

# **Elemzés és előrejelzés a magyar gazdaság és a külgazdaság legfontosabb folyamatairól**

**2018. június**

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A jelentést Regős Gábor makrogazdasági üzletágvezető szerkesztette.

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

Az előrejelzéshez felhasznált adatbázis június 8-án zárult le.

# Tartalomjegyzék

<b>Vezetői összefoglaló .....</b>	<b>1</b>
<b>Nemzetközi környezet .....</b>	<b>8</b>
A globális konjunktúra alakulása .....	8
Munkaerőpiac .....	12
Monetáris kondíciók alakulása .....	15
Pénzügyi folyamatok .....	16
Az infláció alakulása .....	21
Fiskális politika.....	23
<b>A magyar gazdaság jelenlegi helyzete.....</b>	<b>26</b>
A hazai növekedés alakulása .....	26
Munkaerőpiaci folyamatok .....	31
Infláció .....	34
Monetáris és pénzpiaci kondíciók .....	38
Hitelezési helyzet.....	45
Külső finanszírozási képesség.....	48
<b>A várható makrogazdasági és fiskális pálya (2018).....</b>	<b>51</b>
Feltevéseink alakulása .....	51
A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés .....	54
A külső egyensúly várható alakulása.....	59
Az államháztartási helyzet prognózisa .....	60
Bevételek.....	61
Kiadások .....	63
Kamat egyenleg.....	65
Egyenleg és államadósság .....	66
<b>Táblázatok .....</b>	<b>68</b>

## Vezetői összefoglaló

2018 első negyedében az Európai Unió gazdasága 2,4, míg az Egyesült Államoké 2,8 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A beruházások bővülést támogató szerepe növekedett az Európai Unióban, az USA-ban pedig változatlanul jelentős maradt.

Gyorsult az idei évben a foglalkoztatás bővülése az USA-ban, így a munkanélküliségi ráta 2000 óta nem látott szintre, 3,8 százalékra mérséklődött, azonban a feszes munkaerőpiac ellenére továbbra is az inflációt alig meghaladó ütemben emelkednek az átlagos órabérek. Az összes tagországban nőtt a foglalkoztatottak száma az EU-ban, azonban a növekedési ráták jelentős szórást mutatnak (0,1–5,3 százalék).

Tovább emelte a Fed az alapkamatot, az 1,75–2-es sávba, míg a jegybankárok véleménye alapján jelentősen nőtt az idei további két kamatemelés esélye. Mario Draghi bejelentette az eszközvásárlási programok lezárását: szeptember végéig havi 30 milliárd euró értékben, majd azt követően további 3 hónapig havi 15 milliárd euró értékben vásárol állampapírokat és vállalati kötvényeket az EKB. Az olasz választást követően a kismértékű emelkedés után csökkenés ment végbe a 10 éves állampapírpiaci hozamok tekintetében a nagyobb piacokon, köszönhetően a kialakult pániknak: a német 15,9, a francia 7,5, az angol pedig 7,2 bázisponttal esett vissza. A régiós hozamok tekintetében kicsit eltérő kép bontakozott ki: a lengyel és a szlovák hozamok a nagy piacok hozamaihoz hasonlóan csökkenést mutattak (rendre –6,6 és –16,5 bázispont), míg a cseh és magyar hozamok emelkedtek (rendre 4,5 és 49,4 bázisponttal). Az áprilisi adatok alapján az amerikai inflációs ráta 2,5, míg az európai uniós 1,6 százalékot tett ki. Májusban az amerikai fogyasztóiár-index hatéves csúcsra, 2,8 százalékra nőtt. Az emelkedő olajárak miatt növekvő háztartási energia árai azonban várhatóan emelhetik a rátát a következő hónapokban.

Az Európai Bizottság tavaszi előrejelzése alapján tovább csökkenhet a költségvetési hiány és az államadósság úgy az Európai Unióban, mint az eurózónában, azonban ez nem a költségvetési fegyelem, hanem a kedvező konjunkturális folyamatok eredménye.

A magyar gazdaság a nyers adatok alapján 4,4 százalékkal, míg a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok alapján 4,7 százalékkal bővült az első negyedévben. Termelési oldalról minden ágazat pozitívan járult hozzá a növekedéshez, kivételt képez ez alól a mezőgazdaság. A gazdaság bővülését továbbra is a szolgáltató ágazatok adják leginkább, amelyek 2,6 százalékponttal járultak hozzá a növekedéshez. A szolgáltató ágazatokon belül jelentős bővülést regisztráltak az információ, kommunikáció, a kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás, valamint az egyéb szolgáltatások terén. Az ipar hozzáadott értéke 2,0, míg az építőiparé 22,5 százalékkal nőtt: így mindkét ágazat 0,5 százalékponttal segítette elő a GDP növekedését. Az építőipar esetében a jelentős

bővülést az uniós támogatásokból finanszírozott, illetve a versenyszférában végbemenő projektek, valamint az 5 százalékra csökkentett lakásáfa és a Családi Otthontermelési Kedvezmény is támogatták. Az ágazat szerződésállományának volumene mindössze 8,0 százalékkal emelkedett az első negyedévben az előző év azonos időszakához képest, amelyet főként a tavalyi magas bázis magyaráz.

Felhasználási oldalról nézve továbbra is a háztartások fogyasztása és a beruházások játszanak döntő szerepet a növekedésben. Előbbi 5,9 százalékkal növekedett éves alapon, míg utóbbi 17,1 százalékkal, így rendre 2,9, illetve 2,8 százalékponttal járultak hozzá a GDP bővülési üteméhez. A fogyasztás növekedésében a 10,0 százalékkal emelkedő reálkeresetek és a bővülő foglalkoztatás játszott szerepet, így a válság előtti idősakkal szemben az nem járt az eladósodottság növekedésével. A magas bázisidőszaki érték hatására jelentősen csökkent az import és az export növekedése az első negyedévben: előbbi 3,8 százalékra, míg utóbbi 3,5 százalékra. Ennek köszönhetően a külkereskedelmi egyenleg alig változott, és így a külkereskedelmi mérleg se nem lassította, se nem gyorsította a gazdaság növekedését. A kivitelben belül az áru- és a szolgáltatásexport is bővült, míg az importon belül a szolgáltatásimport 2,8 százalékkal mérséklődött, amelynek köszönhetően a szolgáltatások részaránya a külkereskedelmi egyenlegen belül 82,7 százalékra emelkedett.

Erőteljesen kezdte az idei évet a hazai munkaerőpiac. A foglalkoztatottak szezonálisan kiigazított száma kiemelkedő mértékben, 32 ezer fővel bővült, 4,47 millió főre. Az aktivitás növekedése mellett tovább csökkent a munkanélküliek aránya az első negyedévben, ennek köszönhetően már csak az aktívak 3,7 százalékának nem volt állása, amely a negyedik legalacsonyabb adat az Európai Unióban. A munkanélküliség további mérséklődését a közfoglalkoztatás visszaszorulása mellett sikerült elérni, az első negyedévben átlagosan már csak 141 ezren dolgoztak a Start munkaprogramokban, ami éves szinten több mint 34 ezer fős csökkenés. A munkaerőhiány, a minimálbér 8, illetve a garantált bérminimum 12 százalékos emelése, valamint a közszférát érintő bérrendezések következtében idén is folytatódott a béremelések. A nettó átlagkereset egy év alatt 12,2 százalékkal emelkedett, ami a 2 százalékos inflációt is figyelembe véve 10 százalékkal növelte a reálkeresetek értékét.

2018 első negyedévében is folytatódott az árak emelkedése a gazdaságban: januárban 2,1, februárban 1,9, márciusban pedig 2,0 százalékkal növekedtek a fogyasztói árak. Áprilisban és májusban is emelkedtek az árak, rendre 2,3 és 2,8 százalékkal, amelynek a háttérben a forint jelentős gyengülése, valamint az olajárak növekedése állt. Az infláció alakulásához hozzájárult az Egyesült Államok kitermelésének vártnál nagyobb növekedése nyomán csökkenő üzemanyagár, amely az első negyedévben 1,8 százalékkal mérséklődött. Ezt követően ismét növekedésnek indultak az olajárak és így az üzemanyagárak is, amelyhez jelentős mértékben hozzájárult a venezuelai és argentin államcsődközeli helyzet miatti exportvisszaesés, valamint az Iránra kivetett szankciók. Az árak emelkedését hajtotta a jövedékiadó-emelések következtében a dohánytermékek 10,0 százalékkal megugró ára,

valamint az élelmiszereknél mért 4,1 százalékos drágulás is. A 2018 elején életbe léptetett áfacsökkentések hatására a sertésbelsősek 2,2, míg az internetes és telefonos szolgáltatások ára 6,4 százalékkal mérséklődött. Nem érzékeltette hatását ellenben az áfakulcs mérséklése az éttermi szolgáltatások és a halak esetében: ezek az előző év azonos időszakához képest rendre 5,6 és 1,9 százalékkal kerültek többre. Az előző években bevezetett áfacsökkentések esetében is hasonló figyelhető meg: a sertéshús 4,0, a baromfihús 3,8, a friss tej 6,0, a tojás pedig 37,4 százalékkal drágult. A tojás árában tapasztalható erőteljes növekedés hátterében a tavalyi európai madárinfluenza-járvány kitörése, valamint az augusztusban kirobbanó fipronil-botrány miatt kialakult tojáshiány áll. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció 2018 első negyedében továbbra is 2,3 százalékon állt, míg a nyers maginfláció 2,5 százalékra mérséklődött. Az MNB kommunikációja alapján az infláció 2019 közepén éri el a kitűzött 3 százalékos célt, amelyet továbbra is nem konvencionális eszközök alkalmazásával kívánnak támogatni.

A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa a tavasz folyamán mindhárom kamatdöntő ülésén egyaránt változatlanul (0,9 százalékon) hagyta az irányadó kamatát. A hazai jegybank szeptemberi deklarációjának megfelelően a 3 hónapos jegybanki betét 2017. december végén és azóta minden hónapban az elhelyezhető maximális szintjén, 75 milliárd forintban zárt. Ennek az intézkedésnek a célja a meglehetősen nagy forintlikviditás kiszorítása a 3 hónapos jegybanki betétből és ezzel egy időben a hosszabb futamidejű állampapírok hozamainak csökkentése a lejjebb részletezett monetáris politikai célú kamatswap (MIRS) révén megjelenő nagyobb kereslet miatt. A cél sikeressége nyilvánvalóan a nagyobb pénzügyi turbulenciák alkalmával sérülhet is. További cél az is, hogy a referenciahozamok (BUBOR) szintjének mérséklésén keresztül a vállalati és a lakossági hitelek költségei csökkenjenek.

A magyar jegybank Monetáris Tanácsa novemberi döntése értelmében a hitelfelvevők kamatkockázatát is mérsékelni igyekeznek. Ebből a célból a Monetáris Tanács feltétel nélküli, 5 és 10 éves futamidejű monetáris politikai célú kamatcsereeszközt (MIRS) (változó kamatozást cserél fix kamatozásúra) vezetett be, amelynek 2018 első fél évére vonatkozó keretösszegét 600 milliárd forintban határozta meg. Az MNB egy célzott programot is indított február végén, amelyben jelzálogleveleket vásárol. A fő cél a hosszú kamatperiódusú lakossági jelzáloghitelek arányának növelése és ezáltal a pénzügyi stabilitás javítása.

Magyarország befektetői megítélése kedvezőtlenül alakult a 2018. március elejétől június elejéig tartó időszakban: nőtt a CDS-felár (84 bázispontról 88 bázispontra), emelkedett a 10 éves állampapírhozam (2,69-ről 3,17 százalékra), a forint pedig gyengült a svájci frankkal (272-ről 278 forintra), az euróval (314-ről 320 forintra) és a dollárral (258-ről 274 forintra) szemben.

*Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága az előzetes adatok szerint 2018 első negyedévének végén 28 044 milliárd forint volt, amely a GDP 72,3 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 74,1 százalék után.*

*Az elmúlt időszakban a Moody's a meghirdetett időpontban (2018. június 1-jén) nem változtatott a magyar államkötvények hitelminősítésén, és nem is nyilatkozott a jelenlegi besorolásról, azaz továbbra is a 2016-ban meghozott, jelenlegi befektetésre javasolt kategória legalsó szintje van érvényben.*

*Az államadósság devizaaránya stagnált az elmúlt időszakban, mivel a 2018. január végi 21 százalék után 2018 áprilisának végén is 21 százalékot tett ki, és az ÁKK 2018. évi finanszírozási tervében meghatározott (és 2017. évi tervhez képest nem változtatott) 15–25 százalékos sávban tartózkodott.*

*Magyarország továbbra is megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, hiszen a rövid lejáratú devizatartozás szintjénél jelentősen magasabb (1,4-szeres) a jegybanki devizatartalékok szintje.*

*A folyó fizetési mérleg pozitív egyenlege és a külföldiek által hazai fizetőeszközben tartott állampapírok állományának növekedése erősítette, a jegybank nem konvencionális lazítása gyengítette a vizsgált időszakban (2018. március eleje – 2018. június eleje) a hazai valuta árfolyamát. További negatív hatást gyakorolt azonban a török líra jelentős gyengülése, továbbá az olasz kormányalakítási bizonytalanság, amelyet a régiós devizák is megéreztek. Mindezek eredményeként a forint kurzusa az euróval szemben a március eleji 314 forintról június elejére 320 forintra gyengült.*

*A vállalati hitelek állománya 203 milliárd forinttal (6702 milliárd forintra) nőtt április végére, míg a lakossági hitelek állománya 10 milliárd forinttal, 5821 milliárd forintra emelkedett a január végi hitelállományhoz képest. A lakossági hiteleken belül jelentősen, 39 milliárd forinttal növekedett a lakáscélú hitelállomány, és 3089 milliárd forintot ért el.*

*Az MNB előzetes adatai szerint 2018 első negyedévében 171,9 milliárd forint adózás előtti és 159,9 milliárd forint adózás utáni nyereséget jelentett a bankszektor. Ezzel szemben egy évvel korábban a bankszektor az adatok alapján 190,5 milliárd forintos adózás előtti és 180,6 milliárd forintos adózás utáni nyereséget ért el. Az előző év azonos időszakához képest kismértékben csökkent a kamat-, míg nőtt a jutalékeredmény.*

*A folyó fizetési mérlegen belül az áruk és szolgáltatások (szezonálisan kiigazított) egyenlege 2017 negyedik negyedévében az előző negyedévhez képest 225 millió euróval, 2131 millióról 2356 millió euróra emelkedett, míg éves összevetésben 2655 millió euróról 299 millióval mérséklődött. A jövedelemkiáramlás mértéke nőtt, míg az EU-transzferek beáramlása kismértékben csökkent negyedéves bázison. Idén a tartósan magas fogyasztás, az erősebb beruházások indukálta élénkebb importkereslet és a világgazdaság jelentősebb növekedése miatti nagyobb exportkereslet, valamint a megvalósult beruházások miatti magasabb export*



*eredőjeként, illetve a tőkemérleg javulása miatt a nettó finanszírozási képesség növekedését várjuk. Ezt elsősorban az előző évinél magasabb EU-s források okozzák. 2018-ra 6,5, 2019-re 6,8 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet becslünk.*

*Legfrissebb előrejelzésünkben ismét felfelé módosítottuk a gazdasági növekedésre vonatkozó prognózisunkat, így 2018-ra a korábban várt 4,1 helyett 4,2 százalékos bővülést valószínűsítünk. A gazdasági növekedést a fogyasztás és a beruházás vezérli majd. A háztartások fogyasztási kiadásainak emelkedése 5,1 százalék lehet. Ezt a bérek korábban vártnál dinamikusabb növekedése eredményezi, tehát a válság előtti időszakkal szemben nem a lakosság túlzott eladósodása. Sőt, 2017 volt hosszú idő után az első év, amelyben a lakossági hitelállomány növekedett, tehát a megelőző évek csökkenései alapot adhatnak a további bővülésre, azonban hosszú távon a túlzott eladósodást természetesen meg kell előzni. A beruházások emelkedése a korábban vártnál szintén dinamikusabb 12,0 százalék lehet. Ehhez a magánszféra beruházásain kívül az állam beruházásai is nagyban hozzájárulhatnak (például Modern Városok Programja), amelyeket részben az európai uniós forrásokból finanszírozhatnak. Hosszabb távon kockázatot jelent azonban a beruházások szempontjából az új lakások kedvezményes áfakulcsának 2019 végi kifutása: azért, hogy ez ne okozza az új lakások számának drasztikus csökkenését, érdemes a kedvezményt meghosszabbítani, és ezt minél előbb bejelenteni. Ez az intézkedés a kormányzat családpolitikai intézkedéseivel is összhangban állna.*

*A beruházások magas volumene elősegíti az export további növekedését, illetve sok esetben az import hazai termékkel történő helyettesítését. Prognózisunk szerint az export volumene 5,6 százalékkal nőhet, miközben az import bővülése 6,2 százalék lehet. Így 2018-ban a külkereskedelmi egyenleg a belső kereslet növekvő importigénye miatt még nem tud hozzájárulni a gazdaság növekedéséhez.*

*A GDP növekedésére vonatkozó várakozásainkkal kapcsolatban a legfontosabb kockázati tényezők a következők – legyen szó akár pozitív, akár negatív kockázatról:*

- *A mezőgazdaság teljesítményének alakulása: az ágazat eredménye nagyban függ az időjárástól, és ezen keresztül a gazdasági teljesítményhez való hozzájárulása ingadozó.*
- *A külső kereslet alakulása: a Brexit mellett egyre több más tényező is kockázatot jelent, például a protekcionista gazdaságpolitika az Egyesült Államokban, az olasz és spanyol belpolitikai bizonytalanság, valamint az Egyesült Államok és Irán közötti feszültség.*
- *A forint árfolyamának alakulása: az elmúlt időszakban a forint árfolyama érdemben gyengült az euróhoz képest. Ha ez tartós marad, az bár az export számára kedvező, de a magasabb infláció miatt a fogyasztást fékezheti, illetve elősegítheti a munkaerő külföldre áramlásának felgyorsulását. A forint tartós gyengülése a Magyar Nemzeti Bankot beavatkozásra készítheti, ami szintén lassíthatja a növekedést.*



- *Versenyképesség: az, hogy az új kormányzatnak mennyire gyorsan sikerül a versenyképességet növelnie, szintén meghatározó lehet a gazdasági növekedés szempontjából.*
- *A munkaerőpiaci folyamatok alakulása: a magas növekedés fenntartásához egyrészt szükség van a foglalkoztatottak számának további bővítésére (és így a munkaerőhiány kezelésére), továbbá a dinamikus bérnövekedés fenntartására.*
- *Olajár alakulása: az elmúlt időszakban az olajár emelkedésnek indult. A folyamat tartóssá válása vagy fokozódása magasabb inflációhoz és mérsékeltebb növekedéshez vezet.*

*Idén tovább emelkedhet a foglalkoztatottak száma, elsősorban az elsődleges munkaerőpiac növekvő munkaerő-kereslete révén. Ezzel párhuzamosan 2019 végéig akár 50 ezer fővel mérséklődhet a közfoglalkoztatásban dolgozók száma. Jelentősen javulhat a munkanélküliek helyzete is a következő években, számarányuk várhatóan idén 3,7 százalékra csökkenhet. A folytatódó béremelések révén tovább folytatódhat hazánk felzárkózása az Európai Unióhoz, idén várhatóan 10,9 százalékkal nőhetnek a nettó bérek, ami reálértelemben 8,1 százalékos növekedés. A bérekre a már szinte minden ágazatot érintő munkaerőhiány, a minimálbér és a garantált bérminimum emelkedése, valamint a közszféra és az állami vállalatok béremelései hatnak, míg a fedezetet az erősödő konjunktúra, illetve a szociális hozzájárulási adó 2,5 százalékpontos csökkentése biztosítja.*

*Előző negyedéves előrejelzésünkhöz képest nem változtattunk az inflációra vonatkozó várakozásainkon: bár az év eddigi részében a pénzromlás a prognózist minimális mértékben alulmúlta, de a forint gyengülése és az olajárak emelkedése az év hátralévő részében növelheti azt. Így 2018-ra 2,6 százalékos inflációt várunk. A maginfláció nagysága 2,7 százalék lehet. Az inflációs folyamatokat összességében az olaj árának alakulása és a forint árfolyamának ingadozása fogja elsősorban meghatározni a következő időszakban. Amennyiben a forint gyengülése tartós marad, az infláció tartósan a jegybanki cél fölé kerülhet.*

*Várakozásaink szerint a Magyar Nemzeti Bank 2019 végéig nem változtat a monetáris kondíciókon, ám az előző prognózisunkhoz képest nőtt egy esetleges szigorítás valószínűsége abban az esetben, ha a forint gyengülése tartós marad, és ez az inflációra is hatást gyakorol. Véleményünk szerint azonban a kamatemelési ciklus csak akkor kezdődik, ha már az Európai Központi Bank is szigorítja monetáris politikáját, erre azonban az előrejelzési horizontunkon nem kerül sor.*

*Az idei év májusának végéig az államháztartás központi alrendszerének hiánya 1187,5 milliárd forintot ért el. A központi költségvetés 1243,2 milliárd forint, az elkülönített állami pénzalapok pedig 1,2 milliárd forint hiánnyal zártak, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai viszont 56,9 milliárd forintos többletet mutattak. Az előző három év azonos időszakához képest számított viszonylag magas hiány mögött az uniós források*

megelőlézése, a különféle infrastrukturális fejlesztések támogatása (például Modern Városok Program, Egészséges Budapest Program, kiemelt közúti projektek), valamint egyszeri kiadások állnak. Ezek összhangban vannak a kormány költségvetési politikájával, amelynek középpontjában továbbra is a gazdasági növekedés ösztönzése és a magyar családok támogatása áll. Az adóbevételek alakulására pozitív hatást gyakorló kedvező gazdasági környezet mellett, az előző években tapasztalt teljesülési dinamikát is figyelembe véve összességében a gazdálkodó szervezetek befizetéseinél és a lakossági befizetéseknél az előirányzathoz képest magasabb, a fogyasztási adókhoz kapcsolt bevételeknél pedig alacsonyabb teljesülést várunk 2018-ra. A kiadási oldalon a Start Munkaprogramhoz kapcsolódóan jelentős megtakarítást prognosztizálunk, amit a közfoglalkoztatásból a versenyszférába történő nagy számú munkavállalói átlépésekre alapozunk. Összességében a kormányzati tervekben szerepelő, a GDP 2,4 százalékát kitevő deficittől kisebb mértékű 2 százalék körüli államháztartási hiánnyal számol intézetünk. Ez jelenti azt is, hogy az idei év lehet zsinórban a hetedik, amikor országunk teljesíteni tudja a 3 százalék alatt költségvetési deficit célt. A 3 százalékos hiánycél elérésére ezt megelőzően utoljára 2000-ben volt példa. A változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos bruttó államadósság tekintetében 2018 végére 71,6 százalékos szintet várunk.

1. táblázat: A főbb makrogazdasági változók várható alakulása

	2017	2018
<b>Bruttó hazai termék (volumenindex)</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>
<b>A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)</b>	<b>4,7</b>	<b>5,1</b>
<b>Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)</b>	<b>16,8</b>	<b>12,0</b>
<b>Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>7,1</b>	<b>5,6</b>
<b>Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>9,7</b>	<b>6,2</b>
<b>A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)</b>	<b>8,1</b>	<b>7,8</b>
<b>Fogyasztóiár-index (%)</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>
<b>A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
<b>Munkanélküliségi ráta (%)</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>
<b>A bruttó átlagkereset alakulása (%)</b>	<b>12,9</b>	<b>10,9</b>
<b>A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>
<b>Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában</b>	<b>4,1</b>	<b>6,5</b>
<b>Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>
<b>GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

## Nemzetközi környezet

### A globális konjunktúra alakulása

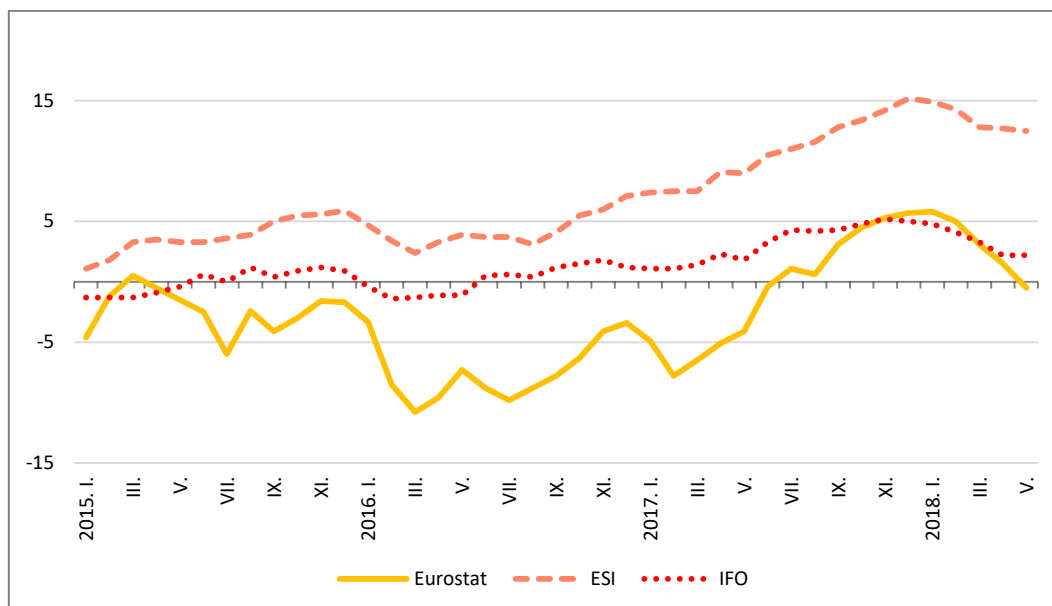
2018 első negyedében mind az **eurózóna**, mind az **Európai Unió** gazdasága 0,4 százalékkal növekedett az előző negyedévhez viszonyítva. Az unió gazdasága a megelőző öt negyedévben 0,7 százalékkal bővült negyedéves alapon, így a bázishatás következtében a gazdasági növekedés éves rátái a következő hónapokban is kiegyensúlyozottak maradhatnak. Az éves alapon mért bővülési ütem az év első három hónapjában az Európai Unióban 2,4, míg az eurózónában 2,5 százalékot tett ki a szezonálisan és naptárhatástól megtisztított adatok alapján.

Az Európai Unió bővülési üteme kismértékben lassult 2017 negyedik negyedévéreől 2018 első negyedévére, valamint változott a szerkezete is. 2018 első három hónapjában emelkedett a beruházások növekedést támogató szerepe: a beruházások hozzájárulása a GDP növekedéséhez 0,7 százalékponttól 0,86 százalékpontra emelkedett. Ennek háttérében a Juncker-tervnek nevezett beruházásösztönző csomag kibővítése, valamint az új uniós költségvetési ciklus gazdaságösztönző támogatásaiból megvalósuló beruházások állnak, amelyek pozitív hatása várhatóan a következő negyedévben is fennmarad. A kormányzati költségek és a fogyasztás GDP-növekedéshez való hozzájárulása nem változott érdemben az előző negyedévhez képest: előbbi 0,27, míg utóbbi 0,93 százalékpontot magyarázott az éves alapon vett növekedésből. Így összességében a belső tétel 2,06 százalékos gazdasági növekedést indukálnak. Csökkent ellenben a nettó export pozitív hozzájárulása, amely a 2017 utolsó negyedéves 0,8 százalékponttól 0,37 százalékpontra esett vissza 2018 első negyedévére.

Tagállami szintre lebontva a **közép-európai tagországok** bővülési üteme változatosan alakult az első negyedévben: míg Szlovákia, Litvánia, Magyarország és Lengyelország negyedéves növekedése jelentős mértékben meghaladta az uniós átlagot (rendre 0,9, 0,9, 1,2 és 1,6 százalék), addig Észtországban csökkent a GDP (-0,1 százalék), Romániában pedig nem változott az előző negyedévhez képest. Csehország és Dánia gazdasága az uniós átlaggal megegyező mértékben növekedett a két negyedév között. Az előző év azonos időszakához képest Szlovákia 3,6, Csehország 4,4, Magyarország 4,7, míg Lengyelország 5 százalékos gazdasági növekedést ért el a szezonálisan kiigazított adatok szerint. Jelentős mértékben bővült a litván (3,6 százalék), az észt (3,8 százalék) és a román gazdaság (4,2 százalék) is. Dániában ezzel szemben 0,5 százalékkal csökkent a GDP az előző év azonos időszakához viszonyítva. A 2004 után csatlakozott államoknak a két negyedév közötti növekedési rátája is változatosan alakult, míg az előző év azonos időszakához hasonlítva meghaladta az uniós átlagot. Az Unió legnagyobb gazdaságai közül a német és a brit negyedévek közötti bővülési ütem 0,3 százalékponttal rendre 0,3 és 0,1 százalékra, míg az olasz 0,1 százalékponttal

0,3 százalékra mérséklődött. A magyar kivitel szempontjából kulcsfontosságú német gazdaság éves növekedési rátája 2,9 százalékról 2,3 százalékra lassult.

1. ÁBRA: A KÖVETKEZŐ 12 HÓNAP ÁLTALÁNOS GAZDASÁGI HELYZETÉRE ÉS A GAZDASÁGI HANGULATRA VONATKOZÓ BIZALMI INDEXEK



Forrás: Eurostat, Ifo

Megjegyzés: az Eurostat- és az ESI-indikátorok az eurózónára, az Ifo mutatója a német gazdaságra vonatkozik.

Az Unió gazdasági hangulatváltozását mérő főbb indexek értéke csökkent az elmúlt hónapokban (1. ábra). Az euróövezet gazdasági hangulatindexe (ESI) 14,9 pontról 12,8 pontra mérséklődött, majd májusra 12,5-re csökkent. Az Eurostat euróövezeti bizalmi indexe 2018 első negyedévében szintén visszaesett: a januári 5,8 pontról márciusra 3,1 pontra. Az ezt követő két hónapban folytatódott a csökkenés, és végül az index negatív tartományba lépett: májusban  $-0,5$  százalékon állt, amelyre egy éve nem volt példa. A német gazdaság üzleti hangulatváltozását kifejező Ifo-indikátor<sup>1</sup> tovább csökkent 2018 első öt hónapjában is: a januári 4,8 pontról májusra megfeleződött, és 2,2 pontig mérséklődött. Ilyen alacsony értékre tavaly óta nem volt példa.

Az Európai Bizottság legfrissebb előrejelzése szerint folytatódhat a visszafogott mértékű, ám stabil növekedés az Európai Unióban és az euróövezetben is. Az Unió gazdaságának bővülési üteme várhatóan a következő években 2 százalék körül alakulhat: a prognózis alapján 2018-ban 2,3, 2019-ben pedig 2,0 százalékos lesz a növekedés. Az európai gazdaság hajtómotorja a beruházás lehet, de jelentős marad a fogyasztás növekedéshez való hozzájárulása is. A beruházási aktivitás élénkülése mögött egyrészt a Juncker-tervnek nevezett uniós beruházásösztönző program, másrészt a 2014–2020 között rendelkezésre álló, az európai

<sup>1</sup> Korábbi elemzéseinkben az Ifo-indikátor 2005-höz viszonyítva mutatta a német gazdaság hangulatváltozását, 2018 áprilisától azonban már 2015 a bázisév.

strukturális és beruházási alapokból finanszírozott, uniós forrásokból megvalósuló beruházások felfutása áll. Összességében a belső tételek növekedése 2017-ről 2018-ra 1,0 százalékponttal emelkedhetnek, így 2,0 százalékpontból 2,1 százalékpontra emelkedik a növekedéshez való hozzájárulásuk. A GDP növekedési ütemének lassulását a nettó export romló növekedési hozzájárulása magyarázza.

2018 első negyedében a szezonálisan kiigazított adatok alapján 2,8 százalékkal bővült az **Egyesült Államok** gazdasága az előző év azonos időszakához képest, így a gazdaság növekedési üteme kilenc negyedév óta először meghaladta az Európai Unió növekedési rátáját (2,4 százalék). A növekedést leginkább a fogyasztás és a beruházások bővülése hajtja: az amerikai gazdaságpolitikai döntéshozatalban gyakrabban használt negyedévek közötti növekedési ráta a fogyasztás esetében 0,25, míg a beruházások esetében 1,8 százalékot tett ki. Ez évesítve 1,0, illetve 7,2 százalékos bővülést jelent.<sup>2</sup>

A lakossági fogyasztás bővülését főleg a szolgáltatások forgalmának negyedéves alapon vett, évesített 1,8 százalékos emelkedése magyarázza, de pozitív volt a nem tartós javak hozzájárulása is (0,4 százalékkal nőtt a forgalmuk). Csökkent ellenben a tartós javak forgalmának volumene (-2,6 százalékkal), ami fékezően hatott a fogyasztás növekedésére. Éves alapon mérve azonban mind a tartós, mind a nem tartós fogyasztási javak forgalombővülése támogatta a fogyasztás növekedését: rendre 6,7 és 2,9 százalékos emelkedést tapasztaltak a két termékcsoporthoz. A kormányzati költségek volumene negyedéves alapon, évesítve 1,1 százalékkal nőtt, ami jelentős mérséklődés az előző negyedévi 3,0 százalékos évesített értékhez képest. Az előző év azonos időszakához viszonyítva is 1,1 százalékkal nőttek a kormányzat költségei.

Az éves alapon mért beruházási volumen 2018 első negyedében ismét növekedett: 3,6 százalékról 5,8 százalékra. A ráta főleg az üzleti célú beruházások három éve nem látott mértékű bővülésének az eredménye, melyen belül az eszközökbe történő befektetések volumene 9,1 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A jelentős bővülést részben a tavalyi gyenge beruházási volumen miatti bázishatás magyarázhatja, ugyanakkor Donald Trump társaságiadó-csökkentést tartalmazó programja is a beruházási aktivitás további emelkedését valószínűsíti. A lakásépítési volumen 0,6 százalékkal mérséklődött, amelyre hét éve nem volt példa az Egyesült Államok gazdaságában. Ezek alapján a beruházási volument továbbra is a középtávú gazdasági növekedés szempontjából meghatározó, üzleti célú befektetések növelik. 2018 első negyedében lassult mind az amerikai kivitel, mind a behozatal növekedésének üteme, és az import bővülési üteme ismételten meghaladta az exportét. Az exporton belül jelentős részt tett ki az árukivitel, de

<sup>2</sup> Az évesített növekedés a negyedéves növekedési ráta felszorzásából adódik, miközben a Magyarországon gyakrabban használt éves növekedési ráta az egymást követő években lévő két negyedév gazdasági teljesítményét viszonyítja egymáshoz. Az amerikai gazdaság reálkibocsátása 2017 és 2018 első negyedéve között 2,8 százalékkal bővült, miközben a 2,2 százalékos évesített rátát a 2017 negyedik és 2018 első negyedévének reálkibocsátása közötti, 0,55 százalékos negyedéves növekedési ráta indukálta.

emelkedett a szolgáltatások növekedési rátája is. Az importon belül is hasonló tendencia figyelhető meg: az árubehozatal bővülési üteme ugyan lassult, ám még így is jelentős maradt, míg a szolgáltatás importjának növekedési üteme nőtt.

2018 első negyedében kismértékben lassult **Japán** gazdaságának növekedése: az előző év azonos időszakához viszonyítva a növekedés 1,1 százalékos volt. A japán gazdaság így már három éve folyamatosan bővül. A növekedést továbbra is jelentősen támogatja a belső kereslet, a beruházás és a nettó export magas hozzáadott értéke: 0,9, 0,4 és 0,2 százalékpontot magyaráznak a növekedési rátából. A szigetország exportvolumenének bővülési üteme 2018 első negyedében 4,8 százalékra mérséklődött az előző negyedévi 6,5 százalékról, míg az import volumene 5,3 százalékról 3,8 százalékra. Mindezek ellenére még így is jelentős mértékű a növekedésük.

A növekedés belső tételei közül a lakossági fogyasztás 0,1 százalékponttal járult hozzá a gazdasági bővülés üteméhez. A GDP 60 százalékát kitevő fogyasztás éves alapon mérve 0,2 százalékkal növekedett, főként a tartós fogyasztási javak iránti, mérséklődő kereslet miatt, amely az előző negyedéves 2,1 százalékos emelkedést követően 2018 első negyedében mindössze 0,6 százalékkal nőtt. Növekedett ellenben a szolgáltatások iránti kereslet bővülése (0,4 százalékról 0,8 százalékra). Az üzleti célú beruházások, valamint a készletek változása 2018 első három hónapjában rendre 0,5 és 0,3 százalékkal járultak hozzá a gazdaság növekedéséhez. A lakásépítési volumen tovább mérséklődött 2018 első negyedében is: az előző év azonos időszakához képest 5,8 százalékkal csökkent. Az üzleti célú beruházások volumenbővülése 3,0 százalékos tette ki az első három hónapban. A kormányzati kiadások kismértékben, 0,7 százalékkal nőttek 2018 első negyedében. Éves alapon az állami beruházások 1,0, míg a kormányzati fogyasztás 0,6 százalékkal emelkedtek. A két tétel együttesen 0,2 százalékponttal járult hozzá a gazdaság növekedési üteméhez.

2. táblázat: Az elmúlt negyedévek GDP-növekedése (szezonálisan kiigazított adatok alapján\*, év/év index, százalék)

Ország	2017. II.	2017. III.	2017. IV.	2018. I.
<b>Euróövezet</b>	2,5	2,8	2,8	2,5
<b>Európai Unió</b>	2,5	2,8	2,7	2,4
<b>Ausztria</b>	2,9	3,5	3,7	3,4
<b>Csehország</b>	4,6	5,2	5,5	4,4
<b>Egyesült Királyság</b>	1,9	1,8	1,4	1,2
<b>Franciaország</b>	2,3	2,7	2,8	2,2
<b>Hollandia</b>	3,8	3,3	3,3	3,1
<b>Lengyelország</b>	4,2	5,5	4,4	5,0
<b>Magyarország</b>	3,8	4,3	4,9	4,7
<b>Németország</b>	2,3	2,7	2,9	2,3
<b>Olaszország</b>	1,6	1,7	1,6	1,4
<b>Románia</b>	6,1	8,4	6,6	4,2



<b>Spanyolország</b>	3,1	3,1	3,1	3,0
<b>Szlovákia</b>	3,4	3,5	3,5	3,6
<b>Egyesült Államok</b>	2,2	2,3	2,6	2,8
<b>Japán</b>	1,6	2,0	1,9	1,1

*Forrás: Eurostat; Economic and Social Research Institute Cabinet Office, Government of Japan. \* A táblázatban szereplő japán adatok szezonálisan nem szűrt idősorokon alapul.*

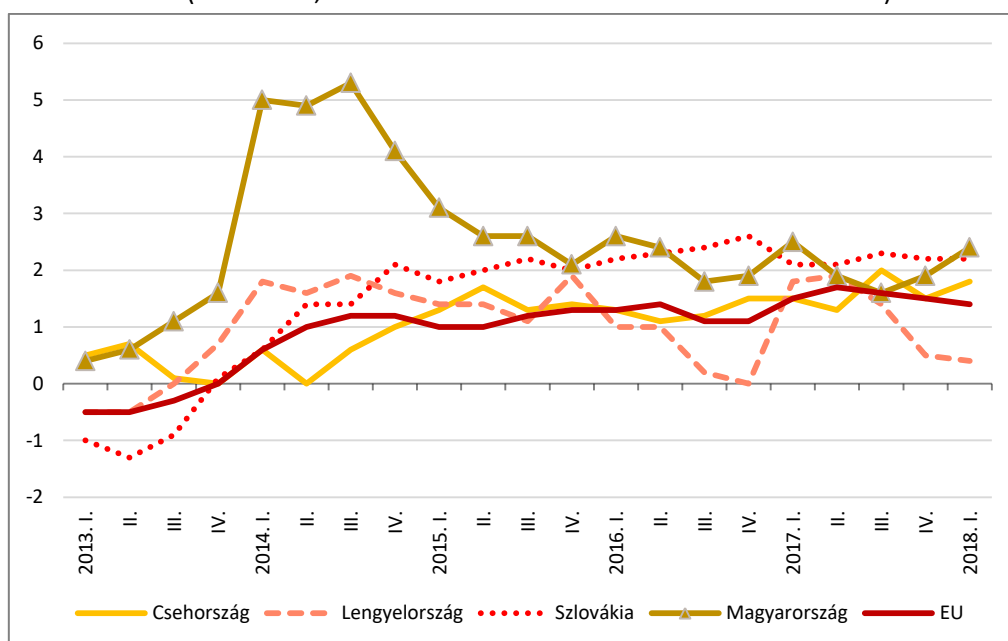
## Munkaerőpiac

Májusban 223 ezer nem mezőgazdasági munkahely jött létre az USA-ban, ami több mint 30 ezerrel haladja meg az elemzői várakozásokat, valamint az elmúlt 12 hónap átlagát (191 ezer), ami erősödő konjunktúrára utal. Az idei első 5 hónapban átlagosan 207 ezer új munkahelyet hoztak létre, szemben a tavalyi első 5 hónap 172 ezres adatával. A májusi foglalkoztatás-bővüléshez leginkább a kereskedelem (31 ezer új állás) és az egészségügy (29 ezer új állás) járult hozzá, de tovább folytatódott a bővülés az építőiparban is, ahol egy hónap alatt 25 ezer, míg egy év alatt 286 ezer fővel nőtt a foglalkoztatás. Májusban kismértékben lassult a feldolgozóipar munkahelyteremtése (18 ezer új állás), de az elmúlt egy év során így is 259 ezer új álláshely jött létre az iparágban. Májusban a legjobb munkavállalási korúak (25–54) 81,8 százaléka volt jelen a munkaerőpiacon, ami kismértékű visszaesés a februári 82,2 százalékos rátától. Ez továbbra is emelkedő trendet jelez, azonban a válság előtti szintektől (83 százalék) még elmarad. A munkanélküliségi ráta a dotkomlufi kipukkanása óta nem látott szintre, 3,8 százalékra csökkent, azonban 2000-ben jóval többen jelentek meg a munkaerőpiacon, mint manapság, a munkaerőpiaci részvételi ráta közel 5 százalékponttal volt magasabb. Az átlagos órabérek májusban 2,71 százalékkal emelkedtek éves szinten, ez magasabb, mint az elmúlt évek dinamikája, azonban a 2 százalék feletti infláció (áprilisban 2,43 százalék) következtében csak minimális reálbér-emelkedés.

Tovább folytatódott, bár kismértékben lassult a munkavállalók számának növekedése az Európai Unióban. A foglalkoztatottak száma az első negyedévben 1,4 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakának adatát, míg negyedéves alapon 0,4 százalék volt a növekedés a szezonálisan kiigazított adatok alapján. Éves szinten leggyorsabb ütemben Máltán (5,3 százalék) nőtt a foglalkoztatás, de jelentős bővülést mértek Horvátországban (4,6 százalék), Cipruson (4,0 százalék), Portugáliában (3,2 százalék) és Szlovéniában (3,0 százalék). Ezzel szemben Litvániában (0,1 százalék), Olaszországban és Lengyelországban (egyenként 0,4 százalék) csak kismértékben emelkedett a munkavállalói létszám. A növekedés motorja úgy az Európai Unióban, mint az eurózónában az információ és kommunikáció, valamint a szakmai, tudományos műszaki tevékenység és az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység volt, mindhárom ágazatban 3 százalék körüli növekedést mértek. Uniós szinten csak a mezőgazdaságban csökkent a foglalkoztatás, 2,0 százalékkal, míg az eurózónában a pénzügyi, biztosítási tevékenység ágazatban is mérséklődött az állományi létszám.

A munkanélküliségi ráta egy év alatt 0,7 százalékponttal, 8,5 százalékra csökkent az eurózónában, míg az Európai Unióban ugyanez az arány 7,1 százalék volt az áprilisi adatok alapján. A legnagyobb csökkenést Cipruson (3,1 százalékponttal, 8,6 százalékra), Horvátországban (2,4 százalékkal, 9,1 százalékra), valamint Portugáliában (2,1 százalékponttal, 7,4 százalékra) mérték. Továbbra is három országban 10 százalék feletti a munkanélküliek részaránya, azonban míg Görögországban és Spanyolországban közel 2 százalékponttal csökkent a munkanélküliségi ráta (rendre 20,8, illetve 15,9 százalékra) egy év alatt, addig Olaszországban stagnált (11,2 százalékon). A korábbi hónapokhoz hasonlóan áprilisban is Csehországban volt a legalacsonyabb (2,2 százalék) a munkanélküliek aránya, majd Máltán (3,0 százalék), Németországban (3,4 százalék) és Magyarországon (3,7 százalék), de Hollandiában és Lengyelországban is 4 százalék alatti rátát regisztráltak.

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



Forrás: Eurostat

A visegrádi országok közül az idei első negyedévben hazánkban bővült leggyorsabb ütemben (2,4 százalékkal) a foglalkoztatottak száma, így már 22 negyedéve folyamatosan bővül éves alapon a hazai munkaerőpiac. A második legnagyobb növekedést (2,2 százalék) Szlovákiában mérték, ahol ennek köszönhetően 7,4 százalékra csökkent a munkanélküliek részaránya áprilisban, vagyis a visegrádi országok közül továbbra is északi szomszédunknak a legnagyobb a munkaerő-tartaléka az aktívak körében. Lengyelországban tovább lassult a foglalkoztatás bővülése, az első negyedévben már csak 0,4 százalékkal nőtt az állományi létszám, amelynek oka elsősorban, hogy tavaly októbertől 67 évről 60-ra csökkent a nő, míg 65-re a férfiak esetében a nyugdíjkorhatár, így feltehetően sokan kiléptek a munkaerőpiacról. Ezzel együtt tovább mérséklődött a munkanélküliségi ráta

Lengyelországban, az áprilisi adatok alapján már csak az aktívak 3,8 százalékának nem volt álláshelye. Az Európai Unió legalacsonyabb munkanélküliségi rátájával (2,2 százalék) továbbra is Csehország rendelkezik, ennek ellenére 1,8 százalékkal bővült a foglalkoztatottak száma a cseh gazdaságban éves alapon.

Az Európai Bizottság a tavaszi előrejelzésében a foglalkoztatás további bővülését várja az eurózónában és az Európai Unióban. Az előrejelzés alapján a következő két évben Litvánia kivételével minden tagországban bővíthet a foglalkoztatottak száma, elsősorban a kedvező konjunktúra következtében, azonban a bővülést a munkaerőpiac feszességének növekedése korlátozhatja. A Bizottság elemzése szerint az utóbbi években a foglalkoztatás növekedése elsősorban az idősebb generációk munkába állásának köszönhető, tekintve, hogy a fiatalabb munkavállalók foglalkoztatása még elmarad a válság előtti szintektől. Emellett amíg a foglalkoztatottak száma már elérte a válság előtti szintet, a ledolgozott óráké még elmarad tőle, vagyis az utóbbi évek bővülése is elsősorban a részmunkaidős foglalkoztatás terjedésének köszönhető. Azonban kedvező folyamat, hogy az utóbbi időszakban elkezdett csökkenni a részmunkaidős munkavállalók aránya, 2017 végén az összes munkavállaló 20,1 százaléka dolgozott részmunkaidőben. Az arány a nők körében volt magasabb (32,2 százalék) az eurózónában, míg a férfiaknál nem érte el a 10 százalékot.

Tovább csökkenhet a munkanélküliek aránya a Bizottság előrejelzése szerint: az eurózónában 2017 és 2019 között várhatóan 1,2 százalékponttal, 7,9 százalékra, míg az Európai Unióban 0,9 százalékponttal, 6,7 százalékra. Észtország kivételével, ahol 0,5 százalékponttal, 6,3 százalékra nőhet, várhatóan minden tagállamban csökken majd a munkanélküliségi ráta. A tavaszi előrejelzés alapján a magasabb munkanélküliségi rátájú tagállamokban lehet gyorsabb a mérséklődés mértéke, azonban Spanyolország, Olaszország és Görögország rátája így is 10 százalék fölött maradhat az előrejelzési horizont egészen. A viseigrádi országok közül Csehország rátája 2,4 százalékon stabilizálódhat, Lengyelországé 4 százalék alá, 3,9 százalékra csökkenhet, míg Szlovákiában a jelenlegi 8,1 százalékról 6,3 százalékra mérséklődhet. Hazánk esetében 3,6 százalékos rátát valószínűsít a Bizottság, amely 2019-ben is a negyedik legalacsonyabb lehet Csehország, Németország és Hollandia után.

Az EKB előrejelzése szerint fokozatosan mérséklődhet a foglalkoztatás növekedésének üteme az eurózónában a tavalyi 1,6 százalékról 0,8 százalékig 2020-ig, elsősorban az egyre több országban fellépő munkaerőhiány következtében. Ezzel párhuzamosan a munkanélküliek aránya a 2017-es 9,1 százalékról 7,3 százalékra mérséklődhet, miközben a bérek 2,1–2,7 százalékkal emelkedhetnek évente.

## Monetáris kondíciók alakulása

Továbbra is tartja a 0 százalékos alapkamatot az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa. A júniusi kamatdöntés során a jegybank meghatározta az eszközvásárlási programok lezárásának ütemét. Az EKB szeptember végéig havi 30 milliárd euró értékben vásárol állampapírokat és vállalati kötvényeket az eurózóna-tagállamok jegybankjain keresztül. Szeptember után a havi ütem 15 milliárd euróra csökken majd egészen december végéig is, amikortól lezárul a kiterjesztett eszközvásárlási program, azonban a lejáró kötvényeket a jegybank továbbra is meg fogja újítani, így egyelőre nem várható a jegybankmérleg leépülése. Mario Draghi a kamatdöntéshez kapcsolódó közleményben kiemelte, hogy a jelenlegi alapkamat 2019 nyaráig fennmaradhat, vagy ameddig az inflációs folyamatok megkívánják azt. Ez jelentős változás a korábbi jegybanki kommunikációhoz képest, amelyben konkrét időpont nem jelent meg az esetleges kamatemelések idejéről. A jegybank előrejelzése szerint a GDP növekedése az eurózónában az idei évben 2,1 százalék lehet, amely 0,3 százalékponttal elmarad a márciusi előrejelzéstől, majd ezt követően a növekedés fokozatosan 1,7 százalékra lassulhat 2020-ig. Ezzel szemben az infláció stabilan a 2 százalékos jegybanki cél alatt, 1,7 százalékon alakulhat a következő években, ez 0,3 százalékpontos emelkedés az előző előrejelzéshez képest.

A Fed Nyílt Piaci Bizottsága (FOMC) a piaci várakozásoknak megfelelően március után június 13-ai ülésén ismét emelte irányadó rátáját az 1,75–2 százalékos sávba. Jerome Powell, a Fed elnöke a kamatdöntéshez kapcsolódó kommentárjában kiemelte, hogy az USA gazdasága erőteljesen növekszik, ami gyorsíthatja a kamatemelési ütemet. A jegyzőkönyvhöz csatolt dot-plot ábra alapján immár a 15 döntéshozó közül nyolc vár további két kamatemelést az idei év során. Ezzel szemben jövőre három kamatemelés jöhet, míg 2020-ban további egy, amelynek köszönhetően az irányadó ráta a 3,25–3,5 százalékos sávba emelkedhet. Emellett változást jelent, hogy Jerome Powell ezentúl minden kamatemelést követően sajtótájékoztatót tart, szemben az eddigi negyedéves gyakorlattal, ami szintén gyorsabb kamatemelési ciklust vetít előre. A Fed emellett emelte az idei növekedési várakozását, 2,8 százalékra, míg az infláció idén kismértékben meghaladhatja a jegybanki célt (2,1 százalék). A jegybank elnöke nem tért ki a vámtarifák várható hatására, mivel azok a Fed elemzése szerint egyelőre nem hatnak az USA gazdaságára.

A Bank of England döntéshozói májusi ülésükön 7-2, míg júniusi ülésükön 6-3 arányban az alapkamat 0,5 százalékon tartása mellett döntöttek, míg az eszközvásárlási programok fenntartása mellett egyöntetűen szavaztak. A jegybank legfrissebb májusi inflációs jelentése alapján márciusban 2,5 százalékra csökkent a pénzromlás üteme, ami a következő hónapokban kismértékben emelkedhet, és csak utána csökkenhet ismét a 2 százalékos cél közelébe, köszönhetően a fontleértékelődés hatása korábban vártnál gyorsabb kifizetésének. A jegybanki előrejelzés szerint, részben a Brexit hatásának köszönhetően, csupán átlagosan 1,75 százalékkal növekedhet az Egyesült Királyság gazdasága a következő években.

A februári kamatemelést követően sem a márciusi, sem a májusi kamatdöntő ülésen nem változtatott irányadó rátáján a Cseh Nemzeti Bank, így az továbbra is 0,75 százalék, azonban a májusi ülésen a monetáris tanács egy tagja az alapkamat 0,25 százalékpontos emelése mellett szavazott. A jegybank legfrissebb inflációs jelentése alapján a pénzromlás üteme idén kissé a 2 százalékos cél alatt alakulhat, és csak jövőre közelítheti meg azt ismét. A GDP növekedése a tavalyi 4,6 százalékról idén 3,9 százalékra, míg jövőre 3,4 százalékra lassulhat a jegybanki előrejelzés alapján, elsősorban a folyamatosan csökkenő külkereskedelmi többletnek köszönhetően, amely a GDP arányában a tavalyi 4,9 százalékról 4,4 százalékra mérséklődhet.

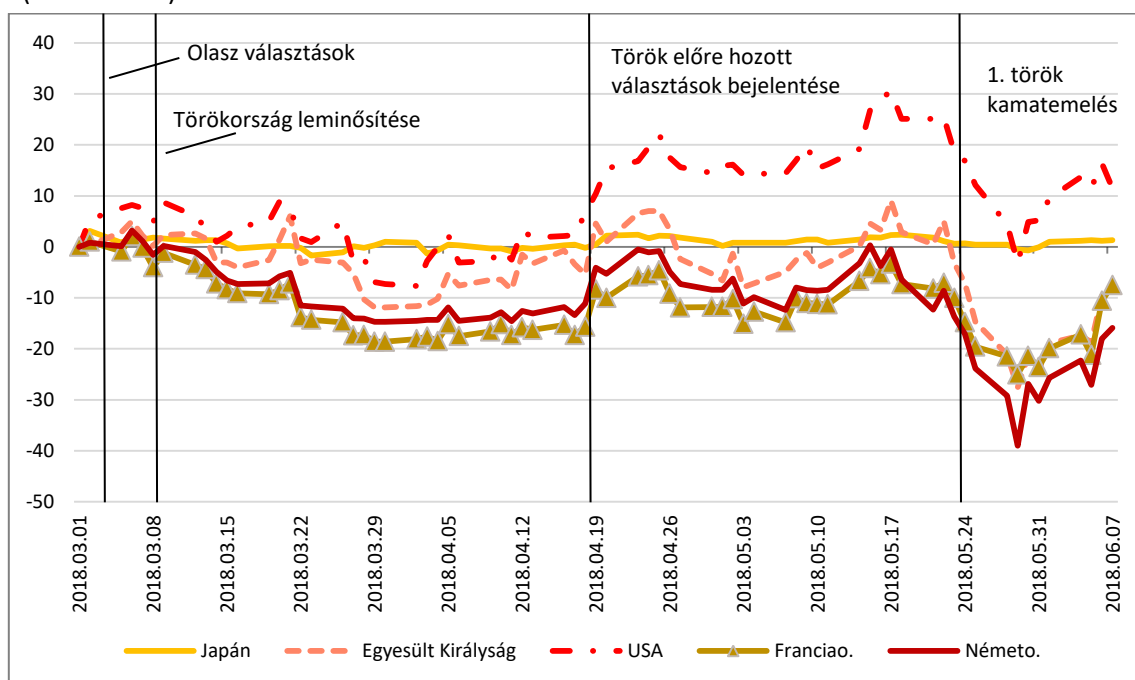
Továbbra is rekordalacsony szinten, 1,5 százalékon tartja irányadó rátáját a Lengyel Nemzeti Bank. A jegybank a júniusi kamatdöntéshez kapcsolódó kommentárjában kiemeli, hogy a lengyel gazdaság teljesítménye az első negyedévben megközelítette a tavalyi utolsó negyedéves adatot, amelyet elsősorban a növekvő fogyasztás, foglalkoztatás és bérek hajtanak. A jegybanki elemzés szerint a növekedés a következő időszakban kismértékben lassulhat, de továbbra is robusztus maradhat. Ez azonban várhatóan nem jár majd inflációs nyomással, így a pénzromlás üteme az előrejelzési horizonton a jegybanki 2,5 százalékos cél közelében marad. Május 7-én ismét kamatot emelt a román jegybank a már 5,4 százalékra emelkedő infláció következtében. Így az alapkamat Romániában már 2,5 százalék. A jegybanki előrejelzés a második negyedévben tetőzhet, 5,2 százalékon, azonban a pénzromlás üteme még év végén sem éri majd el a jegybanki inflációs célsáv (1,5–3,5 százalék) felső határát, míg 2019 végére 3 százalékra mérséklődhet. A jegybank a közleményben kiemeli a növekvő külkereskedelmi hiányt, amely az idei évben elérheti a GDP 4 százalékát, és így tovább lassíthatja a GDP növekedési ütemét.

## **Pénzügyi folyamatok**

Az EKB legfrissebb, áprilisi hitelezési körképe alapján 2018 első negyedévében jelentős mértékben enyhültek a vállalkozásoknak nyújtott és a lakáscélú lakossági hitelek nem kamatjellegetű hitelezési feltételei (önrész, garancia) az eurózónában. A várakozásoknak megfelelően az egyéb felhasználású lakossági hitelek feltételei is enyhültek az előző negyedévhez képest. A bankok önbevallása alapján készülő felmérés szerint az eurózóna tagállamai közül Németországban, Franciaországban és Olaszországban enyhültek a vállalati hitelezés feltételei, míg Spanyolországban és Hollandiában változatlanok maradtak. A bankok előrejelzése alapján 2018 második negyedévében mindhárom szegmens esetében (vállalati, lakáscélú és egyéb felhasználási célú hitelek) enyhülés várható a hitelezés feltételeiben. Az eurózóna bankrendszere 2018 első negyedévében is a hitelkereslet további élénküléséről számolt be a vállalkozások tekintetében, amit főleg a beruházások növekedése, a felvásárlások és összeolvadások, valamint a kamatlábak átlagos szintje magyarázott. A lakossági hitelezés hátterében jellemzően az alacsony kamatszint, a kedvező

lakáspiaci kilátások, illetve a javuló fogyasztó bizalom álltak. Az európai piacokon lévő jelentős likviditás, valamint az EKB  $-0,4$  százalékos betéti kamatlába következtében az eurózóna bankjai közötti egynapos kölcsönügyletek kamatlábát kifejező EONIA, valamint a három hónapos euró LIBOR kamatlába is negatív,  $-0,3$  és  $-0,4$  százalék közötti tartományban tartózkodott január és március között.

3. ÁBRA: A TÍZÉVES ÁLLAMPAPÍRPIACI HOZAMOK ALAKULÁSA 2018. MÁRC. 1-JÉHEZ KÉPEST (BÁZISPONT)



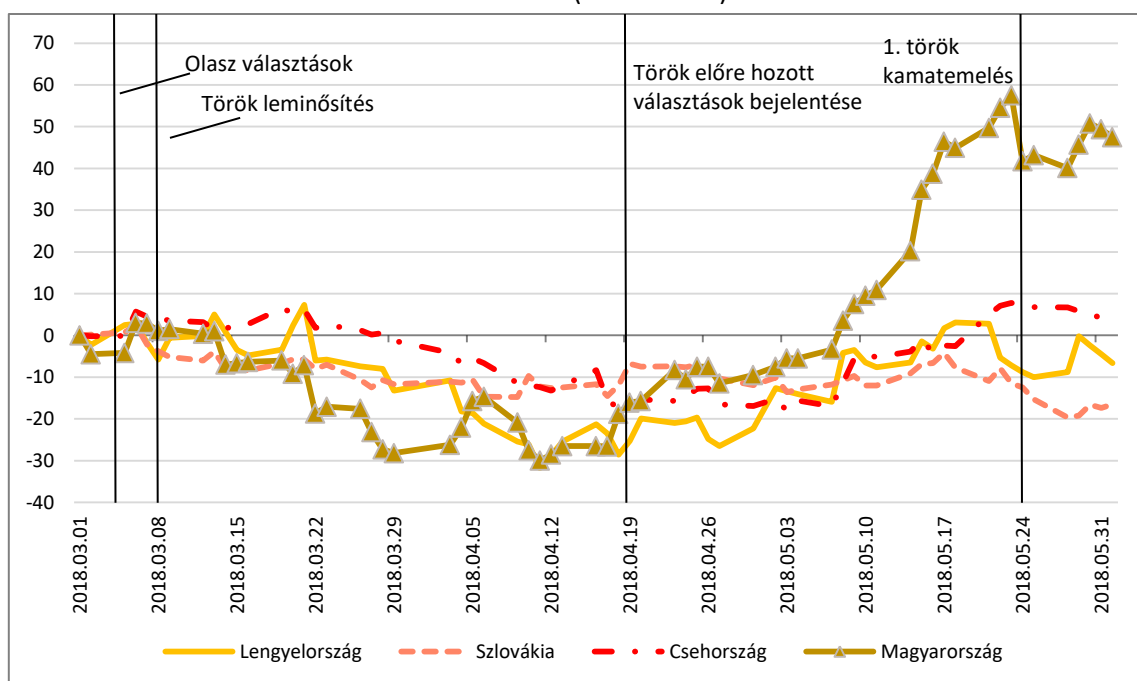
Forrás: Thomson Reuters, Századvég-szerkesztés

Az elmúlt három hónapban jellemzően csökkenő trend volt megfigyelhető a kötvénypiacokon az elvárt hozam tekintetében (3. ábra). Március 4-én lezajlott az olasz választás, amely jelentős mértékben hozzájárult az állampapírpiaci hozamok változásához, mivel egyik párt sem szerezte meg a törvényhozáshoz és az önálló kormányalakításhoz szükséges többséget. Végül június 1-jén felesküdt az új olasz kormány, melyben az Öt Csillag Mozgalom (M5S) és a Liga lépett koalícióra egymással. Március 8-án leminősítette a Moody's Törökországot az intézményi környezet romlása, valamint az ország fokozódó sérülékenysége miatt. Április 18-án Erdoğan török elnök bejelentette az előre hozott választásokat, amelyekkel egyidejűleg sor kerülne a végrehajtó elnöki rendszer bevezetésére. Május 23-án a török jegybank 300 bázisponttal, június 7-én pedig további 125 bázisponttal emelte irányadó kamataát, hogy megfékezze a kialakult valutaválságot. A fentiek hatására az európai 10 éves állampapírhozamok kismértékű növekedést követően csökkentek: a német 15,9, a francia 7,5, az angol pedig 7,2 bázisponttal. A japán 10 éves állampapírhozam nem mutatott jelentős változást a vizsgált időhorizontján, értéke továbbra sem éri el a 10 bázispontot. Ennek háttérében a japán jegybank által folytatott, nem konvencionális monetáris politika áll. Az Egyesült Államok államkötvényeivel szembeni



elvárt hozam kis időre átlépte a 3 százalékos lélektani határt, amelyre 2013 vége–2014 eleje óta nem volt példa. Azóta ugyan mérséklődött, de továbbra is meghaladja a 2 százalékot, 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, ami egyrészt eladási hullámot generálhat a meglévő állományban, másrészt a Kincstárt az újonnan kibocsátott értékpapírok magasabb kamatláb melletti értékesítésére kényszerítheti. Az infláció gyorsulása a Fed kommunikációja alapján nem hat ki a monetáris politikájára, így nem várható gyors szigorítás. Mindhárom hatás a referencia-kamatláb emelkedése irányába hat.

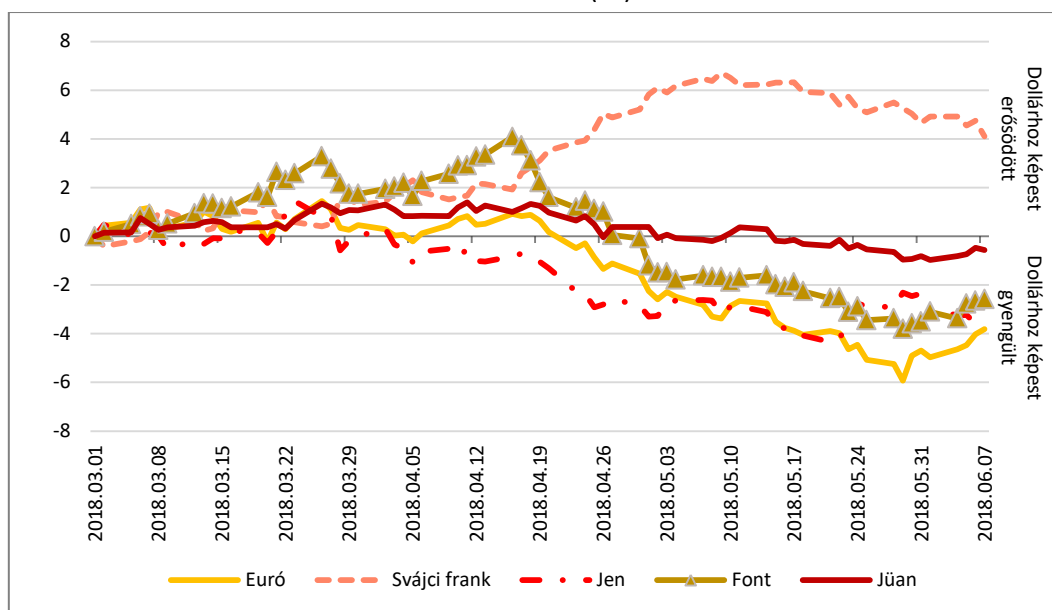
4. ÁBRA: A RÉGIÓS TÍZÉVES ÁLLAMPAPÍRPIACI HOZAMOK ALAKULÁSA 2018. MÁRC. 1-JÉHEZ KÉPEST (BÁZISPONT)



*Forrás: Thomson Reuters, Századvég-szerkesztés*

A régiós hozamok tekintetében kicsit eltérő kép bontakozott ki a 10 éves állampapírok hozama esetében az olasz választásokat és a török eseményeket követően. A lengyel és a szlovák hozamok a nagy piacok hozamaihoz hasonlóan csökkenést mutattak március és június között: előbbi 6,6, utóbbi pedig 17,4 bázisponttal mérséklődött. Szlovákia esetében a hozamok alakulásához hozzájárulhatott az eddigi miniszterelnök, Robert Fico lemondása és utódjának, Peter Pellegrininek a kinevezése is. Ezzel szemben Csehországban 4,5 bázispontos növekedés következett be. A legnagyobb emelkedést a magyar 10 éves állampapírpiazi hozamok könyvelhették el: a március eleji 2,7 százalékról június elejére 3,17 százalékra, vagyis 49,4 bázisponttal nőttek.

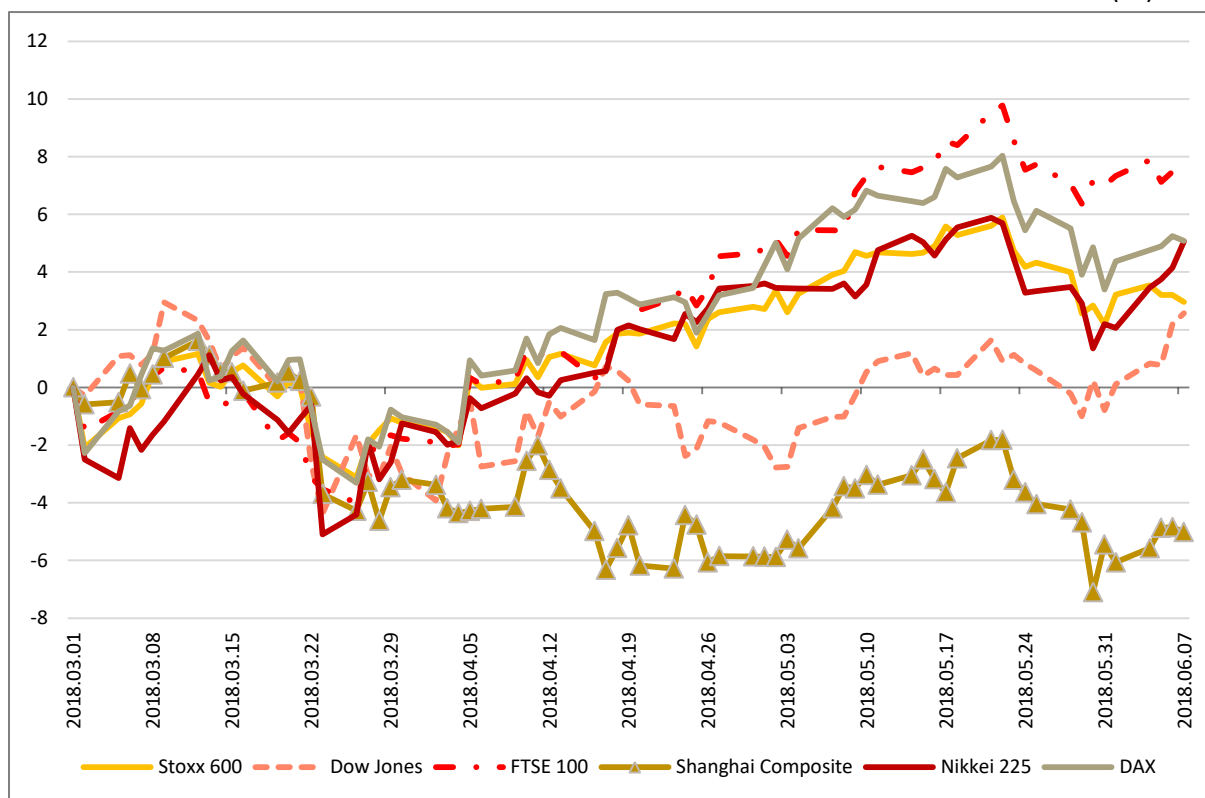
5. ÁBRA: A DOLLÁR FŐBB DEVIZÁKKAL SZEMBENI ÁRFOLYAMVÁLTOZÁSA 2018. MÁRC. 1-JÉHEZ KÉPEST (%)



Forrás: Thomson Reuters, Századvég-számítás

Márciusról áprilisra a főbb lebegő árfolyamrendszerű valuták többsége gyengült a dollárhoz viszonyítva. A piacokat jellemzően a Trump által bevezetett acél- és alumíniumvámok, az esetleges kereskedelmi háború Kínával és a többi nagy gazdasággal, valamint a szíriai vegyi támadás után kibontakozó amerikai és orosz ellentétek mozgatták. Kihatott rájuk továbbá az EKB kamatdöntését kísérő jegyzőkönyvének változása, mely során kikerült az eszközvásárlási program szükség esetén való növelése (vagyis az EKB újabb lépést tett az eszközvásárlási program kivezetése érdekében), illetve az olasz választási eredmények és a kormányalakítás körüli bizonytalanság is. Az időszak végén egyedül a svájci frank könnyelhetett el erősödést (4,1 százalékot). Az euróárfolyam a március elejei 1,23-os szintről júniusra egészen 1,18-ig gyengült a dollárral szemben, míg a font 2,6 százalékkal, amelyhez a fentiekén túl a Brexit-tárgyalások elakadása is hozzájárult: a brit kormány és az EU továbbra sem tudott megállapodni az északír–ír határról, valamint az átmeneti időszakot követő vámszabályokról. A japán jen 3,2 százalékkal gyengült a dollárhoz képest, míg a jüan 0,6 százalékkal. Ennek hátterében Trump Kína ellen indított kereskedelmi háborúján túl az Észak-Koreával kapcsolatos fejlemények is álltak.

6. ÁBRA: A FONTOSABB TŐZSDEINDEXEK ALAKULÁSA 2018. MÁRC. 1-JÉHEZ KÉPEST (%)



Forrás: Thomson Reuters, Századvég-számítás

2018 első negyedében főleg az USA és Kína között kibontakozó kereskedelmi háború, az amerikai és orosz konfliktus, a Fed kamatemelése, valamint az észak-koreai fejlemények mozgatták a tőzsdét. A kereskedelmi háború lehetősége jelentős mértékben visszavetette az amerikai és az ázsiai tőzsdét, valamint az európai tőzsdeindexek is mérséklődtek. A Dow Jones Industrial Average index ennek hatására 4,4, a Nikkei 225 5,1, a Shanghai Composite Index pedig 3,7 százalékkal mérséklődött. Az FTSE 100, a Stoxx 600 és a DAX indexek rendre 3,5, 2,4 és 2,5 százalékkal csökkentek. Ezt követően – köszönhetően a kedvező gyorsjelentéseknek és inflációs adatoknak – megindult a korrekció a tőzsdéken. A vizsgált időhorizont végén Donald Trump bejelentése nyomán, mely szerint az Egyesült Államok kilép az iráni atomalkuból, valamint szankciókat léptet életbe Iránnal szemben, a tőzsdék estek, az olajárak pedig emelkedésnek indultak. Ez utóbbi kedvezően hatott az energetikai szektor vállalataira. Pozitívan hatott a tőzsdeindexek alakulására az Észak- és Dél-Korea között lezajlott csúcstalálkozó kedvező lezárása, a Trump által bejelentett, a gyógyszerárak csökkentését célzó törvényjavaslat, valamint az USA–Észak-Korea-csúcstalálkozó beharangozása. Így március és június között a DJI index 2,6, a Nikkei 225 és a DAX 5,1, a Stoxx 600 3, míg az FTSE 100 7,4 százalékos emelkedést könyvelhetett el, a Shanghai Composite Index pedig 5,0 százalékkal csökkent.

## Az infláció alakulása

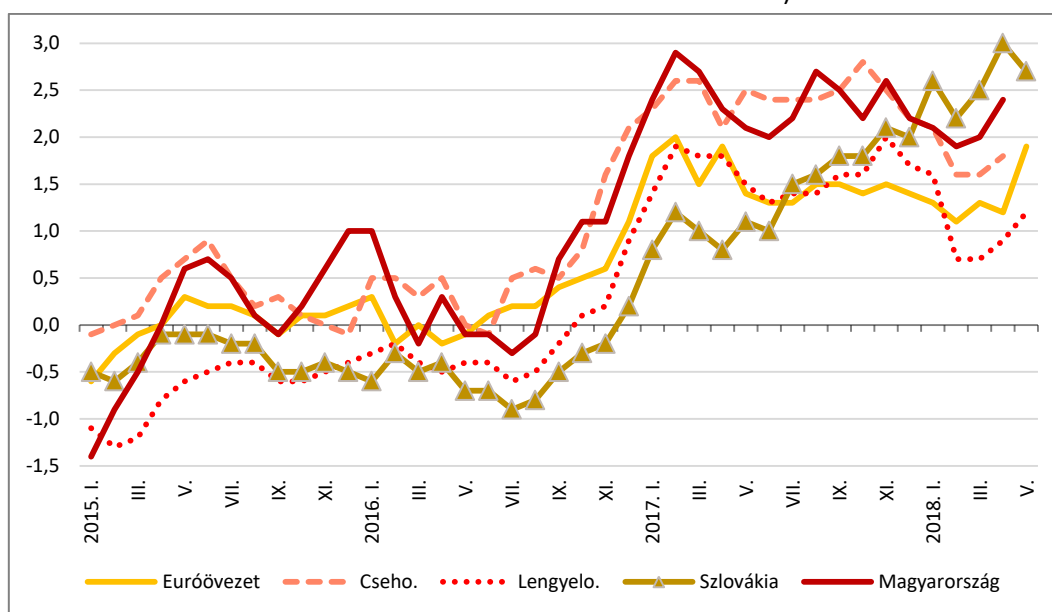
2018 első negyedében az inflációs folyamatokat alapvetően meghatározó világpiaci olajár enyhén csökkenő trendet mutatott, majd április–májusban jelentős mértékű növekedés ment végbe. A benchmarkként használt Crude kőolaj hordónkénti világpiaci ára a januári 69,1 dollárról márciusra 66,7 dollárra mérséklődött, majd májusra 77 dollárra emelkedett. A mérsékelt csökkenés ellenére is magasabb szinten állt az olaj hordónkénti világpiaci ára, mint 2017 utolsó negyedében. A Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) legfrissebb előrejelzésében az olajárak növekedését az egyes államok belső problémái, úgymint a tavalyi líbiai és nigériai polgárháborús körülmények, illetve az idei venezuelai és argentin államcsődközeli helyzet miatti exportvisszaeséssel indokolták. Az Egyesült Államok Energiainformációs Hivatala jelentése szerint az első negyedévben is tovább nőtt az amerikai kibocsátás: a januári 9,7 millió hordóról márciusra 10,4, míg májusra 10,7 millió hordóra. Az OPEC adatai alapján a szervezet tagjainak napi kitermelése a januári 32,3 millió hordóról 32 millió hordóra csökkent.

Az első negyedévben növekedett az amerikai fogyasztóiár-index: januárban 2,1, februárban 2,2, míg márciusban 2,4 százalékos éves inflációs rátát regisztráltak az **Egyesült Államokban**. A növekvő trend áprilisban és májusban is folytatódott: az év negyedik hónapjában 2,5, míg az ötödikben 2,8 százalékos tétet tett ki az infláció. A májusi adat hatéves csúcs az USA-ban: a fogyasztói árak 2012 óta nem emelkedtek ilyen mértékben. Éves alapon mérve 11,7 százalékkal nőtt az energia ára májusban, amelyen belül az üzemanyagárak átlagosan 25,3, a propán, kerozin és tűzifa ára pedig 7,5 százalékkal emelkedett. A fogyasztói kosár főbb tételei közül a nem élelmiszer jellegű termékek ára emelkedett, annak ellenére, hogy a tartós fogyasztási cikkeké visszaesett. A jelentős súlyt képviselő élelmiszerárak átlagosan 1,2 százalékkal növekedtek éves alapon, míg a szolgáltatások árindexe a teljes inflációs rátát meghaladó mértékben, 2,9 százalékkal nőtt. A feldolgozatlan élelmiszer és az energia áraitól szűrt maginflációs ráta az első negyedévben is elmaradt az inflációs rátától: januárban és februárban 1,8 százalékos szinten állt, ahonnan márciusra 2,1 százalékra emelkedett, és áprilisban is ezen a szinten maradt. Májusban ismét kismértékű emelkedést figyeltek meg a maginflációban: 0,1 százalékponttal 2,2 százalékra nőtt a ráta. A jelenlegi inflációs folyamatok az amerikai gazdaság túlfűtöttségének növekvő kockázatát is szemléltetik, ami kihatással lehet a Fed monetáris politikájára. Az elemzői konszenzus korábban három kamatemelésre számított az évre, azonban egyre valószínűbbnek tartanak egy negyedik kamatemelést is.

Az **Európai Unióban** és az **euróövezetben** változatosan alakult az inflációs ráta 2018 első három hónapjában. Az Unióban januárban 1,6 százalékos inflációt mértek, amely februárra 1,4 százalékra csökkent, majd márciusra 1,5 százalékra emelkedett. Áprilisban ismét kismértékű lassulást regisztráltak az inflációban, és 1,4 százalékos rátát mértek. Az euróövezetben is hasonló tendencia bontakozott ki: januárban 1,3, februárban 1,1,

márciusban 1,3 százalékos volt az infláció, amely áprilisban 1,2 százalékra esett vissza. A tagállamok inflációs rátái között jelentős különbségek figyelhetők meg: áprilisban valamennyi balti államban 2 százalék feletti rátát regisztráltak. Ezzel szemben Dániában, Görögországban, Olaszországban, Hollandiában, Lengyelországban és Finnországban 1 százalék alatti fogyasztóiár-indexet mértek. A fogyasztói kosáron belül a háztartási energia árának éves változása az Európai Unióban 2,9, míg az euróövezetben 2,6 százalékra emelkedett áprilisra, ami így megközelíti a korábban mért magas értékeket. A feldolgozatlan élelmiszer és az energia áraitól szűrt maginfláció az Unióban 1,2, az euróövezetben pedig 1,1 százalékot tett ki áprilisban, ez kismértékű csökkenés 2018 első negyedéhez képest. A fentiek alapján mind az inflációs, mind a maginflációs ráta elmarad az EKB által kitűzött 2 százalékos céltől. Mindez lassíthatja az EKB eszközvásárlási programjának kifuttatását.

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



Forrás: Eurostat

Szemben az euróövezettel, a **visegrádi országokban** növekedés következett be az inflációs rátában áprilisra. Hasonló állapítható meg a régió többi országának esetében is. Csehország fogyasztóiár-indexe áprilisban 1,8 százalékot tett ki, vagyis ismét elindult a cseh központi bank által kitűzött 2 százalékos cél irányába. Lengyelországban 0,9, míg Szlovákiában 3,0 százalékos inflációs rátát regisztráltak. A magyar inflációs ráta az MNB monetáris politikája által kívánatosnak tartott, 2–4 százalék közötti sávban tartózkodott. A régiós átlagot meghaladó szlovák fogyasztóiár-indexet az élelmiszerárak 6, a feldolgozatlan élelmiszerárak 5,7, valamint a közlekedés 5,3 százalékos növekedése magyarázza. Az energiaárak Szlovákiában 2,0 százalékkal növekedtek. A maginflációs ráta változatosan alakult a visegrádi államok tekintetében: Magyarországon és Lengyelországban változatlanul 2,3 és 0,4 százalékon állt 2018 áprilisában, míg Csehország esetében a márciusi

1,9 százalékról áprilisra 2,0 százalékra, Szlovákiában pedig 2,4 százalékról 2,9 százalékra emelkedett.

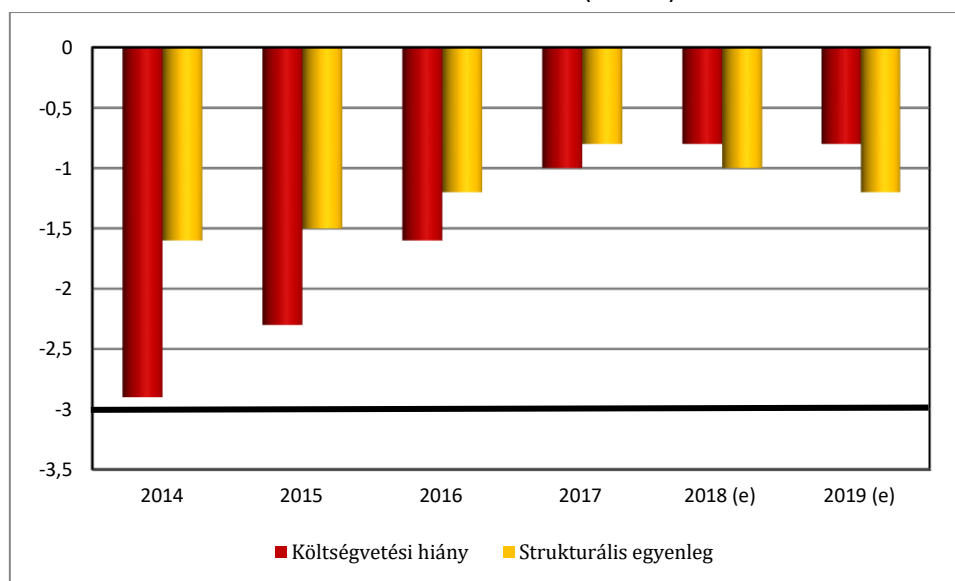
Az Európai Bizottság legfrissebb előrejelzése alapján az euróövezetben az inflációs ráta növekedése várható a feszes munkaerőpiac és az emelkedő bérek következtében. 2018-ban az energiaárak bázisba épülése, valamint a húsvéthatás következtében idén a második és harmadik negyedévben magasabb, míg a negyedik negyedévben mérsékeltebb inflációra lehet számítani: 2018 egészét véve így 1,5 százalékos inflációs rátát prognosztizálnak. 2019-re a Bizottság kismértékű növekedést vár, és 1,6 százalékos inflációt jelez előre.

## **Fiskális politika**

Az Európai Bizottság tavaszi előrejelzése alapján a következő években lassuló ütemben, de tovább folytatódik majd a költségvetési konszolidáció az Európai Unióban. A Bizottság előrejelzése alapján a költségvetési hiány a GDP százalékában a tavalyi 1,0 százalékról idén 0,8 százalékra csökkenhet, amely 2019-ben is fennmaradhat. A javulásban a továbbra is alacsony kamatkörnyezet, valamint a potenciális növekedést meghaladó növekedés játszik kiemelt szerepet. A tagországok közül csupán Spanyolországban nem sikerült teljesíteni a 3 százalékos maastrichti kritériumot, köszönhetően a 3,1 százalékos GDP-arányos hiánynak, de Portugáliában is 3 százalék volt a költségvetési hiány a tavalyi évben. Idén és jövőre a Bizottság előrejelzése alapján csak Romániában nem teljesül majd a költségvetési hiányra vonatkozó maastrichti kritérium, keleti szomszédunknál idén 3,4 százalékos, míg jövőre 3,8 százalékos hiány adódhat. Franciaországban a tavalyi évben 2007 óta először sikerült 3 százalék alá szorítani a költségvetési hiányt (2,6 százalékra), köszönhetően elsősorban a áfabevételek és társasági adóbevételek vártnál magasabb teljesülésének, azonban a Bizottság előrejelzése szerint 2019-ben ismét közel kerülhet a határértékhez a költségvetési egyenleg.



8. ÁBRA: A HIVATALOS KÖLTSÉGVETÉSI EGYENLEG ÉS A STRUKTURÁLIS EGYENLEG A POTENCIÁLIS GDP SZÁZALÉKÁBAN (EU28)



Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Spring 2018

A javuló költségvetési egyenleg azonban elsősorban nem a költségvetési fegyelem, hanem a gazdaság ciklikus pozíciójának eredménye, mivel a strukturális hiány (a gazdasági ciklustól és az egyszeri tételektől megtisztított hiányszám) enyhén emelkedhet az Európai Unióban. Az Európai Bizottság számításai szerint a tavalyi 0,8 százalékos strukturális hiány idén 1,0 százalékra, majd jövőre 1,2 százalékra emelkedhet, ami megegyezik a 2016-os év értékével. Ezzel szemben az eurózónában a tavalyi 0,6 százalékról 2019-ig 1,1 százalékra emelkedhet a strukturális hiány, míg a költségvetési ESA hiánya 0,9 százalékról 0,6 százalékra csökkenhet a következő két év során.

A visegrádi országok közül Csehországban az előrejelzési horizont egészén fennmaradhat a költségvetési többlet, azonban ez folyamatosan a tavalyi 1,6 százalékról 2019-ig 1,2 százalékra csökkenhet a lassabb növekedés, a magasabb kamatkidadások, az adórendszer egyszerűsítését célzó intézkedések, a közalkalmazotti béremelések, valamint a növekvő állami beruházások következtében. Lengyelországban a tavalyi 1,7 százalékról 1,4 százalékra csökkenhet a költségvetési hiány, elsősorban a bővülő munkaerőpiacnak, a gyors gazdasági növekedésnek és az adóbeszedési hatékonyság javulásának, amit csak kismértékben ellensúlyoz majd a növekvő beruházási aktivitás. A Bizottság előrejelzése szerint Szlovákiában tovább erősödik a költségvetési fegyelem: a tavalyi 1 százalék után idén 0,9 százalékos, míg 2019-ben 0,3 százalékos hiány várható. Idén bevételi oldalon a növekvő adóbevételek (szociális hozzájárulási adó és személyi jövedelemadó), míg kiadási oldalon a közalkalmazotti béremelések és a 2004 előtt nyugdíjba vonulók nyugdíjmelése gyakorolnak számottevő hatást a költségvetési egyenlegre.

Tavaszi előrejelzésében az Európai Bizottság az államadósság folyamatos csökkenését vetíti előre. Az előrejelzés szerint a GDP-arányos államadósság a 2017-es 83,1 százalékról 2019-ig 79,1 százalékra csökkenhet az Európai Unióban, míg 88,8 százalékról 84,1 százalékra az eurózónában. A tagországok közül várhatóan csak Cipruson (2 százalékponttal, 99,5 százalékra), valamint Romániában (1,4 százalékponttal, 36,4 százalékra) nem csökken majd az államadósság mértéke a GDP-hez viszonyítva. GDP-arányosan a legnagyobb csökkenést a Bizottság Szlovéniában (8,5 százalékponttal, 65,1 százalékra), Horvátországban (8,3 százalékponttal, 69,7 százalékra), Görögországban (8,3 százalékponttal, 170,3 százalékra), valamint Németországban (7,8 százalékponttal, 56,3 százalékra) várja a következő két év során. Ezzel szemben a magas államadósságú nagy gazdaságok csak kismértékben tudják majd csökkenteni államadósságukat: Spanyolországban 2,4 százalékponttal, 95,9 százalékra, Franciaországban 1 százalékponttal, 96 százalékra, míg Olaszországban 2,1 százalékponttal, 129,7 százalékra.

## A magyar gazdaság jelenlegi helyzete

### A hazai növekedés alakulása

Az idei első negyedévben 4,4 százalékkal bővült a magyar gazdaság a nyers és 4,7 százalékkal a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok alapján az előző év azonos időszakához viszonyítva. A gazdaság teljesítménye jelentősen meghaladta az unió bővülési ütemét, amely 2,2 százalékkal nőtt a nyers és 2,4 százalékkal a szezonálisan kiigazított adatok szerint. A visegrádi államok közül egyedül Lengyelország növekedési rátája (5,0 százalék) haladta meg a hazai adatot, míg Csehorszáé (4,4 százalék) és Szlovákiáé (3,6 százalék) elmaradt attól. 2017 utolsó negyedévéhez viszonyítva a gazdaság teljesítménye 1,2 százalékkal nőtt a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok alapján, így negyedéves alapon a magyar gazdaság már 8 negyedéve folyamatosan bővül.

Felhasználási oldalról nézve az első három hónapban a bruttó állóeszköz-felhalmozás 17,1 százalékkal növekedett éves szinten, és így 2,8 százalékponttal járult hozzá az első negyedéves bővüléshez. A növekedés elsősorban a 2014–2020-as uniós költségvetési ciklus forrásaiból finanszírozott fejlesztéseknek, valamint a lakás- és ingatlanberuházások bővülésének eredménye, de jelentősen nőttek a gép- és berendezésberuházások. Figyelembe véve a készletváltozás hatását is, a bruttó felhalmozás volumene 4,5 százalékkal emelkedett egy év alatt. Vagyis a készletváltozás továbbra is jelentősen lassítja a GDP növekedését, az első negyedévben 2,1 százalékponttal.

Az ágazatok többségében nőtt a beruházások volumene éves összehasonlításban az első negyedévben. A kivételt a mezőgazdaság (–1,8 százalék), a bányászat, kőfejtés (–9,7 százalék), a vízellátás, szennyvíz gyűjtése, kezelése, hulladékgazdálkodás, szennyeződésmentesítés (–4,7 százalék), valamint a pénzügyi, biztosítási tevékenység (–3,5 százalék) jelentik. A nemzetgazdasági beruházásokon belül közel 30 százalékos súllyal szereplő feldolgozóiparban a beruházások lényegében stagnáltak (–0,2 százalék) a magas bázis és a lezárult, nagy értékű projektek következtében, azonban az alágak mintegy felében így is bővülést mértek. Az egészségügyben (73,6 százalék) a fekvőbeteg-ellátáshoz, az oktatásban (70,7 százalék) pedig a felsőoktatáshoz kötődően nőtt a beruházási volumen, míg a közigazgatásban (75,7 százalék) a rendvédelmi, honvédelmi és a katasztrófavédelmi beruházások voltak meghatározók. A fejlesztéseket elsősorban európai uniós forrásokból finanszírozták. Az építőiparban a kedvező konjunktúra következtében 36,3 százalékkal, míg a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás ágazatban a szállodaépítések és -felújítások következtében 14,7 százalékkal nőtt a beruházási volumen. Ezzel szemben az információ és kommunikáció ágazatban a hálózatfejlesztések (mobil és digitális) révén 21,3 százalékkal emelkedtek a beruházások éves alapon az év első három hónapjában. Kiemelkedő, közel 45 százalékos bővülést regisztráltak az ingatlanügyletek beruházási teljesítményében is,

amelyhez a lakásépítések növekedése mellett a bérbeadást szolgáló létesítményekbe történő beruházások járultak hozzá.

A beruházási teljesítmény növekedése elsősorban a fejlesztések 12 százalékát teljesítő költségvetési szervekhez köthető, ahol 65 százalékkal nőtt a volumen, míg a feles súllyal rendelkező, legalább 50 fős vállalkozások esetében 1,1 százalékkal mérséklődött.

Tovább emelkedett a háztartások fogyasztási kiadásának növekedési üteme, amely az első negyedévben 5,9 százalékot tett ki, szemben a tavalyi év végi 5,6 százalékos bővüléssel. A növekedésben a továbbra is erőteljes béremelkedés, amelyet a 8, illetve 12 százalékkal növekvő minimálbér és garantált bérminimum, a munkaerőhiány és az állami szféra bérrendezései hajtanak, játszik döntő szerepet. Emellett a továbbra is bővülő foglalkoztatás emeli a háztartások rendelkezésre álló jövedelemét, így a válság előtti időszakhoz viszonyítva a fogyasztás bővülése nem jár a lakosság eladósodásával. Az erőteljes bővülésnek köszönhetően a háztartások fogyasztási kiadása 2,9 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedési üteméhez.

A közösségi fogyasztás volumene 4,6 százalékkal nőtt éves szinten az első negyedévben, így 0,4 százalékponttal fokozta a gazdaság teljesítményét. A végső fogyasztás ennek köszönhetően 5,0 százalékkal emelkedett, és 3,6 százalékkal húzta feljebb a növekedést, míg a beruházások szerepét is figyelembe véve a belföldi felhasználás egy év alatt 4,8 százalékkal nőtt, így 4,3 százalékpontot adott a bővüléshez.

A magas bázis következtében jelentősen lassult úgy az export, mint az import növekedése az első negyedévben: előbbi volumene éves alapon 3,5 százalékkal, míg utóbbié 3,8 százalékkal bővült. Az exporton belül az áruforgalom emelkedése 3,1 százalékra, míg a szolgáltatásoké 5,4 százalékra lassult a tavalyi év 6,8, illetve 8,2 százalékos növekedésével szemben. Az áruimport ezzel szemben 5,1 százalékkal bővült a tavalyi 10,0 százalékos emelkedés után, míg a szolgáltatásimport 2,8 százalékkal mérséklődött a tavalyi 8,4 százalékos növekedést követően. A gazdasági bővülést az áruegyenleg 1,4 százalékponttal lassította, míg a szolgáltatás egyenlege ugyanekkor mértékben segítette elő, így a teljes külkereskedelmi egyenleg végül semleges hatást gyakorolt a növekedésre. Az első negyedévben a külkereskedelmi többlet 671,2 milliárd forint volt, 10,4 milliárd forinttal kevesebb, mint az előző év azonos időszakában. A külkereskedelmi egyenleg többletének 82,7 százaléka a szolgáltatásokhoz köthető.

A külkereskedelmi termékforgalmon belül az év első három hónapjában az élelmiszerek, italok, dohány exportjának volumene 0,8 százalékkal csökkent, míg az importja 8,2 százalékkal nőtt. A nyersanyagok esetében a kivitel 4,1 százalékkal, míg a behozatal 8,0 százalékkal emelkedett. Ezzel szemben az energiahordozók exportja 9,2 százalékkal bővült, míg importja 1,8 százalékkal mérséklődött. A feldolgozott termékeknél a kivitel

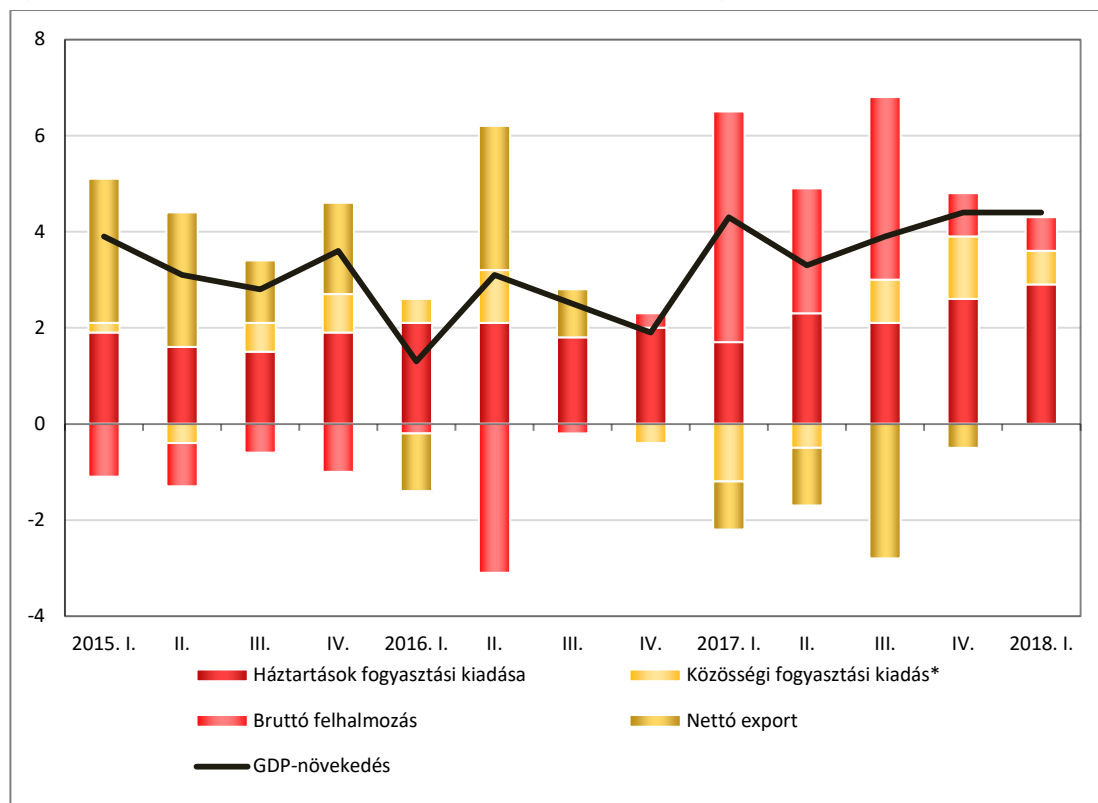
3,0 százalékkal, míg a behozatal 7,4 százalékkal növekedett, a gépek és szállítóeszközök esetében pedig rendre 5,2 százalékos és 4,9 százalékos emelkedést mértek.

A folyó áras, forintban számolt adatok alapján a szolgáltatások külkereskedelmi forgalmában az export éves összehasonlításban 5,2 százalékkal bővült, míg az import 2,2 százalékkal csökkent az év első három hónapjában. A szolgáltatásokon belül a bérmunka exportjának értéke 1,4 százalékkal növekedett, míg az importja kiemelkedő mértékben, 31,9 százalékkal nőtt. A turizmusban ezzel szemben a külföldi vendégek 7,7 százalékkal többet költöttek, míg a külföldre utazó magyarok esetében a növekedés a költésben mindösszesen 2,2 százalékos volt. A szállítási szolgáltatásoknál a kivitel éves szinten 16,8 százalékkal, míg a behozatal 7,6 százalékkal bővült. Ezen belül is a légi szállítási szolgáltatásokat kell kiemelni, amelyeknek az exportja 24,8 százalékkal nőtt, míg az import csupán 3,2 százalékkal. A szállítási szolgáltatásokon belül legjelentősebb súlyú közúti szállítási szolgáltatások esetében az export 7,8, míg az import 13,9 százalékkal növekedett, ezen belül is az áruszállítási szolgáltatásokban rendre 11, illetve 17 százalékos emelkedést regisztráltak. A csővezetékes szállítás és villamosenergia-átvitel importja a tavalyi évi 36,5 százalékos visszaesést követően az első negyedévben 67,3 százalékkal mérséklődött, míg az export 48,8 százalékkal bővült.

Az üzleti szolgáltatásoknál mind az export, mind az import visszaesett az idei év elején: előbbi 1,9 százalékkal, míg utóbbi 5,8 százalékkal. A kivitel növekedését a távközlési szolgáltatások 7,9 százalékos, a pénzügyi szolgáltatások 50,1 százalékos, a számítástechnikai szolgáltatások 21,0 százalékos és az egyéb üzleti szolgáltatások 0,9 százalékos emelkedése húzta, míg az építési-szerelési szolgáltatások 10,2 százalékos, a biztosítási szolgáltatások 17,5 százalékos és a szellemi tulajdonhoz kapcsolódó díjak 15,7 százalékos mérséklődése lassította. Az egyéb üzleti szolgáltatásokon belül a kereskedelemhez kapcsolódó szolgáltatások exportja 41,9 százalékkal, míg a számviteli szolgáltatásoké 16,1 százalékkal nőtt, az ügyviteli tanácsadás és PR-é ezzel szemben 5,0 százalékkal, a kutatás-fejlesztési szolgáltatásoké pedig 5,4 százalékkal mérséklődött. Az importnál ezzel szemben a távközlési szolgáltatások 9,9 százalékos, a biztosítási szolgáltatások 19,5 százalékos, a pénzügyi szolgáltatások 10,3 százalékos, a számviteli szolgáltatások 11,4 százalékos, a kutatás-fejlesztési szolgáltatások 9,7 százalékos növekedése, míg az építési szerelési szolgáltatások 47,3 százalékos, a számítástechnikai és információs szolgáltatások 4,9 százalékos, a szellemi tulajdonhoz kapcsolódó szolgáltatások 6,2 százalékos, az üzleti tanácsadás 6,1 százalékos visszaesése játszott szerepet a külkereskedelmi forgalom alakulásában. A kormányzati szolgáltatásokon belül az export értéke egy év alatt 3,0 százalékkal nőtt, míg az importé 21,1 százalékkal mérséklődött.

A külkereskedelmi forgalom forintban mért árszínvonala a kivitel tekintetében nem változott, a behozatalban 0,1 százalékkal csökkent.

9. 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

Az Eurostat üzleti és fogyasztói felmérése alapján a háztartások aggregált bizalmi indexe változatlanul negatív, vagyis a lakosság inkább pesszimistán ítéli meg a helyzetét, értéke érdemben emelkedett úgy az előző év azonos időszakához, mint az előző negyedévhez képest. A szezonálisan kiigazított értékek alapján 2018 első negyedévében a mutató  $-7,3$ -en állt, míg az előző negyedévben értéke  $-11,2$ , 2017 első negyedévében pedig  $-11,5$  volt. Az előző negyedévhez viszonyítva a legnagyobb emelkedés az ország következő 12 havi pénzügyi helyzetének megítélésében következett be:  $5,9$  indexpontra emelkedett az értéke. Jelentősen javult továbbá az ország gazdasági helyzetéről, valamint a megtakarítások várható alakulásáról való vélekedés is.

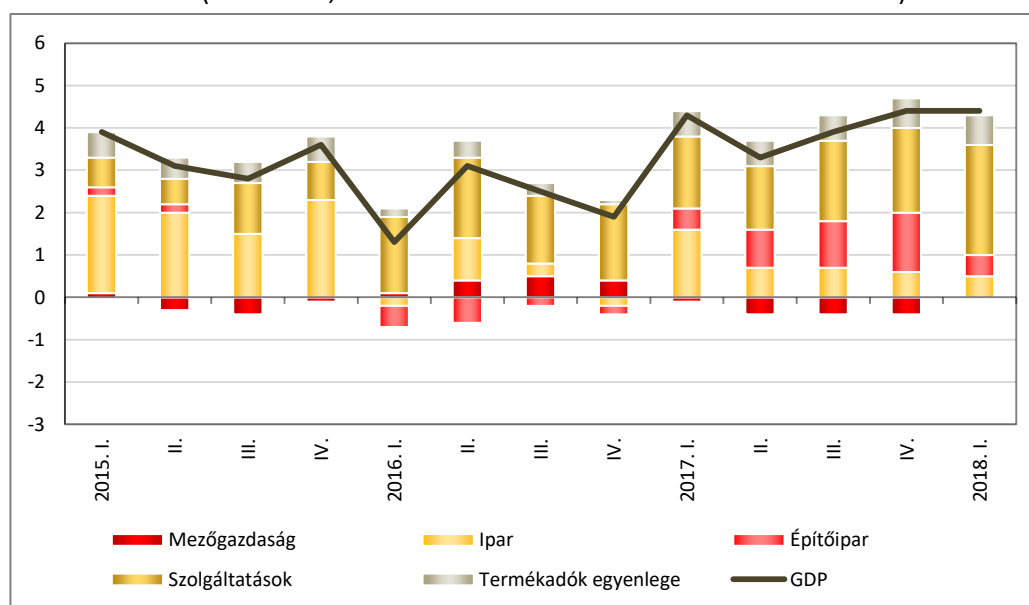
Termelési oldalról minden ágazat pozitívan járult hozzá a gazdasági növekedéshez 2018 első három hónapjában, kivételt képez ez alól a mezőgazdaság. Utóbbi ágazat a becslés szerint az első negyedévben  $0,6$  százalékkal maradt el az előző év azonos időszaki értékétől, azonban a GDP növekedési ütemét se nem fokozta, se nem lassította ezáltal.

Az ipar hozzáadott értéke  $2,0$  százalékkal emelkedett az év első három hónapjában a tavalyi azonos időszakhoz képest, így összességében  $0,5$  százalékponttal járult hozzá a gazdaság bővüléséhez. Az iparon belül jelentős súlyt képviselő feldolgozóipar teljesítménye  $2,5$  százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit. A szezonálisan kiigazított adatok alapján mérséklődött a textil-, ruházat-, bőr és bőrtermék ( $4,5$  százalékkal), a gép, gépi berendezés



(10,4 százalékkal) gyártásának, a kocszgyártásnak, kőolaj-feldolgozásnak (1,1 százalékkal), valamint az egyéb feldolgozóipari ágazatoknak (9,7 százalékkal) a termelése az előző év azonos időszakához képest. 10 százalék feletti növekedést figyeltek meg ellenben a gumi-, műanyag és nemfém ásványi termékek (15,6 százalék), illetve a fémalapanyag és fémfeldolgozási termékek (10,9 százalék) gyártásának termelési volumenindexében. Jelentősen bővült továbbá a fafeldolgozás, papírtermékek gyártása, nyomdai tevékenység (5,7 százalék), a vegyi anyag, termék gyártása (9,2 százalék), valamint a gyógyszergyártás (7,7 százalék) ágazat termelése is. A jelentősebb súlyú ágazatok közül az élelmiszeripar teljesítménye 5,1, a számítógépgyártásé 1,9, járműgyártásé 1,6 százalékkal nőtt az első negyedév folyamán.

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



Forrás: KSH

Az építőipar termelése 2018 első három hónapjában 22,5 százalékkal emelkedett. Az ágazat így 0,5 százalékponttal járult hozzá a gazdaság növekedési üteméhez. Az érdemi bővülést részben az állami beruházások uniós források miatti ciklikussága, részben pedig a vállalkozások növekvő beruházásai, illetve a lakásépítések emelkedő száma eredményezte. Utóbbit jelentős mértékben támogatta a lakásépítések áfakulcsának csökkentése, valamint a családi otthonteremtési kedvezmény. Az építőiparon belül az épületek építése 28,9, míg az egyéb építményeké 22,9 százalékkal nőtt az első negyedévben az előző év azonos időszakához képest. A volumen növekedése mellett azonban az árak is emelkedtek: az épületek esetében 11,0, míg az egyéb építmények esetében 5,9 százalékkal. 2018 első negyedévében a kiadott lakásépítési engedélyek száma ismét kismértékben növekedett, és az előző év azonos időszakához viszonyítva 3,4 százalékkal nőtt. Az épített lakások száma jelentős mértékben, 64,7 százalékkal emelkedett, amelyen belül a

vállalkozások által épített lakásoké 97,0, míg a természetes személyek által építetteké 42,6 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi értéket.

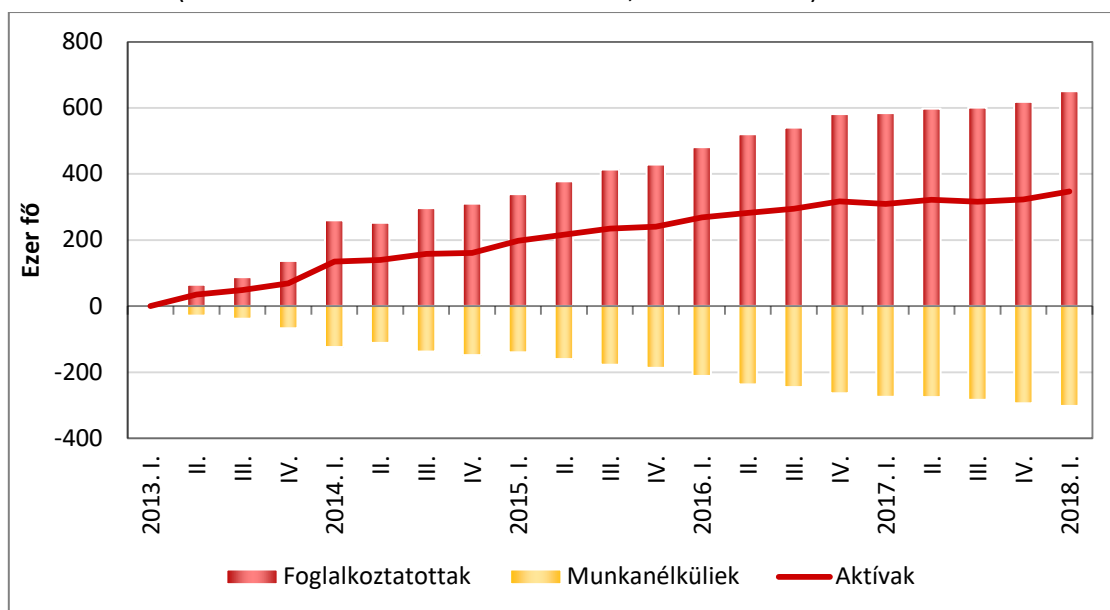
Az építőipar új szerződéseinek értéke az első negyedévben mindössze 8,0 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. Ennek háttérében főként a magas bázis állt.

Az első negyedévben a szolgáltató ágazatok 4,9 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához képest, amelynek köszönhetően a szolgáltatások teljesítménye a GDP növekedéséhez 2,6 százalékponttal járult hozzá. A szolgáltató ágazatokon belül jelentős bővülést regisztráltak az információ, kommunikáció (11,7 százalék), a kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás (8,2 százalék), valamint az egyéb szolgáltatások (7,5 százalék) terén, amelyek így rendre 0,5, 0,7 és 0,2 százalékpontot magyaráztak a GDP növekedéséből. Az ingatlanügyletek, illetve a szakmai, tudományos, műszaki tevékenység, adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység termelésének volumene egyaránt 6,8 százalékkal emelkedett, és így 0,5, illetve 0,6 százalékponttal húzták feljebb a gazdasági növekedés ütemét. A közigazgatás, oktatás és egészségügy együttes teljesítménye tovább mérséklődött 2018 első három hónapjában, és az előző év azonos időszakához képest 0,3 százalékos csökkenés ment végbe. Ennek hatására kismértékben ugyan, de fékezte a gazdaság bővülését (-0,1 százalék).

## **Munkaerőpiaci folyamatok**

Erőteljesen kezdte az idei évet a munkaerőpiac. A foglalkoztatottak szezonálisan kiigazított száma 32 ezerrel emelkedett egy negyedév alatt, 4,47 millió főre, ez éves szinten 66 ezer fős bővülés. A növekvő béreknek és az időskorúak foglalkoztatásának megkönnyítése miatt kiemelkedő mértékben 24 ezer fővel nőtt az aktívak szezonálisan kiigazított száma az előző negyedévhez képest a 15–74 éves korosztályban. Ennek köszönhetően az aktivitási ráta 62,4, míg a foglalkoztatási ráta 60,1 százalékra emelkedett az első negyedévben. Ezzel a foglalkoztatási ráta terén már utolértük az Európai Unió átlagát (60,0 százalék a tavalyi utolsó negyedévben a szezonálisan kiigazított adatok alapján), de még mindig jelentős lemaradás van Csehországhoz (64,3 százalék) vagy Németországhoz (67,3 százalék) viszonyítva.

11. ÁBRA: AZ AKTIVITÁS, A FOGLALKOZTATOTTSÁG ÉS A MUNKANÉLKÜLISÉG NEGYEDÉVES ALAKULÁSA (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT ADATOK, 2013. I. = 0)

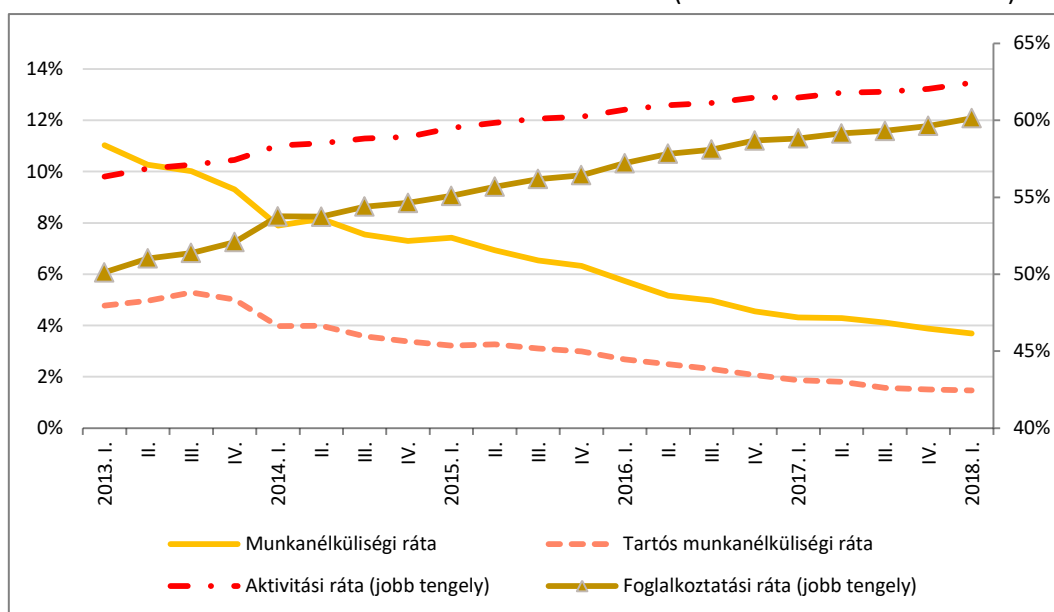


Forrás: KSH, Századvég-számítás

Az intézményi statisztikák alapján a munkaerőpiaci növekedés a korábbi negyedévekhez hasonlóan a kisvállalkozások és az egyéni vállalkozók, valamint a versenyszféra érdeme. Az első negyedévben a legalább öt főt foglalkoztató vállalkozásoknál 17 ezer fővel nőtt az alkalmazotti létszám a szezonálisan kiigazított adatok alapján, míg éves szinten 60 ezer fővel bővült. Ezzel szemben a költségvetési szférában 5 ezer fővel csökkent, míg a nonprofit szférában ugyanennyivel nőtt az alkalmazotti létszám az előző negyedévhez viszonyítva. A közsféra létszámcsökkenésében elsősorban a közfoglalkoztatás visszaszorulása játszott szerepet. Az első negyedévben átlagosan már csak 141 ezren dolgoztak a Start munkaprogramokban, ami negyedéves szinten 11 ezer, míg éves szinten 34 ezer fős létszámcsökkenést jelent. A közfoglalkoztatottak állományi létszáma legutóbb 2013 harmadik negyedévében (közel 147 ezer fő) volt ehhez hasonló. Az első negyedévben a teljes munkaidőben ledolgozott órák száma 0,4 százalékkal elmaradt a tavalyi év azonos időszakának adatától, ez elsősorban annak köszönhető, hogy idén kétfél kevesebb munkanap volt. Ezzel szemben a részmunkaidőben ledolgozott órák száma 3,1 százalékkal növekedett (a kevesebb munkanap ellenére), ami arra enged következtetni, hogy a vállalatok igyekeznek akár részmunkaidős foglalkoztatás keretében is betölteni az üres álláshelyeket, illetve előfordulhat, hogy a munkavállalók egy részét részmunkaidősként jelentik be a bérköltség leszorítása érdekében, azonban az NGM legfrissebb jelentése szerint ez a gyakorlat nem elterjedt.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> [http://www.ommf.gov.hu/index.php?akt\\_menu=172&hir\\_reszlet=617](http://www.ommf.gov.hu/index.php?akt_menu=172&hir_reszlet=617) (2018.06.07.).

12. ÁBRA: A LEGFŐBB MUNKAERŐPIACI ADATOK (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)

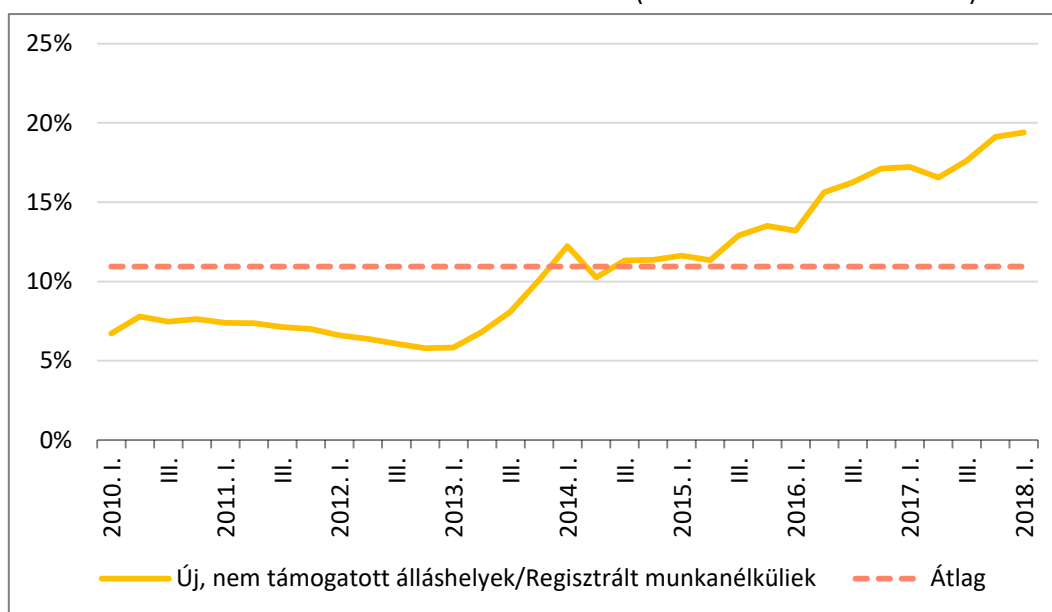


Forrás: KSH, Századvég-számítás

A foglalkoztatás bővülése kedvezően hatott a munkanélküliek helyzetére is. Az első negyedévben már csak 171 ezer állástalan volt a gazdaságban, ami 8 ezer fős mérséklődés az előző negyedévhez és 28 ezer fős csökkenés a tavalyi első negyedévhez viszonyítva. Az aktívak számát is figyelembe véve a munkanélküliségi ráta 3,7 százalékra csökkent, amely nemcsak a rendszerváltás óta mért legkisebb érték, hanem az Európai Unió belül is a negyedik legalacsonyabb adat Csehország, Málta és Németország mögött. A munkanélkülieken belül ezer fővel csökkent a tartós munkanélküliek (akik legalább egy éve nem dolgoztak) száma, azonban részarányuk 1 százalékponttal, 39,8 százalékra emelkedett.

A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat adatai alapján 10 ezer fővel csökkent az álláskeresők száma az első negyedévben, így az NFSZ regiszterében már csak 254 ezren voltak átlagosan az év első három hónapjában. Az új nem támogatott álláshelyek száma éves szinten minimálisan nőtt, míg negyedéves szinten kismértékben csökkent, így a munkaerőpiac feszességét jelző Beveridge-görbe értéke emelkedett az év elején.

13. ÁBRA: A MUNKAERŐPIAC FESZESSÉGE (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat, Századvég-számítás

Idén is folytatódtak a béremelések a gazdaságban. Az első negyedévben a bruttó átlagkereset mértéke 12,2 százalékkal haladta meg a tavalyi év azonos időszakának értékét, és elérte a 316 ezer forintot. A növekedés elsősorban a közszférának köszönhető, ahol 16,4 százalékkal emelkedtek a keresetek, elsősorban a különböző bónuszok kifizetése, valamint a bérrendezések (az egészségügy, a felsőoktatás, a rendvédelmi dolgozók, valamint az egyes közszolgáltatók) következtében. Ezzel szemben a versenyszektorban 10,5 százalékkal nőttek csak a bérek, 327 074 forintra, ami a hatéves bérmegállapodás alapján a kiinduló bázis, vagyis akkortól csökken majd ismét 2 százalékponttal a szociális hozzájárulási adó kulcsa, amikortól a reálbér értéke legalább 6 százalékkal meghaladja ezt a szintet. A béremelésekre a fokozódó munkaerőhiány, a minimálbér 8, illetve a garantált bérminimum 12 százalékos emelése hatott, míg a fedezetet az szociális hozzájárulási adó év eleji 2,5 százalékpontos csökkentése, valamint az erőteljes konjunktúra biztosította. A nettó reálbérek a bruttó bérekkel megegyező ütemben növekedtek, ami a 2 százalékos első negyedéves inflációt is figyelembe véve 10 százalékos reálbér-emelkedést jelent.

## Infláció

2018 első negyedévében átlagosan 2,0 százalékkal növekedtek az árak az előző év azonos időszakához képest. Januárban 2,1, februárban 1,9, míg márciusban 2,0 százalékot tett ki az infláció mértéke. Áprilisban és májusban tovább folytatódott a fogyasztóiár-index emelkedése: a negyedik hónapban 2,3, míg az ötödik hónapban 2,8 százalékos inflációt regisztráltak. Az infláció alakulásában jelentős szerepet játszott a forint gyengülése, valamint az olajárak növekedése. Az euró árfolyama a januári 310 forintról márciusra 312,4, míg májusra 316,2 forintra, júniusban pedig 320 forint fölé nőtt. Az első negyedévben az olaj ára

kismértékű csökkenést mutatott: a benchmarkként használt Brent hordónkénti ára januárban 69,1, míg márciusban 66,7 dollárt tett ki, amely aztán májusra 77 dollárra emelkedett. Az első negyedévben tapasztalt, kismértékű visszaesés az USA kitermelésének növekedésével magyarázható: az Egyesült Államok Energiainformációs Hivatala jelentése szerint a januári 9,7 millió hordóról márciusra 10,4, míg májusra 10,7 millió hordóra nőtt az amerikai olajkitermelés. Ezzel egyidejűleg azonban mérséklődött az OPEC-tagországok termelése: az OPEC adatai alapján a szervezet tagjainak napi kitermelése a januári 32,3 millió hordóról 32 millió hordóra csökkent. Az ezt követő áremelkedés háttérében az idei venezuelai és argentin államcsődközeli helyzet miatti exportvisszaesés, valamint az Iránra kivetett szankciók álltak. Az olajár alakulása nyomán az üzemanyagárak az első negyedévben átlagosan 1,8 százalékkal mérséklődtek, majd áprilisban 2,1, májusban pedig 9,5 százalékkal nőttek az előző év azonos időszakához viszonyítva.

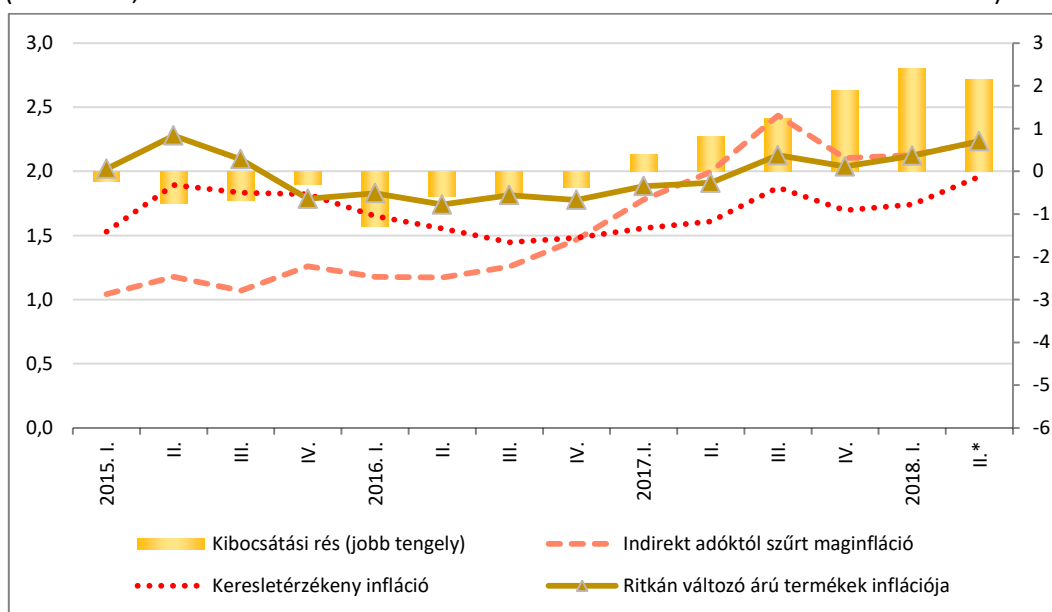
2016 szeptemberében, 2017 januárjában és júliusában megemelték a dohánytermékek jövedéki adóját, hogy Magyarország eleget tegyen a vonatkozó uniós előírásnak (2017 végéig 29 százalékos adóemelést írtak elő). A készletek kifutását követően megindult a dohánytermékek árának növekedése, amely 2018 első öt hónapjában is tovább folytatódott: az első negyedévben átlagosan 10,0, míg áprilisban és májusban rendre 9,2 és 7,4 százalékkal kerültek többre, mint egy évvel korábban. Fékezően hatott ugyanakkor a sertésbelsőségek és a telefonos és internetes szolgáltatás áfakulcsának 5 százalékra mérséklése: az első negyedévben előbbi 2,2, míg utóbbi 6,4 százalékkal lett olcsóbb. 5 százalékos kulccsal adózik továbbá 2018-tól az éttermi szolgáltatás, valamint a hal is, azonban ezek esetében nem érződik a lépés hatása: az éttermekben 5,6, míg a halakért 1,9 százalékkal kellett többet fizetni 2018 első három hónapjában. A sertéshús ára – a korábbi áfacsökkentés ellenére – tovább emelkedett 2018 első negyedévében: 4,0 százalékkal lett magasabb. Ugyanez állapítható meg a baromfihús (3,8 százalék), a friss tej (6,0 százalék) és a tojás (37,4 százalék) árának esetében is. A tojás árában tapasztalható erőteljes növekedés háttérében több tényező is meghúzódott: 2017 elején kitört európai madárinfluenza-járvány fékezte az áfacsökkentés ármérséklő hatását, míg az augusztusban kirobbant fipronil-botrány nyomán jelentős mértékű drágulás következett be. Mindezek hatására érdemben visszaesett az európai tojáskínálat, és az egész kontinensen jelentős áremelkedés ment végbe. A friss tej esetében az áfacsökkentés hatása azért nem jelenik meg a tej árának változásában, mivel a friss tej az elfogyasztott tej mindössze 20 százalékát teszi ki.

A háztartási energia ára 1,5 százalékkal emelkedett az első negyedévben, míg a tartós fogyasztási cikkek 0,9 százalékkal lettek olcsóbbak. Előbbit főleg a tűzifa 13,8, a palackos gáz 7,9, valamint a brikett, kokszt 5,0 százalékos drágulása, míg utóbbit a használt személygépjárművek 8,2, a számítógépek, fényképezőgépek, telefonkészülékek 4,2, valamint a tartós kulturális cikkek 3,8 százalékos árcsökkenése magyarázta. A szolgáltatások átlagosan

1,0 százalékkal kerültek többre 2018 első negyedében, amelyhez jelentős mértékben hozzájárult a belföldi üdülés 7,0, a háztartási szolgáltatás 6,9, valamint a lakásjavítás, -karbantartás 6,7 százalékos áremelkedése, illetve a hírközlés 6,2 és a külföldi üdülés 4,9 százalékos ármérséklődése. Az infláció a vizsgált negyedévben az MNB által kitűzött 2–4 százalékos célsávon belül alakult, azonban a 3 százalékos, kitűzött célt továbbra sem érte el. Ennek hátterében a lakosság inflációs várakozásainak historikusan alacsony szintje, a fokozatos munkáltatói járulék-csökkentések, valamint az áfakulcs-csökkentések húzódtak meg, amelyek jelentős mértékben fékezik az árak növekedését.

2018 első negyedében továbbra is pozitív tartományban tartózkodott a kibocsátási rés, vagyis a kibocsátás meghaladta a hosszú távú trend szerinti értékét. Előrejelzésünk szerint a kibocsátási rés stabilan pozitív tartományban marad, ami hosszabb távon keresleti oldali inflációs nyomás kialakulásához vezethet. Ez növelően hathat a gazdaságban mért inflációra, azonban jelentős mértékű emelkedést nem eredményez az árszínvonalban.

14. ÁBRA: A KIBOCSÁTÁSI RÉSRÉ VONATKOZÓ BECSLÉSÜNK ÉS AZ INFLÁCIÓS TRENDMUTATÓK (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK ÉS A POTENCIÁLIS GDP BÁZISÁN)



\* Csak az áprilisi–májusi adatot tartalmazza. Forrás: MNB, Századvég-számítás

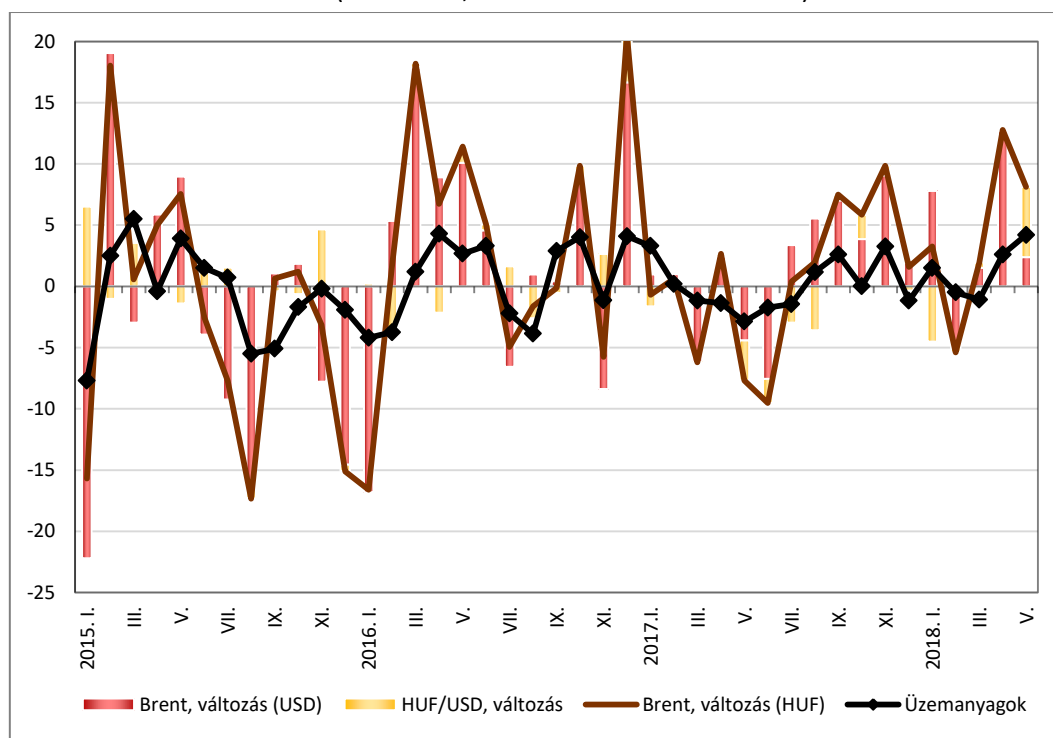
A jegybank inflációs alapadatai változatos képet mutattak az első negyedév során. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció a 2017 negyedik negyedévi 2,3 százalékos szintjéről 2018 első negyedévére 2,1 százalékra csökkent, a keresletérzékeny infláció pedig 1,8 százalékról 1,7 százalékra mérséklődött. Az ezt követő két hónapban mindkét index tekintetében növekedést figyeltek meg: az indirekt adóktól szűrt maginfláció áprilisban és májusban is 2,2 százalékon állt, míg a keresletérzékeny infláció májusra 2,0 százalékig emelkedett. A ritkán változó árú termékek inflációja ellenben nem változott az előző negyedévhez képest, változatlanul 2,1 százalékot tett ki átlagosan



2018 első három hónapjában. Áprilisban aztán 2,3 százalékra nőtt, majd májusra 0,1 százalékponttal 2,2 százalékra csökkent. A nyers maginfláció 2018 első három hónapjában átlagosan 2,5 százalék volt. Áprilisban 2,4 százalékon állt, majd májusban 0,1 százalékponttal 2,5 százalékra emelkedett. Az MNB kommunikációja alapján az alapkamat változása nem várható.

A maginfláción kívüli tételek ára 2018 első negyedében átlagosan 1,5 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva. Ennek hátterében az áll, hogy az üzemanyagárak átlagosan 0,2 százalékkal mérséklődtek az előző év azonos időszakához képest. A csökkenést az Egyesült Államok vártnál gyorsabb termelésbővülése, olajtartalékának jelentős növekedése, az Egyesült Államok Energiainformációs Ügynökségének (EIA) legfrissebb előrejelzése, mely szerint az amerikai kitermelés már idén eléri a 11 millió hordós napi szintet, az iráni olajkitermelés növelésére vonatkozó nyilatkozatok, valamint az USA és Kína közti kereskedelmi háború veszélye magyarázza. Januárban még 0,1 százalékkal nőtt az üzemanyag ára, azonban februárban 0,3, márciusban pedig 0,4 százalékos csökkenés ment végbe. Az olaj hordónkénti ára 2018 első három hónapjában 65–70 dollár között mozgott, majd a következő két hónapban már stabilan 75 dollár felett alakult, májusban pedig átlépte a hordónkénti 80 dolláros árfolyamot is. Az árak emelkedését az USA és Oroszország között kibontakozó feszültség, az Egyesült Államok iráni atomalkuból való kilépése és az Irán ellen bevezetett újabb szankciók, valamint a venezuelai válság elmélyülése eredményezte.

15. ÁBRA: AZ ÜZEMANYAGOK ÁRÁNAK VÁLTOZÁSA ÉS AZ AZT MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐK (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ HÓNAP BÁZISÁN)



Forrás: Thomson Reuters, KSH, MNB, Századvég-számítás

A nyers élelmiszerek ára 2018 első negyedében átlagosan 2,1 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. A mezőgazdasági termelői árak az év első három hónapjában 3,2 százalékkal nőttek az előző esztendő azonos időszakához viszonyítva. Ehhez jelentősen hozzájárult a gyümölcsök 25,6, a gabonafélék 13,2, valamint az állati termékek 8,4 százalékos áremelkedése, illetve a burgonya 17,1 és a zöldségek 13,1 százalékos árcsökkenése. Összességében tehát a maginfláción kívüli tételek ebben a negyedévben is az infláció növekedésének irányába hatottak.

## Monetáris és pénzügyi kondíciók

Az EKB Kormányzótanácsa a 2018. április 26-i ülésén változatlanul hagyta a refinanszírozási műveletek irányadó 0,00 százalékos kamatlábát, valamint az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatlábjának 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 megerősítette korábbi döntését, amelynek értelmében a hagyományostól eltérő monetáris politikai intézkedéseket illetően az eszközvásárlási program keretében 2018 januárjától a nettó eszközvásárlások 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.

A Fed kamatokról határozó Nyílt Piaci Bizottsága (FOMC – Federal Open Market Committee) változtatott kamatkondícióin 2018. március 20–21-i ülésén, és 25 bázisponttal az 1,5–1,75 százalékos célsávba emelte alapkamatát.

A magyar jegybank márciusban, áprilisban és májusban sem változtatott, és így 0,9 százalékon hagyta az irányadó rátát. A grémium megjelent jegyzőkönyvei alapján a testület döntése minden alkalommal egyhangú volt.

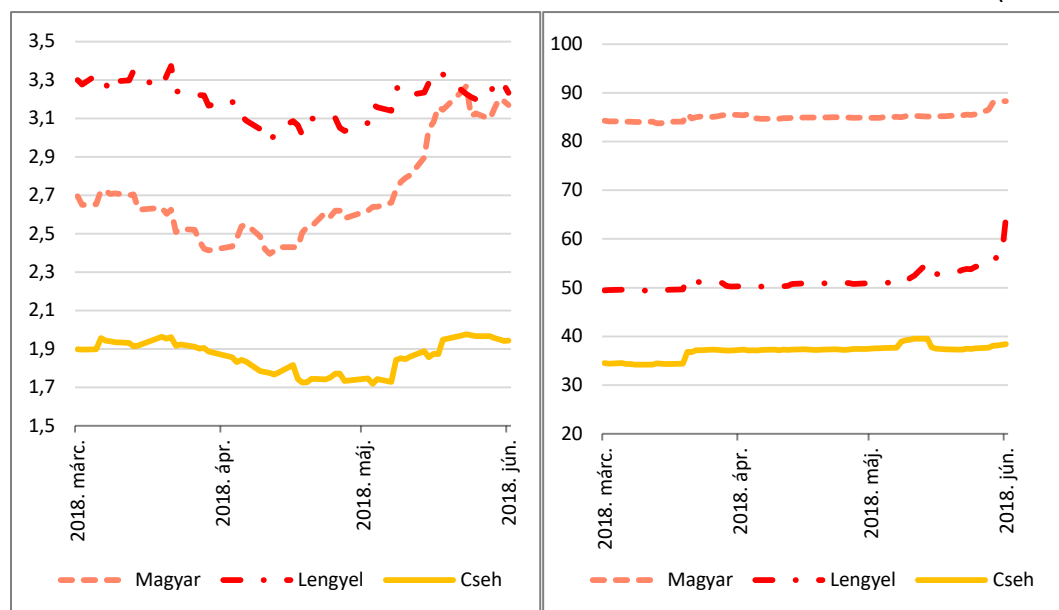
A jegybanki irányadó eszköz igénybevételének folyamatos szűkítése (2017 decemberétől kezdődően 75 milliárd forintra csökkentése, azaz maximum ennyit helyezhet el a bankrendszer 3 hónapos betétként a jegybankban 2017. negyedik negyedév végétől kezdődően) következtében feltehetően tovább erősödik majd 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.

A magyar jegybank Monetáris Tanácsa novemberi döntése értelmében a hitelfelvevők kamatkockázatát igyekeznek mérsékelni. Ebből a célból a Monetáris Tanács feltétel nélküli, 5 és 10 éves futamidejű monetáris politikai célú kamatcsereeszközt (MIRS) (változó

kamatozást cserél fix kamatozásúra) vezetett be, amelynek 2018 első fél évre vonatkozó keretösszegét 600 milliárd forintban határozta meg. Az eszközt – amelynek vonatkozásában az MNB kiemelten veszi figyelembe a hazai és a nemzetközi hozamgörbék egymáshoz képesti pozícióját – az MNB a korábbi IRS-programjához hasonlóan kéthetente csütörtökön megrendezésre kerülő tendereken értékesíti. A korábbi jegybanki IRS-programokhoz képest stratégiai eltérés, hogy a MIRS használata nem feltételhez kötött, illetve ebből adódóan nincs mód az ügyletek MNB-vel történő lejárat előtti lezárására sem. A jegybank a második negyedévben MIRS-tendereket tartott 2018. április 12-én, április 26-án, május 10-én, május 24-én és június 7-én, mindegyik alkalommal 50 milliárd forint értékben és nagy túlkereslet (2,4–4,2 szeres túljegyzés) mellett.

Az MNB egy célzott programot is indított február végén, amelyben jelzálogleveleket vásárol. A Monetáris Tanács a jelzáloglevél-vásárlási programtól a jelzáloglevél-kibocsátás (jelenleg a jelzáloglevelek tulajdonosai elsősorban hitelintézetek, biztosítók, nyugdíjpénztárak és a külföld, de kismértékben a háztartások is) emelkedését és a piaci aktivitás élénkülését várja. A program keretében az MNB hazai kibocsátók nyilvános kibocsátású, forintban denominált, legalább 3 éves eredeti és 1 éves aktuális hátralévő futamidejű, fix kamatozású jelzálogleveleket vásárolja. A programban való részvétel feltétele, hogy a jelzálogleveleknél a rendes fedezeten belül legalább 90 százalék legyen a fogyasztónak nyújtott (lakossági) jelzáloghitel aránya. A lehetséges vásárlások összesített felső korlátja kibocsátónként a teljes forgalomban lévő állomány 70 százaléka, illetve az MNB törekszik arra, hogy részesedése egy adott sorozat esetében se haladja meg a 70 százalékot. A hazai jegybank az elsődleges piacon március eleje (a program kezdete) óta 53 milliárd forint értékben, a másodlagos piacon március eleje óta 16 milliárd, míg az év eleje óta 105 milliárd forint értékben vásárolt jelzálogleveleket.

16. ÁBRA: BAL: A 10 ÉVES ÁLLAMPÖTVÉNYEK HOZAMA A RÉGIÓBAN (SZÁZALÉK)  
JOBBA: AZ 5 ÉVES CDS-FELÁRAK VÁLTOZÁSA A RÉGIÓBAN (BÁZISPONT)



Forrás: Thomson Reuters

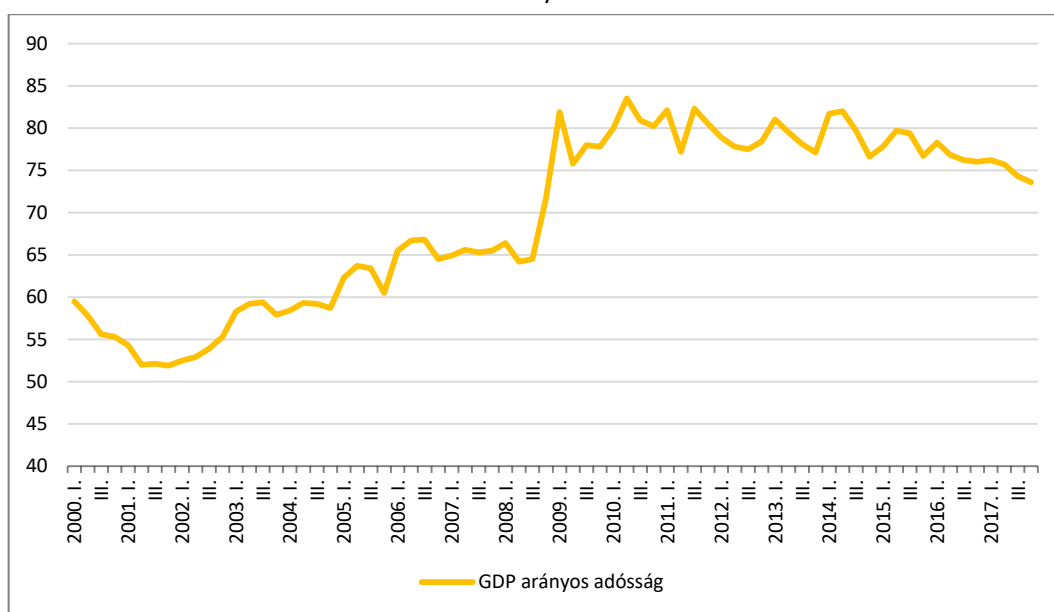
A folyó fizetési mérleg pozitív egyenlege és a külföldiek által hazai fizetőeszközben tartott állampapírok állományának növekedése erősítően, a jegybank nem konvencionális lazítása gyengítően hatott a vizsgált időszakban a hazai valuta árfolyamára. További negatív hatást gyakorolt azonban a török líra jelentős gyengülése, továbbá az olasz kormányalakítási bizonytalanság, amelyet a régiós devizák is megéreztek. Mindezek eredményeként a forint kursusa az euróval szemben a március eleji 314 forintról június elejére 320 forintra gyengült.

A régió devizái közül a cseh korona árfolyama 1,6 százalékkal, míg a lengyel zlotyé 3,1 százalékkal gyengült az euróval szemben.

A 10 éves forint állampapírok piacán március elejéhez képest 48 bázisponttal (3,17 százalékra) emelkedett a hozam. Csehországban a 10 éves futamidejű állampapírok hozama 4 bázisponttal (1,94 százalékra) növekedett, míg Lengyelországban 7 bázisponttal (3,23 százalékra) csökkent. A magyar 10 éves állampapírok hozama annak ellenére marad tartósan a lengyel 10 éves állampapír hozama alatt, hogy a lengyel állampapírok besorolása a nagy nemzetközi hitelminősítői intézményeknél (S&P, Moody's, Fitch) több fokozattal jobb, mint a magyar állampapíroké. Ugyanakkor magyar és a lengyel 10 éves állampapírok hozama közötti különbség jelentősen csökkent. Az országhozadékot kifejező ötéves magyar CDS értéke 4 egységgel nőtt az elmúlt három hónap folyamán, amely így jelenleg 88 bázisponton áll. Mindeközben Csehországban 4 bázisponttal, 38 bázispontra, míg Lengyelországban a kockázati megítélés e mutatója 15 egységgel, 64 bázispontra emelkedett.

Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 2018 első negyedévének végén 28 044 milliárd forint volt, amely a GDP 72,3 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 74,1 százalék után. Az első negyedévben az előző negyedévhez képest a bruttó adósság 685 milliárd forintos emelkedésében az adósság átértékelődése 59 milliárd, a tranzakciók pedig 626 milliárd forintos szerepet játszottak. Az Eurostat döntése alapján az Eximbank adósságát is figyelembe vevő számítás szerint a bruttó adósság a GDP 1,9 százalékaival magasabb, azaz 74,2 százalék volt, mint az Eximbank nélküli adat. Ez 2,0 százalékpontos csökkenés 2017 első negyedévének végéhez képest.

17. ÁBRA: A BRUTTÓ ADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA



Forrás: Eurostat, MNB

Az elmúlt időszakban a Moody's nagy nemzetközi hitelminősítő a meghirdetett időpontban (2018. június 1-jén) nem változtatott a magyar államkötvények hitelminősítésén, és nem is nyilatkozott arról. Erre azután került sor, hogy tavaly, amikor három alkalommal volt rá lehetősége, egyszer sem nyilatkozott a magyar államadósság besorolásáról, azaz a 2016. évi minősítése maradt érvényben. A piac egy része véleménynyilvánítást várt, esetleg pozitív kilátásra változtatást a jelenlegi befektetésre javasolt kategória legalsó szintjén. A nyilatkozat elmaradása miatt azonban nem alakult ki jelentősebb hozamváltozás a másodlagos piacon. A másik két nagy nemzetközi hitelminősítő (S&P és Fitch) által korábban adott kilátásjavítás következménye a kedvező tendencia folytatódása esetében a felminősítés lehet 1–1,5 éves időtávon belül. Ez kismértékben tovább mérsékelheti a hosszú lejáratú állampapírok hozamát, ami az állami kamatkidások mérséklődését jelenheti, minden egyéb változatlansága mellett. A Törökországban a folyó fizetési mérleg magas hiánya, a devizatartalékok alacsony szintje és a hazai fizetőeszköz leértékelődése miatt kialakuló turbulenciák a hosszú lejáratú állampapírok régiós piacain is éreztették hatásukat.

Az állampapírpiaci aukciókon kialakult hozamok az éven belüli futamidőkre (diszkontkincstárjegyek) kisebb, míg az éven túli határidőkre (államkötvények) kicsit nagyobb mértékben emelkedtek. A diszkontkincstárjegyeknél a vizsgált időszak elejét és végét tekintve a 3 hónapos hozam 16 bázisponttal, 16 bázispontra emelkedett, míg az egyéves hozam 25 bázisponttal, 28 bázispontra nőtt. Az államkötvények közül a 3 éves lejáratúnál 31 bázispontos, az 5 éves lejárat esetében 30 bázispontos, míg a 10 éves állampapíroknál 51 bázispontos hozamemelkedés következett be. A 3 éves hozam így 1,18 százalékra, az 5 éves 1,74 százalékra, míg a 10 éves 3,11 százalékra nőtt. A 15 éves állampapíroknál egy alkalommal történt kibocsátás a vizsgált időszakban, a március végi kibocsátás hozama (3,43 százalék) 17 bázisponttal alacsonyabban alakult a februári kibocsátás hozamánál. A 2018. március elejétől június elejéig tartó időszakban összességében a diszkontkincstárjegyek és az államkötvények kibocsátása során is fordult elő olyan eset (előbbinél 11 alkalommal, míg utóbbinál 18 alkalommal), amikor az ÁKK a tervezettnél nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat. Kisebb összegben háromszor (egyszer a 12 hónapos diszkontkincstárjegynél, egyszer a 3 éves, egyszer pedig a 15 éves államkötvény-aukciónál), de összességében mindkét értékpapírcsoportban a meghirdetethez képest markáns többletkibocsátás mutatkozott a március–júniusi időszakban.

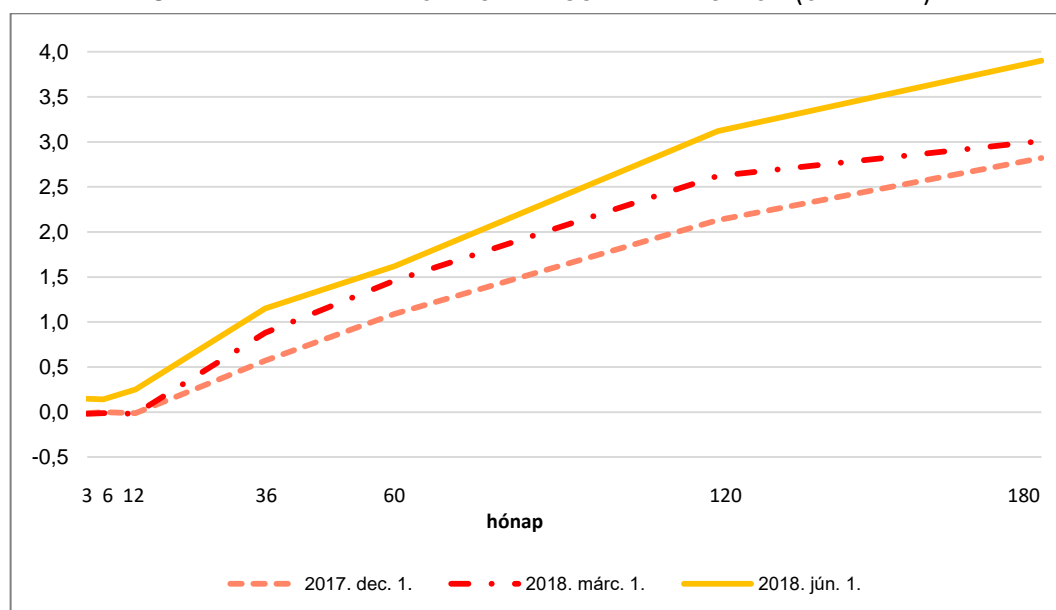
A másodlagos állampapírpiacra a hozamok a jegybanki önfinanszírozási program folytatásaként értelmezhető lépéseknek (korábban a kötelező tartalékráta csökkentése és a 3 hónapos jegybanki betét limitjének fokozatos csökkentése, végül 75 milliárdnál a csökkentés leállítás) köszönhetően a rövid lejáratoknál továbbra is nagyon alacsonyak. A hozamgörbe rövid futamidejű végén (3 hónapos futamidőre) 17 bázisponttal (15 bázispontra), a 6 hónapos lejáratra és az egy éves futamidőre 15, illetve 27 bázisponttal (14, illetve 25 bázispontra) emelkedtek a hozamok. A hosszabb futamidőkön azonban a hozamok esetenként még ennél is nagyobb mértékben emelkedtek. Az egyes lejáratokra az alábbi mértékű volt a növekedés: 27 bázispont (3 éves), 16 bázispont (5 éves), 50 bázispont (10 éves) és 89 bázispont (15 éves). 2018. április 4-től változott az ÁKK 15 éves benchmark állampapírja, hiszen az új állampapír lejárat 2038, azaz 20 év a korábbi 2031. évi lejáratával szemben, ami pedig 13 éves volt. Ennek következtében a jelentősebb hozamnövekedés részben a futamidő „meghosszabbodásának” köszönhető.

Összességében a hozamgörbe a márciusi állapothoz képest jelentősen feljebb tolódott és meredekebbé vált. Az emelkedő hosszabb lejáratú hozamok egyrészt illeszkednek az általános, globális hozamemelkedési trendbe, másrészt május második felében az olasz kormányalakítást meglehetősen nagy bizonytalanság jellemezte, ami megmutatkozott mind az euró gyengülésében az amerikai dollárhoz képest, mind pedig az olasz CDS-felárban és az állampapírhozam emelkedésében. Ezek a pénzügyi, állampapírpiaci események (továbbá a török líra árfolyamának jelentős gyengülése is) megmutatkoztak a magyar hosszú állampapírpiaci hozamok növekedésében is.

A határidős kamatmegállapodások (FRA) piacán a bankok 0,39 százalékon kötnek üzleteket június elején (a március elejei 0,17 százalék után), azaz a jelenlegi jegybanki alapkamatnál 51 bázisponttal alacsonyabb kamat mellett üzletelnek a 9 hónap múlva induló, 3 hónapos futamidejű lejáratra. Ez azt jelenti, hogy a bankok a jövőben is a 3 hónapos BUBOR (BUdapest InterBank Offered Rate) alacsony szinten maradását feltételezik (jelenleg 0,12 százalék).

Az elmúlt időszakban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány június elejei értéke 265 milliárd forinttal emelkedett a március elejei értékéhez képest, és így 3715 milliárd forintot tett ki.

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



Forrás: ÁKK Zrt.

Az ÁKK 2018. évi finanszírozási tervében a legelső kitüntetett célja az államadósság GDP-arányos mértékének további csökkentése. Továbbá a külső sérülékenység mérséklése érdekében az adósságkezelő folyamatosan törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők és kiemelten a lakosság körében. 2018. április végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt forint állampapírok állománya 7147,9 milliárd forintra emelkedett. A 2017. év végén ez az összeg még több mint 345,1 milliárd forinttal alacsonyabb (6802,9 milliárd forint) volt.

A magyar államadósság devizaaránya stagnált, hiszen a 2018. január végi 21 százalék után 2018 áprilisának végén szintén 21 százalékot tett ki. Ez az arány megfelel a 2018. évi finanszírozási tervben meghatározott 15–25 százalékos sávelőírásnak. A kiadvány egészen pontosan úgy fogalmaz, hogy az összes adósságon belül a devizaadósság aránya legyen 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.

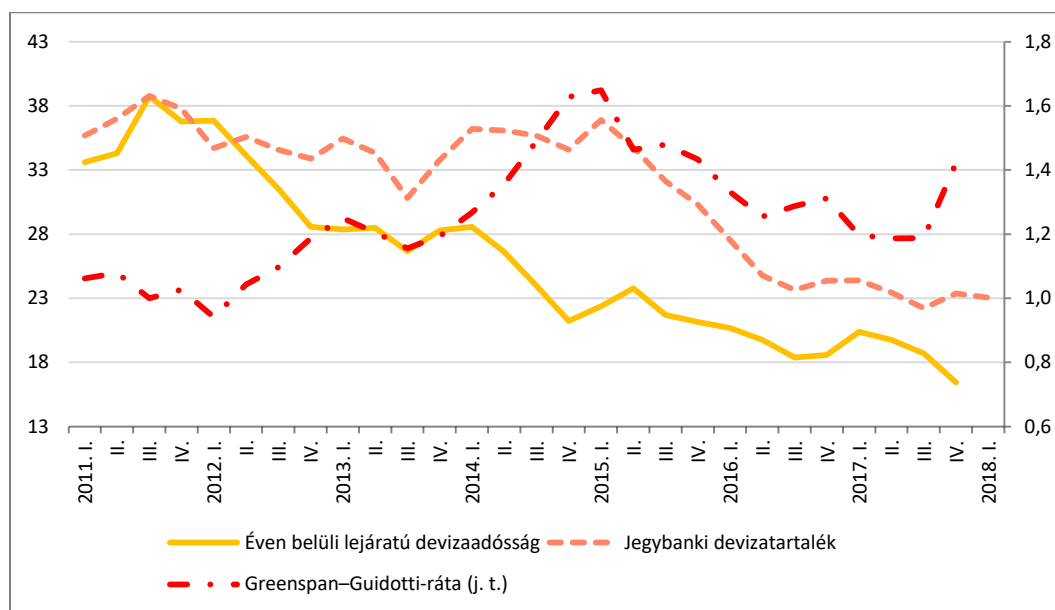


Októberben lejárt egy 25 milliárd jen értékű, 10 éves államkötvény, így nem maradt japán jenben denominált államkötvény az adósságban. Az NGM már 2017 decemberében felvetette, hogy 2018 első felében jöhet új szamurájkötvény, hogy Magyarország a japán piacon fenntartsa jelenlétét. A 30 milliárd japán jen értékű kötvénykibocsátásra 2018. március 22-én került sor. A hozzávetőleg 73 milliárd forint értékű japán jen kötvénykibocsátás ugyan minden más változatlansága mellett is csak elenyésző mértékben növelte a devizaarányt.

Az ország pénzügyi stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2017. december vége óta az MNB devizatartalékai kevéssel több mint 300 millió euróval növekedtek, és 2018. március végén 23,059 milliárd eurót tettek ki. A jegybanki devizatartalékok e szintje révén Magyarország a válság óta alkalmazott és a következőkben részletezett Greenspan–Guidotti-szabályt betartja.

Éven belüli devizakötelezettségekről a legutolsó adat 2017 negyedik negyedéről ismert. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz a jegybanki devizatartalékai magasabbak, mint az éven belüli devizakötelezettségei. Az elmúlt időszakban a mutató nevezője – a rövid lejáratú külföldi adósság – jelentősen csökkent. Az ennek eredményeként kialakuló, 1,42-os Greenspan–Guidotti-ráta jelentősen nőtt az előző negyedévhez képest, és továbbra is van mozgástere a jegybanknak tartalékai további mérséklésére, ez azonban jelenleg a turbulensebb devizapiaci környezet miatt nem ajánlott. A jegybanki devizatartalékokról ismert legutolsó adat a 2018. április végi 23 168 milliárd euró.

19. ÁBRA: JEGYBANKI DEVIZATARTALÉK (MILLIÓ EURÓ), KÜLSŐ ADÓSSÁG (MILLIÓ EURÓ), GREENSPAN–GUIDOTTI-RÁTA ALAKULÁSA



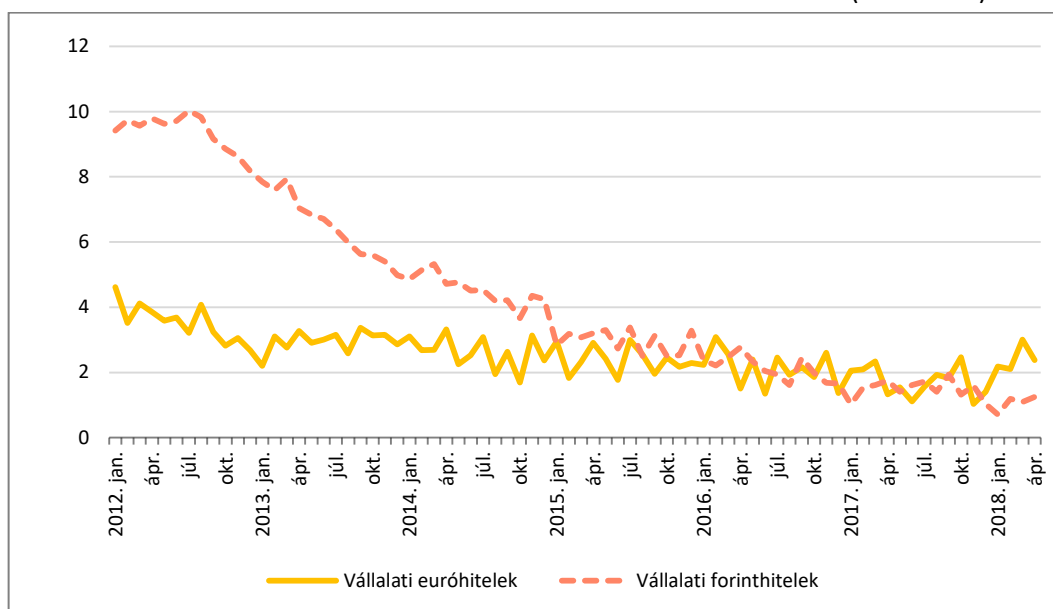
Forrás:

MNB, Századvég-számítás

## Hitelezési helyzet

A hazai jegybanki alapkamat mértékének változatlan (0,9 százalékos) szinten tartása mellett 2,28 százalékról 2,20 százalékra csökkent a januári–áprilisi időszakban a vállalati forint folyószámlahitelek kamata, míg 53 bázisponttal (1,25 százalékra) emelkedett a vállalatok számára nyújtott forinthiteleké<sup>4</sup>. Eközben az euróhitelek kamata 17 bázisponttal<sup>5</sup> (2,38 százalékra) nőtt. A lakossági szegmensben a fogyasztási hitelek piacán 59 bázisponttal alacsonyabb kamattal (12,33 százalékon) lehetett forint fogyasztási hitelt igényelni 2018 áprilisában, mint három hónappal korábban. A folyószámlahitelek kamata – 12 bázisponttal csökkent – ennél magasabb (22,66 százalék) volt 2018. április végén. Az utóbbi hitelek általában kisebb összegűek, és könnyebben hozzájuk lehet férni. A lakáscélú hiteleknél a 2018. januári adathoz képest 3 bázispontos emelkedés (4,21 százalékra) tapasztalható.

20. ÁBRA: A VÁLLALATI ÚJ HITELEK KAMATAINAK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)



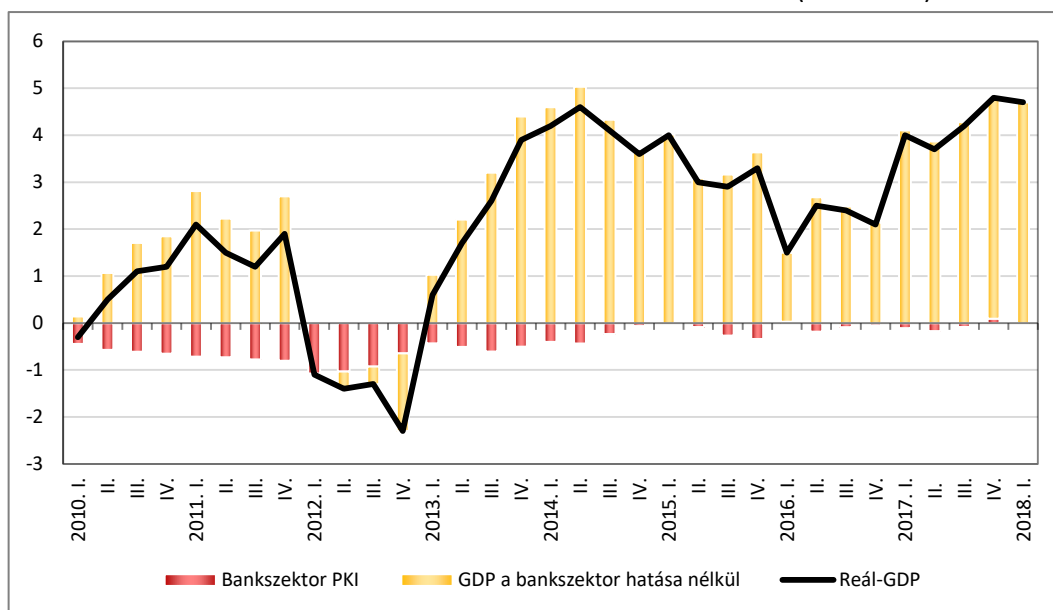
Forrás: MNB

A hitelezés fontosságát az MNB által publikált Pénzügyi Kondíciós Index (PKI) is jelzi, amely a bankszektor hitelezési tevékenységén keresztüli éves GDP-növekedésre gyakorolt hatását számszerűsíti. Azaz a bankszektorra számított index éves növekedési üteme azt mutatja meg, hogy mennyi a bankrendszer hozzájárulása a reál-GDP növekedési üteméhez. A jegybank számításai szerint 2018 első negyedévében a pénzügyi közvetítőrendszer a gazdasági teljesítményre semleges hatással volt. A bankszektor teljes jövedelmi hatása 0,1 százalékpontnak felelt meg 2017 negyedik negyedévében, tehát összességében megszűnt a bankrendszer reál-GDP-re kifejtett negatív hatása.

<sup>4</sup> Ez nem folyószámlahitel, hanem változó kamatozású, legfeljebb egyéves kamatfixálású hitel.

<sup>5</sup> Ezt azonban a nagyobb összegű (1 millió euró feletti) hitelek egyedi kamatozása jelentősen befolyásolja.

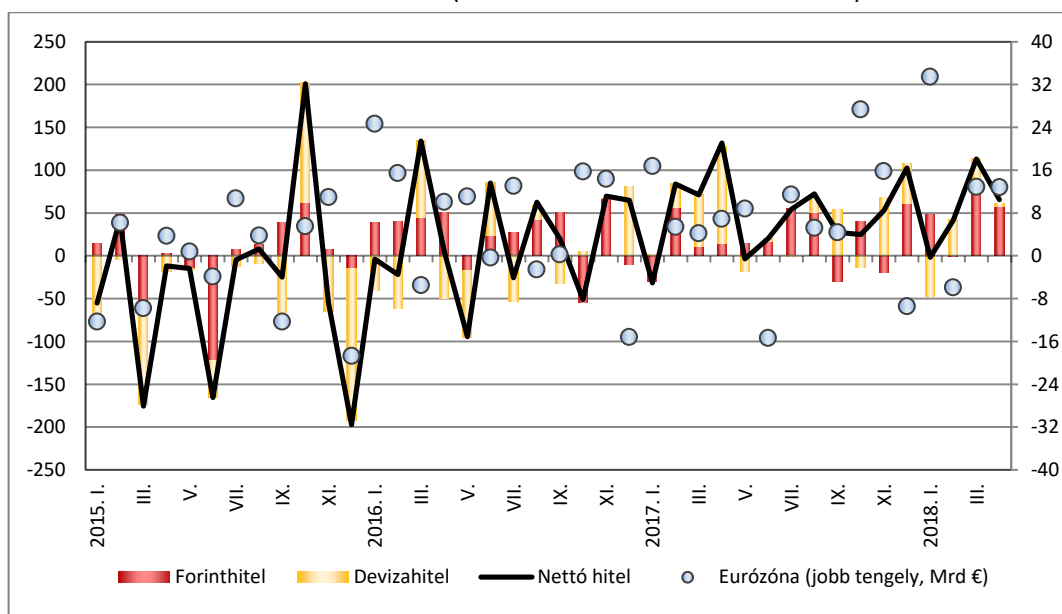
21. ÁBRA: A HITELEZÉS GDP-RE GYAKOROLT HATÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB

A vállalatoknál 2018 első negyedévében a szezonálisan kiigazított adatok alapján a banki nettó forinthitel-felvétel 128,6 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke 29,1 milliárd forintot tett ki. A kettő eredményeként 2018 első negyedévében a teljes nettó hitelfelvétel (szezonálisan kiigazítva) így 153 milliárd forintnak felelt meg. 2018 áprilisában a vállalati szektor teljes nettó hitelfelvétele (szezonálisan kiigazítva) 65,7 milliárd forint volt.

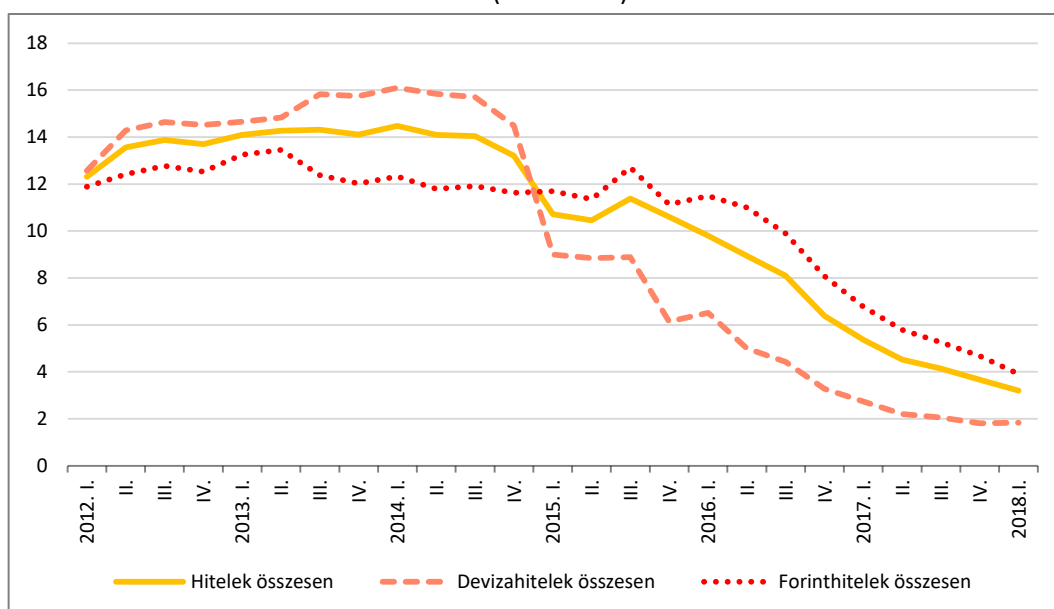
22. ÁBRA: A VÁLLALATOKKAL LEBONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK SEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT NETTÓ ÉRTÉKE (MILLIÁRD FT ÉS MILLIÁRD EURÓ)



Forrás: MNB, EKB

Az MNB hitelintézeti szektorról szóló negyedéves időszora alapján 2018 első negyedévében összességében a lakossági és a vállalati szegmensben is csökkent a 90 napon túli késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. A vállalati szegmensben jóformán stagnált (0,1 százalékponttal, 3,2 százalékra csökkent) a nem teljesítő hitelek aránya, míg a lakosságnál a nettó jövedelmek jelentős növekedése és a nem teljesítő hitelportfóliók eladása is hozzájárult a 1,5 százalékpontos NPL-ráta csökkenéséhez, amely így 2018. március végén 6,5 százalékot tett ki. Jól látható tehát a magyar bankrendszer nem teljesítő hitelarányának további jelentős csökkenése. Ezt a folyamatot a hitelminősítők is kiemelték tavaly ősszel, amikor a magyar államadósságot pozitív kilátásúra javították (a befektetési kategória alsó szélén).

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az MNB előzetes adatai szerint 2018 első negyedévében 171,9 milliárd forint adózás előtti és 159,9 milliárd forint adózás utáni nyereséget jelentett a bankszektor. Ezzel szemben egy évvel korábban a bankszektor az adatok alapján 190,5 milliárd forintos adózás előtti és 180,6 milliárd forintos adózás utáni nyereséget ért el. Az előző évhez képest csökkent a kamateredmény, míg nőtt a jutalékeredmény. Előbbi a csökkenő kamatkörnyezetben a zsugorodó kamatmarzsok mellett a jelentősen olcsóbb forrásoknak köszönhetően 7,1 százalékkal alacsonyabb, míg utóbbi 18,3 százalékkal nagyobb volt az előző év azonos időszakának eredményénél. A bankok tőkeellátottsága 2018 első negyedévében lefelé módosult, hiszen a tőkemegfelelési mutató az előző negyedévhez képest 0,7 százalékponttal, 22,5 százalékra csökkent. A hitelintézetek szavatoló tőkéje 21,2 milliárd forinttal (4037,9 milliárd forintra) nőtt, miközben a kockázatokkal korrigált mérlegfőösszeg ennél nagyobb mértékben, 3,4 százalékkal emelkedett, és 2017. december 31-én 17 924,1 milliárd forintot tett ki.

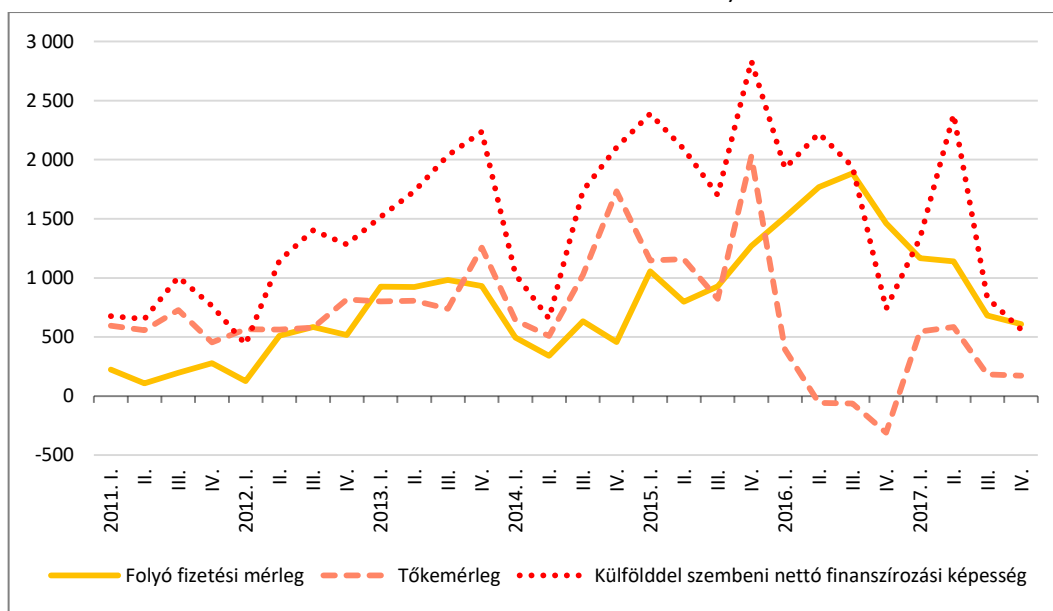
## Külső finanszírozási képesség

A folyó fizetési mérleg szezonálisan kiigazított egyenlege 2017 negyedik negyedében 74 millió euróval, 608 millió euróra csökkent az előző negyedévhez képest. Az áruforgalom és a szolgáltatások szezonálisan kiigazított egyenlege a vizsgált időszakban 225 millió euróval, 2356 millió euróra emelkedett. Emellett az elsődleges jövedelmek negatív egyenlege 146 millió euróval növekedett, és 1406 millió euró lett, míg a másodlagos jövedelmek passzívuma 26 millió euróval, 340 millió euróra csökkent.

A tőkemérleg egyenlege 11 millió euróval, 608 millió euróra csökkent.

Az Európai Unióval szembeni egyenleg 2017 negyedik negyedében összesen 968 millió euró volt, amely az elsődleges és a másodlagos jövedelmek, valamint a tőkemérleg EU-val szembeni részegyenlegeiből áll össze, és nagymértékű növekedést mutat a 2017. harmadik negyedéves adathoz képest. A folyó és a tőkemérleg együttes egyenlegéből számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség 628 millió euróra csökkent, a szezonális hatások kiszűrésével ez a mutató 562 millió eurót tett ki, a negyedéves GDP 1,8 százalékát. A finanszírozási képesség előző negyedévhez képest bekövetkezett csökkenésében elsősorban az áruk és szolgáltatások egyenlegének visszaesése játszott szerepet.

24. ÁBRA: A KÜLFÖLDDEL SZEMBENI NETTÓ FINANSZÍROZÁSI KÉPESSÉG (MILLIÓ EURÓ, SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: MNB

A Magyarországra irányuló legnagyobb FDI-beáramlás az európai országok közül Svájc-ból valósult meg 2017 negyedik negyedében, értéke 1858,2 millió euró volt. A második legnagyobb FDI-beáramlás Hollandiából (869,7 millió euró), a harmadik Németországból

(586,0 millió euró) érkezett. Az ágazati bontást tekintve a legnagyobb hozzájárulása az FDI bevonásánál ebben a negyedévben a feldolgozóiparnak (1817,2 millió euró) volt.

*3. táblázat: A magyarországi közvetlen tőkebefektetések tranzakcióinak egyenlege (millió euró)*

A befektetés régiója	2016. IV. né.	2017. I. né.	2017. II. né.	2017. III. né.	2017. IV. né.
Európa	1857,9	-22,3	685,6	-212,4	4317,3
Amerika	-329	784,1	-421,5	-56,2	-13,7
Ázsia	4,6	2,7	-66,9	74,0	-2196,1
Afrika	8,9	24,7	7,8	4,5	-8,1
Ausztrália és Óceánia	1,8	2,5	-43,4	-3,1	1,4
Nemzetközi szervezetek	0,1	0,4	0,4	0,5	0,5
Nem azonosított	49,0	81,5	-60,3	100,9	112,3
Összesen	1 593,3	873,6	101,7	-91,9	2213,6

*Megjegyzés: Speciális célú vállalatok és átfolyó tőke nélkül. Pozitív érték hazai nettó többletet, negatív érték hazai nettó kiáramlást jelent. Forrás: MNB*

Az FDI külföld felé áramló volumene 905,0 millió eurót tett ki, tehát a nettó FDI-beáramlás mértéke 2017 negyedik negyedévében 1308,6 millió euró volt.

Az előző negyedévek tendenciájával megegyezően a nemzetgazdaság bruttó adósságállománya csökkent. Ennek értéke 2017 negyedik negyedévének végén 74,0 milliárd eurót tett ki, ami 2,2 milliárd euróval alacsonyabb az előző negyedévi adatnál. Ha az előző év negyedik negyedéves adatával vetjük össze, akkor 4,1 milliárd euró mértékű csökkenés figyelhető meg.

A pénzügyi számlák adatai szerint az alulról<sup>6</sup> számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség a GDP 2,1 százalékát tette ki a 2017 negyedik negyedévével záruló elmúlt egy évben, amely növekedés a 2017 harmadik negyedévével záruló időszakhoz képest. Az MNB adatai szerint 2017 negyedik negyedévében az államháztartás finanszírozási helyzete a GDP -1,9 százalékán zárt. A háztartási szektor nettó finanszírozási képessége 0,5 százalékponttal, 5,1 százalékra emelkedett. A nem pénzügyi vállalatok nettó finanszírozási képessége csökkent, és a GDP -1,7 százalékán zárt a vizsgált időszakban.

A háztartások ebben a negyedévben is jelentős mértékben (231,5 milliárd forinttal) növelték az állampapír-megtakarításaikat, ezen belül is a hosszú lejáratú papírok iránt mutatkozott a

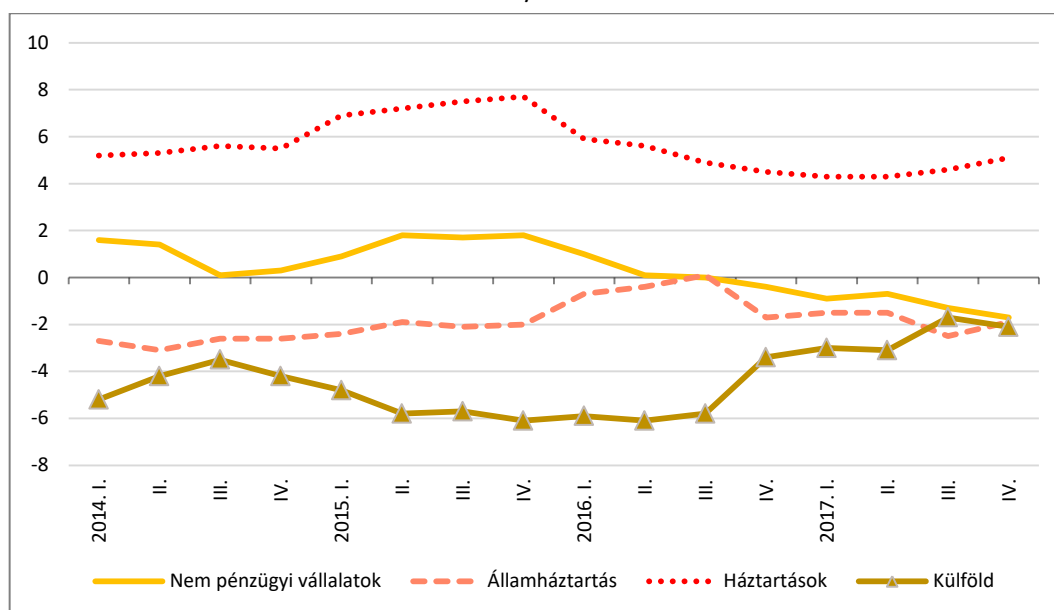
<sup>6</sup> Alulról számított, amikor a pénzügyi mérleget vesszük figyelembe (finanszírozási megközelítés), és az instrumentumokat (közvetlen tőkebefektetések, portfólióbefektetések, pénzügyi derivatívák, egyéb befektetések és tartalékeszközök) vagy szektorokat (államháztartás, MNB, egyéb monetáris intézmények, egyéb szektorok) összegezve számítjuk ki a külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség alakulását.

nagyobb kereslet. Pontosabban a lakosság kisebb mértékben (103,3 milliárd forinttal) növelte a rövid lejáratú (azaz éven belüli) állampapírok állományát. Továbbá növelte 128,1 milliárd forinttal a hosszú lejáratú állampapírok állományát. Ebben a negyedévben tovább bővült a biztosítástechnikai tartalékok állománya, mely növekedés elsősorban a nyugdíjpénztári tartalékokat érintette. A háztartások forint készpénzállománya 206,2 milliárd forinttal nőtt, továbbá nagymértékben emelkedett (255,5 milliárd forinttal) a hitelintézeteknél elhelyezett betétállományok mértéke.

A külföld nettó finanszírozási képessége 2017-ben a GDP –2,1 százaléka (–815 milliárd forint), a negyedik negyedévben a negyedéves GDP –1,8 százaléka (–193 milliárd forint) volt. A külföldiek pénzügyi eszközei tranzakcióiból eredően számottevően csökkentek úgy, hogy a részvények és részesedések jelentősen növekedtek, azonban ezt a növekedést összességében meghaladta a betétek, az állampapírok, a hitelek, a pénzügyi derivatívák és az egyéb követelések csökkenése.

A külföldiek tartozásai közül tranzakciókból adódóan jelentős mértékben emelkedtek a hitelek és a központi bank betétei, ugyanakkor összességében nagyobb mértékben csökkentek a hitelintézeti betétek, a részvények és részesedések, a pénzügyi derivatívák tartozásai és az egyéb kötelezettségek.

25. ÁBRA: A NETTÓ FINANSZÍROZÁSI IGÉNY/KÉPESSÉG VÁLTOZÁSA A GDP SZÁZALÉKÁBAN



Megjegyzés: A Külföld a hazai tételek ellentételezett összege. Forrás: MNB



## A várható makrogazdasági és fiskális pálya (2018)

### Feltevéseink alakulása

Az I. negyedévben az Európai Unió gazdasága a várakozásoknak megfelelően teljesített: a szezonálisan kiigazított adatok szerint a növekedés 2,4 százalék, míg a nyers adatok szerint 2,2 százalék volt. A következőkben röviden áttekintjük a külső kereslet alakulásával, azaz legfontosabb exportcélpiacaink növekedésével kapcsolatos várakozásainkat.

Magyarország legfontosabb külkereskedelmi partnere 2018 I. negyedévében is Németország volt. A szolgáltatások exportjának 18,0, importjának pedig 19,4 százaléka kapcsolódott az Európai Unió legnagyobb gazdaságához. Ez az arány a termékeknél még magasabb, 28,0, illetve 26,9 százalék volt. A német gazdaság bővülése tehát továbbra is meghatározó a magyar növekedés szempontjából. A német gazdaság növekedése az I. negyedévben a nyers adatok szerint 1,6 százalék, míg a szezonálisan kiigazított adatok szerint 2,3 százalékot tett ki. Várakozásaink szerint Németország gazdasági bővülése 2018-ban is a tavalyi 2,2 százalék körül alakulhat.

Részben már a Brexit hatását is jelezheti, hogy a brit gazdaság növekedése az I. negyedévben ismét 2 százalék alatt volt: a nyers adatok szerint 1,8, a szezonálisan kiigazított adatok szerint 1,2 százalékot tett ki. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy az Egyesült Királyság gazdaságának növekedése éves szinten utoljára 2015-ben haladta meg a 2 százalékot, tehát nem csak a Brexit a lassú növekedés oka. Mindezeket figyelembe véve az Egyesült Királyság növekedése 1,5 százalék körül alakulhat 2018-ban.

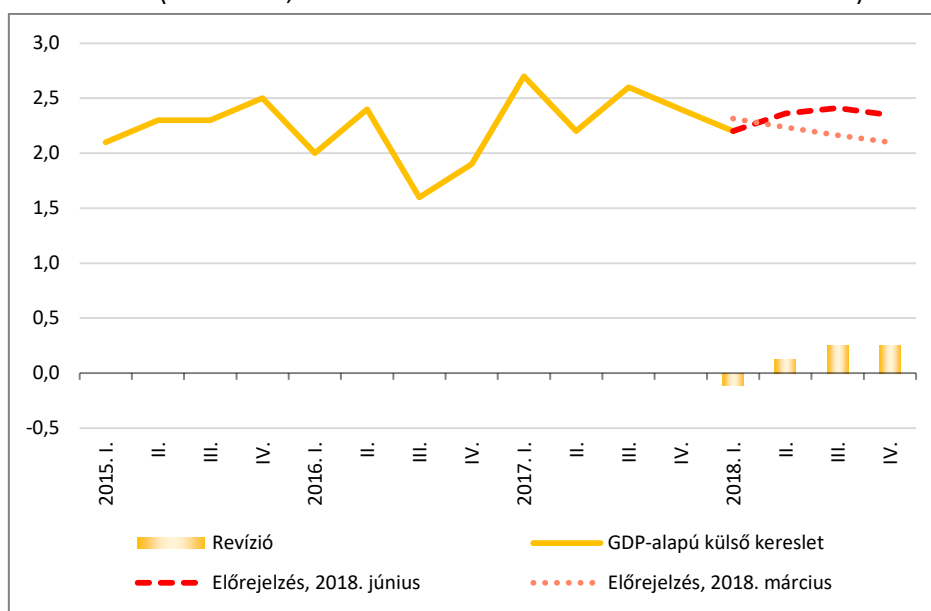
Az unió jelentősebb gazdaságai közé tartozik Franciaország is, melynek gazdasága az I. negyedévben a nyers adatok szerint 2,1, a szezonálisan kiigazított adatok szerint 2,2 százalékkal növekedett, így éves szinten a bővülése 2,0 százalékos lehet, ami csak kismértékben marad el a 2017-estől. Az olasz politikai élet problémái és a kormányalakítás nehézsége nagyban hozzájárult az elmúlt időszak pénzügyi turbulenciáihoz. Az olasz gazdaság növekedése továbbra is gyenge: a 2017-es 1,5 százalék után 2018 I. negyedévében a nyers adatok szerint 1,2, a szezonálisan kiigazított adatok szerint 1,4 százalék volt, így éves átlagban kismértékben 1,5 százalék alatt alakulhat. Spanyolország GDP-je a 2017-es 3,1 százalék után 2018 I. negyedévében a nyers adatok szerint 2,9 százalékkal, míg a szezonálisan kiigazított adatok szerint 3,0 százalékkal bővült, így 2018 egészében is 3 százalék körüli lehet a növekedése.

Az unióhoz 2004 óta csatlakozott országok növekedése az I. negyedévben is meghaladta az uniós átlagot. A szezonálisan kiigazított adatok szerint Lengyelország, Szlovénia és Lettország növekedési rátája is elérte az 5,0 százalékot. Csehország növekedése a nyers adatok szerint 3,7, míg a szezonálisan kiigazított adatok szerint 4,4 százalék volt az I. negyedévben, míg

Szlovákia esetében a bővülés mindkét mutató szerint 3,6 százalékot tett ki. Becslésünk alapján 2018-ban Lengyelország, Csehország és Szlovákia növekedése is 4 százalék körül vagy afölött alakulhat.

Az unión kívüli fontosabb külkereskedelmi partnereink közül az Egyesült Államok növekedése a korábban vártnál kedvezőbben alakulhat, bár az elnök protekcionista intézkedései kockázatot jelentenek a gazdaság szempontjából. Habár az első negyedévben a bővülés csupán 2,2 százalék volt, éves szinten akár a 3 százalékot is megközelítheti a növekedési ütem az adócsökkentések hatására. Kína növekedése az I. negyedévben 6,8 százalék volt, így a világ legnagyobb népességű gazdaságának esetében tartósan 6 százalék feletti bővülésre számítunk. 3 százalék felett lehet 2018-ban Szerbia és Ukrajna növekedése is, míg Oroszorszáé 2 százaléknál valamivel kisebb.

26. ÁBRA: A GDP-ALAPÚ MAGYAR KÜLSŐ KERESLET NÖVEKEDÉSE  
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



*Forrás: Századvég-számítás*

Várakozásaink szerint a magyar jegybank inflációs célja a teljes előrejelzési horizonton 3 százalékos marad, és az Európai Központi Bank által meghatározott alapkamat sem változik.

A Brent típusú olaj ára 2018. január–március között a hordónkénti 60–70 dolláros tartományban ingadozott, majd a sávjából kitörve május közepéig hordónként 80 dollárra emelkedett. Az árfolyam három és fél éves csúcsáról lefordulva június első napjaiban 74–75 dollárig esett. Az olajár gyors és nagymértékű növekedése mögött fundamentális okok, valamint geopolitikai feszültségek egyaránt meghúzódtak.

A Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) adatai<sup>7,8</sup> szerint a globális olajkereslet 2018 első negyedében éves bázison napi 1,9 millió hordóval emelkedett. Ilyen mértékű emelkedést utoljára 2015-ben regisztráltak. A szervezet 2018 második felében az olajigény növekedési ütemének mérséklődését várja az olajár-emelkedés keresletcsökkentő hatása eredményeként. Az erős kereslet mellett 2018 első hónapjaiban visszaeső kínálat volt jellemző. Az IEA adatai szerint a Kőolaj-exportáló Országok Szervezetének (OPEC) olajkitermelése 2018 első negyedében átlagosan napi 32 millió hordó volt, ami a 2016. novemberi, kitermeléscsökkentésről szóló megállapodásban rögzített szintnél is jelentősen alacsonyabb. Áprilisban pedig tovább csökkent a kitermelés, elsősorban a venezuelai olajipar válságának következményeként, de több jelentős súlyú afrikai országban is a kitermelés csökkenését regisztrálták. Ezzel szemben 2018 első négy hónapjában az OPEC-en kívüli, elsősorban az Egyesült Államokban folytatott kitermelés robusztus növekedése volt tapasztalható. A piaci folyamatok eredményeként a globális kereskedelmi olajtartalékok szintje hosszú idő után az 5 éves átlag alá esett vissza.

A fundamentális tényezők mellett az olajár emelkedését az iráni atomalkuval kapcsolatos piaci félelmek is erősítették. Az Egyesült Államok ugyanis kilépett az Iránnal megkötött atomalkuból, és megnövekedett az Iránnal szembeni gazdasági szankciók újbóli bevezetésének kockázata. Amennyiben Iránnal szemben kereskedelmi korlátozások lépnének életbe, az olajkitermelés várhatóan drasztikusan visszaesne, valamint az országban működő multinacionális olajvállalatok leállítanák a megindított fejlesztéseiket.

Az olajár gyors emelkedésének az a május végén napvilágot látott értesülés<sup>9</sup> vetett véget, amely szerint az OPEC június 22-i bécsi ülésén felülvizsgálhatja a kitermelés csökkentéséről szóló paktumot, és akár már 2018 második felében magasabb kitermelési szintről dönthet.

A határidős indexek alapján 2018 második felében 75–76 dolláros Brent-ár lehet jellemző.

#### 4. táblázat: A Brent típusú kőolaj árának várható alakulása a határidős áruk alapján

	Brent-ár (USD/hordó)
<b>2018Q1</b>	66,88
<b>2018Q2</b>	75,12
<b>2018Q3</b>	76,6

<sup>7</sup> IEA, Oil Market Report, 16 May 2018. <https://www.iea.org/oilmarketreport/omrpublic/currentreport/> (letöltés: 2018.06.03.).

<sup>8</sup> IEA, Oil Market Report Tables, 16 May 2018. <https://www.iea.org/media/omrreports/tables/2018-05-16.pdf> (letöltés: 2018.06.03.).

<sup>9</sup> Reuters: OPEC may decidet to ease oil supply curbs in June: sources, <https://www.reuters.com/article/us-oil-opec/opec-may-decide-to-ease-oil-supply-curbs-in-june-sources-idUSKCN1IN2NS> (letöltés (2018.06.03.).

2018Q4

75,7

Forrás: Reuters, Századvég-számítás

## A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés

2018 I. negyedévében a magyar gazdaság növekedése meghaladta a várakozásokat: éves alapon a nyers adatok szerint 4,4, a szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok szerint 4,7 százalék volt a bővülés mértéke.

Az I. negyedévben a külső kereslet a várakozásoknak megfelelően alakult, az Európai Unió gazdasága a nyers adatok szerint 2,2, a szezonálisan kiigazított adatok szerint pedig 2,4 százalékkal bővült éves összehasonlításban. A magyar export és import alakulása alig tért el várakozásainktól: az export volumene 3,5 százalékkal, az importé 3,8 százalékkal bővült éves összevetésben. Az I. negyedévben ismét a szolgáltatások exportjánál mért jelentősebb bővülést (5,4 százalék) a KSH, miközben az áruk kivitele 3,1 százalékkal növekedett. Importoldalon az áruknál 5,1 százalékos növekedés, míg a szolgáltatásoknál 2,8 százalékos csökkenés történt. Így az első negyedévben az egyenleg 83 százalékát a szolgáltatások külkereskedelme eredményezte.

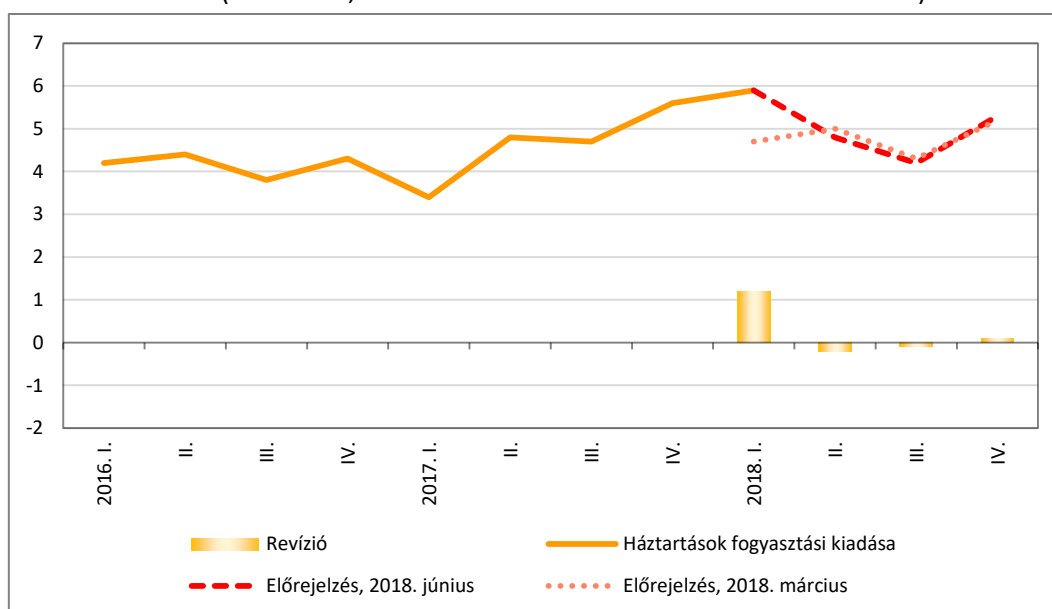
Legújabb előrejelzésünkben az export és az import becslését csak kismértékben módosítottuk, hiszen sem a külső keresletre vonatkozó előrejelzésünk nem változott érdemben, sem az időközben beérkezett adatok nem indokoltak jelentős módosítást. Így az export volumenének növekedése 2018-ban a korábban várt 5,7 százalék helyett 5,6 százalék lehet, míg az import növekedése 6,0 helyett 6,2 százalékot tehet ki. Itt a növekedést a belső kereslet korábban vártnál dinamikusabb emelkedése eredményezheti, miközben az első negyedéves adatok alig térnek el korábbi előrejelzésünktől. Prognózisunk tehát nem változott a tekintetben, hogy a külkereskedelmi mérleg alakulása a növekedést 2018-ban sem lassítani, sem gyorsítani nem fogja. Ez így történt az I. negyedévben is, amikor a nettó export növekedési hozzájárulása 0,0 százalék volt.

Ugyanakkor a külső kereslet alakulását több kockázat is övezi. A korábbi negyedévekhez képest a Brexit jelentette bizonytalanság hátrébb sorolódott. Ezt azonban nem a tárgyalások érdemi előrehaladása, hanem az újonnan megjelenő kockázatok okozták. Ide sorolható a kialakulóban lévő kereskedelmi háború, a feltörekvő piacokon tapasztalható bizonytalanság és hozamemelkedés, az olasz és spanyol belpolitikai bizonytalanságok, valamint az Iránnal kapcsolatos események. Érdeemes ugyanakkor megjegyezni, hogy a forint gyengülésének tartóssá válása segítheti az export növekedését, azonban a nyugat-európai és a magyar bérek közötti különbség növekedése nyomán a munkaerő külföldre vándorlásának erősödését eredményezheti.

A háztartások fogyasztási kiadásai az első negyedévben a várakozásoknál nagyobb mértékben, 5,9 százalékkal növekedtek. Ezt a reálbérek továbbra is dinamikus,

10,0 százalékos bővülése magyarázza. Összefüggésben azzal, hogy a bérek növekedésére vonatkozó prognózisunkat felfelé módosítottuk, valamint hogy a tényadat a vártnál kedvezőbben alakult, így felfelé módosítottuk a fogyasztás alakulására vonatkozó előrejelzésünket is. Ennek megfelelően a fogyasztás volumene 2018-ban a korábban várt 4,8 helyett 5,1 százalékkal növekedhet. Érdeemes kiemelni azt is, hogy bár a háztartások hitelállománya már növekedésnek indult, még nem beszélhetünk túlzott eladósodásról – szemben a válság előtti időszakokkal. A jegybanknak ugyanakkor fontos feladata a pénzügyi stabilitás megőrzése, így a hitelezés optimális mértékének kialakítása: a hitelállomány növelése segíti a gazdaságot, ugyanakkor nem szabad, hogy a válság előtti időszakhoz hasonló helyzet alakuljon ki, ami a háztartások és az állam túlzott eladósodását eredményezi.

27. ÁBRA: A HÁZTARTÁSOK FOGYASZTÁSI KIADÁSÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK\*  
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



\* Nyers adatokból számított volumenindexek.

Forrás: KSH, Századvég-számítás

A beruházások volumene a vártnál jobban, 17,1 százalékkal nőtt az első negyedévben. Ehhez a januári kedvező időjárás mellett az is hozzájárult, hogy az építőiparnak minden nehézség ellenére sikerült emelnie a termelését, vagyis a munkaerőhiány okozta problémát legalább részben tudják orvosolni. Érdeemes azonban hangsúlyozni, hogy az első negyedéves növekedést az állami beruházások okozták. A vártnál kedvezőbb első negyedéves adat hatására tehát felfelé módosítottuk a beruházások bővülésére vonatkozó. Így 2018-ban a beruházások volumene 12,0 százalékkal bővülhet. Ehhez egyaránt hozzájárulhatnak a vállalatok és az állam beruházásai, valamint a lakásépítések. Az állam beruházásai kapcsán jelentős szerepe lesz az uniós források felhasználásának, illetve a Modern Városok Programjának. Hosszabb távon kockázatot jelent ugyanakkor az új lakások áfakulcsának alakulása: a jelenlegi, kedvezményes áfakulcs csak 2019 végéig van érvényben, így az addig el

nem készülő lakások után már a magasabb áfakulcsot kell fizetni. Amennyiben tehát a kedvezményes kulcsot nem hosszabbítják meg, az részben az új lakásépítési projektek visszaesését eredményezheti, részben a lakásvásárló családoknak jelent pénzügyi kockázatot, részben pedig a beruházók erőforrásait vonja el más projektektől.

Bár a kormányzati kiadások volumene az I. negyedévben 4,6 százalékkal növekedett, éves szinten ennél csekélyebb bővülésre számítunk. Figyelembe véve a IV. negyedév magas bázisidőszaki adatát, 2018-ban a kormányzati kiadások növekedése 1,6 százalékos lehet.

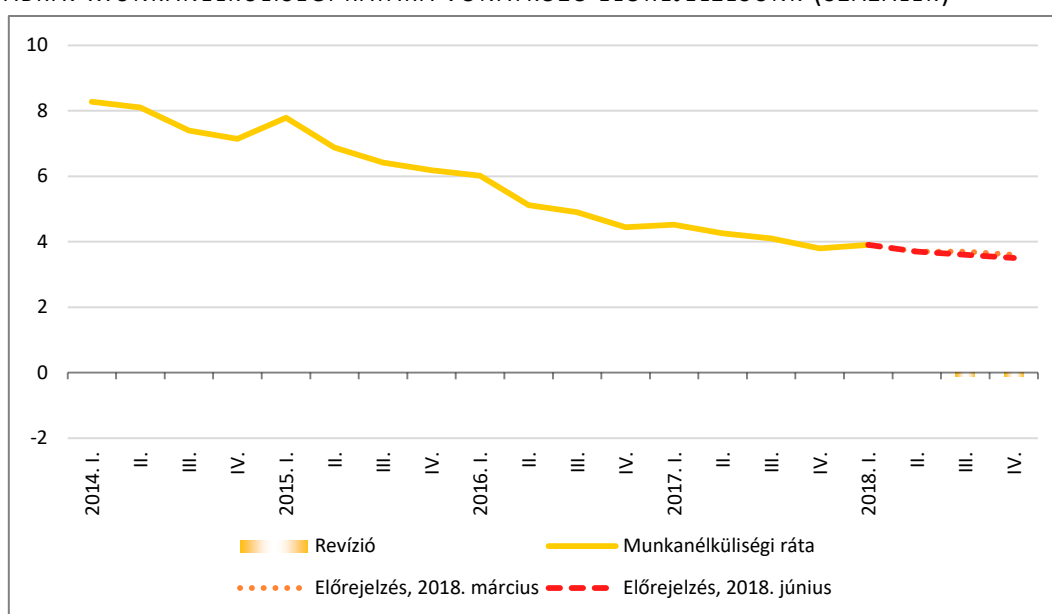
A vártnál nagyobb első negyedéves növekedés, illetve a belső kereslet várhatóan erősebb élénkülése nyomán felfelé módosítottuk a GDP bővülésére vonatkozó várakozásainkat, így a gazdaság növekedése 2018-ban 4,2 százalék lehet.

A gazdasági növekedést természetesen mostani előrejelzésünkben is több – akár pozitív, akár negatív – kockázat övezi. Ezek közül a legfontosabbak a következők:

- A mezőgazdaság teljesítménye: Magyarországon a mezőgazdaság teljesítményét nagyban befolyásolja az időjárás alakulása, a mezőgazdaság teljesítménye pedig érdemben hat a gazdasági teljesítmény alakulására.
- A külső kereslet alakulása: a korábbiakban láttuk, hogy a Brexit mellett egyre több más tényező is kockázatot jelent a külső keresletre. Ilyen például a protekcionista gazdaságpolitika az Egyesült Államokban, az olasz és spanyol belpolitikai bizonytalanság, valamint az Egyesült Államok és Irán közötti feszültség.
- A forint árfolyamának alakulása: az elmúlt időszakban a forint árfolyama érdemben gyengült az euróhoz képest. Amennyiben ez tartós marad, az az export számára kedvező, de a magasabb infláció miatt a fogyasztást fékezheti, illetve elősegítheti a munkaerő külföldre áramlásának felgyorsulását. A forint tartós gyengülése a Magyar Nemzeti Bankot beavatkozásra készítheti, ami szintén lassíthatja a növekedést.
- A hozamok alakulása: amennyiben a hozamok emelkedése tartós marad, az magasabb kamatkidáshoz vezethet, és hosszabb távon azt jelenti, hogy a költségvetésnek ennyivel kevesebb forrása marad más kiadásokra.
- Versenyképesség: az, hogy az új kormányzatnak mennyire gyorsan sikerül a versenyképességet növelnie, szintén meghatározó lehet a gazdasági növekedés szempontjából.
- A munkaerőpiaci folyamatok alakulása: a magas növekedés fenntartásához egyrészt szükség van a foglalkoztatottak számának további bővítésére (és így a munkaerőhiány kezelésére), másrészt a dinamikus bérnövekedés fenntartására.
- Olajár alakulása: az elmúlt időszakban az olajár emelkedésnek indult. A folyamat tartóssá válása vagy fokozódása magasabb inflációhoz és mérsékeltebb növekedéshez vezet.

A korábban vártnál kedvezőbb első negyedéves munkaerőpiaci adatok nyomán javítottunk prognózisunkon. Előrejelzésünk szerint az idei évben kiemelkedő mértékben, 51 ezer fővel nőhet a foglalkoztatottak száma, 4,472 millió főre. A bővülés elsősorban az elsődleges munkaerőpiacon mehet végbe, ahol idén éves alapon 55 ezer fős állománybővülésre számítunk. Várakozásaink szerint idén jelentősen lassul a foglalkoztatottak számának növekedése. A lassabb bővülés oka kettős: egyrészt tovább csökkenhet a közfoglalkoztatásban dolgozók száma 35 ezer fővel, akik várhatóan az elsődleges munkaerőpiacon helyezkedhetnek el. Másrészt demográfiai okokból kifolyólag a munkaerőpiac kínálati oldala csak korlátozottan tud lépést tartani a konjunktúra hajtotta növekvő munkaerő-kereslettel, így az aktívák száma idén 27 ezer fővel bővülhet.

28. ÁBRA: MUNKANÉLKÜLISÉGI RÁTÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK (SZÁZALÉK)



Forrás: Századvég-számítás

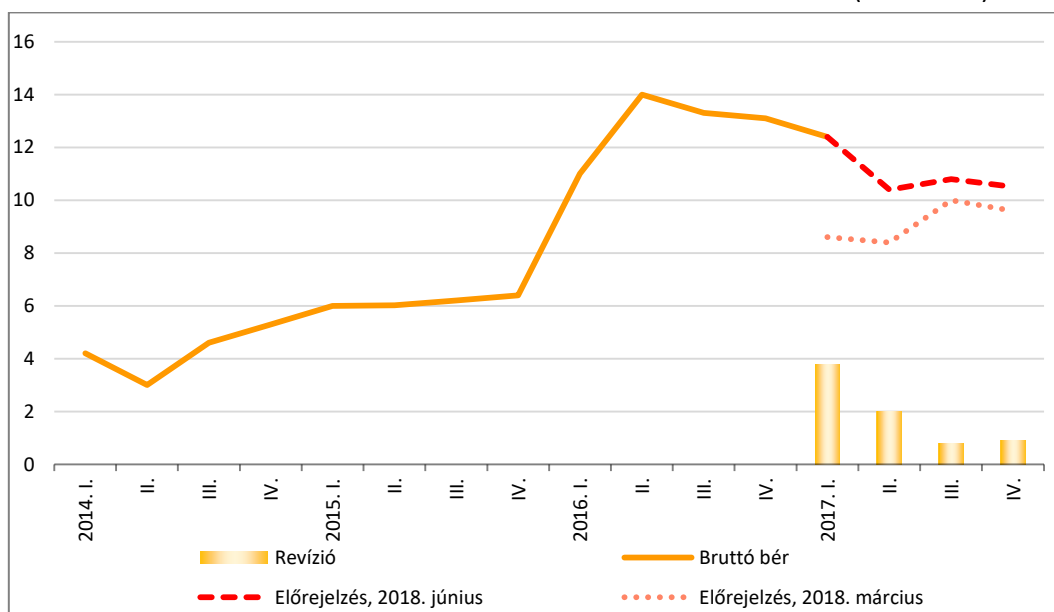
A továbbra is erőteljes konjunktúrának köszönhetően előrejelzésünk szerint a munkanélküliek aránya a 2017-es 4,2 százalékról idén 3,7 százalékra csökkenhet. A munkanélküliek számának csökkenésével várhatóan tovább mérséklődik majd a tartósan állástalanok aránya, aminek köszönhetően a gazdaság lassan elérheti a teljes foglalkoztatást, amikortól csak súrlódásos vagy átmeneti munkanélküliség jellemezheti a munkaerőpiacot. Ha azonban Csehországhoz hasonlítjuk a hazai adatokat, akkor elmondható, hogy közel 300 ezer álláshely hiányzik a magyar gazdaságban, amelyhez a csehországitól továbbra is elmaradó aktivitás bővülése biztosíthatja a fedezetet.

A júniusi előrejelzésünk alapján tovább folytatódhat a gyors béркиáramlás a gazdaságban. Várakozásaink szerint a nettó bérek idén is 10 százalék feletti ütemben, 10,9 százalékkal növekedhetnek elsősorban a szinte már az összes ágazatot érintő munkaerőhiány bérfelhajtó hatása, valamint a közsféra bérrendezései (például: egészségügy, felsőoktatás,



rendvédelmi dolgozók), az állami vállalatok béremelése, valamint a minimálbér 8 százalékos, illetve a garantált bérminimum 15 százalékos emelése következtében. A béremelések fedezetét részben az erősödő konjunktúra, valamint a szociális hozzájárulási adó 2,5 százalékpontos csökkenése biztosította. Az infláció hatását is figyelembe véve a nettó reálbérek a tavalyi 10 százalék feletti növekedést követően idén 8,1 százalékkal emelkedhetnek.

29. ÁBRA: A BRUTTÓ BÉREK ALAKULÁSÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK (SZÁZALÉK)



Forrás: Századvég-számítás

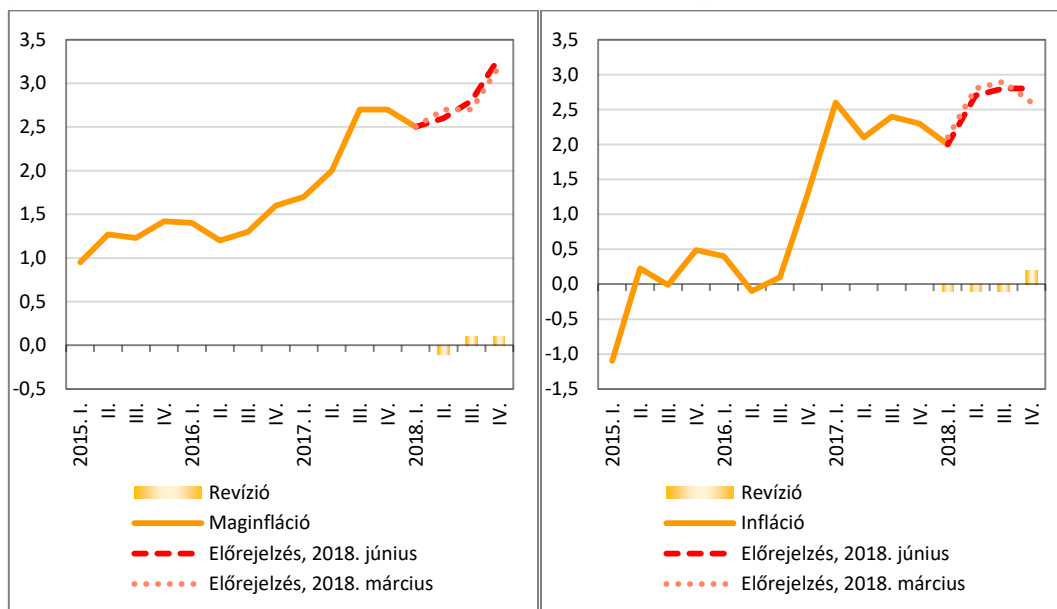
Az infláció az elmúlt időszakban az előző előrejelzésünkben szereplőnél minimálisan mérsékeltebb volt, azonban tekintettel a forint gyengülésére és az olajárak emelkedésére, az inflációra vonatkozó prognózisunkon nem változtattunk, továbbra is 2,6 százalékos inflációt várunk 2018 átlagában. A 2,6 százalékos inflációs szint azt jelenti, hogy az infláció éves átlagban idén még nem éri el a jegybank inflációs célját, de megközelíti azt, és az év hátralévő részében is a 2 és 4 százalék közötti célsávban marad.

Az inflációra vonatkozó előrejelzésünket is többféle kockázat övezi. Ezek közül a legfontosabbak a következők:

- A forint gyengülése: amennyiben a forint gyengülése tartós marad, az magasabb inflációhoz vezet. Érdemes hangsúlyozni, hogy az import kapcsán nemcsak a forint és euró közötti árfolyamnak, de a dollár és az euró közötti árfolyamnak is szerepe van, hiszen például az olaj árát dollárban számolják el.
- A mezőgazdasági termés alakulása: az átlagosnál gyengébb termés magasabb, míg a kedvezőbb termés alacsonyabb árat eredményezhet.

- Az olajárak alakulása: az olaj árának alakulása nagymértékben befolyásolja az inflációt akár közvetve, akár közvetlenül. A májusi 2,8 százalékos inflációból például a járműüzemanyagok árának alakulása 0,7 százalékpontot tett ki.

30. ÁBRA: A MAGINFLÁCIÓRA ÉS AZ INFLÁCIÓRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



Forrás: MNB, Századvég-számítás

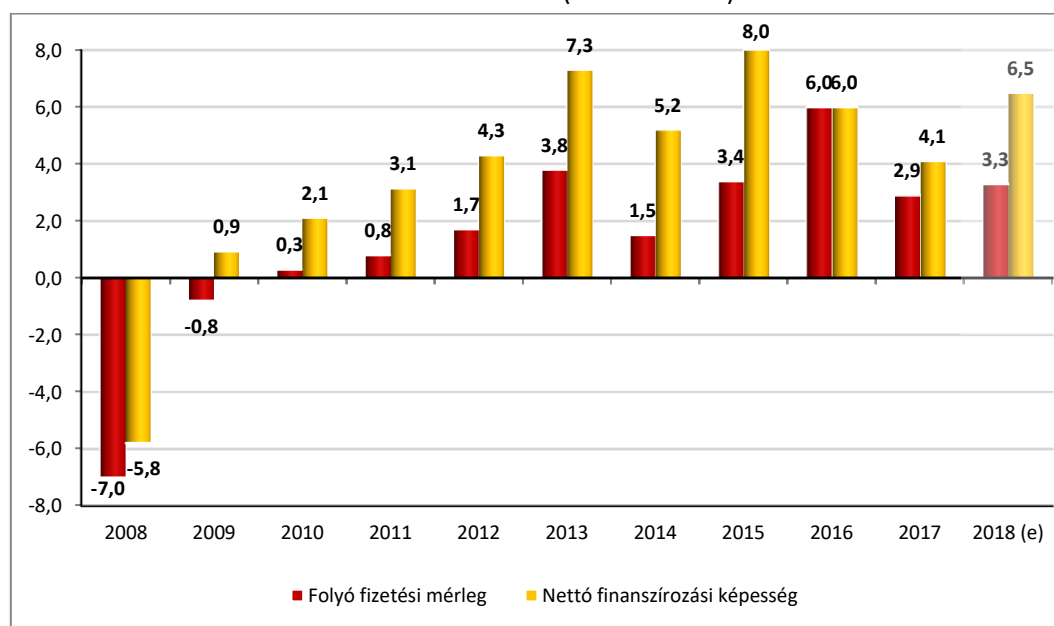
Előrejelzésünkben a monetáris kondíciók 2019 végéig tartó fennmaradásával számolunk. Az elmúlt időszakban tapasztalható bizonytalanság fennmaradása, illetve súlyosbodása, valamint az ezzel együtt járó inflációs várakozások növekedése a jegybankot már előbb szigorításra kényszerítheti. Alapesetben viszont az árfolyam stabilizálódásával és az euró 310 és 315 forint közötti sávba történő visszatérésével számolunk. A Magyar Nemzeti Bank monetáris politikáját döntően meghatározza az Európai Központi Bank monetáris politikája. Ez azt jelenti, hogy amíg az EKB nem kezd szigorításba, addig az MNB is fenntarthatja a laza monetáris kondíciókat, és nem kényszerül kamatemelésre. Várakozásaink szerint pedig az Európai Központi Bank kamatkondíciói legalább 2019 végéig változatlanok maradnak, és utána is csak fokozatos kamatemelések várhatók.

## A külső egyensúly várható alakulása

A továbbra is nagyon kedvező külső környezetet figyelembe véve idén az export növekedése 5,6 százalékos lehet. Itt egyúttal figyelembe vettük a beruházások hatásait is. Az importnál a beruházások, valamint az export importigénye miatt 6,2 százalék lehet idén a növekedés. Ennek következtében tehát a külkereskedelmi egyenleg idén még nem tud hozzájárulni a gazdasági növekedéshez.

Az import vonatkozásában az idei évi magasabb előrejelzést a tovább élénkülő belső kereslet húzza. A felfutó fogyasztás, az erősebb beruházások indukálta nagyobb importkereslet és a külső kereslet jelentős javulása, valamint az uniós támogatások lehívása élénkülésének eredményeként a nettó finanszírozási képesség erősödését várjuk. Összességében a 2018. évre 6,5 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet prognosztizálunk.

31. ÁBRA: A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG ÉS A NETTÓ FINANSZÍROZÁSI KÉPESSÉG GDP ARÁNYOS ALAKULÁSA (2008-2018)



Forrás: Eurostat, Századvég-számítás

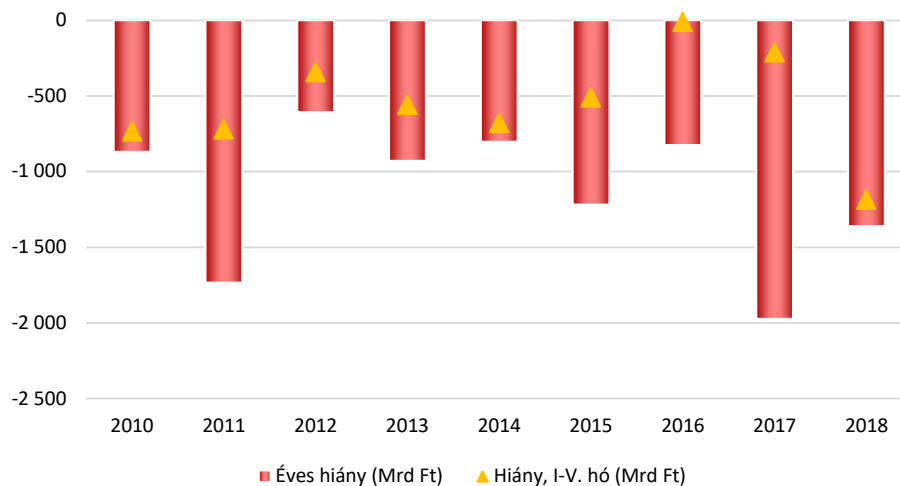
## Az államháztartási helyzet prognózisa

Az idei év májusának végéig az államháztartás központi alrendszerének hiánya 1187,5 milliárd forintot ért el. A központi költségvetés 1243,2 milliárd forint, az elkülönített állami pénzalapok pedig 1,2 milliárd forint hiánnyal zártak, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai viszont 56,9 milliárd forintos többletet mutattak. Az előző három év azonos időszakához képest számított viszonylag magas hiány mögött az uniós források megelőlegezése, a különféle infrastrukturális fejlesztések támogatása, valamint egyszeri kiadások állnak. Ezek összhangban vannak a kormány költségvetési politikájával, amelynek középpontjában továbbra is a gazdasági növekedés ösztönzése és a magyar családok támogatása áll.

Az első öthavi egyenleg alakulásában a legmeghatározóbb szerepe az uniós programok kifizetéseinek volt, amelyek értéke az előző év azonos időszakában mérthez képest közel megduplázódott, és így 993,1 milliárd forinton alakult, ugyanakkor az uniós programokat fedező bevételek eddig 63,9 milliárd forinton teljesültek. A hazai költségvetési forrásokból finanszírozott fejlesztések, mint a Modern Városok Program, Egészséges Budapest Program,

kiemelt közúti projektek, valamint az Erzsébet-táborok modernizálása tovább folytatódtak a vizsgált időszakban.

32. ÁBRA: A KÖZPONTI ALRENDSZER ELSŐ NÉGYHAVI HIÁNYÁNAK ALAKULÁSA 2010 ÉS 2018 KÖZÖTT



*Megjegyzés: A 2018-as éves hiány tervezett érték, míg az azt megelőző években a tényleges teljesülés adatai láthatóak.*

*Forrás: Pénzügyminisztérium, MÁK*

A fejezet további részében a rendelkezésre álló adatok segítségével részletesen is áttekintjük a költségvetés tételeinek eddigi teljesülését, és azt az előző év azonos időszakának eredményeivel is összehasonlítjuk. A 2018. év egészére vonatkozó költségvetési előrejelzésünket az adatok áttekintésével párhuzamosan tesszük, az azonosított pozitív, illetve negatív kockázatok részletes kifejtése és azok mértékének meghatározása mellett. Figyelembe véve, hogy a január és április között megfigyelhető havi adatokból megalapozott következtetéseket még nem lehet levonni, ráadásul az elmúlt évekhez hasonlóan a kiadások és a bevételek teljesülésének időbeli eloszlása miatt a hiány pályájának alakulása idén sem időarányos, ezért az éves prognózisunkat a 2017. évi tényadatokra, valamint az aktualizált makrogazdasági modellünkre alapozva készítettük.

## Bevételek

A központi alrendszer áprilisi halmozott bevétele 5977,9 milliárd forint alakult, amely 518,2 milliárd forinttal (9,5 százalékkal) haladja meg az előző év első négyhavi teljesülésének értékét. A bevételek növekedése mögött a központi költségvetésbe és a társadalombiztosítási alapokba beérkező nagyobb összegek állnak.

A központi költségvetés idej, április végéig tartó időszakban halmozott bevételeinek összege 3936,9 milliárd forintot tett ki, amely 368,4 milliárd forinttal (10,3 százalékkal) haladja meg a 2017. év január–április között befolyt bevételek összegét. A gazdálkodó szervezetek befizetései a bázisév azonos időszakához viszonyítva 85,1 milliárd forinttal (17,9 százalékkal)

alulteljesültek, ami jelentős részben a társasági adóból származó 115,9 milliárd forinttal kevesebb bevételnek köszönhető. Ezt az elmaradást a 2017. évi adóelőleg-kiegészítést érintő rendelkezések 2018 januárjára történő jelentős áthúzódnása, továbbá a növekedési adóhitelek befizetések összegének jelentős mértékű csökkenése magyarázzák. A 2017 elején életbe lépő, egységesen 9 százalékra csökkentett társasági adó mellett a kedvező gazdasági folyamatok adóbevétel-generáló hatásait is figyelembe véve kivetítésünk alapján 11 milliárd forintnyi pozitív kockázatot azonosítunk a társaságiadó-bevételeknél a 2018. évi előirányzat értékéhez képest.

Április végéig az egyéb központosított bevételek 26,2 milliárd forinttal (17,2 százalékkal) magasabban teljesültek, amelyben jelentős szerepet játszott egyrészt a bírságokból származó bevételek 15,1 milliárdra emelkedése, ami 9,1 milliárd forintos (2,5-szeres) növekedés az előző év azonos időszakának eredményéhez képest. Az egyéb központosított bevételek megfigyelt tendenciája alapján 2018-ra nézve az előirányzott bevételekhez képest becslésünk alapján 19,3 milliárd forint pozitív kockázatot azonosítottunk.

A reklámadó 2018. évi előirányzatának összegét 14 milliárd forintban határozták meg, azonban a tavalyi évben megfigyelt eredményekhez hasonlóan idén is az előirányzattól való jelentős mértékű (23,8 milliárd forintos) alulteljesítésre számítunk. A reklámadóról szóló törvényt 2017-ben módosították – az Európai Bizottság határozatát figyelembe véve –, amelynek következtében a 2014-től 2017. május 31-ig befizetett adó mértékét az állam visszatéríti az adóalanyok részére. Ez a folyamat az előzetes várakozások szerint 4 évig tarthat, így 2018 áprilisáig a reklámadó miatt visszautalt összeg 669,3 millió forint volt, amely a gazdálkodó szervezetek befizetése sor összegét csökkentette.

A kisadózók tételes adója soron beérkező összegek áprilisig 8,4 milliárd forinttal (27,3 százalékkal), a kisvállalati adóból származó bevételek pedig 6,7 milliárd forinttal (82,3 százalékkal) haladták meg az előző év azonos időszakában mért teljesülést. Mindkét adónem esetében elfogadjuk az előirányzat értékét, ugyanis az előirányzat figyelembe veszi az előbbi adónemnél a 2017. évi értékhatár-emelő jogszabályváltozás hatását, míg az utóbbi adónem esetében a 2018 januárjától 14 százalékról 13 százalékra csökkenő adókulcs csökkenésének, ugyanakkor az adózói létszám növekedésének hatásait.

A fogyasztáshoz kapcsolt adóbevételek a 2018. első négyhavi eredmények alapján 171,9 milliárd forinttal (12,6 százalékkal) haladták meg az előző év azonos időszakához viszonyított teljesülést. Az általános forgalmi adóból származó bevételek összege 136,5 milliárd forinttal (14,1 százalékkal), a jövedéki adóból befolyt összegek pedig 25,6 milliárd forinttal (9 százalékkal) alakultak magasabban, mint az előző év azonos időszakában. A fogyasztás (és így a hozzá kapcsolódó adóbevételek) növekedésének az alapját a háztartások számára rendelkezésre álló jövedelem dinamikus bővülése adja, amelyben meghatározó szerepe volt a 2016-ban megkötött hatéves bér- és adómegállapodás keretében végrehajtott intézkedéseknek. A minimálbér és a garantált

bérminimum további (8 százalékos, illetve 12 százalékos) emelésének, továbbá a közzsférában megkezdett életpályamodellek és a célzott ágazati béremelések eredményeképp idén is tovább bővül a háztartások jövedelme. Az éttermi étkezés áfája 2018-ban tovább csökkent (18 százalékról 5 százalékos mértékre), azonban idén új adónemként bevezették a 4 százalékos turizmusfejlesztési hozzájárulást, amelytől 2018-ra 11,4 milliárd forint bevételt vár az állam. A fogyasztáshoz kapcsolt adóbevételek idei előirányzatának összege 6,8 százalékkal haladja meg a 2017-es előirányzat értékét, azonban figyelembe véve az előző évi előirányzat értékeit és a tényadatokat, előrejelzésünkben a várt bevételekhez képest 7,5 milliárd forint negatív kockázatot azonosítunk.

A lakosság befizetései 2018 áprilisának végéig 85,2 milliárd forinttal (12,2 százalékkal) magasabb értéken teljesültek az előző év azonos időszakának eredményéhez képest, ami a személyi jövedelemadó-bevételek 82,3 milliárd forintos (13,3 százalékos) növekedésének köszönhető. A költségvetési politikában továbbra is érvényesül a gyermeket nevelő családok támogatása:

- A kétgyermekes családok esetében idén 17 500 forintra emelkedik a havonta gyermekenként igénybe vehető családi adókedvezmény, továbbá folytatódik a családok lakáshoz jutását és lakáskörülményeik javítását segítő otthonteremtési program.
- A kedvező demográfiai folyamatok támogatásának érdekében vissza nem térítendő kamattámogatásként az állam a diákhitel-tartozás felét átvállalja azoktól a nőktől, akiknek 2018. január 1-jét követően születik a második gyermekük. A harmadik vagy további gyermek megszületése esetén a hitelt felvevő nő teljes tartozását elengedik.
- A diplomás gyed időtartamát 1 évvel meghosszabbították.
- A jelzáloghitelt törlesztő családok a harmadik és további gyermekek esetén 1-1 millió forintot leírhatnak a tartozásukból.
- A külföldön tartózkodó vagy élő családok számára is jár a gyermek születése után az anyasági támogatás.

A kedvező munkaerő-piaci folyamatok (rekord alacsony munkanélküliség, növekvő bruttó bérek) mellett a lakosság befizetéseinél az előirányzat értékét alulbecsültnek tartjuk, és 60,6 milliárd forint pozitív kockázatot azonosítunk.

## Kiadások

A központi alrendszer április végéig számított, halmozott kiadásainak összege 7059,3 milliárd forint értékben teljesült, és 1478,1 milliárd forinttal (26,5 százalékkal) haladja meg az előző év azonos időszaka kiadásainak az összegét. A növekedés szinte egészét a központi költségvetés, azon belül pedig a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásaihoz tartozó tételek összegében végbement emelkedés okozta.

A költségvetési szervek kiadásai 287,4 milliárd forinttal (19,2 százalékkal) haladták meg a tavaly áprilisi halmozott értéket. A szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásai 490,5 milliárd forinttal (87,8 százalékkal) haladták meg a 2017. január–április közötti időszak teljesülését, amelyen belül többek között 131,3 milliárd forint kifizetés történt normatív finanszírozásra (köznevelési célú humánszolgáltatás és működési támogatás, nem állami felsőoktatási intézmények támogatása, hit- és erkölcsoktatás, tankönyvtámogatás, köznevelési szerződések, szociális célú humánszolgáltatások támogatása), 106,5 milliárd forint kifizetése a kiemelt közúti projektek finanszírozására, 84,9 milliárd forintot tett ki a Modern Városok Program keretében megvalósuló fejlesztések kifizetése, valamint 44,5 milliárd forint kifizetés történt közúthálózat-fenntartásra és -működtetésre.

A szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok uniós kiadásai soron 2018 első négy hónapjában 540 milliárd forinttal (2,7-szer) volt magasabb a teljesítés, mint az előző év azonos időszakában.

A költségvetési előrejelzés gyakorlata szerint, míg a bevételeknél – leginkább adóbevételek esetében – alapozhatjuk az előrejelzésünket az idősoros adatokra, addig a kiadási oldal esetében ez egyáltalán nem 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.

2018 márciusában a Kormány a téli fogyasztási időszakban bekövetkező fogyasztásnövekedés finanszírozását segítő juttatásról (ún. téli rezsicsökkentésről) döntött a lakossági fogyasztók részére. Az erről szóló 37/2018. (III. 8.) Korm. rendelet értelmében

- az egyetemes szolgáltatóval egyetemes szolgáltatói jogviszonyban álló lakossági fogyasztó részére a juttatás összege 12 000 forint, kivéve
- a 20 m<sup>3</sup>/h alatti gázmérővel rendelkező fogyasztói közösség esetében, ugyanis ekkor 24 000 forint a juttatás összege, függetlenül attól, hogy az adott fogyasztói közösség hány vételezői taggal rendelkezik; valamint
- a 20 m<sup>3</sup>/h vagy a feletti gázmérővel rendelkező fogyasztói közösség esetében, ugyanis ekkor 120 000 forint a juttatás összege, függetlenül attól, hogy az adott fogyasztói közösség hány vételezői taggal rendelkezik.

A téli rezsicsökkentés összege várhatóan 40 milliárd forint többletkiadást jelent a költségvetésnek, amelyből a szociális tűzifakeret 1 milliárd forintot, a távfűtéssel fűtők támogatása pedig 6 milliárd forintot tesz ki, a fennmaradó összeg esik a gázzal fűtő családokra.

A közfoglalkoztatásra (Start munkaprogramra) költött kiadások 2018. évi előirányzata 225 milliárd forint, amely az előző évi keret 84,5 százaléka. A javuló munkaerő-piaci

feltételek, valamint a kormányzat által bevezetett ösztönzők, támogatások révén a közfoglalkoztatásból nagyobb számú elsődleges munkaerő-piacra történő átlépésre számítva a kiadásokban 43,8 milliárd forint értékű megtakarítást azonosítunk az előirányzat értékéhez képest.

A Kormány januári döntése alapján az egészségügy és a szociális terület szakdolgozói a nekik ígért béremelést 2018 novembere helyett már a januári fizetéssel megkapták. Ez az intézkedés mintegy 80 ezer foglalkoztatottat érint, és az egyéb, tervezéskor nem látott bérintézkedésekkel együtt összesen 40 milliárd forint többletkiadást eredményezett a költségvetésnek.

A kedvező gazdasági folyamatokra tekintettel az időügyi tanács javaslatára a Kormány 10 000 forintos Erzsébet-utalványt juttatott a nyugdíjasoknak 2018 márciusában, ez mintegy 27 milliárd forint többletkiadást eredményezett a költségvetésben.

A helyi önkormányzatok egyenlege esetében az MNB 2017. augusztusi Költségvetési Jelentésében prognosztizált 53 milliárd forintos pozitív kockázattal számolunk a 2018-as évre, ami a jelentős mértékű uniós források felhasználásának az előirányzathoz képest kisebb várható növekedési üteméből fakad.

A kormányzat a váratlan negatív gazdasági és társadalmi folyamatok hatásainak enyhítésére tartalékot képez a költségvetésben, amely az éves előirányzatban költségként jelenik meg. Az idei évre előirányzott tartalékokból még semmit nem költött a Kormány. Az egyes tételek (rendkívüli kormányzati intézkedések, céltartalék és országvédelmi alap) alakulásával kapcsolatban azzal a feltételezéssel élünk, hogy az összegeket negyedévekre arányosan elosztva az első negyedévben a teljes összeget megtakarítjuk, majd a következő időszakban az adott negyedévre vonatkozó összegnek mindig csak a felét költi el az állam. Ennek a folyamatnak a végeredményeként összesen 162,8 milliárd forint megtakarítást prognosztizálunk a kiadási oldalon.

## Kamategyenleg

A kamatbevételek az év első négy hónapjában 66,9 milliárd forintos szintet értek el, a kamatkiadások pedig 187,2 milliárd forintot tettek ki, így a nettó kamatkiadás összege 120,3 milliárd forinton állt. Az áprilisi halmozott eredmények alapján számított kamategyenleg 95,4 milliárd forinttal lett kevesebb az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva, ami a kamatfizetések éven belüli eltérő lefutásával magyarázható.

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 37,9 milliárd forinttal kedvezőbb kamategyenleget várunk, mint a 2017-es teljesülés során kialakult összeg, és 44,2 milliárd forinttal kedvezőbbet, mint a 2018-as előirányzatban szereplő érték.



## Egyenleg és államadósság

A 2018. évi költségvetésben szereplő bevételi és kiadási előirányzatok és a várható teljesülések vizsgálata után prognózisunk a költségvetési törvényben előirányzott 2,4 százalékos GDP-arányos deficittől 0,3 százalékponttal kedvezőbb, 2,1 százalékos hiányt tartalmaz.

### 5. táblázat: A 2018-as költségvetést övező kockázatok (eltérés az egyenlegtől)

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
<b>Gazdálkodói befizetések</b>	6,7	0,02
<b>Fogyasztási adók</b>	-7,5	-0,02
<b>Lakossági befizetések</b>	60,6	0,15
<b>Bevételi oldali kockázatok</b>	<b>59,8</b>	<b>0,15</b>
<b>Start munkaprogram</b>	-43,8	-0,11
<b>Szociálpolitikai menetdíj</b>	-6,1	-0,02
<b>Téli rezsicsökkentés</b>	40	0,1
<b>Erzsébet-utalvány</b>	27	0,07
<b>Bérintézkedések</b>	40	0,1
<b>Tartalékok felhasználása</b>	-162,8	-0,4
<b>Kiadási oldali kockázatok</b>	<b>-105,7</b>	<b>-0,26</b>
<b>Nettó kamatkiadások</b>	-44,2	-0,1
<b>Központi alrendszer egyenlege</b>	<b>121,3</b>	<b>0,3</b>
<b>Önkormányzati alrendszer egyenlege</b>	<b>53</b>	<b>0,13</b>
<b>ESA-híd</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Összesen</b>	<b>174,3</b>	<b>0,43</b>

Forrás: Századvég-számítás

A Magyarország 2018. évi központi költségvetéséről szóló 2017. évi C. törvény legfontosabb sárokszámait a következők:

- az államháztartás központi alrendszerének bevételi főösszegét 18 751,5;
- kiadási főösszegét 20 112,1;
- hiányát 1360,7 milliárd forintban határozta meg.

Intézetünk előrejelzése szerint a 2018. év végi árfolyamon számolt bruttó konsolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re és a költségvetési hiányra vonatkozó, a KESZ-állomány 2017. december 31-i szintjével kalkulálva, valamint az Eximbank adósságát is beleszámítva – a 2017. évi 73,6 százalékos szintről 2018 végére a GDP 71,6 százalékára csökkenhet. Az Alaptörvényben meghatározott adósságszabály, valamint a stabilitási törvényben szereplő hiánykritérium teljesítése mellett az államháztartás várhatóan az adósságrátára vonatkozó európai uniós költségvetési szabályokat is teljesíteni tudja. Az EU

adósságszabálya előírja, hogy az adott tagállam maastrichti adóssága nem haladhatja meg a GDP 60 százalékát, vagy amennyiben mégis meghaladja, akkor az adósság mértékét az ún. egyhuszados szabálynak megfelelően csökkenteni kell. Ennek számítására az Európai Bizottság háromféle módszert is alkalmaz (előrettekintő, visszatekintő és ciklikus), amelyek közül elég az egyik módszer szerint teljesülnie az elfogadáshoz. Az elmúlt évek tényadatai és a 2018-ra vonatkozó becslésünk alapján a visszatekintő módszer szerint számolva (1,1 százalékponttal) teljesül az adósságszabály. A becsült értékek és a tényleges teljesülés közötti különbség alakulására – a költségvetési hiány alakulásán keresztül – az európai uniós források beérkezésének mértéke jelent kockázatot.

## Táblázatok

6. táblázat: Előrejelzés negyedéves bontásban

	2017		2018			
	éves	I.	II.	III.	IV.	éves
<b>Bruttó hazai termék (volumenindex)</b>	<b>4,0</b>	4,4	4,4	4,1	3,9	<b>4,2</b>
<b>A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)</b>	<b>4,7</b>	5,9	4,8	4,2	5,3	<b>5,1</b>
<b>Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)</b>	<b>16,8</b>	17,1	13,5	7,8	9,7	<b>12,0</b>
<b>Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>7,1</b>	3,5	5,6	7,3	6,0	<b>5,6</b>
<b>Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>9,7</b>	3,8	6,8	6,9	7,3	<b>6,2</b>
<b>A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)</b>	<b>8,1</b>	2,1	2,4	1,9	1,4	<b>7,8</b>
<b>Fogyasztóiár-index (%)</b>	<b>2,4</b>	2,0	2,7	2,8	2,8	<b>2,6</b>
<b>A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)</b>	<b>0,9</b>	0,9	0,9	0,9	0,9	<b>0,9</b>
<b>Munkanélküliségi ráta (%)</b>	<b>4,2</b>	3,9	3,7	3,6	3,5	<b>3,7</b>
<b>A bruttó átlagkereset alakulása (%)</b>	<b>12,9</b>	12,0	10,4	10,8	10,5	<b>10,9</b>
<b>A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>2,9</b>					<b>3,3</b>
<b>Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában</b>	<b>4,1</b>					<b>6,5</b>
<b>Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>-2,0</b>					<b>-2,0</b>
<b>GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)</b>	<b>2,4</b>					<b>2,3</b>

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás