vezethető vissza. A kedvezőtlen demográfiai trendek következtében a béremelések csak korlátozottan képesek csökkenteni az inaktív arányát, míg a közszférában dolgozók számának csökkenése mérsékli a foglalkoztatás növekedési ütemét. Emellett a közfoglalkoztatottak elsődleges munkaerőpiacon való fokozatos elhelyezkedése módszertani okokból kifolyólag nem jelenik meg növekedésként a statisztikai adatokban, azonban kedvező gazdasági folyamatokról ad tanúbizonyságot, csökkenti a költségvetési kiadásokat, valamint az elsődleges munkaerőpiacon elérhető magasabb fizetések következtében javítja a hátrányos helyzetűek jövedelmi helyzetét.

A bérek alakulását mind rövid-, mind pedig középtávon elsősorban kedvező folyamatok befolyásolják. A közszférában megvalósuló bérrendezések az egész előrejelzési időhorizonton felfelé hajtják a bérdinamikát. Mindeközben a versenyszférában a minimálbér és a garantált bérminimum emelése, 2017-ben 15 illetve 25 százalékkal, majd 2018-ban további 8 illetve 12 százalékkal, valamint a munkáltatói járulékok csökkentése, 2017-ben 5 százalékponttal, majd a 2018-tól 2,5 százalékponttal, hat ugyanebbe az irányba. 2019-től a tavaly novemberi bérmegállapodás következtében a béremelkedés függvényében további szociális adócsökkentések várhatóak. A kedvező hatásoknak köszönhetően soha nem látott mértékű nettó reálbér emelkedésre lehet számítani a következő évek során. 2017-ben várhatóan 10,2 százalékkal, míg 2018-ban az emelkedő inflációnak köszönhetően 5,4 százalékkal emelkedhet a nettó reálkereset. A nettó reálbér növekedési üteme várhatóan az előrejelzési horizontunk egészén fennmarad, így számításaink szerint 2016 és 2022 között elérhető a 40 százalékos nettó reálbér emelkedés. Ez azonban még mindig meghaladja a várható gazdasági növekedés ütemét, így a bérből élő háztatások relatív helyzete a teljes előrejelzési horizonton tovább javul, amelyhez a fedezetet a vállalatok adóterheinek a csökkenése biztosítja.

Előző féléves prognózisunkhoz képest nem változtattunk az inflációra vonatkozó előrejelzésünkön, így 2017-ben a tavalyi 0,4 százalék után 2,4 százalékos pénzromlásra számítunk, ami bár a Magyar Nemzeti Bank inflációs célsávján belül van, de a 3 százalékos inflációs céltől némileg elmarad. Eközben a maginfláció a tavalyi 1,4 százalék után idén 2,3 százalék lehet. A korábbinál magasabb, de a jegybanki céltől elmaradó inflációhoz egyaránt hozzájárul az alacsony olajárak bázisba kerülése, a jövedéki adó emelése, a növekvő bérek okozta költségnövekmény illetve keresletbővülés, míg a több termékkörre kiterjedő áfacsökkentés fékezi az árak emelkedését.

2018-ban előrejelzésünk szerint az infláció tartósan eléri az MNB inflációs célját, és így éves átlagban 3 százalékos prognosztizálunk. Eközben a maginfláció a teljes inflációhoz hasonlóan alakul, éves szinten 3,1 százalékos lesz. 2019-re és 2020-ra modellünk előrejelzései alapján 3,2 százalékos pénzromlást valószínűsítünk.

15. ÁBRA: A KÖZÉPTÁVÚ INFLÁCIÓS ELŐREJELZÉS LEGYEZŐÁBRÁJA



Forrás: KSH, Századvég-számítás

A magyar monetáris politika várhatóan a teljes előrejelzési horizonton laza marad, ám a Magyar Nemzeti Bank előbb-utóbb szigorításba kezd. A szigorítás kezdetét ugyanakkor előző előrejelzésünkhöz képest későbbre toltuk, így 2018-ban az alapkamat változatlan maradhat, sőt, esetlegesen további nemkonvencionális eszközökkel történő lazítás is elképzelhető.

A magyar monetáris politika ugyanakkor szorosan kapcsolódik az Európai Központi Bank politikájához: amennyiben az EKB jelentős szigorításba kezd, akkor az alapkamat emelése Magyarországon is előbb-utóbb szükségessé válik. Ugyanakkor egyelőre az Európai Központi Bank politikájában a szigorítás még nem jelent meg. A világon ugyanakkor már néhány központi bank szigorított. Ilyen a Fed mellett például a cseh és a brit jegybank is.

Fontos ugyanakkor hangsúlyozni, hogy amennyiben az MNB a monetáris politika szigorítása mellett dönt, az alapkamat nagymértékű emelése akkor sem várható, így Magyarországot az előrejelzési horizont végéig alacsony alapkamat, és így negatív reálkamat jellemezheti.

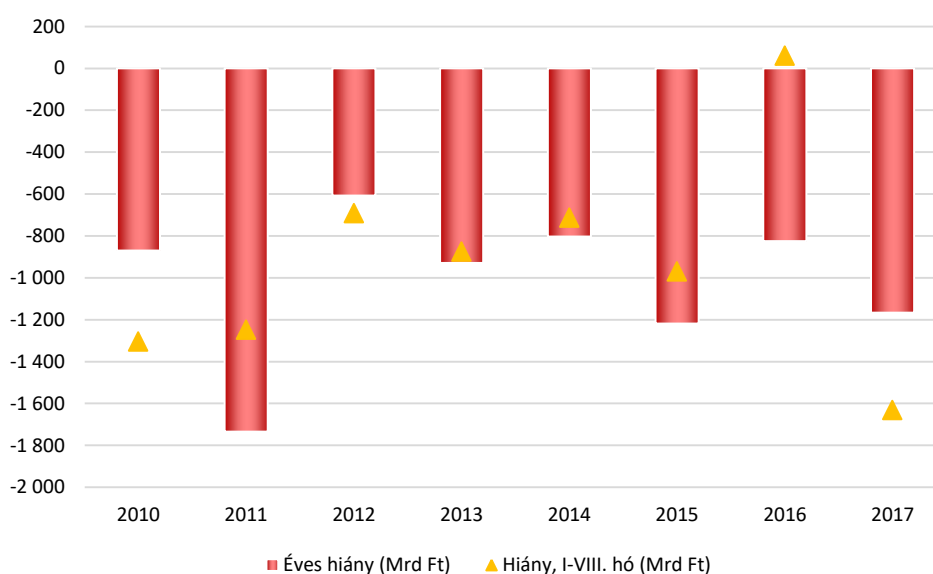
Az államháztartási helyzet prognózisa

A 2017. évi költségvetés

2017 első tizenegy hónapjában az államháztartás központi alrendszerének halmozott hiánya 1639 milliárd forintot tett ki. Ezen belül a központi költségvetés 1667 milliárd forint, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 93,3 milliárd forint deficittel zártak, az elkülönített állami pénzalapok pedig 121,3 milliárd forint többletet értek el. Novemberben a halmozott hiány 220,8 milliárd forinttal nőtt. A január–november közötti egyenleget továbbra is a kedvező gazdasági folyamatok és a tavalyi év novemberében megkötött hatéves bérmegállapodás adóbevétel-generáló hatása, másrészt az uniós projektekhez kapcsolódó kifizetések határozták meg.

A Nemzetgazdasági Minisztérium által közzétett rövid ismertetés szerint január és november között az uniós projektekkel összefüggő kifizetések tovább emelkedtek, ezek növekedése pedig erős befolyással van a költségvetés jelenlegi pénzforgalmi egyenlegére. A sikeres projektmegvalósítás érdekében a hazai költségvetés megelőlegezi a kifizetéseket, azonban ezeket a forrásokat az Európai Unió csak később utalja át hazánk számára, ami miatt ideiglenesen megemelkedik a hiány. Az uniós forráskifizetések megközelítették az 1925,2 milliárd forintot, ami több mint 500 milliárddal haladja meg a tavalyi év novemberéig kifizetett összeget. Ezzel szemben az Európai Unió eddig 381,7 milliárd forintot utalt át a hazai költségvetésnek.

16. ÁBRA: A KÖZPONTI ALRENDSZER ELSŐ TIZENEGY HAVI HIÁNYÁNAK ALAKULÁSA 2010 ÉS 2017 KÖZÖTT



Forrás: NGM, MÁK

A fejezet következő részében a rendelkezésre álló első tíz havi részletes adatokat az éves módosított előirányzattal és a megelőző év azonos időszakával hasonlítjuk össze. A 2017. év egészére vonatkozó költségvetési előrejelzésünket az adatok áttekintésével párhuzamosan készítjük el, az azonosított (pozitív, illetve negatív) kockázatokat és azok becsült mértékét részletesen taglaljuk. Az első tíz hónap részletes adataira támaszkodva, makroökonómiai modellünk legfrissebb előrejelzése segítségével pedig becslést adunk a 2017. évi – uniós módszertan szerinti és önkormányzati egyenleggel bővített – költségvetési deficitre vonatkozóan.

Bevételek

A központi alrendszer első tíz havi halmozott bevétele 14 537,9 milliárd forint volt, mely 559,8 milliárd forinttal (4 százalékkal) haladja meg a tavalyi év októberéig beérkező összeget. A bevételek nagyobb mértékű beáramlása főképp a központi költségvetés

többletbevételeiből fakad (405,4 milliárd forint), ezenkívül az elkülönített állami pénzalapok bevételei az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva 37,6 milliárd forinttal (7,3 százalék), míg a társadalombiztosítási alapok 116,8 milliárd forinttal (2,8 százalék) magasabban teljesültek.

2016 azonos időszakához viszonyítva a **gazdálkodói szervek befizetései** 1,7 százalékkal (19,3 milliárd forinttal) csökkentek, ami mögött több hatás egyidejű érvényesülése húzódik meg. A tavalyi év azonos időszakához viszonyítva

- az egyéb központosított bevételek 9,7 százalékos (34,6 milliárd forint);
- a kisadózók tételes adója 40 százalékos (22,7 milliárd forint);
- a kisvállalati adó 59,7 százalékos (7,9 milliárd forint) növekedést produkált.

Az elmúlt év utolsó negyedében elfogadott változtatások miatt a kisadózók tételes adója (kata) és a kisvállalati adó (kiva) igénybevételének a feltételei módosultak. A kata esetében a korábbi 6 millió forintról 12 millió forintra emelkedett az a bevételi összeghatár, ami felett az adózó 40 százalék adót köteles fizetni. A kiva változásai közül azt érdemes kiemelni, hogy az adóalap után a korábbi 16 helyett az idei évtől 14 százalékos adókulccsal kell adózniuk a vállalatoknak. A gazdasági tárca tájékoztatója szerint az intézkedés bevezetése óta a kata esetében 45 ezer, a kiva esetében 7 ezer új adóalany lépett be, ami magyarázza az adónemeknél jelentkező többletbevételeket. Az egyéb központosított bevételek sort leginkább az időalapú útdíjból származó egyre magasabb befizetések alakítják.

A bázisidőszakhoz viszonyítva:

- a társasági adó 12,5 százalékkal (53,4 milliárd forint);
- az egyszerűsített vállalkozási adó 21,6 százalékkal (12,4 milliárd forint);
- az egyéb befizetések 80,5 százalékkal (11,4 milliárd forint) csökkentek.

Míg előbbit az adóráta egységes, 9 százalékra való csökkentése magyarázza, addig az utóbbi csökkenése mögött az áll, hogy a másik két kisvállalati adónem kedvezőbb feltételei miatt az evát egyre kevesebben választják.

Tekintetbe véve a gazdálkodószervezetek befizetésére vonatkozó változásokat, a módosított előirányzatot alulbecsültnek tartjuk, 14 milliárd forintos pozitív kockázatot azonosítunk. Az alábbi hatásokat számszerűsítettük előrejelzésünkben:

- ***A 2016. évi becslésünk kivetítéseképp az egyéb központosított bevételek sort 29, a pénzügyi szervezetek különadóját 4 milliárd forinttal felfelé korrigáltuk.***
- ***Az alacsony teljesülés miatt a játékadó soron az előirányzat 4, míg a bányajáradék soron 6 milliárd forintos alulteljesülésre számítunk.***
- ***A kisvállalati adónemek (kata, kiva) átalakításának hatására az adónemek közötti átrendeződés indult el. Várakozásaink szerint az egyszerűsített vállalkozói adóból várható bevételek 12 milliárd forinttal alacsonyabban, a katából származó***

bevételek 3 milliárd forinttal magasabban teljesülnek majd, mint a módosított előirányzat tervszáma.

A fogyasztásiadó-bevételek a bázisév azonos időszakához képest 5,8 százalékkal (215,9 milliárd forint) emelkedtek. Az általános forgalmi adóra egyidejűleg két ellentétes irányú változás fejt ki hatását. Az elmúlt évek fogyasztásbővülése idén is folytatódik, ami egyrészt a foglalkoztatotti létszám növekedésének, másrészt a reálbérek gyors ütemű emelkedésének köszönhető. A fogyasztásbővülés adóbevétel-generáló hatását ellensúlyozzák az idei évben bevezetett adókulcs-csökkentések. 2017-ben több termékkört érintő áfakulcs-csökkentés lépett hatályba, így 27-ről 18 százalékra mérséklődött az éttermi étkezés és az internetszolgáltatás áfakulcsa, 5 százalékra pedig a friss tej, a baromfi-hús és a tojás adókulcsa. A gyakorlati tapasztalatok alapján az adóteher-csökkenést kezdetben közel teljesen a fogyasztók élvezik, majd a fogyasztói ár lassan emelkedik. Így összességében az adókulcs-csökkenést egy kisebb fogyasztásélénkülés és adóbevétel-kiesés kíséri.

A két hatás az általános forgalmi adó beáramlásában is nyomon követhető, a sor 7,5 százalékkal (194,9 milliárd forint) múlja felül a bázisidőszaki bevételeket, itt tehát a gazdaság fehéredése is tapasztalható.

Más a helyzet a jövedéki adó során, ahol az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva csupán 0,7 százalékkal (5,6 milliárd forinttal) emelkedtek a költségvetés bevételei. Az alacsony teljesülést több összetevő alakította ki: a dohánytermékek után befolyó bevételek csökkenése a jogszabályváltozásra adott piaci reakciók eredménye; az üzemanyagok forgalmának emelkedése és a bevezetett adómérték-emelkedés együttes hatásaként az üzemanyagok utáni befizetések emelkedtek; míg az egyéb termékeknél a növekedést a népegészségügyi termékadót érintő törvényi változások miatti készletezési hatás okozza.

A fogyasztásiadó-bevételek esetében negatív kockázatot prognosztizálunk, várakozásaink szerint az éves teljesülés 15 milliárd forinttal alulmúlhatja a módosított előirányzatot. Az általános forgalmi adó és a jövedéki adó esetében is az elmúlt évi teljesüléseket vetítettük ki az idei év egészére, majd a kapott eredményt az idén bevezetett intézkedéssel korrigáltuk.

- ***A fogyasztásbővülés adóbevétel-generáló hatása mellett figyelembe kellett vennünk a több termékkört érintő áfakulcs-csökkentést is. A kormányzati várakozásoknál intézetünk alacsonyabb fogyasztásbővülést jelzett előre, azonban számításainkkor nem hagyhattuk figyelmen kívül az első tíz hónapban befolyt magas adóbevételeket sem. Összességében 2017-ben az áfabevételek 5 milliárd forintos alulteljesülését várjuk.***
- ***A jövedéki adó esetében emelés történt.***
 - ***Az új szabályozás értelmében, ha a kőolaj világpiaci ára az 50 dolláros küszöbérték alá csökken, akkor automatikusan***

magasabb jövedéki adó terheli az üzemanyagokat: a gázolaj közterhe literenként 10, a benziné 5 forinttal lesz nagyobb. Eszerint az idei év első negyedében a magasabb adókulcs lépett életbe, majd a kőolaj átlagárának emelkedése miatt azóta az alacsonyabb adómérték vált érvényessé.

- **A dohánytermékek jövedéki adóját három lépésben (2016. szeptember, 2017. július, majd végül 2018. január) összesen 29 százalékkal kell megemelni uniós előírások miatt, ezért 2018 januártól a korábbi 15 700 forint/ezer szál tételes adó 16 200 forintra emelkedik, a minimumadó az ezerszálankénti 28 400-ról 28 800 forintra nő.**

A jövedéki adó módosított előirányzatát – figyelembe véve az első hét havi adatokat és az olajárváltozásra adott előrejelzésünket – 18 milliárd forinttal felülbecsültnek tartjuk.

- **A historikus adatokra és az idei év trendjeire alapozva a pénzügyi tranzakciók illetéket 8 milliárd forinttal alulbecsültnek tartjuk, tehát pozitív kockázatot azonosítunk.**

A lakosság befizetéseinél, hasonlóan a fogyasztási adókhoz, szintén folytatódik az előző év kedvező gazdasági trendje. A növekvő foglalkoztatásnak és az emelkedő bruttó béreknek köszönhetően a lakosság befizetési 11,7 százalékkal (186,3 milliárd forint) magasabban teljesülnek az egy évvel korábbi értéknél.

Az idei évben folytatódott a családi adókedvezmény emelése – a két gyermek után járó összeg (gyermekenként) havi 12,5 ezer forintról 15 ezer forintra emelkedett. Az intézkedés személyi jövedelemadót csökkentő hatását ellensúlyozza a minimálbér és a garantált bérminimum emelésének, valamint a jelentős, 10 százalék feletti átlagbér-emelkedésnek az adóbevétel-generáló hatása. Összességében az előirányzat módosítása után a lakossági befizetéseknél, kifejezetten a személyi jövedelemadó során 41 milliárd forinttal több bevételre számítunk.

2016 utolsó negyedében két olyan gazdaságpolitikai intézkedést is elfogadott a kormányzat, ami a feszes munkaerőpiacnak köszönhetően a foglalkoztatást kevésbé, míg a bruttó béreket erőteljesen érinti. Ezek szerint 2017-ben a minimálbér 15, a garantált bérminimum 25 százalékkal emelkedett, és a szociális hozzájárulási adó – a korábbi 27-ről – 5 százalékponttal csökkent. Egyrészt a fennálló munkaerőpiaci helyzet miatt nem kell a munkanélküliség jelentős emelkedésére számítani, inkább a megnövekvő bérkülönbségek miatt a közfoglalkoztatottak nagyobb arányú átlépésére a versenyszférába. Másrészt kutatásaink szerint a bérintézkedéseknek köszönhetően azokra is hatással lesz a minimálbér és a garantált bérminimum emelése, akiket közvetlenül nem érint egyik sem,

vagyis a bérek a magasabb bérkategóriákban is érdemben emelkedhetnek. Tehát a foglalkoztatotti létszám bővülésével és a munkaerőpiac kismértékű átrendeződésével a bruttó bérek erőteljes emelkedése növeli a szociális hozzájárulási adó alapját, míg annak kulcsa 22 százalékra csökkent. A két hatás eredőjeként 2017-re összesen 30 milliárd forint kiesést prognosztizálunk a szociális hozzájárulási adó éves módosított előirányzatához képest.

Kiadások

A központi alrendszer október havi halmozott kiadása 15 956,1 milliárd forint összegben teljesült, ez 2035,3 milliárd forinttal (14,6 százalékkal) magasabb, mint az elmúlt év azonos időszakában. Az emelkedés legnagyobb részét a központi költségvetés, azon is belül a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok könyvelték el.

Az egyedi és normatív támogatások, a közszolgálati műsorszolgáltatás és a szociálpolitikai menetdíj-támogatás kiadása közel azonos az elmúlt év októberéig kifizetett nagyságával.

A lakásépítési támogatások 32,8 milliárd forinttal emelkedtek (30,7 százalékos növekedés), ami a 2016 januárjában megújult családok otthonteremtési kedvezménye magyaráz. A szaktárca közlése szerint a csok indítása óta mintegy 60 ezren igényelték a támogatást több mint 160 milliárd forint értékben. Az intézkedés kedvező hatást fejt ki a teljes gazdaságra nézve is: az idei első három negyedévben az előző év azonos időszakához képest 52 százalékkal több, összesen nyolcezer új lakás épült.

A Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap kiadásai éves összehasonlításban 3,6 százalékot zsugorodtak. A családi támogatások változatlanok, míg a korhatár alatti ellátások alsora a bázisidőszakhoz képest 20,7 milliárd forinttal (3,6 százalékkal) csökkent. A csökkenés az ellátásra jogosultak számának mérséklődésével magyarázható, mivel a kedvezményezettek egyre nagyobb hányada tölti be az öregségi nyugdíj korhatárát.

A központi költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai az év első tíz hónapjában 1563 milliárd forinttal (44,1 százalék) haladták meg a bázisidőszaki értéket. Ezen belül a költségvetési szervek nettó saját kiadásai 401,4 milliárd forinttal, a szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásai 430,7 milliárd forinttal, míg az EU-támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadások 730,8 milliárd forinttal haladták meg az elmúlt év első tíz hónapjának kifizetéseit. Az uniós támogatások hazai kifizetésénél és elszámolásánál Magyarország olyan szabályrendszert állított fel, amely leginkább kedvező a forrásfelhasználásra jogosult vállalkozások és szervezetek számára. Ezért a projektek megvalósításának mielőbbi megkezdése és sikeres befejezése érdekében a kifizetéseket a hazai költségvetés megelőlegezi, ami a költségvetés számára ideiglenesen jelentős kiadás. A magas nettó kiadás hatását kompenzálja, hogy a kifizetések egy része a központi szervek, valamint az önkormányzatok részére folyósított előleg kifizetése volt, így azoknak nincs hatása az államháztartás pénzforgalmi egyenlegére (az önkormányzatoknak fizetett előlegek

ugyanakkor növelik a központi költségvetés pénzforgalmi hiányát). A kormányzati szektoron belülre utalt előlegek (így például az önkormányzatok számlájára utaltak) eredményszemléletben sem minősülnek kiadásnak, így azok nem befolyásolják az ESA-egyenleget.

Előrejelzésünk elkészítésekor a központi költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai kapcsán a Magyar Nemzeti Bank augusztusban kiadott Költségvetési jelentésére támaszkodunk.

- ***Ennek értelmében a központi költségvetési intézmények és fejezetek nettó saját kiadásaira vonatkozó prognózisunk 248 milliárd forinttal alacsonyabb a költségvetési törvény előirányzatánál. Az előirányzatokhoz képest mi is többletkiadást feltételezünk egyes felülről nyitott fejezeti kiadásoknál (a szociális és közoktatási humánszolgáltatások támogatásánál), továbbá számoltunk a NAV-nál a célprémiumok kifizetésével. Jelentősen csökkentik ugyanakkor a nettó saját kiadást a fejezeteknek kifizetendő uniós előlegek, valamint az előlegek miatt a tervezettnél alacsonyabb saját forrású önrész kiadások. Fontos, hogy az uniós támogatások alacsonyabb felhasználása mérsékli a pénzforgalmi elszámolásokhoz kapcsolódó pozitív eredményszemléletű korrekciók mértékét, így az ESA szerinti kiadásmegtakarítás alacsonyabb lesz a pénzforgalomban jelentkező kiadásmegtakarításnál.***
- ***Az uniós programokhoz kötődő nettó pénzforgalmi kiadásra vonatkozó prognózisunk szerint a törvényi előirányzat akár 377 milliárd forinttal túlteljesülhet. Prognózisunk alacsonyabb bevételt és magasabb kiadást tartalmaz. Az alacsonyabb bevétel oka, hogy várakozásunk szerint a kifizetéseken belül az előlegek aránya a teljes kifizetés 50 százaléká körül alakulhat, és ezeknek a tényleges felhasználásukig nem várható a kiadások pénzügyi rendezése az EU részéről.***

A költségvetési előrejelzés gyakorlata szerint, míg a bevételeknél – leginkább az adóbevételeknél – alapozhatjuk az előrejelzésünket az idősoros adatokra, addig a kiadási oldal esetében ez nem teljesen igaz. A kiadások között is elkülöníthetünk jól kalkulálható, rendszeresen felmerülő kiadásokat, amelyeknek kiszámítható pályájuk van, és nehezen előre jelezhető – többnyire egyszeri vagy egyéb döntésektől függő, gyakorta változó – tételeket. Éppen ezért a kiadási oldalon számszerűsített kockázatokat az átláthatóság érdekében nem a címsorokhoz kapcsolva, hanem külön-külön mutatjuk be.

Nyugdíjkiadások: az üzemanyagárak hosszú ideig tartó stagnálás, illetve csökkenés után az elmúlt évben emelkedésnek indultak, ez és egyéb külső és belső hatások eredményeként a költségvetést megalapozó 1,6 százalékos inflációnál magasabb volt a pénzromlás mértéke. Mivel az állam vállalja a nyugdíjvédelmek vásárlóerejének megtartását, ezért novemberben visszamenőlegesen ***nyugdíjemelést*** kaptak a nyugdíjasok. Ezenfelül a Kormány

az év utolsó negyedében döntött a nyugdíjasok **Erzsébet utalványáról**. A felsorolt két tételt nem tartalmazta a költségvetési előirányzat, így azok egyenlegrontó tételként jelentkeznek. A nyugdíjasok novemberben – köszönhetően a gazdasági növekedésnek – **nyugdíjprémiumban** is részesültek, azonban ezt a tételt tartalmazta a költségvetés. Össességében **65 milliárd forintnyi túlköltést várunk a nyugdíjkiadások során**.

Start-munkaprogram: a szociális hozzájárulási adó alakulásánál már bemutatott munkaerőpiaci folyamatoknak köszönhetően előrejelzésünkben a közfoglalkoztatottaknak az elmúlt éveknél nagyobb arányú átlépését várjuk a versenyszférába. Ennek köszönhetően a költségvetésnek megtakarítása keletkezik a **Start-munkaprogram kiadásai során**, amit az év egészére **98 milliárd forintnyi pozitív kockázatként határoztunk meg**.

Szociálpolitikai menetdíj-támogatás: historikus idősorokra támaszkodva **előrejelzésünk 10 milliárd forintos megtakarításra számít** a módosított előirányzathoz képest.

Kamategyenleg

A kamatbevételek az év első tíz hónapjában 90,9 milliárd forintos szintet értek el, a kamatkiadások pedig 890,7 milliárd forintot tettek ki, így a nettó kamatkiadás összegében 799,8 milliárd forinton állt. A halmozott októberi kamategyenleg 86,2 milliárd forinttal lett magasabb az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva.

Az államadósság forint–deviza arányából és a fix–változó arányból készített becslésünk mellett figyelembe vette intézetünk a megújuló kötvényeket és a teljes hátralévő futamidőt, így 2017-re 20 milliárd forint nettó kamatkiadás-emelkedést várunk a módosított előirányzathoz képest.

Egyenleg és államadósság

A 2017. évi költségvetésben szereplő bevételi és kiadási előirányzatok vizsgálata után a költségvetési törvényben előirányzott 2,4 százalékos GDP-arányos deficittel szemben 1,8 százalékos hiányt valószínűsít előrejelzésünk.

1. táblázat: A 2017-es költségvetést övező kockázatok (eltérés az egyenlegtől)

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	14	0,04%
Fogyasztási adók	-15	-0,04%
Lakossági befizetések	41	0,11%
Szociális hozzájárulási adó	-30	-0,08%
Bevételi oldali kockázatok	10	0,03%
Szociálpolitikai menetdíj-támogatás	-10	-0,03%
Nyugdíj kiadások	65	0,17%
Start-munkaprogram	-98	-0,26%

Költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai	129	0,34%
Nettó kamatkiadások	20	0,05%
Kiadási oldali kockázatok	106	0,28%
Központi alrendszer egyenlege	-96	-0,25%
Önkormányzati alrendszer egyenlege	442	1,17%
ESA-híd	-131	-0,35%
Összesen	215	0,57%

Forrás: Századvég-számítás

2016-tól az államadósságnak már nemcsak az Alaptörvénybe foglalt, változatlan árfolyamon számolt, bruttó GDP-arányos ráta csökkenésének kell megfelelnie, hanem az Európai Unió egyhuszados szabályának is eleget kell tennünk. Ennek a szabálynak az értelmében az államadósság teljes hazai össztermék 60 százalékát meghaladó részének egyhuszadával kell csökkenteni a GDP-arányos államadósságot. Intézetünk előrejelzése szerint a 2016. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re és a költségvetési hiányra vonatkozó, a KESZ-állomány 2016. december 31-i szintjével kalkulálva – 2017 végére a GDP 71,4 százalékára csökkenhet. Ez a fent említett államadósság-szabályok mindegyikének eleget tesz.

2018. évi költségvetési kilátások

Aktuális makrogazdasági előrejelzésünkre alapozva kivetítést készítünk a bevételek és a kiadások alakulására, eredményeinket összevetjük az elfogadott javaslat előirányzataival.

A bevételi oldalt várhatóan ismét a gazdasági növekedés és a kormányzat gazdaságfehérítő intézkedései alakítják majd. A folyamatosan csökkenő munkanélküliség és az emelkedő reálbérek támogatják a hazai gazdasági szereplők fogyasztását és beruházásait, amik jelentős adóbevétel-generáló hatással járnak. Ugyanakkor a 2015 decemberében bevezetett növekedési adóhitel kedvezmény kezdeti fellendülése alábbhagyott az elmúlt évben, így a kedvező egyszeri tételként megjelenő 2015-ös igénybevétel után 2018-ban már nem keletkezik bevétel, ami miatt a társaságiadó-bevételek visszaesése várható. Összességében **a gazdálkodószervezetek befizetéseit 32 milliárd forinttal** és a **lakossági befizetéseket 26 milliárd forinttal alul-, míg a fogyasztási adókat 28 milliárd forinttal felülbecsültnek** tartjuk.

Makrogazdasági előrejelzésünk a GDP növekedésére kisebb növekedést tartalmaz, mint a költségvetést megalapozó makrogazdasági pálya, ezért a nyugdíjjövedelmeket kétszeresen kellett korrigálnunk. Mivel az éves nyugdíjemelések esetében az állam vállalja a nyugdíjjövedelmek vásárlóerejének megtartását, így várakozásunk szerint ez nagyobb kiadást jelent a költségvetés számára, mint az előirányzatban szereplő, ugyanakkor a

nyugdíjprémiumot felülbecsültnek tartjuk, ami kiadáscsökkentő tételként lép fel. A két hatás kalkulációnk alapján kioltja egymást.

A **szociális hozzájárulási adó csökkentésével** együtt a reálbértömeg növekedését és a foglalkoztatotti létszám bővülését várjuk makrogazdasági előrejelzésünkben. Az emelkedő adóalap és a csökkenő adókulcs (2018-ra 19,5 százalékos szociális hozzájárulási adókulcsra számítunk) ellentétes irányú hatásából összességében az előirányzathoz viszonyítva **100 milliárd forinttal kevesebb adóbevételre számítunk** 2018-ban. A munkaerőpiaci folyamatok egyenlegjavító hatása, hogy a közfoglalkoztatásban elhelyezkedők korábbinál nagyobb arányú átlépését prognosztizáljuk a versenypiacra. Figyelembe véve a közfoglalkoztatás létszámcsökkentését és a kötelező béremelés együttes hatását, a **Start-munkaprogram során 15 milliárd forintnyi kiadáscsökkenésre számítunk**.

A kiadási oldalon fontos még megemlíteni a lakásépítési támogatásokat. A novemberben megjelent kormányrendelet szerint 2018. januártól a harmadik vagy további gyermekek vállalása esetén 1-1 millió forintot elengednek a meglévő, lakáscélú vagy nem lakáscélú jelzáloghitelekből. Az új támogatási formára a jövő évi költségvetésben 17 milliárd forintot különítettek el, azonban a keret felülről nyitott, vagyis annyi támogatást nyújtanak, amennyi igénylő lesz. Figyelembe véve a lakhatási támogatások 2017-es igénybevételét, számításaink szerint ez az intézkedés finanszírozható az előirányzat jelenlegi összegéből.

Az államadósság forint–deviza arányából és a fix–változó arányból készített becslésünk mellett figyelembe vette intézetünk a megújuló kötvényeket és a teljes hátralévő futamidőt, így 2018-ra az előirányzatnál **11 milliárd forinttal alacsonyabb nettó kamatkiadást prognosztizálunk**.

Az önkormányzati szektor és az ESA-híd esetében a Magyar Nemzeti Bank augusztusban megjelent költségvetési jelentésére támaszkodunk. Ennek értelmében **a helyi önkormányzatok esetében az előirányzathoz képest 50 milliárd forinttal kedvezőbb egyenleggel kalkulálunk**, mint az előirányzat, mert az uniós forrásfelhasználásnál lassabb ütemet várunk, mint a tervszámok. **Az ESA-híd** – ami a pénzforgalmi és eredményszemléletű egyenleg közötti váltásnak felel meg – **esetében a törvényi előirányzatnál 113 milliárd forinttal kedvezőbb egyenleget tartalmaz előrejelzésünk**. Az eltérést egyrészt a kamatelszámolás eredményszemléletű korrekciója okozza, másrészt a 2017-es előrejelzésben már részleteztük, hogy az uniós források effektív felhasználásának lassabb felfutására számít a prognózis, aminek a 2017-es ESA-híd kapcsán negatív, a 2018-as ESA-híd esetében pedig pozitív hozadéka van.

2. táblázat: A 2018. évi költségvetésről szóló törvénytervezetben azonosított kockázatok

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
----------	--------	---------------------

Gazdálkodói befizetések	32	0,08%
Fogyasztási adók	-28	-0,07%
Lakossági befizetések	26	0,06%
Szociális hozzájárulási adó	-100	-0,25%
Bevételi oldali kockázatok	-70	-0,17%
Start-munkaprogram	-15	-0,04%
Nettó kamatkiadások	-11	-0,03%
Kiadási oldali kockázatok	-26	-0,06%
Központi alrendszer egyenlege	-44	-0,11%
Önkormányzati alrendszer egyenlege	50	0,12%
ESA-híd	113	0,28%
Összesen	119	0,29%

Forrás: Századvég-számítás

Egyenleg és államadósság

Az önkormányzatok gazdálkodása, valamint az ESA-híd tekintetében elfogadtuk a Magyar Nemzeti Bank előzetes becslését, így összességében a kormányzat által a 2017-es költségvetési törvény tervezetében prognosztizált 2,4 százalékos GDP-arányos hiányhoz közeli, 2,1 százalékos hiánnyal számolunk 2018-ra. Kivetítésünk alapján az államadósság maastrichti kritériumok alapján kalkulált hiánya a GDP 69,8 százalékát éri majd el, amivel hazánk teljesíti az államadósság csökkentésére vonatkozó előírásokat.

A 2019–2020. évi fiskális prognózis

A fiskális politika hatékonyságának mércéjét az államháztartási folyamatok fenntarthatósága jelenti, amit lefordíthatunk úgy, mint a rövid- és hosszútávon jelentkező szükségletek és feladatok közötti egyensúly megteremtése. Állandó feladatunk egyrészt a versenyképesség – mint európai, mind globális trendnek megfelelő – biztosítása, ami a gazdasági növekedés biztos forrása. Másrészt az európai társadalmak nagytöbbsége, így Magyarország előtt is komoly demográfiai kihívások állnak: módot kell találni, hogy a társadalom előregedését megfelelően kezeljük, illetve a demográfiai folyamatokat kedvezőbb irányba mozdítsuk elő. A két kiemelt feladat komoly hangsúlyt kap 2010 óta és ezen prioritások mentén szerveződik a középtávon ismert fiskális politika is.

Fejezetünk következő részében áttekintjük, melyek azok az intézkedések, amikre a következő években számíthatunk.

Munkaerő-piac

A 2016 végén bejelentett munkaerő-piaci intézkedések 2018 után is folytatódnak. 2019-től négy éven keresztül további 2-2 százalékponttal csökken a munkáltatói járulék mértéke, ha 6 százalékot elér a reálbér növekedés, tehát összességében hat év alatt 27 százalékról 15,5 százalékponttal csökkenhet a munkáltatói járulék.

Családpolitika

A kétgyermekes családok családi adókedvezmény 2019-ig évente, lépcsősen tovább emelkedik. A családi adókedvezmények egyenletes, évenkénti emelkedésének eredményeként a kétgyermekes családok esetében 2017. évi 15 000 forintos kedvezmény 2019-ig 20 000 forintra növekszik.

2016 január elsejétől egészen 2019. december 31-ig az új lakások értékesítésekor vagy építésekor a korábban érvényben lévő 27 százalékos általános forgalmi adó mértéke 5 százalékra csökken. Az intézkedéssel párhuzamosan a kormány meghirdette a Családok Otthonteremtési Kedvezményét, ami a gyermekes családok lakáscélú terveit támogatja. A jelenlegi, hatályos állapot szerint mindkét intézkedés 2019-ig áll fenn, egyszerre javítva a családok helyzetén, és élénkítve az építőipari termelést.

2030-ig a kormány a termékenységi ráta 2,1 százalékig való növelését tűzte ki céljául, hogy népesedési fordulat valósulhasson meg. Ezért 2018-tól kezdődően a hazai családpolitika újabb elemekkel bővül:

- a diákhitel tartozással rendelkező fiatal nőknek két gyermek esetén a tartozás 50 százalékát, három vagy több gyermek esetén a teljes adósságot elengedik;
- a diplomás gyed időtartamát kitolják egy évvel, így az a gyermek kétéves koráig meghosszabbodik az egyetemisták esetében is;
- minden 2018. január 1-je után megszülető 3. és további gyermek után a meglévő lakáscélú és szabad felhasználású jelzáloghitelekből, illetve az újonnan felvett lakáscélú hitelekből engednek el 1-1 millió forintot.

A kormányzat aktív családpolitikája komoly lépés, aminek célja a kedvezőtlen demográfiai folyamatok javítása. Az intézkedéseknek köszönhetően a népességfogyás üteme lelassulhat, így lehetőséget kap az ország a megfelelő gazdasági struktúra kialakítására.

Versenyképesség

A 2014–2020 között lehívható 12 000 milliárd forint fejlesztési és beruházási támogatások legalább 60 százalékát gazdaságfejlesztésre és munkahelyteremtésre fordítja a kormány. További források jutnak az egészségügyi és szociális ágazatok fejlesztésére, a társadalmi felzárkózást elősegítő programokra, valamint a közigazgatási és közszolgáltatási infrastruktúra modernizálásra. Fontos változás, hogy a korábbinál nagyobb szerepet szán a kormányzat a visszatérítendő támogatásokra, ami a források többszöri kihelyezését teszi lehetővé.

Életpálya modellek

Az állami szférában dolgozók bérrendezése az elmúlt években folyamatosan zajlik. Az életpályamodellek keretében történő bérnövekedés hatására egyrészt nőhet a fogyasztás és a megtakarítás, másrészt a magasabb fizetés a csoport külföldi munkavállalásának esélyét csökkenti.

Az egyik legkorábban bevezetett életpályamodellnek, a pedagógusi életpályamodellnek köszönhetően az érintettek a 2013–2014-es tanévben megígért bérnövekedésük 60 százalékát kapták meg, ami a 2018–2019-as tanévig évenként lépcsőzetesen további 10–10 százalékkal növekszik.

A hivatásos állományú rendvédelmi és honvédelmi dolgozók 2015. július 1-jétől átlagosan 30 százalékos illetményemelésben részesültek, majd ezt követően 2019-ig évente további 5-5 százalékos, tehát összesen 50 százalékos átlagos illetményemelésben részesülnek.

Vállalkozások támogatása

2017-ben a duplájára emelkedett a legkisebb vállalkozások adókedvezménye azzal, hogy a korábbi havi félmillió forint helyett már egymillió forintos bevételnél is lehet a kisadózók tételes adója alapján adózni, emellett kétmillió forinttal, évi 8 millió forintra emelte az alanyi mentesség határát az áfában. A gazdaságpolitika továbbra is ezen az úton akar tovább haladni, ezért a kormány megkezdte az Európai Unióval a tárgyalásokat annak ügyében, hogy az alanyi áfamentesség határát tovább emelhessék évi 12 millió forintra. Amennyiben Brüsszel engedélyezi az intézkedést, úgy a magyarországi kisvállalkozások minimális adóadminisztrációja egyedülálló lehet uniós szinten is. Maga az áfamentesség határának emelése 605 ezer adózónak jelentene könnyebbséget, továbbá 25 milliárd forintos megtakarítást eredményezne a kisvállalkozóknak, és azt, hogy az érintettek egy évben egyszer, 10-15 perc alatt letudhatják az adóhatósággal szembeni elszámolási kötelezettségüket. Az új szabályozás akár 2019. január 1-jétől életbe léphetne.

A részletezett tételek változását modellünkbe beépítve, összességében a 2017. évi Konvergenciaprogramban szereplő értékeket megalapozottnak tartjuk. A kedvező makroökonómiai folyamatok fennmaradása mellett intézményünk az államháztartás GDP-arányos egyenlegének és a változatlan árfolyamon számolt bruttó államadósság szintjének kedvező alakulására számít, ami egyaránt megfelel a vonatkozó hazai és európai uniós elvárásoknak is. Fiskális politikai modellünkkel készített, középtávú előrejelzésünk szerint a maastrichti kritériumok szerint kalkulált GDP-arányos hiány 2019-ben 1,9, MÍG 2020-ban 2 százalékos szintet érhet el. A hiány intézetünk által várt szintje mindkét év esetében kis mértékben pesszimistább a Konvergencia Programban megismert kormányzati várakozásoknál. Hasonló a helyzet a bruttó módon számolt, GDP-arányos államadósság

esetében, amit kutatócsoportunk 2019-re 67,8, 2020-ra pedig 65,7 százalékos államadósságot prognosztizált. A kormány által tervezett célpályát így teljesíthetőnek ítéljük, ami megszorítások nélkül is abszolválható.

Táblázatok

3. táblázat: Középtávú előrejelzés

	2016	2017	2018	2019	2020
Bruttó hazai termék (volumenindex)	2,2	3,9	3,7	3,0	3,3
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)	4,2	4,3	4,2	3,3	4,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)	-10,6	21,7	6,2	5,4	-4,5
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	3,4	6,8	5,4	5,5	6,0
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	2,9	10,1	5,6	5,3	3,6
Fogyasztóiár-index (%)	0,4	2,4	3,0	3,2	3,2
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	0,9	0,9	0,9	1,05	1,5
Munkanélküliségi ráta (%)	5,1	4,2	3,9	3,8	3,7
A bruttó átlagkereset alakulása (%)	6,1	12,8	8,6	8,2	8,7
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-1,9	-1,8	-2,1	-1,9	-2
A bruttó államadósság-ráta a GDP százalékában (EDP)	73,9	71,4	69,8	67,8	65,7
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)	1,9	2,3	2,1	1,9	1,8
Brent típusú olaj hordónkénti ára (USD)	45,13	54,3	62,7	58,92	57,14
Euróárfolyam (HUF)	311,5	309,6	309,8	314,5	317,0

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

4. táblázat: Az előrejelzés változása az előző félévhez képest

	Előrejelzés – 2017 tél				Előrejelzés – 2017. nyár			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Bruttó hazai termék (volumenindex)	3,9	3,7	3	3,3	3,8	3,8	2,4	2,7
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)	4,3	4,2	3,3	4,2	3,7	4,0	3,0	3,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)	21,7	6,2	5,4	-4,5	17,2	8,4	-0,7	-5,4
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	6,8	5,4	5,5	6	7,7	5,2	6,3	7,9
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	10,1	5,6	5,3	3,6	9,3	5,7	5,8	6,3
Fogyasztóiár-index (%)	2,4	3,0	3,2	3,2	2,4	3,0	3,2	3,2
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	0,9	0,9	1,05	1,5	0,9	1,05	1,5	2,0
Munkanélküliségi ráta (%)	4,2	3,9	3,8	3,7	4,5	4,3	4,1	3,9
A bruttó átlagkereset alakulása (%)	12,8	8,6	8,2	8,7	12,0	8,6	8,4	8,2
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-1,8	-2,1	-1,9	-2	-2,4	-2,4	-1,9	-1,9
A bruttó államadósság-ráta a GDP százalékában (EDP)	71,4	69,8	67,8	65,7	72	69,7	67,8	65,9
GDP-alapon számított külső kereslet	2,3	2,1	1,9	1,8	2,0	1,9	1,8	1,8
Brent típusú olaj hordónkénti ára (USD)	54,3	62,7	58,9	57,1	51,1	50,9	51,3	52,8
Euróárfolyam (HUF)	309,6	309,8	314,5	317	309,4	307,6	312,0	315,4

Forrás: Századvég-számítás