

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

**2018. december**

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A jelentést Regős Gábor makrogazdasági üzletágvezető szerkesztette.

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

Az előrejelzéshez felhasznált adatbázis december 11-én zárult le.

# Tartalomjegyzék

<b>Vezetői összefoglaló .....</b>	<b>1</b>
<b>Nemzetközi környezet .....</b>	<b>8</b>
A globális konjunktúra alakulása .....	8
Munkaerőpiac .....	13
A monetáris kondíciók alakulása .....	16
Pénzügyi folyamatok .....	18
Az infláció alakulása .....	23
Fiskális politika.....	26
<b>A magyar gazdaság jelenlegi helyzete.....</b>	<b>30</b>
A hazai növekedés alakulása .....	30
Munkaerőpiaci folyamatok .....	34
Infláció .....	38
Monetáris és pénzügyi kondíciók .....	42
Hitelezési helyzet.....	49
Külső finanszírozási képesség.....	53
<b>A várható makrogazdasági és fiskális pálya (2018).....</b>	<b>57</b>
Feltevéseink alakulása .....	57
A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés .....	59
A külső egyensúly várható alakulása.....	65
Az államháztartási helyzet prognózisa .....	66
Bevételek.....	67
Kiadások .....	70
Kamattegyenleg.....	72
Egyenleg és államadósság .....	72
<b>Táblázatok.....</b>	<b>75</b>

## Vezetői összefoglaló

*Az USA-ban 3,0 százalékra gyorsult, míg az Európai Unióban 1,8 százalékra lassult a gazdasági növekedés üteme az idei harmadik negyedévben. Úgy az unióban, mint az USA-ban a beruházás és a fogyasztás volt a bővülés motorja.*

*A vártnál lassabban bővült a foglalkoztatás az USA-ban, de ezzel együtt is 49 éves mélypontra, 3,7 százalékra mérséklődött a munkanélküliségi ráta. Tovább lassult az Európai Unióban a foglalkoztatás bővülése, csupán 1,2 százalékot tett ki, amely mellett is 6,7 százalékra mérséklődött a munkanélküliek részaránya. A nagy jegybankok közül a Fed szeptemberben, míg a régiós jegybankok közül a Cseh Nemzeti Bank szeptemberben és novemberben is emelte az alapkamatot. Előbbi esetében a kedvező munkaerőpiaci helyzet és az infláció, míg utóbbinál az infláció és a korona gyengülése játszott közre a döntésben.*

*Az amerikai gazdaság jó teljesítménye, a Fed által megvalósított és a jövőben is tervezett kamatemelések hatására az USA megemelkedett államkötvényhozamai lényeges szerepet játszottak abban, hogy a világ vezető valutái gyengültek a dollárral szemben az őszi hónapokban. A vizsgált időszak kezdete és vége között a tőzsdéknél a legnagyobb arányú csökkenést a DAX mutatta –8,8 százalékkal, utána az FTSE következett –7 százalékkal, míg 6,5 százalékkal mérséklődött a Stoxx 600. Az USA-ban 2,3 százalékra, míg az Európai Unióban 2,2 százalékra emelkedett októberre a pénzromlás éves üteme, elsősorban az üzemanyagárak növekedése miatt.*

*Stabilan 1 százalék alatt alakulhat a költségvetési hiány az Európai Unióban a következő években az Európai Bizottság előrejelzése szerint. Ennek hátterében elsősorban a kedvező konjunkturális folyamatok állnak majd, tekintve, hogy az egyedi hatásoktól megtisztított strukturális hiány emelkedhet, ezzel együtt is közel 6 százalékponttal, 77,6 százalékgig mérséklődhet a GDP-arányos államadósság az EU-ban.*

*A magyar gazdaság növekedése a III. negyedévben jelentősen felülmúlta az elemzői várakozásokat: a bővülés mértéke a nyers adatok szerint 4,9, a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint 5,2 százalék volt. Termelési oldalról a növekedéshez ebben a negyedévben is hozzájárult majdnem minden ágazat. A mezőgazdaság hozzáadott értéke 3,4 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban, így 0,2 százalékponttal járult hozzá a növekedéshez. Az ipar teljesítménye 2,7 százalékkal nőtt egy év alatt, 0,6 százalékpontot adva a bővüléshez. A legnagyobb növekedést a harmadik negyedévben is az építőipar érte el, melynek mértéke az előző negyedévesnél is nagyobb, 27,5 százalék volt. Az építőipar jelentős bővüléséhez hozzájárult az uniós források felhasználása, amely mind az állami, mind a vállalati szféra beruházásait segítette. A növekedéshez pozitívan járult hozzá a lakásépítések számának növekedése is, amelyet a családi otthonteremtési kedvezmény, az új lakások kedvezményes áfakulcsa, a háztartások anyagi helyzetének javulása és a*

hitelfelvételi kedv emelkedése fokozott. A szolgáltató szektorok teljesítménye a III. negyedévben is a gazdasági növekedés fő húzóereje volt, a bővüléshez való hozzájárulásuk 2,2 százalékpont volt. Az ágazat 3,8 százalékos növekedésén belül jelentős szerepe volt a kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás ágazatok 6,9 százalékos, valamint a szakmai, tudományos, műszaki és adminisztratív tevékenység 6,4 százalékos bővülésének. A gazdaság ágazatai közül mindössze a közigazgatás, oktatás, egészségügyi, szociális ellátás ágazat hozzáadott értéke nem növekedett.

Felhasználási oldalról a növekedéshez továbbra is a fogyasztás és a beruházás bővülése járult hozzá. A háztartások fogyasztási kiadásainak 5,3 százalékos emelkedését – mely a növekedéshez 2,4 százalékponttal járult hozzá – a bérek dinamikus, az inflációt érdemben meghaladó emelkedése okozta, vagyis nem beszélhetünk a háztartások túlzott eladósodásáról, mint az a válság előtti időszakban történt. A bruttó állóeszköz-felhalmozás volumene 20,0 százalékkal nőtt, ezzel 4,9 százalékpontot adva a növekedéshez. 1,7 százalékponttal lassította ugyanakkor a növekedést a külkereskedelmi egyenleg romlása: míg az export 3,4 százalékkal bővült, addig az import, a fogyasztás és a beruházások importszükséglete miatt, 5,9 százalékkal emelkedett. Továbbra is folytatódik az a tendencia, hogy a külkereskedelmi többleten belül nő a szolgáltatások szerepe: egyenlegük a III. negyedévben 733 milliárd forint volt, miközben a termékek importja 289 milliárd forinttal meghaladta exportjukat. A szolgáltatások egyenlegének javulásában jelentős szerepe van a turizmusnak: az ebből származó bevételek 13,9, míg a kiadások 6,6 százalékkal nőttek.

A harmadik negyedév során negyedéves alapon minimálisan csökkent, míg éves alapon nőtt a foglalkoztatottak száma, amely a negyedév átlagában 4 millió 465 ezer főt tett ki a szezonálisan kiigazított adatok alapján. Immár második negyedéve nem emelkedik az aktivitás Magyarországon. A cseh munkaerőpiaci adatokhoz viszonyítva jelentős, akár 300 ezer fős munkaerő-tartalék vonható még be, elsősorban az 55–64 éves korosztályban. Kismértékben emelkedett a munkanélküliek száma az elmúlt negyedév során, azonban a tartósan, legalább egy éve munkanélküliek aránya történelmi mélypontra csökkent, azzal együtt, hogy a közfoglalkoztatásban dolgozók száma 114 ezer fő alá, 5 éve a legalacsonyabb szintre csökkent. A korábbi negyedéveknél lassabban, de továbbra is dinamikusán, 10,8 százalékkal emelkedtek az átlagos keresetek a harmadik negyedév során az előző év azonos időszakához viszonyítva. A növekedésben a minimálbér és a garantált bérminimum év eleji emelése, a munkaerőhiány, valamint az állami vállalatok körében megvalósuló bérrendezések játszottak közre, míg a fedezetet a szociális hozzájárulási adó év eleji 2,5 százalékpontos csökkentése, a 4,5 százalék közeli növekedés, valamint a 3 százalékot közelítő infláció jelentette.

2018 harmadik negyedévében folytatódott a fogyasztói árak növekedése: júliusban és augusztusban 3,4, míg szeptemberben 3,6 százalékkal növekedtek átlagosan a fogyasztói árak. Az októberi áremelkedés 3,8, a novemberi 3,1 százalékos volt a magyar gazdaságban.

*Az infláció alakulásához továbbra is a járműüzemanyagok és a dohányárak áremelkedése járult hozzá a legjelentősebben. A járműüzemanyagok árnövekedése az olaj világgpiaci árának a növekedéséből, illetve a forint dollárral szembeni árfolyamgyengüléséből adódott. A dohánytermékek esetében az árnövekedés a jövedéki adó szeptemberi növeléséből fakadt. A harmadik negyedévben a járműüzemanyagok ára átlagosan 16,3 százalékkal, a dohánytermékeké pedig 6,9 százalékkal nőtt egy év alatt. Ez októberben rendre 16,2 és 7,3 százalék, míg novemberben 7,2 és 6,2 százalék volt. A maginfláció a harmadik negyedévben átlagosan 2,4 százalékot tett ki.*

*A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa az ősz folyamán mindhárom (szeptemberi, októberi és novemberi) kamatdöntő ülésén egyaránt változatlanul (0,9 százalékon) hagyta az irányadó kamatot. Az MNB Monetáris Tanácsának 2018. szeptember 18-i döntése értelmében azonban a monetáris politikai eszköztár jelentősen átalakult. A jegybanknak továbbra is elsődleges célja az inflációs cél fenntartható elérése. Az MNB ennek tartós biztosítása érdekében felkészült monetáris politikájának normalizációjára. A jegybank ezért először fokozatosan kivezeti a hosszú hozamokra ható, nem konvencionális eszközeit, és a rövid hozamokra ható eszköztárszerűt is jelentősen módosítja.*

*Az MNB a 3 hónapos betét monetáris politikai eszközt, amelynek jelenlegi szintje 75 milliárd forint, 2018 negyedik negyedévével kivezeti. Az irányadó eszköz szerepét a 3 hónapos betét nullára csökkentését követően a kötelező tartalék veszi át. A jövőben a jegybank két eszközt alkalmaz a nem konvencionális, rövid hozamokra ható eszköztárából. Ezek az FX-swapok (forintlikviditást biztosító devizacsereügyletek) alkalmazása és a kamatfolyosó módosítása. Az 1-től 12 hónapig terjedő futamidejű FX-swapok tendereinek, mennyiségeinek módosításával, továbbá a kamatfolyosó felső szélének visszaépítésével az MNB hatást gyakorol a rövid hozamokra. Pontosabban például az utóbbi eszközzel a bankközi egynapos kamatok alakulásának nagyobb mozgásteret enged, azaz jobban emelkedhetnek a rövid hozamok/kamatok. Továbbá az EU-harmonizáció jegyében a tartalékráta 1 százalékon marad, és a BUBOR-piaci reform változatlan (kötelező banki jegyzés és MNB-s adminisztrátori funkció) keretrendszerű marad.*

*A jegybank a normalizációval és a nem konvencionális eszköztár átalakításával felkészül egy jövőbeni szigorításra, ami elsősorban az emelkedő külső kamatkörnyezet függvényében alakulhat ki.*

*A folyó fizetési mérleg pozitív egyenlege és a külföldiek által hazai fizetőeszközben tartott állampapírok állományának emelkedése erősítette, a jegybank nem konvencionális lazítása gyengítette a vizsgált időszakban (2018. szeptember eleje – 2018. december eleje) a hazai valuta árfolyamát. Mindezek eredményeként a forint kurzusa az euróval szemben a szeptember eleji 326 forintról december elejére 322 forintra erősödött.*

*Az MNB előzetes adatai szerint 2018-ban az első három negyedévben 462,2 milliárd forint adózás előtti és 425,4 milliárd forint adózás utáni nyereséget jelentett a bankszektor. Ezzel szemben egy évvel korábban a bankszektor az adatok alapján 526,6 milliárd forintos adózás előtti és 482,8 milliárd forintos adózás utáni nyereséget ért el. Az előző évhez képest csökkent a kamat-, míg nőtt a jutalékeredmény.*

*A hazai jegybanki alapkamat mértékének változatlan (0,9 százalékos) szinten tartása mellett a lakossági szegmensben a fogyasztási hitel piacán 22 bázisponttal alacsonyabb kamattal (11,93 százalékon) lehetett forint fogyasztási hitelt igényelni 2018 októberében, mint három hónappal korábban. A folyószámlahitelek kamata 75 bázisponttal, 22,02 százalékra emelkedett 2018. október végére. A lakáscélú hitelek esetén a 2018. júliusi adathoz képest 47 bázispontos emelkedés (4,86 százalékra) tapasztalható.*

*Magyarország befektetői megítélése inkább kedvezőbben alakult a 2018. szeptember elejétől december elejéig tartó időszakban: csökkent a CDS-felár (90 bázisponttól 88 bázispont), és a 10 éves állampapírhozam (3,49-ről 3,19 százalékra), a forint pedig erősödött a svájci frankkal (289-ről 284 forintra) és az euróval (326-ről 322 forintra) szemben, míg gyengült a dollár (280-ről 284 forintra) ellenében.*

*Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága az előzetes adatok szerint 2018 harmadik negyedévének végén 28 927 milliárd forint volt, amely a GDP 70,9 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 72,1 százalék után.*

*Az elmúlt időszakban csak a Moody'snak volt meghirdetett minősítési időpontja, és a nagy nemzetközi hitelminősítő intézet 2018. november 23-án megerősítette a magyar államkötvények hitelminősítését. Így a Fitch és az S&P mellett a Moody'snál is a 2016-ban meghozott befektetésre javasolt kategória legalsó szintje van jelenleg érvényben, amelyet 2017-ben az előbbi két hitelminősítő pozitív kilátással erősített meg, míg a Moody'snál a kilátásunk továbbra is stabil.*

*A vállalati hitelek állománya 454 milliárd forinttal (7446 milliárd forintra) nőtt október végére, míg a lakossági hitelek állománya 138 milliárd forinttal, 6115 milliárd forintra emelkedett a július végi hitelállományhoz képest. A lakossági hiteleken belül jelentősen, 101 milliárd forinttal növekedett a lakáscélú hitelállomány, és 3292 milliárd forintot ért el.*

*Az államadósság devizaaránya stagnált az elmúlt időszakban, mivel a 2018. július végi 20 százalék után 2018 októberének végén is 20 százalékot tett ki. A vizsgált időszakban nem volt devizakötvény-kibocsátás. Tehát az államadósság devizaaránya az ÁKK 2018. évi finanszírozási tervében meghatározott (és a 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 (1,29-szoros) a jegybanki devizatartalékok szintje.*

A folyó fizetési mérlegen belül az áruk és szolgáltatások (szezonalisan kiigazított) egyenlege 2018 második negyedévében az előző negyedévhez képest 325 millió euróval, 2360 millió euróra nőtt, míg éves összevetésben 2669 millió euróról 309 millió euróval csökkent. A jövedelemkiáramlás mértéke nőtt, míg az EU-transzferek beáramlása jelentős mértékben visszaesett negyedéves bázison. Idén a tartósan magas fogyasztás, az erősebb beruházások indukálta élénkebb importkereslet és a világgazdaság 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 a tavalyi 4,3 százalékos után 4,8 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet becslünk.

A III. negyedévben a gazdasági növekedés több mint 0,5 százalékponttal meghaladta az elemzői várakozásokat. Az első két negyedév növekedési adatát a KSH 0,1-0,1 százalékponttal felfelé módosította. E tényezőket figyelembe véve felfelé módosítottunk a 2018-as növekedésre vonatkozó prognózisunkon, és 4,6 százalékos bővülést várunk. A növekedéshez a fogyasztás és a beruházás bővülése járulhat hozzá, miközben a külkereskedelmi egyenleg alakulása lassíthatja azt. Várakozásaink szerint a háztartások fogyasztási kiadása 5,4 százalékkal nőhet az év egészét tekintve, melyhez a bérek inflációt jelentősen meghaladó növekedése járulhat hozzá. A beruházások várhatóan 16,7 százalékos növekedéséhez egyaránt hozzájárulhatnak az állam és a vállalatok beruházásai, amelyeket az uniós források és a mérsékelt kamatkörnyezet egyaránt támogatnak, illetve a lakásépítések számának emelkedése. Az október végéig építési engedéllyel rendelkező lakások az Országgyűlés döntése értelmében a kedvezményes 5 százalékos áfakulccsal épülhetnek meg, így ez több tízezer új lakás megépítését segítheti elő a családi otthonteremtési kedvezménnyel együtt.

Az export növekedésére vonatkozó prognózisunkat a beérkező tényadatok és a kedvezőtlenebb külső kereslet nyomán lefelé módosítottuk, melyet a korábban vártnál nagyobb beruházásbővülés csak részben tud ellensúlyozni. Ennek megfelelően a kivitel volumene idén 5,4 százalékkal emelkedhet. Figyelembe véve a korábban vártnál kisebb exportot és nagyobb belső keresletet, az import növekedését kismértékben mérsékeljük. Így a behozatal 2018-ban 7,1 százalékkal növekedhet. Ez azt jelenti, hogy 2018-ban a külkereskedelmi egyenleg alakulása lassítja a növekedést.

A korábbi éveknél lassabb ütemben, de tovább emelkedik idén a foglalkoztatás. A kormányzati intézkedések (időskorúak foglalkoztatásának egyszerűsítése, adókedvezmények) növelhetik a munkaerő-kínálatot, míg a munkaerőhiány következtében a közfoglalkoztatottak és a tartós munkanélküliek is egyre inkább álláshoz juthatnak az elsődleges munkaerőpiacon. A munkanélküliségi ráta azonban csak minimálisan csökkenhet tovább. A munkanélkülieken belül az átmeneti (frikciós) munkanélküliség szerepe nőhet meg. 2018-ban a reálbérek átlagosan 8,1 százalékos növekedésére számítunk. A béremelkedésre



*továbbra is a minimálbér és a garantált bérminimum emelése, a közsféra bérrendezései és a munkaerőhiány hathatnak, míg a fedezetét a dinamikus növekedés, a 3 százalékos infláció és a csökkenő szociális hozzájárulási adó jelenti.*

*Előző negyedéves prognózisunkhoz képest csak kismértékben változtattunk inflációs előrejelzésünkön. Bár a szeptember óta eltelt időszakban az infláció az olaj árának változása nyomán a vártnál magasabb lett, azonban novemberben 3,1 százalékra csökkent, amely mérséklődés fontos tényező abból a szempontból, hogy a jegybanki célt tartósan meghaladó infláció kialakulásának valószínűsége csökkent. Ennek megfelelően a 2018-ra várt inflációt 0,1 százalékponttal 2,9 százalékra emeltük.*

*Tekintettel a novemberi, a korábbiaknál alacsonyabb, az inflációs célt megközelítő adatra, a Magyar Nemzeti Bank várhatóan nagyon rövid távon nem kényszerül a monetáris kondíciók érdemi szigorítására, azzal megvárhatja azt, amíg az Európai Központi Bank szigorít. Ennek megfelelően arra számítunk, hogy a monetáris politika szigorítása a jövő év közepétől következik be, ám ekkortól is csak lassú és fokozatos restrikció jöhet, a kamatkörnyezet továbbra is laza lehet, de a nulla körüli szinttől elszakadhat.*

*2018 novemberének végéig az államháztartás központi alrendszerének hiánya 1 842,4 milliárd forintot tett ki. Az előző három év azonos időszakához képest kalkulált, viszonylag magas hiányt az uniós források megelőlegezése, a különféle infrastrukturális fejlesztések támogatása, illetve egyszeri kiadások magyarázzák. Mindezek összhangban vannak a Kormány költségvetési politikájával, amelynek fő fókusza továbbra is a gazdasági növekedés ösztönzése, valamint a magyar családok támogatása. Figyelembe véve az adóbevételek alakulására pozitív hatást gyakorló, kedvező gazdasági környezetet, illetve az előző években tapasztalt teljesülési dinamikát, összességében a gazdálkodószervezetek befizetéseinél és a fogyasztási adókhöz kapcsolt bevételeknél az előirányzathoz képest alacsonyabb, a lakossági befizetéseknél pedig magasabb teljesülést prognosztizálunk 2018-ra, mint az előirányzatba foglalt érték. A kiadási oldalon jelentős megtakarítás ered a Start munkaprogramból, amelyet a közfoglalkoztatásból a versenyszférába történő nagyszámú munkavállalói átlépés indokol. Összességében a kormányzat terveiben szereplő, 2,4 százalékos GDP-arányos deficittől 0,7 százalékponttal alacsonyabb, 1,7 százalékot kitevő GDP-arányos államháztartási hiányt várunk. A fentiek teljesülésével az idei év zsinórban a hetedik, amikor országunk teljesíteni tudja a 3 százalék alatti költségvetési deficit célt. A 3 százalékos hiánycél elérésére korábban 2000-ben volt példa. A változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos bruttó államadósság tekintetében 2018 végére 71,8 százalékos szintet várunk, amely 1,5 százalékpontos mérséklődés a megelőző évi 73,3 százalékhoz képest.*

1. táblázat: A főbb makrogazdasági változók várható alakulása

	2017	2018
<b>Bruttó hazai termék (volumenindex)</b>	<b>4,1</b>	<b>4,6</b>
<b>A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)</b>	<b>4,7</b>	<b>5,4</b>
<b>Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)</b>	<b>18,2</b>	<b>16,7</b>
<b>Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>4,7</b>	<b>5,4</b>
<b>Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>7,7</b>	<b>7,1</b>
<b>A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)</b>	<b>8,1</b>	<b>5,8</b>
<b>Fogyasztóiár-index (%)</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</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>11,3</b>
<b>A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>3,3</b>	<b>2,1</b>
<b>Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában</b>	<b>4,3</b>	<b>4,8</b>
<b>Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,7</b>
<b>GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

## Nemzetközi környezet

### A globális konjunktúra alakulása

Az előző negyedévhez viszonyítva az Európai Unió GDP-jének növekedési üteme 0,3 százalékos volt, ami 0,2 százalékponttal kisebb az előző negyedévben mértéknél. Az eurózóna esetében is azonos, 0,2 százalékpontos – 0,4-ről 0,2-re – mértékű növekedési lassulás figyelhető meg a szezonálisan kiigazított adatok alapján. Természetesen éves alapon is megfigyelhető a fenti jelenség, az előző negyedév rendre 2,1, illetve 2,2 százalékos bővülése után a harmadik negyedévben már csak 1,6 és 1,8 százalékos GDP-növekedést mért az Eurostat. Az eurózóna esetében a növekedéshez legnagyobb mértékben – 0,9 százalékpont – a beruházás járult hozzá, de a háztartások növekvő fogyasztási kiadásai is 0,6 százalékpontot adtak a bővülésből. A beruházások növekedése mögött a Juncker-tervnek nevezett beruházásösztönző csomag kibővítése, valamint az új uniós költségvetési ciklus gazdaságösztönző támogatásai állnak. A kormányzati kiadások hozzájárulása 0,2 százalékpont volt, miközben a külkereskedelmi forgalom hatása a GDP-növekedésre semleges lett. Az EU egészét illetően az 1,8 százalékos növekedéshez – hasonlóan az eurózónához – a beruházás és a háztartások fogyasztásnövekedésének hatása járult hozzá a legnagyobb mértékben (0,8 százalékpont). A kormányzati kiadások szerepe 0,2 százalékpont, a külkereskedelmi egyenlegé pedig semleges volt.

Az eurózóna exportja 1,2 százalékkal, importja 2,9 százalékkal emelkedett a harmadik negyedévben, szemben a második negyedévben 0,9 és 2,0 százalékkal. Ugyanezen mutatók az EU egészét illetően 3,2 és 4,4 százalékos növekedést tettek ki a harmadik, és 0,6 és 1,3 százalékos csökkenést a második negyedévben.

Az Európai Unió legnagyobb gazdaságai közül Németország GDP-jének lassulása meghaladta az EU és az eurózóna átlagát, csak 1,2 százalékkal nőtt éves alapon, szemben az előző éves 1,9 százalékkal. A harmadik negyedévben az előző negyedévhez képest –0,2 százalékos volt a GDP-változás mértéke, szemben a 0,5 százalékos növekedéssel a második negyedévben. Az utolsó negyedéves csökkenés fő tényezője a lakossági fogyasztás 0,3 százalékos mérséklődése volt, amit nem tudott kompenzálni a beruházások 4,2 százalékos és a kormányzati kiadások 0,2 százalékos bővülése sem. A külkereskedelmi aktívum folytatta az év során észlelt csökkenő tendenciáját, a második negyedévben, folyó áron mért 61,1 milliárd euróhoz képest a harmadik negyedév végére 52,7 milliárd euróra mérséklődött, ami a GDP-csökkenés fontos eleme volt (2017 harmadik negyedévében ez 64,6 milliárd eurót tett ki).

Franciaországban is csökkent a növekedési ütem az előző negyedévekhez képest, a második negyedévben mért 1,7 százalékkal szemben a harmadik negyedévben már csak 1,4 százalékkal nőtt éves alapon az eurózóna második legnagyobb gazdasága. Itt ugyanakkor az előző negyedév növekedési ütemét (0,2 százalékos) a harmadik negyedév bővülése

(0,4 százalék) meghaladta. A harmadik negyedévben a háztartások fogyasztása (0,4 százalékponttal) és a kormányzati kiadások (0,2 százalékponttal) járultak hozzá a növekedéshez, túlkompenzálva a beruházások 0,5 százalékos mérséklődését. Az előző negyedévben még a beruházásoknál 1,5 százalékos növekedést regisztráltak. Franciaországban a vizsgált negyedévben javult a külkereskedelem áru- és szolgáltatásforgalmi egyenlege, a második negyedéves mintegy 6,8 milliárd eurós hiány 5,6 milliárdra csökkent.

Olaszország GDP-növekedése a harmadik negyedévben negatívba fordult (-0,1 százalék), és éves szinten is az EU legkisebb mértékű (0,7 százalékos) bővülését mutatta az uniós tagállamok között. A csökkenés fő tényezője a harmadik negyedévben a beruházások előző negyedévhez viszonyított 0,9 százalékos visszaesése volt, de a lakosság is 0,1 százalékkal kevesebbet fogyasztott, miközben a GDP közel 20 százalékát kitevő kormányzati fogyasztás változatlan szinten maradt. A folyó áras külkereskedelmi aktívum csak kismértékű (mintegy 713 milliós) csökkenést mutatott a harmadik negyedévben, szemben a második negyedéves (2 milliárd eurót meghaladó) mértékkel, így az olasz gazdaság 10,2 milliárd eurós külkereskedelmi aktívummal zárta a vizsgált negyedévet.

A Brexitet övező bizonytalanság ellenére az Egyesült Királyság gazdasága 0,6 százalékkal bővült a harmadik negyedévben, ami éves alapon 1,5 százalékos növekedést jelentett. Ez éves szinten 0,3 százalékponttal haladja meg a korábbi értéket. Éves szinten a beruházások – 0,5 százalékkal csökkentek, bár ezt kompenzálta a kormányzati kiadások 0,6 százalékos, valamint a lakossági fogyasztás 1,6 százalékos emelkedése. Továbbra is deficitese a külkereskedelmi mérleg, a folyó áron euróban mért hiány a második negyedéveshez képest – majd 7 milliárd euró – majdnem a felére – 3,7 milliárd euróra – mérséklődött.

A visegrádi országok a korábbi negyedévekhez hasonlóan az európai uniós átlagot meghaladó mértékben bővültek a harmadik negyedévben, azonban jelentős eltérések adódnak az országok között. Az uniós országok közül a lengyel gazdaság Málta (7,5 százalék) után a második leggyorsabb ütemben, 5,7 százalékkal növekedett éves, míg 1,7 százalékkal negyedéves alapon. Negyedéves viszonylatban 0,6, éves viszonylatban pedig 0,5 százalékponttal haladta meg Lengyelország növekedése az előző negyedévet. Lengyelország külkereskedelmi mérlege az áruk és szolgáltatások tekintetében továbbra is aktívumot mutat. A Lengyel Statisztikai Hivatal folyó áron mért adatai szerint az aktívum mértéke a második negyedéves 5,6 milliárd eurós értékhez képest a harmadik negyedév végére 5 milliárd euróra csökkent.

Kismértékben, 0,1 százalékponttal, 0,6 százalékra lassult a cseh gazdaság növekedési üteme a harmadik negyedévben. Éves alapon a 2,4 százalékos növekedési mérték megegyezik az előző periódusban mérttel. A negyedéves növekedés a beruházások esetében volt a legmagasabb (4,1 százalék), de a lakossági fogyasztás (0,8 százalék) és a kormányzati kiadások (2,3 százalék) is bővültek. Csehország exportja a harmadik negyedévben éves

alapon 4,4 százalékkal nőtt, ami 0,1 százalékponttal nagyobb az előző negyedévhez képest. A cseh import éves alapon a harmadik negyedévben 6,3 százalékkal emelkedett, ami 0,9 százalékponttal több, mint negyedévvel korábban.

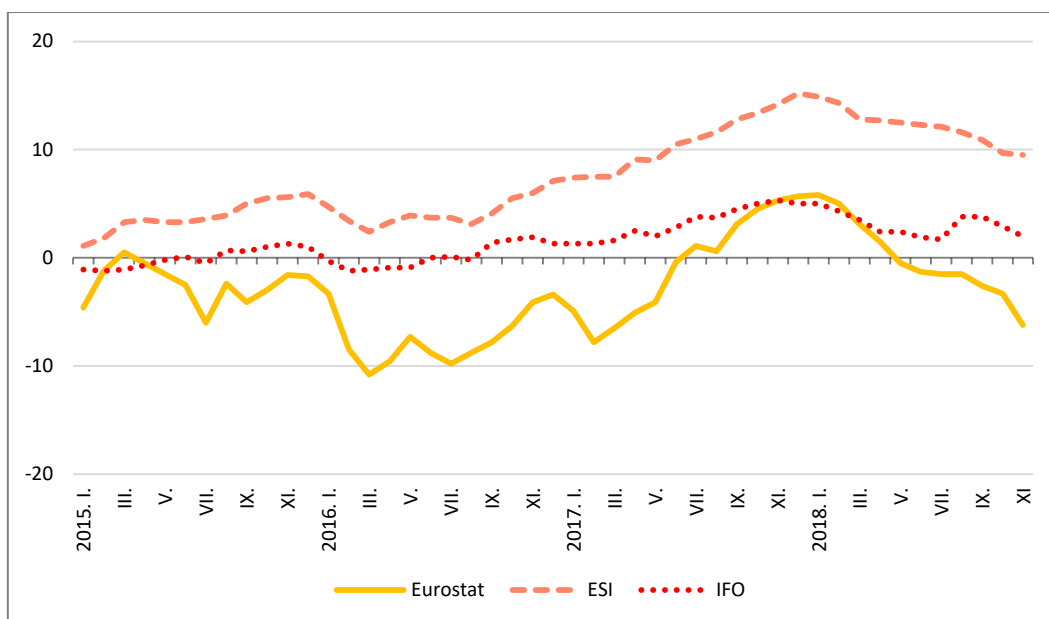
A szlovák gazdasági növekedés éves üteme<sup>1</sup> 0,2 százalékponttal, 4,5 százalékra gyorsult a harmadik negyedévben. Negyedéves szinten ugyanakkor ez 1,1 százalékos bővülést jelentett a második negyedévhez képest, ami 0,1 százalékponttal kisebb, mint egy negyedévvel korábban. Az 1,1 százalékos negyedéves növekedés fő oka a beruházások 4 százalékos bővülése, de a háztartási fogyasztás (0,9 százalékkal) és a kormányzati kiadások (0,4 százalékkal) is bővültek a negyedév során. Éves alapon a szlovák export az idei harmadik negyedév során 5,6 százalékkal nőtt, ami 1 százalékponttal kisebb, mint az előző negyedéves adat. Az import növekedése ugyanezen időszakban 5,4 százalékos volt, ami 1,2 százalékponttal kisebb az előző negyedéves adatnál.

Az elmúlt három hónap során csökkent az eurózóna hangulatváltozását mérő főbb indexek értéke, ez alapján a következő negyedévekben tovább mérséklődhet az európai gazdaság növekedési üteme. Az euróövezet gazdasághangulat-indexe (ESI) a júniusához képest júliusban -0,2 ponttal, augusztusban -0,7 ponttal, szeptemberben -1,4 ponttal, októberben -2,6, novemberben pedig -2,8 bázisponttal csökkent. Ezzel az index az idei év során 5,7 bázisponttal mérséklődött, és folyamatosan a negatív tartományban tartózkodott. Az Eurostat euróövezeti bizalmi indexe is folyamatosan mérséklődött idén, júniustól (-1,3) novemberig (-6,2) 4,9 bázisponttal, noha az évet még 5,8 bázisponton kezdte. Az euróövezeti hangulatindexekkel szemben a német gazdaság üzletihangulat-változását kifejező Ifo-indikátor összességében vegyes trendet mutat. A harmadik negyedévben egészében tekintve 1,9 pontos emelkedést regisztráltak, de növekedés csak augusztusban volt, igaz, akkor 2 bázisponttal, 3,8 pontra emelkedett. Szeptembertől folytatódott az évben domináns mérséklődés, így november végén a mutató 3,1 bázisponttal maradt el az év eleji 5,0 pontos szinttől.

---

<sup>1</sup> Szlovákia esetében szezonális kiigazított, de naptári napok szerint nem korrigált adatok szerepelnek az Eurostat adattárában.

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



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

A hangulatindexek romlásával párhuzamosan rontotta gazdasági várakozásait az Európai Bizottság az őszi előrejelzésében. Várhatóan jövőre is minden gazdaság bővül majd az eurózónában, ami új munkahelyeket fog eredményezni. Az előrejelzés szerint a növekedés a belső fogyasztás és a beruházások erejének lesz köszönhető. Ugyanakkor egyre több a bizonytalanság és a kockázat – külső és belső egyaránt –, ami mindinkább lassítja a gazdasági fellendülés ütemét. Az eurózóna esetében 2018-ra továbbra is a nyári előrejelzésben leírt 2,1 százalékos GDP-bővüléssel számol a bizottság, de 2019-re 1,9 százalékra, 2020-ra 1,7 százalékra mérsékelte az előrejelzést. Az EU egésze vonatkozásában a bizottság 2018-ra 2,2 százalékos, 2019-re 2,0 százalékos és 2020-ra 1,9 százalékos GDP-növekedést vár. A legnagyobb gazdaságok között Németországban 1,8 százalékos, Franciaországban 1,6 százalékos, míg Olaszországban mindösszesen 1,2 százalékos bővülést valószínűsít az Európai Bizottság. Várakozása szerint a külkereskedelmi mérleg 2018-ban még erősítheti a GDP növekedését – 0,3 százalékpontos hozzájárulási mértéket prognosztizálnak –, de 2019-re és 2020-ra már semleges hatással kalkulálnak.

Míg a második negyedévben 4,2 százalékkal, addig a harmadik negyedévben 3,5 százalékkal bővült az USA gazdasága negyedéves alapon évesítve. Éves alapon ellenben 3,0 százalékos növekedést mértek, így a bővülés üteme továbbra is meghaladja az Európai Unióét. A legnagyobb mértékben (2,5 százalékponttal) a belföldi magánberuházások járultak hozzá a GDP növekedéséhez. Ezen belül azonban a készletváltozások növekedésének szerepe (2,3 százalékpont) volt a meghatározó, míg az állótüke-beruházások hozzájárulása a bővüléshez csak 0,3 százalékpontot tett ki. A külkereskedelmi mérleget szemlélve az

amerikai gazdaságpolitikai döntéshozatalban gyakrabban használt, negyedévek közötti növekedési ráta alapján az export 0,6 százalékpontos, míg az import az exportnál erősebb, 1,4 százalékpontos mérséklődő hatást fejtett ki a GDP-re a vizsgált negyedévben. Ennek köszönhetően a külkereskedelmi mérleg közel 1,9 százalékpontos csökkentő hatást fejtett ki 2018 harmadik negyedévében az USA növekedésére. Az egy évvel korábbihoz képest az export 4,4 százalékkal csökkent, míg az import 9,2 százalékkal bővült. Jelentős volt a fogyasztás bővülése, negyedéves alapon 3,6 százalékkal nőtt, és így 2,5 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. A fogyasztás növekedésében a termékek fogyasztásának lényeges szerepe volt, ez a tétel évesítve 4,8 százalékkal bővült, ugyanakkor az előző negyedévben megfigyeltekkel ellentétben a nem tartós javak fogyasztásának növekedése (5,3 százalék) meghaladta a tartós javakét (3,9 százalék). Az éves alapon mért indexek alapján is hasonló kép rajzolódik ki: a fogyasztás 3 százalékos növekedése mögött az áruk fogyasztásának 4,1 százalékos, valamint a szolgáltatások 2,4 százalékos növekedése állt. A kormányzati fogyasztás 2,6 százalékkal emelkedett, ami 0,1 százalékponttal haladta meg az előző negyedévit. Ezen belül, az előző negyedévhez hasonlóan, a nemzetvédelmi célú kiadások emelkedtek a legnagyobb, 4,9 százalékos mértékben. Az előzőek hatására a kormányzati fogyasztások 0,4 százalékponttal járultak hozzá a második negyedéves GDP-növekedéshez.

A szezonálisan kiigazított adatok alapján a japán gazdaság növekedése a harmadik negyedévben negatívba fordult. A második negyedéves, reálértékben mért 0,7 százalékos növekedést 0,6 százalékos negyedéves alapú csökkenés váltotta fel. Az éves növekedési ráta  $-2,5$  százalékot tett ki, szemben az előző negyedéves  $2,8$  százalékos növekedéssel. A negyedéves  $0,6$  százalékos csökkenéshez a nem rezidens beruházások hozzájárulása volt a legnagyobb,  $0,4$  százalékkal, de a háztartási fogyasztás is,  $0,1$  százalékkal és a kormányzati kiadások szintén  $0,1$  százalékkal, hozzájárultak. A külkereskedelmi egyenleg is rontotta a GDP-t,  $0,1$  százalék volt a csökkenéshez a hozzájárulása. Éves viszonylatban a  $2,5$  százalékos csökkenésen belül  $0,8$  százalékkal mérséklődött a háztartási fogyasztás, miközben a nem rezidens beruházások  $10,6$  százalékkal csökkentek, amelyet nem volt képes kompenzálni a rezidens beruházások  $2,7$  százalékos emelkedése. Éves alapon  $0,9$  százalékkal nőttek a kormányzati fogyasztási kiadások, ugyanakkor a kormányzati beruházások  $7,7$  százalékkal mérséklődtek. Az éves  $2,5$  százalékos csökkenéshez történő hozzájárulást tekintve – az előzőekből már érzékelhető – a nem rezidens beruházások  $-1,8$  százalékpontos aránya a legnagyobb, míg  $-0,4$  százalékpont a háztartási fogyasztás és  $-0,3$  százalékpont a külkereskedelem szerepe. A kormányzati fogyasztási kiadások  $0,2$  százalékpontos GDP-növelő hatást fejtettek ki, de ezt kompenzálta  $-0,4$  százalékponttal a kormányzati beruházások csökkenése. A harmadik negyedévben is pozitív volt Japán folyó áron mért külkereskedelmi mérlege, de a bevételi többlet drasztikusan, majdnem hatodára,  $811$  milliárd jenről  $136$  milliárd jenre csökkent.

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

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

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

## Munkaerőpiac

Az őszi hónapokban összesen 511 ezer fővel nőtt a nem mezőgazdasági dolgozók száma az USA-ban, amely növekedési ütem közel megegyezik az egy évvel ezelőtti mérttel, azonban elmarad a nyári hónapokban tapasztalt bővüléstől. Novemberben 155 ezer új álláshely jött létre az USA-ban, amelynek eredményeként immár 98 hónapja bővül folyamatosan a foglalkoztatás. Az új álláshelyek száma azonban jelentősen elmaradt a 198 ezer fős elemzői várakozásoktól, amely a vártnál nagyobb lassulást jelez az USA gazdaságában. A foglalkoztatás bővülésében elsősorban három ágazat, az egészségügy, a feldolgozóipar, valamint a szállítás, raktározás játszott szerepet, a három ágazat adta a növekedés 54,2 százalékát. Novemberben a munkanélküliségi ráta 49 éves mélypontra, 3,7 százalékon állt, amely közel 6 millió állástalant jelent. A legfrissebb adatok alapján a legjobb munkavállalási korú (25–54 éves) korosztály 79,7 százaléka rendelkezett álláshellyel, amely alapján az USA munkaerőpiaca visszatért a válság előtti állapotba. Az átlagos órabér egy év alatt 3,1 százalékkal, 27,35 dollárra emelkedett, amely közel egy évtizede a leggyorsabb bérnövekedés. Mindeközben az infláció az olajárak mérséklődése révén 2,5 százalékot tett ki, így a reálbér 0,6 százalékkal emelkedett. A vártnál lassabb foglalkoztatásbővülés csökkenti a gazdaság túlhevülésének valószínűségét, amelynek hatására várhatóan a Fed jövőre lassabb kamatemelési ütemet diktálhat.

Tovább lassult a foglalkoztatás növekedési üteme a harmadik negyedévben az Európai Unióban. A foglalkoztatottak száma egy év alatt 1,2 százalékkal nőtt, míg az eurózónában



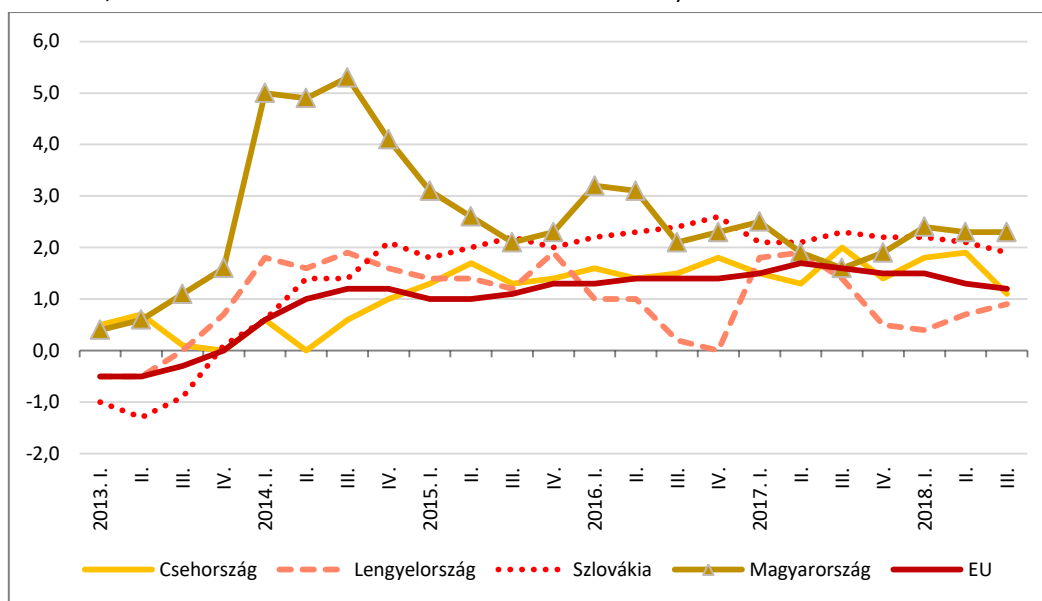
1,3 százalékkal, amely 0,1, illetve 0,2 százalékponttal marad el a második negyedéves ütemtől. Az uniós növekedés motorja az IKT-szektor és a pénzügyi szolgáltatások ágazata volt, előbbi esetében 4,2 százalékkal, míg utóbbinál 2,7 százalékkal nőtt egy év alatt a foglalkoztatás. Ezzel szemben a mezőgazdaságban 2,1 százalékkal, míg a művészet, szórakoztatás, szabadidő és egyéb szolgáltatások terén 1,3 százalékkal visszaesett a foglalkoztatás. A tagállamok közül éves alapon egyedül Bulgáriában csökkent a foglalkoztatotti létszám (0,9 százalékkal), de Romániában (0,2 százalék), Horvátországban (0,3 százalék) és Olaszországban (0,3 százalék) is csak minimális növekedést mértek a harmadik negyedévben az előző év azonos időszakához viszonyítva. A foglalkoztatás a leggyorsabb ütemben Máltán nőtt, 4,9 százalékkal, de Cipruson és Luxemburgban is 3,7 százalékos bővülést mértek. A legnagyobb államok között változatosan alakult a foglalkoztatás növekedési üteme: Németországban az előző negyedévhez hasonlóan 1,3 százalék volt, az Egyesült Királyságban kismértékben, 1,1 százalékra gyorsult, míg Franciaországban tovább lassult, amelynek köszönhetően már csak 0,8 százalékot tett ki a harmadik negyedévben.

Az októberi adatok alapján az eurózónában 8,1 százalékra, míg az Európai Unióban 6,7 százalékra mérséklődött a munkanélküliségi ráta, mindkét adat 0,7 százalékpontos csökkenést jelent az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az uniós adat a legalacsonyabb a havi adatközlés 2000. januári megkezdése óta, azonban így is 16,6 millió állástalant jelent. A magas munkanélküliségi rátával rendelkező tagállamok közül jelentős mértékben csökkent a mutató értéke Görögországban (1,9 százalékponttal, 18,9 százalékra<sup>2</sup>), Spanyolországban (1,8 százalékponttal 14,8 százalékra) és Horvátországban (2,1 százalékponttal, 8,1 százalékra). Ezzel szemben Franciaországban és Olaszországban csak minimális mértékben, 0,4, illetve 0,3 százalékponttal csökkent az aktívakon belül az állással nem rendelkezők aránya, rendre 8,9, illetve 10,6 százalékra. Tavaly októberhez viszonyítva 2-ről 6-ra nőtt azon országok száma, amelyek esetében a munkanélküliségi ráta nem éri el a 4 százalékot. A legalacsonyabb adatot továbbra is Csehországban mérték (2,2 százalék), őket követte Németország (3,3 százalék), majd Magyarország, Málta és Hollandia 3,7 százalékos rátával, de Lengyelországban is csupán a munkaerőpiacon jelen lévők 3,8 százaléka nem rendelkezett álláshellyel.

---

<sup>2</sup> Augusztusi adat.

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 Csehországban jelentősen lassult a foglalkoztatás növekedési üteme, a harmadik negyedév során már csak 1,1 százalékkal nőtt a foglalkoztatás, szemben az előző negyedéves 1,9 százalékkal. A visszaesés oka feltehetően a gazdaság lassulása, valamint a munkaerőhiány, amely a cseh gazdaságot sújtja az egyik legnagyobb mértékben az Európai Unióban. A harmadik negyedéves adatok alapján az összes álláshely 5,6 százaléka volt betöltetlen Csehországban. Szlovákiában az előző negyedéves 2,1 százalékról 1,9 százalékra mérséklődött a foglalkoztatás bővülése, ami 2015 első negyedéve óta a leglassabb ütem, azonban hazánk után így is a második leggyorsabb a V4 körében. A szlovák munkanélküliségi ráta ezzel együtt is a legmagasabb a visegrádi országok között, 6,6 százalék októberben, ami éves szinten 1,1 százalékpontos csökkenés. Lengyelországban ezzel szemben emelkedett a foglalkoztatás növekedési üteme, azonban még így sem éri el az 1 százalékot éves alapon. A munkanélküliségi ráta ezzel együtt is egy év alatt 0,7 százalékponttal, 3,8 százalékra csökkent Lengyelországban, amelynek köszönhetően már látszanak a munkaerőhiány jelei, az idei utolsó negyedéves felmérés szerint már a lengyel ipari vállalatok fele említette a munkaerőhiányt mint a termelést gátló tényezőt, míg tavaly csupán a vállalatok 40 százaléka szembesült ezzel a problémával.

Az Európai Bizottság az őszi előrejelzésében kiemeli, hogy a lassuló GDP-növekedés hatása egyelőre nem jelenik meg a munkaerőpiaci adatokban, a foglalkoztatás továbbra is gyors ütemben emelkedik. Ennek köszönhetően a foglalkoztatás már meghaladja az eurózónában a válság előtti szintet, azonban a ledolgozott munkaórák tekintetében továbbra is elmaradás tapasztalható a 2008 eleji állapothoz viszonyítva. Ennek oka elsősorban a részmunkaidős foglalkoztatás elterjedése, azonban ez a folyamat az utóbbi időszakban megállt, sőt 2018-

ban már csökkent a részmunkaidőben dolgozók részaránya. Ezzel együtt tovább csökkent az elmúlt időszakban az alulfoglalkoztatottak száma, a második negyedéves adatok alapján már csak 8,4 millió uniós munkavállaló dolgozott akarata ellenére részmunkaidőben. A 16,6 millió fő munkanélkülire felül jelentős munkaerő-tartalék is található még az Európai Unióban, akiknek nincs állása, de nem felelnek meg a munkanélküliség hármasszámfeltételének. A második negyedéves adatok alapján az Európai Unióban közel 2,5 millióan voltak, akik kerestek állást, de nem voltak elérhetőek, vagyis nem tudnának rövid időn belül munkába állni. Ezzel szemben a reményvesztett munkavállalók száma, akik rövid időn belül munkába tudnának állni, de nem keresnek munkát, mert úgy gondolják, nem is találnának, 7,3 millió főt tett ki, ami éves szinten közel 600 ezer fős mérséklődés. A 26 millió főt meghaladó munkaerő-tartalék alkalmas lehet a Nyugat-Európában is egyre fokozódó munkaerőhiány kezelésére: Belgiumban az álláshelyek 3,5 százaléka, Hollandiában a 3,1 százaléka, míg Németországban a 2,9 százaléka betöltetlen, szemben az 5,6 százalékos cseh és a 2,8 százalékos magyar adattal.

Az Európai Központi Bank is lassuló foglalkoztatásbővülést jelez előre a következő évek során az eurózónában. Az idei 1,4 százalékos bővülést jövőre 0,9 százalékos követheti, amely 2021-ig 0,6 százalékra mérséklődhet, elsősorban a kedvezőtlen demográfiai folyamatok eredményeként, emiatt a munkaerőpiacról kilépők száma meghaladja a belépőket. A lassuló foglalkoztatásbővülés eredményeként jelentősen mérséklődhet a munkanélküliségi ráta csökkenésének üteme. A jegybanki előrejelzés szerint idén átlagosan az aktívak 8,2 százalékának nincs állása, számuk a következő három év során csupán 1,1 százalékponttal mérséklődhet. Az előrejelzés szerint a munkaerőköltség idén 2,2 százalékkal nőhet, jövőre 2,1 százalékra mérséklődhet, majd 2021-ig 2,7 százalékig gyorsulhat.

## **A monetáris kondíciók alakulása**

Nem okozott meglepetést a decemberi kamatdöntéssel az Európai Központi Bank. A jegybank Kormányzótanácsa az alapkamatot változatlanul 0 százalékra hagyta, amely a jegybanki közlemény alapján legalább 2019 nyaráig fennmaradhat. A decemberi kamatdöntés keretében Mario Draghi a korábbi bejelentésnek megfelelően lezárta az EKB eszközvásárlási programját, amelynek célja az állampapírok és vállalati kötvények vásárlásán keresztül a kamatok leszorítása és az infláció felpörgetése volt. Novemberre a program keretében vásárolt értékpapírok értéke meghaladta a 2 560 milliárd eurót. Az eszközvásárlási programok lezárásával azonban nem ér véget a pénzbirodalom az eurózónában, a jegybanki közlemény alapján az EKB a lejárt kötvényeket továbbra is újra befekteti majd. A jegybanki előretekintő iránymutatás alapján az eszközállomány értéke csak jóval a kamatemelések megkezdését követően indulhat el. A decemberi kamatdöntéssel együtt kiadott új előrejelzés szerint idén a korábban becsülnél kismértékben gyorsabb, 1,8 százalékos inflációt, míg

jövőre 0,2 százalékponttal lassabb, 1,6 százalékos inflációt valószínűsít az EKB, mértéke 2021-ig is csak 1,8 százalékgig gyorsulhat, vagyis továbbra sem éri majd el a jegybank 2 százalékos célját, csupán megközelíti azt.

A piaci várakozásoknak megfelelően szeptemberi ülésén a 2–2,25-os sávba emelte irányadó rátáját a Federal Reserve Nyílt Piaci Bizottsága (FOMC). A Fed a döntést továbbra is a kedvező munkaerőpiaci folyamatokkal (növekvő aktivitás, alacsony munkanélküliség), valamint a 2 százalékos inflációs cél közelében alakuló áremelkedéssel indokolta. A kiadott dot-plot alapján idén decemberben még egy, míg jövőre további három kamatemelés várható. A szeptemberi kamatdöntés óta azonban jelentősen lassult az USA növekedési üteme, a foglalkoztatás a korábbinál lassabb ütemben bővült, illetve az olajárak csökkenése miatt mérséklődött az infláció. Ezek a folyamatok a Donald Trump irányából érkező kritikákkal együtt arra kényszeríthetik a jegybankot, hogy a korábban tervezettnél lassabb ütemben emelje az alapkamatot, amelyre Jerome Powell várhatóan utalni fog a decemberi kamatdöntést követő beszédében.

Az augusztus eleji kamatemelést követően október végi ülésén nem változtatott irányadó rátáján a Bank of England. A jegybank előrejelzése szerint a GDP 1,75 százalékkal növekedhet átlagosan az elkövetkező időszakban, amelyet elsősorban a háztartások fogyasztása és az erősödő munkaerőpiac támogathat. Ezzel szemben a beruházás a korábban vártnál visszafogottabban alakult az Egyesült Királyságban, amelynek oka elsősorban a Brexit megállapodás körüli bizonytalanság. A jegybank legfrissebb inflációs jelentése alapján az infláció üteme az elkövetkező időszakban a 2 százalékos cél felett alakulhat, és csak a 3 éves előrejelzési horizont végén térhet vissza a jegybanki célhoz.

A régiós jegybankok közül a Cseh Nemzeti Bank az elmúlt időszakban kétszer, szeptember végén és november elején 0,25-0,25 százalékkal emelte irányadó rátáját, így az alapkamat már 1,75 százalék a cseh gazdaságban. A kamatemelést a gyengülő koronával és az emelkedő energiaárakkal indokolta a jegybank, amelynek köszönhetően az infláció várhatóan a jegybanki 2 százalékos cél felett alakulhat, jövő év elején még emelkedhet is kismértékben az októberi 2,2 százalékról, és csak 2019 végén, 2020 elején érheti el ismét az inflációs célt. Ezzel együtt a cseh gazdaság növekedési üteme jelentősen lassult, azonban 2020 végéig így is átlagosan évente 3 százalék feletti ütemben bővíülhet, elsősorban a háztartások fogyasztási kiadásának emelkedése révén. A fogyasztás növekedésében a következő években is a feszes munkaerőpiac által generált gyors ütemben emelkedő bérek játszhatnak kiemelkedő szerepet, amely azonban csökkentheti a vállalati profitokat. December 12-én elfogadta a cseh kormányzat az euró bevezetéséről készített jegybanki elemzést. A jegybank ebben amellett érvel, hogy annak ellenére, hogy teljesítik a maastrichti kritériumokat, egyelőre a kormányzat ne tűzzön ki céldátumot az euró bevezetésére. Véleményük szerint további gazdasági felzárkózásra és a gazdasági szerkezet további átalakulására van még szükség ehhez.

Nem változtatott 1,5 százalékos irányadó rátáján a Lengyel Nemzeti Bank az elmúlt negyedév során, annak ellenére sem, hogy a novemberi előrejelzésük szerint az idei 1,8 százalékos inflációt jövőre 3,2 százalékos, míg 2020-ban 2,9 százalékos pénzromlási ütem követheti, szemben a 2,5 százalékos jegybanki céllal. A cél fölé emelkedő infláció oka a jegybank előrejelzése szerint az energiaárak további emelkedése lehet, azonban mérsékelheti az áremelkedés ütemét a gazdaság lassabb bővülése. A jegybank az idei 4,8 százalékos növekedést követően jövőre 3,6 százalékos, majd 2020-ban 3,4 százalékos növekedést vár. Ennek motorja továbbra is az emelkedő foglalkoztatás és a bérek hajtotta fogyasztás lehet, míg a külkereskedelmi mérleg a lassuló külső kereslet és a fogyasztás importigénye miatt csökkentheti a növekedést.

A jegybanki várakozásoknak megfelelően októberig 4,3 százalékra mérséklődő infláció következtében nem változtatott irányadó rátáján az elmúlt időszakban a Román Nemzeti Bank. A pénzromlás üteme a legfrissebb előrejelzés szerint decemberre 3,5 százalék közelébe, az inflációs célsáv felső határára csökkenhet, azonban az előrejelzési horizont egészén a 2,5 százalékos cél fölött alakulhat.

## **Pénzügyi folyamatok**

Az Európai Központi Bank októberi harmadik negyedéves hitelezési körképe alapján enyhültek a hitelezési feltételek, és mindhárom csoportban (vállalati hitelek, lakossági lakáshitelek és fogyasztási hitelek) nőtt a hitelkereslet az eurózónában. Ez további támogatást nyújtott a hitelnövekedéshez, különösen a vállalkozásoknak nyújtott kölcsönök esetében.

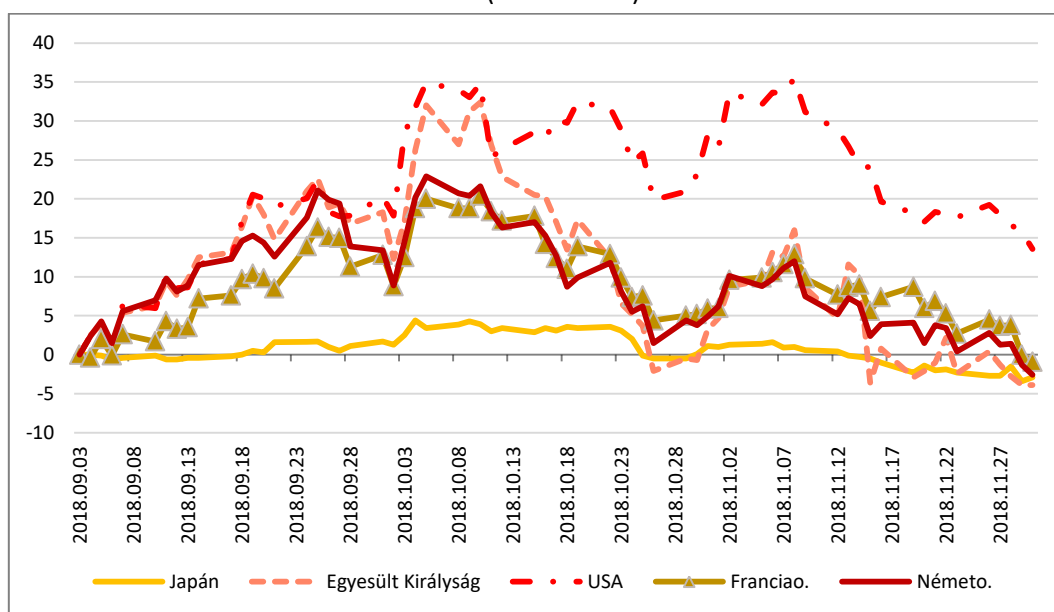
A bankok közötti erősödő verseny és az alacsonyabbnak ítélt kockázatok voltak azon legfontosabb tényezők, amelyek hozzájárultak a hitelezési feltételek enyhítéséhez a vállalkozások vonatkozásában. Ez a két tényező szintén hozzájárult a lakáscélú hitelek hitelminősítésének enyhítéséhez, bár kisebb mértékben, mint 2018 második negyedévében. Eközben a bankok pénzeszközei és mérlegkorlátai nagyjából semleges hatást gyakoroltak a vállalkozásoknak és a lakáshitel-igénylőknek nyújtott kölcsönökre vonatkozó hitelezési normákra. A fogyasztói hitelek és a háztartásoknak nyújtott egyéb hitelek esetében a verseny kismértékben lazító hatást gyakorolt, míg a bankok pénzeszközei és mérlegkorlátai enyhén szigorító hatást gyakoroltak a hitelezési normákra.

2018 harmadik negyedévében a bankok által a vállalkozások számára alkalmazott átlagos hitelek árrése szűkülte, ugyanakkor a kockázatosabb hitelek kamatlába változatlan maradt. A háztartásoknak nyújtott hitelek mindkét kategóriája esetében a hitelmarzsok alapvetően szűkültek, ugyanakkor a kockázatosabb hitelek kamatai csak a lakáscélú hitelek esetében csökkentek, a fogyasztói hitelek esetében nagyjából változatlanok maradtak.

Az elutasított hitelkérelmek aránya a vállalkozásoknak nyújtott hitelekénél nagyjából változatlan maradt, a lakáshitelek esetében emelkedett, a fogyasztási hitelek és a háztartásoknak nyújtott egyéb hitelek esetében pedig csökkent.

A vállalkozások hiteleinek nettó kereslete 2018 harmadik negyedévében 12 százalékkal nőtt, szemben a második negyedév 16 százalékaival, tehát lassult a trend. A bankok arra számítanak, hogy a nettó hitelkereslet növekedése folytatódni fog 2018 negyedik negyedévében, 11 százalék körüli értéket várnak. A harmadik negyedévben a lakossági hitelek esetében 5 százalékkal nőtt a nettó kereslet, szemben az előző negyedév 23 százalékos emelkedésével, ami igen jelentős lassulás. A fogyasztási hitelek a vizsgált időszakban 22 százalékkal bővültek, ami csak 3 százalékkal maradt el az előző negyedéves emelkedéstől. 2018 negyedik negyedévében a bankok mind a lakáscélú hitelek (18 százalék), mind a fogyasztási hitelek (15 százalék) nettó keresletének további folyamatos növekedését várják.

3. ÁBRA: A TÍZÉVES ÁLLAMPAPÍRPIACI HOZAMOK ALAKULÁSA 2018. SZEPT. 3-HOZ KÉPEST  
(BÁZISPONT)



Forrás: Thomson Reuters, Századvég-szerkesztés

Az előző negyedévhez képest nagyobb volatilitás jellemezte a 10 éves állampapírhozamokat a világ vezető gazdaságaiban. Ez önmagában nem új jelenség, az október tradicionálisan volatilis hónap, az október eleji emelkedés, majd az azt általában követő esés beleillik a szezonális trendekbe. Alapvetően csökkenési tendencia volt látható a vizsgált időszak kezdete és vége között, ettől a trendtől csak az USA tért el, ahol az időszak végén a hozamszint 15,75 bázisponttal meghaladta az időszak kezdeti értéket.

Az ennek háttérében meghúzódó jelenségek közül kiemelnénk az USA-ban végbement eseményeket. Jerome Powell, a Federal Reserve elnöke október elején több

megszólalásában is nagyon optimistán nyilatkozott az amerikai gazdaság helyzetével kapcsolatban. Powell szerint az Egyesült Államok gazdasága különlegesen jó helyzetben van, alacsony munkanélküliség, visszafogott infláció és dinamikus GDP-bővülés jellemzi, ezek a körülmények pedig a közeljövőben minden előjel szerint fennmaradhatnak. Ez elég egyértelmű üzenet volt a piaci szereplők számára, hogy a Fed folytatni fogja kamatemelési ciklusát, ráadásul azt is kijelentette, hogy a jegybank nem tart attól, hogy a szigorítás folytatásával kihúznák a gazdaság alól a talajt. A piaci szereplők megértették Powell üzenetét, ennek megfelelően pedig az amerikai állampapírhozamok ezután látványosan emelkedtek. Nem meglepő tehát, hogy októberre az amerikai kötvényhozamok többéves csúcsra emelkedtek, a 10 éves állampapírhozam pedig 7 éves csúcson volt. Ez a trend elkerülhetetlenül hatott a többi ország államkötvényhozamainak alakulására is. A hozamemelkedés a Fed monetáris politikájával, az pedig jelentős részben a Trump által végrehajtott lépésekkel is összefügg. Trump elnöksége alatt egy egyébként is érett fázisban lévő amerikai gazdasági fellendülés mellett masszív költségvetési lazítás történt: a katonai kiadások meredeken emelkedtek, a múlt év végén elfogadott masszív adócsökkentés jelentősen mérsékelte a társaságiadó-bevételeket (is), és közben a Trump által vívott kereskedelmi háború áldozatait (amerikai farmerek tömegeit) költségvetési pénzből kell megsegíteni. Mindez pedig a szövetségi deficit meglódulásához vezetett, ami minden idők egyik legnagyobb deficitgyorsulása a recessziós periódusokat leszámítva. Az előzőek fontos szerepet játszanak a Fed kamatemelési intézkedéssorozatának megvalósításában. A fentiek elkerülhetetlenül hatottak a többi ország államkötvényhozamainak alakulási tendenciáira is.

A japán hozamszintet október első harmadáig emelkedő tendencia jellemezte, a vizsgált periódus legmagasabb értéke (2018.10.04. = 0,159 százalék) több mint 4 bázisponttal haladta meg a nyitó értéket. Ezután csökkenő tendencia vált jellemzővé, és a vizsgált időszak végére az érték negyedével volt alacsonyabb a nyitónál, és alig több mint a fele volt a maximumértéknek. Az előzőekben vázolt folyamatokban kiemelkedő szerepe van annak, hogy a jegybank a következő két évben 1,8 százalékos inflációval számol, és megerősítették, hogy a tízéves japán államkötvény hozamát zéró szint körül tartják. A jegybank folytatja a 2013 áprilisában meghirdetett eszközvásárlási programot, évi 80 ezer milliárd jenes keretösszeg (mintegy 200 000 milliárd forint) áll rendelkezésére. A pénzügyi eszközök, elsősorban államkötvények vásárlására fordított pénztől a jegybank azt reméli, hogy elindítja az áruk emelkedését.

Október első harmadáig – egy hó eleji visszaesés mellett – a brit hozamszintet emelkedő tendencia jellemezte, a csúcserték (2018.10.10. = 1,3 százalék) mintegy 32 bázisponttal haladta meg a nyitó értéket. Ezután a hó végéig csökkenő tendencia következett, majd november első felében újra nőtt a hozamszint. A hó közepén megfordult a trend, és kisebb kilengésekkel kísérve november végéig csökkenő tendencia vált jellemzővé. A vizsgált

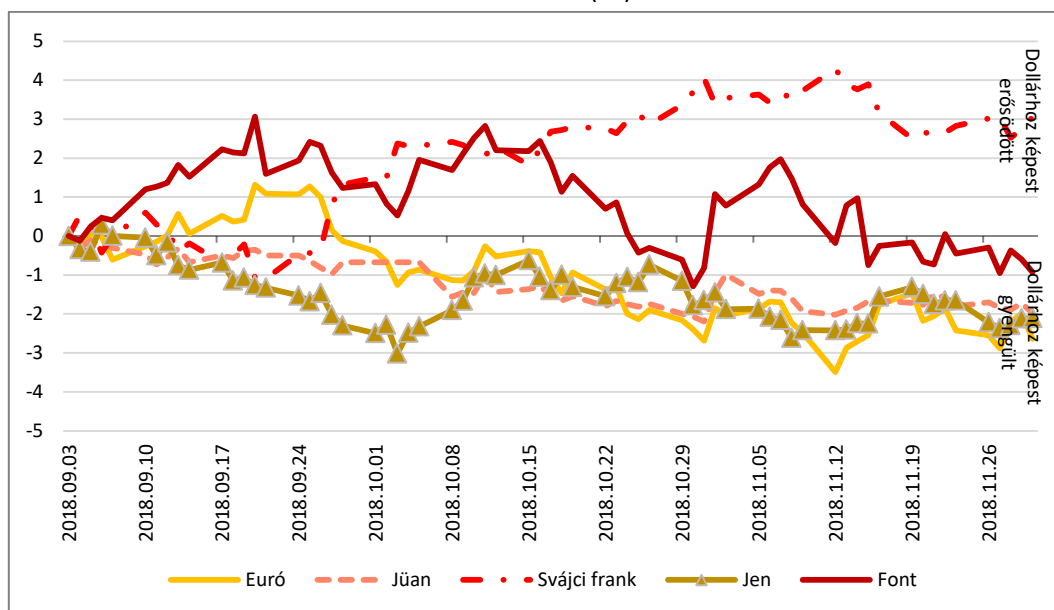
időszak végére a mutató kicsit több mint ötödével volt alacsonyabb a maximumértéknél, a nyitó hozamszintnél pedig 4 bázisponttal volt kisebb.

Az amerikai hozamszintet emelkedő tendencia jellemezte október elejéig, majd a következő egy hónapban csökkenő és emelkedő mozgások váltották egymást. A vizsgált időszak csúcserőtelje (2018.11.08. = 3,232 százalék) több mint 35 bázisponttal haladta meg a nyitó értéket. Ezután november végéig csökkenő tendencia következett, a záró érték mintegy 22 bázisponttal maradt a maximumérték alatt, és mintegy 14 bázisponttal meghaladta a nyitó hozamszintet.

Franciaországnál hasonló képet látunk, mint Japán vagy az Egyesült Királyság esetében. Szeptember végéig a francia hozamszintet emelkedő tendencia jellemezte, majd pár napos csökkenés után október elején újra felfelé indult, és október 10-én érte el a csúcst (0,899 százalék). Innen kisebb korrekciókkal érvényesült az USA kivételével a többi országnál is megfigyelt csökkenési tendencia. A vizsgált időszak csúcserőtelje 21 bázisponttal volt nagyobb a minimumértéknél, ami egyben az időszak záró hozamszintértéke is volt.

Németország vonatkozásában látható néhány trendváltás a hozamszint tekintetében. Szeptember első három hetében emelkedés következett be, ezután egy szűk kéthetes csökkenés jött, majd a trend újra növekvőre fordult. Október 5-én érte el a csúcst a hozamszint (0,564 százalék), majd pár napos november eleji emelkedés után november végéig folyamatosan csökkent. A minimum és maximum hozamszintek között a különbség 26 bázispont volt. A vizsgált időszak nyitó értéke mintegy 3 bázisponttal volt magasabb a záró értéknél.

4. ÁBRA: A DOLLÁR FŐBB DEVIZÁKKAL SZEMBENI ÁRFOLYAMVÁLTOZÁSA 2018. SZEPT. 3-HOZ KÉPEST (%)



Forrás: Thomson Reuters, Századvég-számítás



A vizsgált időszak elején a főbb lebegő árfolyamrendszerű devizák közül a font és az euró erősödött a dollárhoz képest, míg a másik három deviza gyengülést mutatott. Szeptember végétől a svájci frank erősödésnek indult a dollárral szemben, és ez ki is tartott az időszak végéig, amikor is 3 százalékkal magasabban zárt a kezdeti szinthez képest. Ez a deviza mutatta a legnagyobb mértékű, 5,4 százalékos ingadozást a dollárhoz képest.

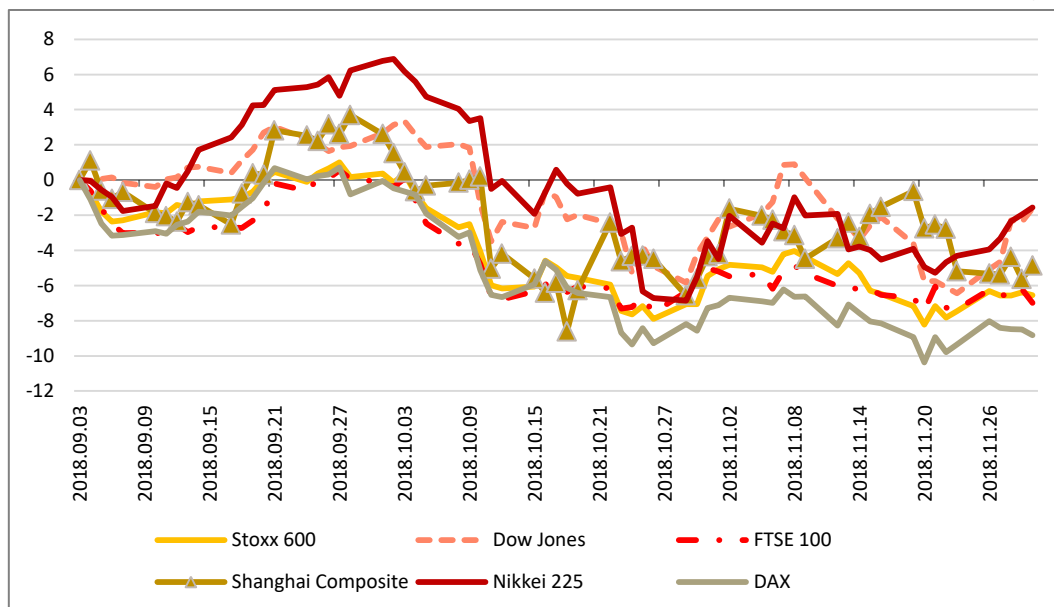
A font esetében a szeptember első felében látott erősödést a hónap közepétől október végéig egy alapvetően lefelé tartó ingadozási hullámváz követte, majd egy jelentős, mintegy 3 százalékos novemberi kiugrás után a vizsgált időszak végéig gyengülő tendenciát mutatott. Az időszak egészében a font majd 1 százalékkal gyengült a dollárral szemben.

A jent és a jüant folyamatos gyengülés jellemezte az egész periódus alatt, és mindkettő mintegy 2 százalékos gyengüléssel zárta az időszakot a nyitó árfolyamszintjükhöz képest. A kilengések amplitúdója a jen esetében volt nagyobb (3,2 százalékos), a jüannál ez 2,2 százalékosra csökkent.

Az euró a szeptember utolsó harmadáig tartó erősödés után folyamatosan a dollárhoz viszonyított gyengülési tartományban volt, a záró árfolyama 2,6 százalékkal maradt el a nyitótól. Az időszak egészét tekintve a svájci frank után az euró árfolyama mutatta a legnagyobb amplitúdót 4,8 százalékkal.

Az amerikai gazdaság pozitív teljesítménye, a Fed által megvalósított és a jövőben is tervezett kamatemelések hatására az USA megemelkedett államkötvényhozamai fontos szerepet játszottak a dollár főbb devizákkal szembeni erős árfolyamának stabilizálásában.

5. ÁBRA: A FONTOSABB TŐZSDEINDEXEK ALAKULÁSA 2018. SZEPT. 3-HOZ KÉPEST (%)



Forrás: Thomson Reuters, Századvég-számítás

Szeptember első felében még a főbb tőzsdeindexek nyitó értékükhöz képest negatív tartományban helyezkedtek el, majd ezután október első hetéig az emelkedés vált jellemző tendenciává. Azonban a már korábban jelzett október eleji amerikai események, ezen belül pedig főleg az amerikai kötvényhozamok emelkedésének hatására a csökkenés lett úrrá a börzéken, és október végétől mindegyik tőzsdeindex gyakorlatilag folyamatosan a negatív tartományban tartózkodott. A vizsgált időszak kezdete és vége között a legnagyobb arányú csökkenést a DAX mutatta  $-8,8$  százalékkal, utána az FTSE következett  $-7$  százalékkal, de  $6,5$  százalékkal csökkent a Stoxx 600,  $4,9$  százalékkal a kínai tőzsde, míg a legkisebb visszaesést a japán és az amerikai tőzsde mutatta egyaránt  $1,6$  százalékkal. A kilengések mértéke  $9$  és  $15$  százalék között volt, legnagyobb amplitúdóval a japán tőzsde ingadozott, legkevésbé az FTSE, bár a különbség csak  $6$  százalék volt.

## Az infláció alakulása

A harmadik negyedévben a globális inflációs folyamatokat alapvetően meghatározó világpiaci olaj ára a második negyedévhez képest lényegesen nagyobb ingadozásokat mutatott. A benchmarkként használt Crude kőolaj hordónkénti ára az augusztus végi  $70$  dolláros szint körül ingadozott szeptember harmadik hetéig, amikor is emelkedési trend vette kezdetét, és október elején éves csúcstól döntve elérte a  $76,4$  dolláros árat. Október 3-án a legközelebbi határidős jegyzésekben a Brent  $86,7$  dolláron, a WTI pedig  $76,9$  dolláron, négyéves csúcson járt. Ezután elindult a csökkenési tendencia, amely kisebb ingadozásokkal kísérve november végéig tartott, amikor is  $51$  dollár körüli árakat jegyeztek a Crude-ra.

Az olaj iránti kereslettel kapcsolatos várakozások stabilak, az idei napi  $1,3$  millió hordós értékről 2019-ben  $1,4$  millió hordóra történő emelkedéssel számolnak az elemzők.

Az OPEC és az azon kívüli szövetségeseiket tömörítő OPEC+ csoport december elején arról döntött, hogy az októberi termelést alapul véve január 1-jétől együttesen napi  $1,2$  millió hordóval fogja vissza kitermelését fél évig az olajpiac stabilitásának és így az árak alátámasztásának érdekében. Az OPEC napi  $800$  ezer hordóval, a szervezeten kívüliek pedig napi  $400$  ezer hordóval fogják vissza a termelésüket, ezen belül Oroszország napi  $228$  ezer hordó termelés-csökkentésre tett ígéretet.

A következő időszak kőolajárának és -kitermelésének alakulása szempontjából az USA szerepe egyre fontosabb. Az USA az emelkedő kitermelési trendjével, amely mögött az erejét egyre inkább éreztető palaolaj-forradalom húzódik meg, új technológiák alkalmazásával korábban kitermelhetetlen olajmezőkön is felszínre tudja hozni a nyersanyagot. Egyrészt tehát egyre újabb és újabb mezőket vonnak termelésbe az új technológiákkal, másrészt elkezdtek kiépülni azok az új vezetékek és kikötői létesítmények – elsősorban Texas államban –, amelyek gazdaságossá teszik az olaj exportját. A folyamatnak messzemenő következményei vannak a világpolitikában is. Az olaj árát fél évszázadon keresztül

lényegében kedve szerint mozgó OPEC befolyása jelentős mértékben gyengült, és már Oroszországgal kiegészülve sem diktálhat úgy a piacnak, mint korábban. Az árat ugyan továbbra is képesek befolyásolni, de mindig számolniuk kell azzal: ha csökkentik a saját kitermelésüket a magasabb ár érdekében, akkor piaci részesedést veszítenek az amerikai termelőkkel szemben.

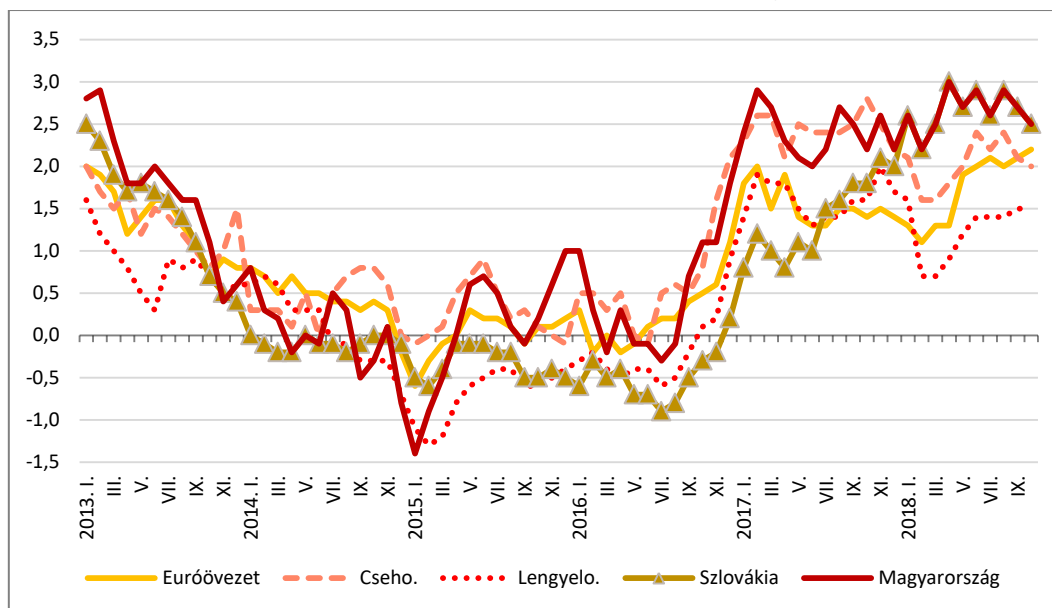
Hektikus képet mutatott az infláció a világ legnagyobb gazdaságában, az USA-ban a harmadik negyedévben. A júliusi 2,9 százalékos éves szintű áremelkedést augusztusban 2,5 százalékos, szeptemberben 2,0 százalékos, októberben pedig 2,3 százalékos növekedés követte. Továbbra is elsősorban az energiaárak növekedése okozta az áremelkedést, amely éves alapon 8,9 százalékkal, ezen belül is a gázolaj ára 26,2 százalékkal nőtt. Az élelmiszerek ára ezzel szemben mindösszesen 1,2 százalékkal emelkedett éves viszonylatban. Az élelmiszer és energia tételen kívüli többi áru ára éves szinten 2,1 százalékkal lett magasabb. A szolgáltatások közül az energetikai szolgáltatások ára 0,1 százalékkal, míg a többi 2,9 százalékkal nőtt.

Az áremelkedés az EU és az eurózóna esetében a második negyedéves enyhe emelkedést követően a harmadik negyedévben inkább stagnálni látszott. Augusztusban az eurózónában 2,0 százalékra, míg az EU-ban 2,2 százalékra nőtt a pénzromlás éves üteme. Szeptember és október hónapokban pedig az infláció mindkét országcsoportnál azonos, 2,2 százalékos volt. A növekedésben elsősorban az energiaárak emelkedése játszott szerepet, októberre az EU egészét tekintve 6,6 százalékos éves növekedést mutattak, ez júliushoz képest 0,3 százalékos emelkedés. Októberben az élelmiszerárak 1,2 százalékkal haladták meg az egy évvel korábbit, júliushoz képest ez 0,4 százalékos csökkenést jelentett. A szolgáltatások árai éves szinten az EU-ban október végén 1,7 százalékos inflációt mutattak, ami 0,1 százalékkal magasabb a július végénél. Az eurózóna esetében az infláció fő eleme ugyanúgy az energiaárak növekedése volt, ami 6,9 százalékkal volt magasabb októberben, mint az előző év azonos időszakában. Júliushoz képest ezen termékkör inflációja októberben 0,5 százalékkal nőtt. Az év tizedik hónapjában az élelmiszerárak 1,6 százalékkal haladták meg az egy évvel korábbit, ez júliushoz képest 0,5 százalékos árcsökkenés. A szolgáltatások árai éves szinten az eurózónában októberben 1,4 százalékos inflációt mutattak, ami 0,2 százalékponttal magasabb a július végénél.

A maginfláció az EU vonatkozásában a júliusi értékkel októberben azonos nagyságot, változatlanul 1,4 százalékot tett ki, míg az eurózóna esetében ugyanezen időszakban 1,3 százalékról 1,2 százalékra mérséklődött.

Az eurózónán belül tagországokra lebontva eltérések adódnak az októberi éves adatok alapján. Portugáliában (0,8 százalék) és Írországból (1,1 százalék) jelentősen elmaradt, Észtországban (4,5 százalék), Belgiumban (3,2 százalék), Lettországból (3,2 százalék) és Litvániában (2,8 százalék) pedig jelentősen meghaladta a pénzromlás éves üteme az EKB 2 százalékos célértékét.

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



Forrás: Eurostat

A visegrádi országokban a harmadik negyedévben vegyes képet látunk az infláció vonatkozásában. Csehországban és Szlovákiában csökkenő tendenciát tapasztalhattunk, Lengyelországra inkább a stagnálás volt jellemző. A konkrét számokat vizsgálva, Csehország esetében a júliusi 2,2 százalékos után augusztusban 2,4 százalékos, szeptemberben 2,1 százalékos, majd októberben 2,0 százalékos értéket mutatott az infláció. Csehország esetében októberben, éves szinten elsősorban az energiaárak 3,6 százalékos emelkedése játszott fontos szerepet az infláció növekedésében, de a szolgáltatások ára is 4,9 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban. Az energiaárak esetében júliushoz képest a fenti szám 0,5 százalékpontos emelkedést jelent, míg a szolgáltatásoknál 0,2 százalékpontos csökkenést figyelhettünk meg. Az élelmiszerárak alakulásának az inflációt tekintve júliushoz képest semleges hatása volt.

Lengyelországnál a júliusi és augusztusi 1,4 százalékos árnövekedést szeptemberben és októberben 1,5 százalékos követte. Októberben a főbb termékkategóriák közül az energiaárak 3,6 százalékos éves drágulást mutattak, ugyanakkor ez 1 százalékponttal alacsonyabb, mint a júliusi érték. A szolgáltatások éves inflációja az említett időszakban 4,2 százalék volt, ami 0,1 százalékponttal magasabb a júliusi értéknél. Lengyelországban az élelmiszerárak éves inflációs értéke októberben 1,6 százalékot tett ki, ami azonos a július végi adattal.

Szlovákia vonatkozásában a júliusi 2,6 százalékos pénzromlást követően augusztusban még kisebb emelkedés (2,9 százalékra) történt, szeptembertől viszont csökkenés (2,7 százalékra) indult meg, októberben pedig már 2,5 százalékos volt az éves infláció mértéke. Szlovákiában az energiaárak inflációja éves szinten októberben 3,7 százalékot tett ki, ami

0,4 százalékponttal haladja meg a júliusi értéket. A szolgáltatások árnövekedése éves szinten ugyanekkor 4,7 százalékot ért el, ami 0,1 százalékponttal magasabb a július végénél. Az élelmiszerek vonatkozásában az októberi éves infláció értéke 2,6 százalékot tett ki, ami 1,3 százalékponttal alacsonyabb a júliusi értéknél.

Növelte inflációs várakozását az Európai Bizottság az őszi előrejelzésében, az előző, 1,7 százalék helyett 1,8 százalékos pénzromlásra számít idén és jövőre is az eurózónában, míg az Európai Unióban idén is és jövőre is 2 százalékkal nőhetnek a bizottság szerint az árak.

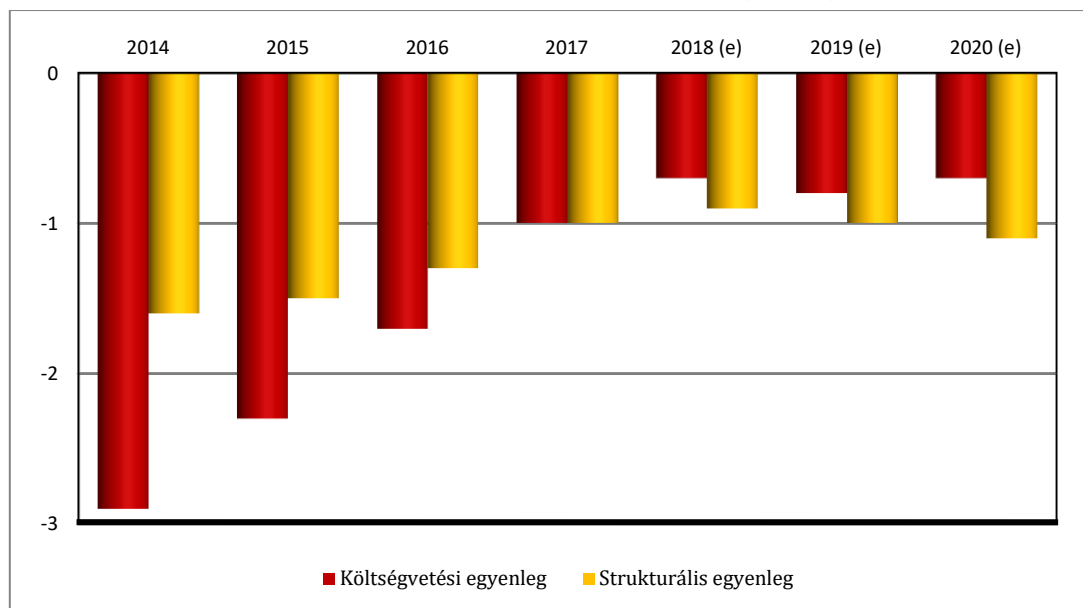
## Fiskális politika

Az Európai Bizottság őszi előrejelzése alapján stabilan alakulhat a következő években a költségvetési hiány az Európai Unióban. A Bizottság a tavalyi 1 százalékos GDP-arányos hiány után idénre 0,7 százalékos deficitet prognosztizál, amely a következő két évben is 0,7–0,8 százalék között alakulhat. A javuló költségvetés oka idén elsősorban a kamatkidadások, valamint a munkanélküli-segélyek mérséklődése. A következő évek során negatívan hathat a költségvetési pozícióra az állami beruházások GDP-arányos értékének növekedése. A Bizottság az előrejelzés során azzal számol, hogy elsősorban a 2014–2020-as költségvetési ciklus forrásfelhasználásai és a Juncker-terv révén az állami beruházások a GDP-arányában a 2017-es 2,7 százalékról 2020-ig 3,0 százalékra emelkedhetnek. Ez azonban továbbra is elmarad a válság előtti évek 3,2 százalékos átlagától. Az ESA-egyenleggel szemben a strukturális egyenleg<sup>3</sup> a következő időszakban emelkedhet, vagyis a következő évek során nem a költségvetési fegyelem, hanem a továbbra is kedvező ciklikus pozíció játszhat szerepet a költségvetési egyenleg alakulásában az Európai Unióban.

---

<sup>3</sup> Az egyszeri hatásoktól és a gazdaság ciklikusságának hatásától megtisztított költségvetési egyenleg.

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



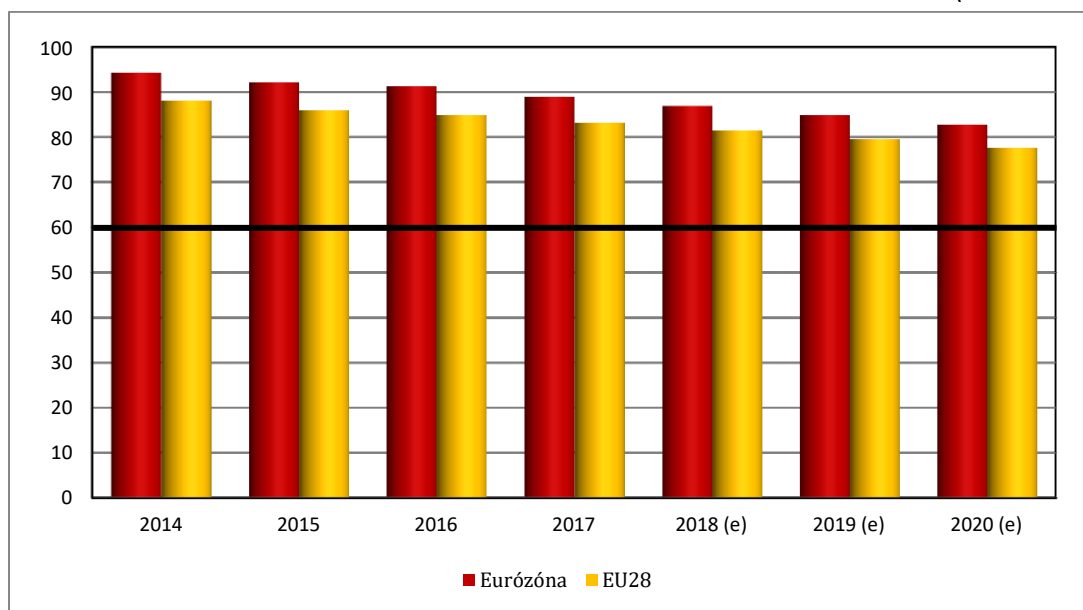
Forrás: Európai Bizottság, *European Economic Forecast Autumn 2018*

A költségvetési fegyelem területén azonban jelentős eltéréseket jelez előre a Bizottság őszi prognózisában. 2018-ban és 2019-ben is várhatóan a tagországok fele mutat majd szufficites, illetve egyensúlyi költségvetést, míg az évtized végéig ezen tagállamok száma 16-ra emelkedhet. A nagyobb tagországok közül Franciaországban az idei 2,6 százalékról jövőre 2,8 százalékgig emelkedhet a költségvetési hiány elsősorban a CICE<sup>4</sup>, az alacsony fizetésű munkavállalók után igénybe vehető adójóváírás helyett bevezetendő szociális hozzájárulási adó csökkentése következtében, amely önmagában 0,9 százalékponttal rontja az egyenleg értékét. Ennek ellenére kismértékben, 0,2 százalékkal, 2,3 százalékra mérséklődhet a francia strukturális hiány. Olaszország esetében az Európai Bizottság az idei 1,9 százalékos után jövőre 2,9 százalékos költségvetési hiányt prognosztizál, amely 2020-ban a 3 százalékos maastrichti kritérium fölé, 3,1 százalékra emelkedhet. Ennek háttérében az új kormány intézkedései állnak: az alapjövedelem bevezetése, a korai nyugdíjazás és az állami beruházások növelése, ellenben az adórendszer egyszerűsítése a kisvállalkozások és az egyéni vállalkozók számára, valamint a beruházáshoz és munkaerő-felvételhez kötött társaságiadó-kedvezmények javíthatják a költségvetés pozícióját. Az Egyesült Királyság esetében a tavalyi 1,8 százalékos hiány idén 1,3 százalékra, majd az évtized végéig 1,0 százalékra mérséklődhet az egészségügyi kiadások tavaly novemberben bejelentett emelése ellenére is. Németország várhatóan továbbra is fegyelmezett költségvetési politikát folytathat, azonban a költségvetés többlete várhatóan a GDP 1,6 százalékaról 1,1 százalékra csökkenhet 2018 és 2020 között. A mérséklődés oka Németországban a márciusi koalíciós megegyezés következtében 2019-től életbe lépő intézkedéscsomag: a személyi

<sup>4</sup> Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi.

jövedelemadó csökkentése, a családtámogatások növelése, valamint a nyugdíj és a biztonsági kiadások emelkedése.

8. ÁBRA: AZ EURÓZÓNA ÉS AZ EU GDP-ARÁNYOS ADÓSSÁGRÁTÁJÁNAK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)



9.

*Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Autumn 2018*

A kedvező költségvetési folyamatok következtében tovább mérséklődhet a GDP-arányos államadósság az Európai Bizottság prognózisa alapján. Az előrejelzés szerint a 2017-es GDP-arányos 83,2 százalékról 77,6 százalékig az Európai Unióban, míg 88,9 százalékról 82,8 százalékig az eurózáonában. A mérséklődés következtében 2017 és 2020 között 13-ról 16-ra emelkedhet azon tagországok száma, amelyek teljesítik az államadósságra vonatkozó maastrichti kritériumot. A magas államadóssággal küzdő országok közül Görögország adósságrátája a tavalyi 176,1 százalékról idén 182,5 százalékra emelkedhet, majd az évized végéig 167,4 százalékig csökkenhet. Olaszország és Franciaország esetében ellenben közel változatlan államadósságrátával számol a Bizottság, előbbi esetében kicsivel 131 százalék feletti, míg utóbbinál 98 százalék körüli államadósságrátát prognosztizál. A portugál államadósság ezzel szemben 2017 és 2020 között 8 százalékponttal, 116,8 százalékra, a belga és a brit államadósság 5-5 százalékponttal, 98,7, illetve 82,6 százalékra, a spanyol pedig 3 százalékponttal, 95,4 százalékra mérséklődhet. A költségvetési fegyelem következtében a 2014-ben még 74,5 százalékos rátával rendelkező Németország ellenben már jövőre teljesítheti a 60 százalékos maastrichti kritériumot, míg 2020-ban már csak a bruttó nemzeti termék 53,7 százalékát teheti ki az államadósság.

Az Európai Bizottsághoz hasonlóan az EKB is emelkedő költségvetési hiányt vár jövőre: az idei 0,5 százalékos GDP-arányos deficitet 2019-ben 0,8 százalékos hiány követheti, amely 2021-ig 0,6 százalékra mérséklődhet. Hasonlóan a Bizottsághoz az EKB sem számít költségvetési szigorra a tagállamok részéről, a strukturális hiány az idei 0,7 százalék után a következő 3 évben egyaránt 1,0 százalék lehet. Ezzel együtt a költségvetési politika idén

semleges, 2019-ben és 2020-ban kismértékben laza, míg 2021-ben ismét semleges lehet a növekedésre nézve. Az államadósság ezzel együtt is tovább csökkenhet az eurózónában az idei 84,9 százalékról 2021-ig 79,0 százalékig.



## A magyar gazdaság jelenlegi helyzete

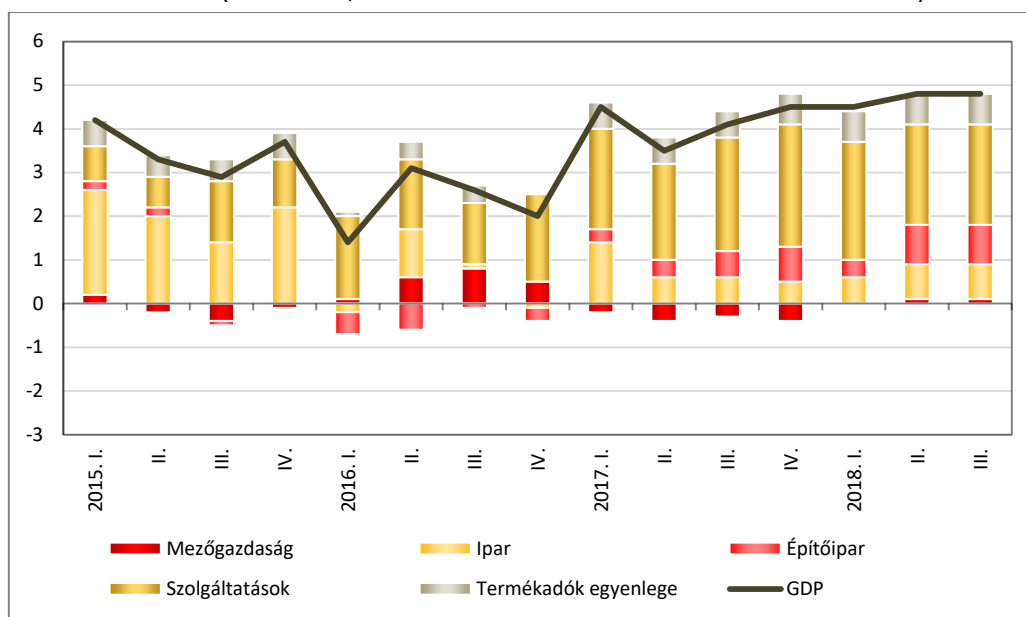
### A hazai növekedés alakulása

A III. negyedévben a magyar gazdaság teljesítménye a nyers adatok szerint 4,9, míg a szezonálisan és naptárhatással kiigazított mutató szerint 5,2 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit, tehát a bővülés a 4,3 százalékos elemzői várakozásoknál jelentősen magasabb volt. Az előző negyedévhez képest a bővülés 1,3 százalékot tett ki. A magyar gazdaság növekedése a kiigazított adatok szerint 2018 harmadik negyedévében jelentősen meghaladta az Európai Unió 1,8 százalékos, illetve az eurózóna 1,6 százalékos bővülését. A többi visegrádi ország közül Lengyelország növekedése (5,7 százalék) meghaladta a magyart, míg Csehországé (2,4 százalék) és Szlovákiáé (4,5 százalék) elmaradt attól. A többi uniós tagállam közül csupán Lettország (5,3 százalék) és Málta (7,9 százalék) bővülése előzte meg hazánkét.

Termelési oldalról a magyar gazdaság bővüléséhez majdnem minden ágazat hozzájárult a második negyedévben, bár ennek mértéke különböző volt. A mezőgazdaság teljesítménye 3,4 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, amellyel 0,2 százalékponttal járult hozzá a növekedéshez.

Ennél csekélyebb mértékben, 2,7 százalékkal nőtt az ipar hozzáadott értéke a vizsgált időszakban. Tekintettel azonban az ipar magasabb részesedésére a gazdasági teljesítményből, a növekedési hozzájárulása magasabb, 0,6 százalékpont volt. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított mutatók szerint az iparon belül a bányászat kibocsátása egy év alatt 69,6 százalékkal, a feldolgozóiparé 3,5 százalékkal, míg az energiaiparé 0,4 százalékkal nőtt. A feldolgozóiparon belül a jelentős súlyú járműgyártás teljesítménye 6,1 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. Ennél nagyobb ütemben, 8,1 százalékkal esett vissza a gépgyártás teljesítménye. 10 százalék feletti bővülést három ágazatban regisztrált a KSH: a kokszyártás, kőolaj-feldolgozásban (11,7 százalék), a fafeldolgozás, papírtermék gyártása, nyomdai tevékenység ágazatban (10,5 százalék), illetve a villamos berendezés gyártása ágazatban (10,6 százalék).

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



Forrás: KSH

Az építőipar hozzáadott értéke ismét jelentősen, az előző negyedévekben mérténél is jobban, 27,5 százalékkal felülmúlta az egy évvel korábbit. Ezzel a gazdasági növekedéshez az ágazat 1,1 százalékponttal járult hozzá. A bővülés elsősorban keresleti oldali tényezőkkel magyarázható, mint a lakásépítések magasabb volumene, amelyet a csok, az 5 százalékos kedvezményes áfakulcs és az adminisztráció egyszerűsítése, valamint a vállalkozások és az állam beruházásai, amelyeket az uniós források felhasználása, illetve az alacsony kamatkörnyezet támogatott. Az építőiparon belül az épületek építése 20,3 százalékkal nőtt a vizsgált három hónap átlagában, míg az egyéb építmények esetében a növekedés 41,7 százalék volt. A KSH tájékoztatása szerint az épületeknél ipari, kereskedelmi és lakóépületek építése, az egyéb építményeknél pedig út-, vasút- és közműépítések vezettek a jelentős bővüléshez. A harmadik negyedévben az ágazat új szerződéseinek értéke 12,1 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban, míg a teljes rendelésállomány volumene a negyedév végén 42,5 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit.

A növekedéshez a legnagyobb mértékben, 2,2 százalékponttal ebben a negyedévben is a szolgáltató ágazatok járultak hozzá, ám hozzáadott értékük növekedése az előző negyedévekben mérténél szerényebb, 3,8 százalék volt. A szolgáltató ágazatokon belül ebben a negyedévben is a legjelentősebb növekedést a kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás ágazat érte el (6,9 százalék), amellyel 0,7 százalékponttal járult hozzá a növekedéshez. A Statisztikai Hivatal a második legnagyobb bővülést (6,4 százalék) a szakmai, tudományos, műszaki és adminisztratív tevékenység ágazatban mérte, amelyet az információ, kommunikáció ágazat 5,1 százalékos bővülése követett. Ezek rendre 0,5, illetve 0,2 százalékponttal járultak hozzá a növekedéshez. A szállítás, raktározás ágazatban

3,7 százalékkal nőtt a teljesítmény, amely szintén 0,2 százalékkal járult hozzá a növekedéshez. Az ingatlanügyletek hozzáadott értéke 4,0 százalékkal, míg a pénzügyi, biztosítási ágazaté 2,5 százalékkal nőtt. Az utóbbi nagyrészt a pénzügyi közvetítési szolgáltatások közvetetten mért díjának emelkedése miatt történt. A két ágazat hozzájárulása a gazdasági növekedéshez 0,3, illetve 0,1 százalékpont volt. Nem változott ugyanakkor éves összehasonlításban a közigazgatás, oktatás, egészségügyi, szociális ellátás ágazatok teljesítménye.

Felhasználási oldalon a növekedés motorja a III. negyedévben is a fogyasztás és a beruházás volt. A háztartások tényleges fogyasztása 4,7 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit, amellyel 2,7 százalékponttal járult hozzá a növekedéshez. Ezen belül a legnagyobb súlyt a háztartások fogyasztási kiadásai teszik ki, amelyek volumene 5,3 százalékkal bővült, 2,4 százalékponttal hozzájárulva a növekedéshez. A növekedést továbbra is a háztartások jövedelmének emelkedése okozza, szemben a válság előtti időszakokkal, amikor is a túlzott eladósodás volt jellemző.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás volumene a negyedév során 20,0 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit, így 4,9 százalékkal járult hozzá a növekedéshez. Ezen belül mind az építési beruházások volumene, mind a gép- és berendezésberuházásoké jelentős mértékben bővült. Ezzel szemben a készletek változása 1,0 százalékponttal lassította a növekedést.

A III. negyedévben a beruházások volumene 22 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit. Ezen belül a legalább 50 főt foglalkoztató vállalatok beruházásai 13,1 százalékkal, míg a költségvetési szervek beruházásai 35,0 százalékkal haladták meg az egy évvel korábbit. A beruházások ágazati bontását tekintve a legnagyobb bővülést ebben a negyedévben is a bányászat érte el (185,0 százalék), ezt követte az energiaipar (67,5 százalék), illetve a közigazgatás, védelem; kötelező társadalombiztosítás ágazat beruházásiteljesítmény-növekedése (65,8 százalék). Jelentősen nőtt a beruházások volumene a művészet, szórakoztatás, szabadidő ágazatban (58,6 százalék), az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység ágazatban (49,5 százalék), a szállítás, raktározás ágazatban (41,8 százalék), az egészségügyben (30,1 százalék), az építőiparban (25,0 százalék) és a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás ágazatban (26,0 százalék). Csak csekély mértékben nőttek ugyanakkor a feldolgozóipar (3,2 százalék) és az információ, kommunikáció ágazat (2,0 százalék) beruházásai. Csökkentek azonban a beruházások az oktatásban (2,1 százalék) és a szakmai, tudományos, műszaki tevékenység ágazatban (3,3 százalék).

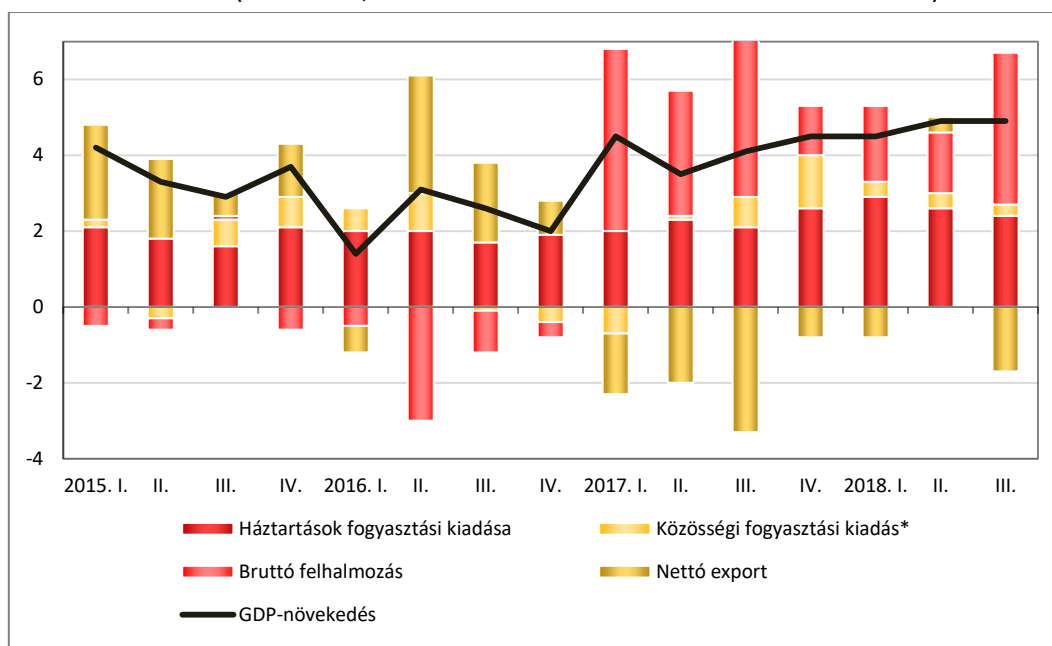
A teljes bruttó felhalmozás a július és szeptember közötti időszakban 14,9 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban, miközben a belföldi felhasználás összességében 7,2 százalékkal növekedett. A közösségi fogyasztás volumene 0,1 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit.

A külkereskedelmi forgalom bővülése a harmadik negyedévben is folytatódott: az export volumene összességében 3,4 százalékkal, míg az importé, legfőképpen a fogyasztás és a beruházások importtartalma miatt, 5,9 százalékkal bővült, így a külkereskedelmi aktívum csökkenése összességében 1,7 százalékponttal lassította a növekedést. Ebben a negyedévben is eltérő folyamat jellemezte ugyanakkor a termékek és a szolgáltatások külkereskedelmét: míg az áruk esetében az export 3,2 százalékkal nőtt, addig az import 6,6 százalékkal bővült, így egyenlegük 2,2 százalékponttal lassította a növekedést. Ezzel szemben a szolgáltatások exportja 4,2 százalékkal, míg importja 2,6 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, így a növekedéshez az egyenlegük 0,5 százalékponttal hozzá tudott járulni. A III. negyedévben az áruforgalom egyenlege –289 milliárd forint volt, míg a szolgáltatásoké 733 milliárd forint. Az áruk egyenlege így 2008 IV. negyedéve után először lett ismét negatív.

A termékek külkereskedelmén belül a III. negyedévben az élelmiszerek, dohányárúk, italok exportja 7,0 százalékkal csökkent, míg importja 4,0 százalékkal nőtt. A nyersanyagoknál az export 4,4 százalékkal, míg az import 2,6 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban. Az energiahordozók kivitele 8,2 százalékkal bővült, behozatala 6,7 százalékkal visszaesett. A feldolgozott termékek exportja 5,9 százalékkal, importja 10,4 százalékkal növekedett. A gépek és szállítóeszközök kivitele 2,2, behozatala 4,6 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit.

A szolgáltatások külkereskedelmén belül a bér munkából származó bevételek értéke 3,6 százalékkal elmaradt az egy évvel korábbitól, míg a kapcsolódó kiadások 15,8 százalékkal meghaladták azt. A javítási és karbantartási szolgáltatások exportja 21,1 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban, miközben az import 35,1 százalékkal visszaesett. A turizmusból származó bevételek 13,9 százalékkal, míg a kapcsolódó kiadások 6,6 százalékkal emelkedtek. A szállítási szolgáltatások exportja és importja egyenletesebb növekedést mutatott: előbbi 15,4, míg utóbbi 16,7 százalékkal nőtt. Ezen belül a légi szállítási szolgáltatásoknál az export növekedése 22,4, az importé 30,4 százalék volt, míg a szintén jelentős súlyú közúti szállítási szolgáltatásoknál a kivitel 8,8, a behozatal 8,3 százalékkal bővült. A legnagyobb szolgáltatáscsoport, az üzleti szolgáltatások exportja 1,1, importja 6,9 százalékkal növekedett. Ezen belül jelentősen emelkedett a számítástechnikai és információs szolgáltatások külkereskedelme: az export 17,5, míg az import 11,7 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit. A szellemi tulajdon használatáért kapott, illetve fizetett díjaknál visszaesés történt: 4,8, illetve 8,0 százalékos. Kedvezőtlenül alakult ugyanakkor a kutatás-fejlesztési szolgáltatások külkereskedelme: az export 7,0 százalékkal visszaesett, miközben az import 29,4 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit. A személyes, kulturális és szórakoztatási szolgáltatások esetében úgy az export, mint az import visszaesett: az előbbi 20,7, az utóbbi 9,1 százalékkal.

10. 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

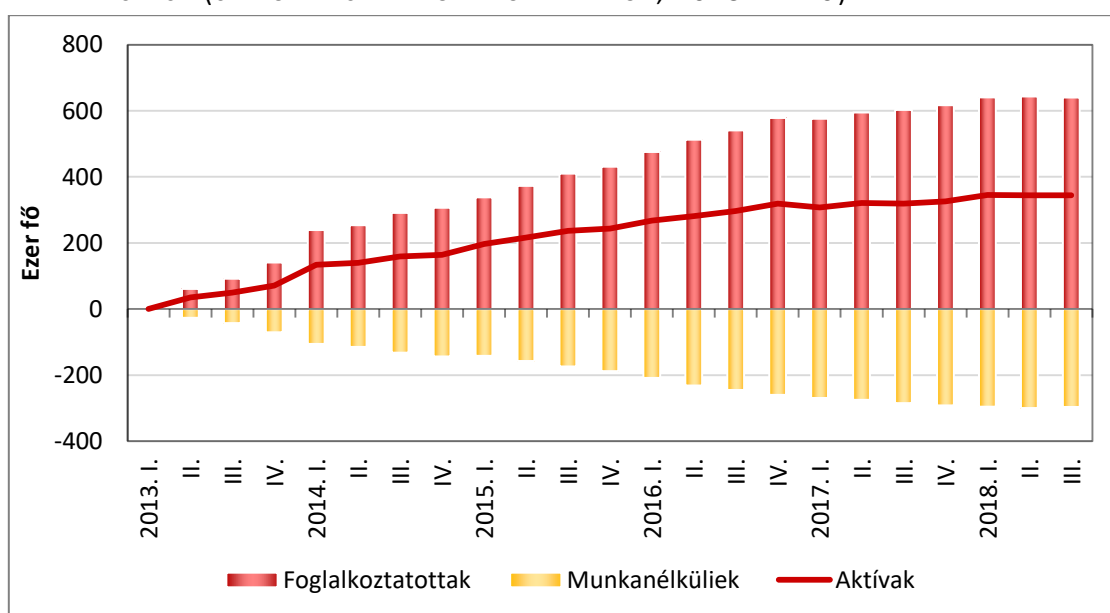
Az Eurostat üzleti és fogyasztói felmérése szerint a III. negyedévben a háztartások aggregált bizalmi indexe a szezonálisan és naptárhatástól megtisztított adatok szerint  $-9,6$  pont volt, amely bár az előző év azonos időszakában mérthez képest ( $-13,8$  pont) növekedést, az előző negyedévhez ( $-5,4$  pont) képest azonban visszaesést jelent. A mutató összességében még mindig kismértékű pesszimizmust tükröz. Az egyes almutatók közül az előző negyedévhez képest jelentős romlást mutatnak a gazdasági teljesítmény megítélésével kapcsolatos indikátorok: az elmúlt 12 hónap gazdasági teljesítményének megítélése  $6,1$  ponttal,  $5,6$  pontra, míg a következő 12 hónap gazdasági teljesítményének megítélése  $6,0$  ponttal,  $3,0$  pontra csökkent az Eurostat mérései szerint. Emelkedett a lakosság inflációérzete: az elmúlt 12 havi infláció megítélése  $6,4$  ponttal romlott, míg a következő 12 hónap inflációját előre jelző mutatószám  $5,4$  ponttal lett kedvezőtlenebb.

## Munkaerőpiaci folyamatok

A harmadik negyedév során minimális mértékben, 3 ezer fővel mérséklődött a foglalkoztatottak szezonálisan kiigazított száma negyedéves alapon, míg éves alapon 37 ezerrel, 4 millió 465 ezer főre emelkedett. A foglalkoztatási ráta így  $60,1$  százalék volt a 15–74 éves korosztályban a július–szeptemberi időszakban, ami kismértékben még mindig elmarad az európai uniós átlagtól ( $60,4$  százalék a második negyedévben a szezonálisan kiigazított adatok alapján). A 15–64 éves korosztályban ellenben már 2016 harmadik negyedévében utolértük az Európai Uniót, míg az idei második negyedévben hazánkban már  $0,7$  százalékponttal volt magasabb a korosztály foglalkoztatási rátája ( $69,3$ , illetve

68,6 százalék). A foglalkoztatással párhuzamosan megállt az aktivitás növekedése is, így már a második negyedéve nem emelkedett az aktívak szezonálisan kiigazított száma negyedéves alapon, ami azt jelenti, hogy a jelenlegi eszközökkel és támogatási formákkal már nem lehet növelni a hazai munkaerő-kínálatot. Azonban ha a hazai aktivitási adatokat a csehországi adatokkal vetjük össze, ahol az aktivitási ráta (66,4 százalék) 4,0 százalékponttal meghaladja a magyar adatot, akkor látható, hogy jelentős előrelépésre van még lehetőség a hazai aktivitást illetően. Korcsoportra lebontva a legnagyobb elmaradás (11,6 százalékpont) az 55–64 éves korosztályban volt.

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

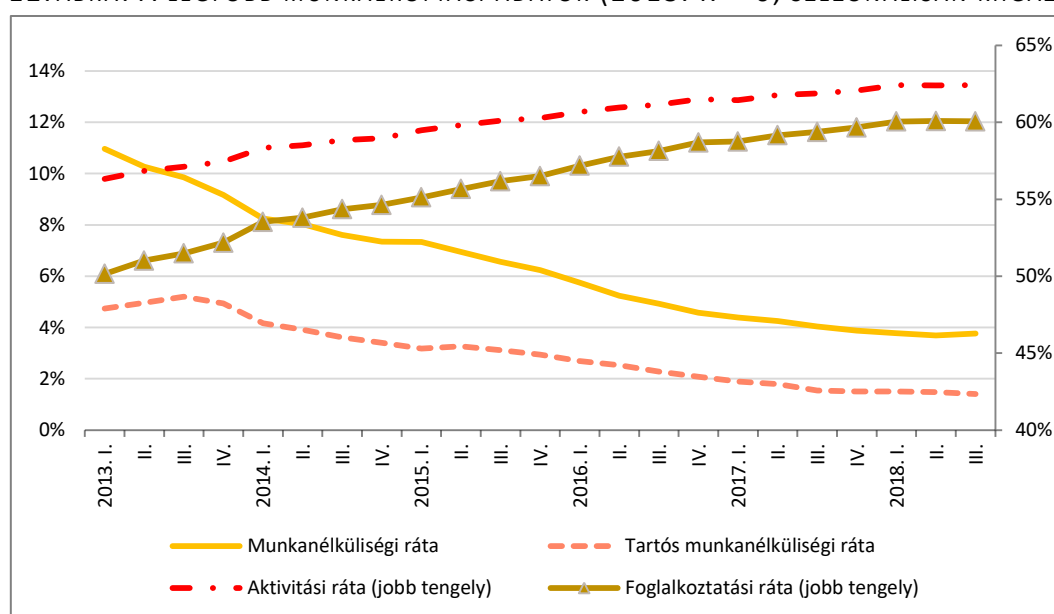


Forrás: KSH, Századvég-számítás

A foglalkoztatási statisztikával szemben az intézményi statisztikák szerint 15 ezerrel, 3 millió 119 ezer főre nőtt az alkalmazottak szezonálisan kiigazított száma. A növekedés motorját továbbra is a legalább 5 főt foglalkoztató vállalkozások jelentik, amelyek körében egy negyedév alatt 24 ezer fős létszámbővülés következett be. Ezzel szemben a közszférában 8 ezer, míg a nonprofit szervezetek esetében ezer fővel csökkent az állományi létszám. Előbbinél elsősorban a közfoglalkoztatásban dolgozók számának csökkenése játszott közre. A harmadik negyedév során már csupán 113,8 ezer fő dolgozott a Start munkaprogramok keretében, ami negyedéves alapon közel 21 ezer fős, míg éves alapon közel 47 ezer fős csökkenést jelent. Vagyis habár nem emelkedett tovább a foglalkoztatás az elmúlt negyedév során, a munkaerőpiac összetétele kedvező irányba tolódott el: emelkedett az elsődleges munkaerőpiacon foglalkoztatottak száma, és csökkent a nem piaci munkahelyen dolgozóké. Az előző év azonos időszakához viszonyítva a ledolgozott munkaórák száma 1,2 százalékkal emelkedett a harmadik negyedév során. Ezen belül is a teljes munkaidőben ledolgozott munkaórák száma 0,8 százalékkal, míg a részmunkaidőben ledolgozott munkaóráké

6,0 százalékkal nőtt. Tehát a korábbi negyedévekhez hasonlóan a hazai vállalkozások igyekeznek az üres pozíciókat akár részmunkaidőben foglalkoztatott munkavállalókkal is feltölteni. A részmunkaidős foglalkoztatás elterjedése kedvező, mivel így olyan társadalmi rétegek is bevonhatók a munkaerőpiacra, amelyek teljes munkaidőben nem tudnak állást vállalni (gyermekes anyák, diákok, idősek). Akkor jelent problémát a részmunkaidős foglalkoztatás elterjedése, ha ez csak papíron történik meg, és a munkáltató a közterhek megfizetésének elkerülése miatt ösztönzi a munkavállalót a rövidebb munkaidő szerződésbe foglalására. Ez azonban a Pénzügyminisztérium Foglalkoztatás-felügyeleti Főosztályának első féléves jelentése<sup>5</sup> alapján nem jellemző, viszont a jelentés készítői felhívják rá a figyelmet, hogy ennek ellenőrzése nehézkes, mivel a munkavállalók sok esetben féltik az álláshelyüket.

12. ÁBRA: A LEGFŐBB MUNKAERŐPIACI ADATOK (2013. I. = 0, SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: KSH, Századvég-számítás

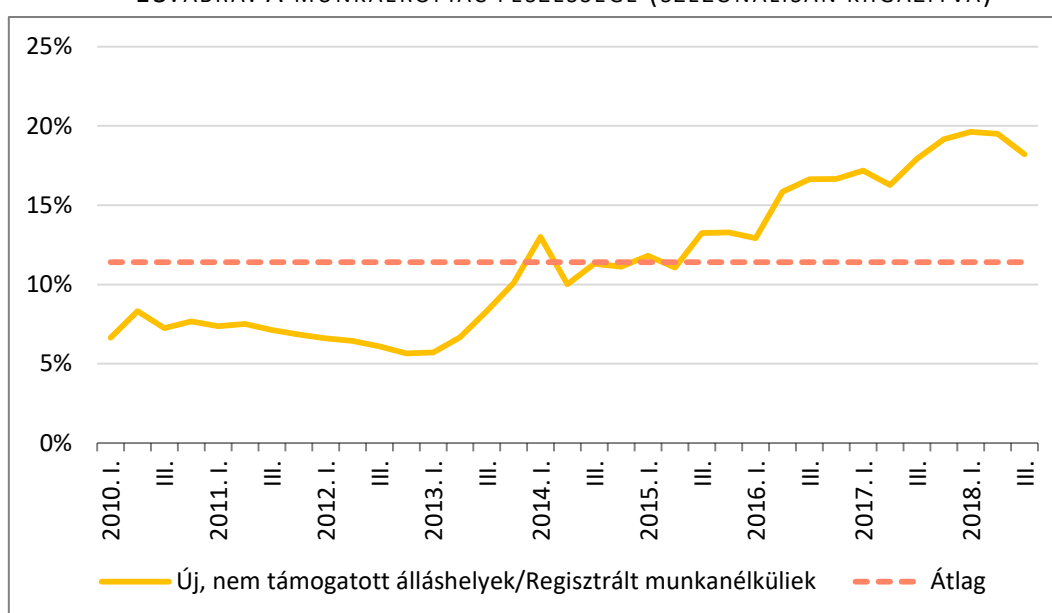
A foglalkoztatás minimális visszaesése miatt kismértékben emelkedett a munkanélküliség az elmúlt negyedév során, a szezonálisan kiigazított adatok alapján 3 ezerrel, 175 ezer főre, az előző év azonos időszakához viszonyítva azonban még így is 12 ezer fővel csökkent az állás nélküli aktívak létszáma. Habár emelkedett a munkanélküliek száma a harmadik negyedévben, a tartós munkanélküliség tovább csökkent. A legalább egy éve állás nélküliek száma egy negyedév alatt 4 ezer fővel 65 ezer főre mérséklődött, míg számarányuk megközelítette a 37 százalékot, amely újabb mélypontot jelent. A munkanélküliségi ráta ezzel együtt is minimális mértékben, 3,8 százalékra emelkedett a július–szeptemberi időszakban. Ez továbbra is az egyik legalacsonyabb ráta az Európai Unióban, azonban a szeptemberi adatok alapján már csak az ötödik, Csehország (2,3 százalék) és Németország

<sup>5</sup> [http://www.ommf.gov.hu/index.php?akt\\_menu=172&hir\\_reszlet=647](http://www.ommf.gov.hu/index.php?akt_menu=172&hir_reszlet=647) (2018.12.04.).

(3,4 százalék) után már Lengyelországban (3,4 százalék) és Hollandiában (3,7 százalék) is alacsonyabb értéket mértek.

A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat adatai szerint 5 ezerrel, közel 259 ezer főre emelkedett az elmúlt negyedév során az álláskeresők száma a szezonálisan kiigazított adatok alapján. Ezzel együtt is éves alapon 20 ezer fős mérséklődés történt, ami a bejelentett nem támogatott új álláshelyek negyedéves és éves alapon egyaránt 2 ezer fős csökkenése következtében a munkaerőpiac feszességét jelző Beveridge-görbe értékének a csökkenését eredményezte. Ez azonban nem jelenti egyelőre a munkaerőhiány csökkenését, az NFSZ adatai alapján továbbra is több mint 80 ezer bejelentett betöltetlen álláshely van a gazdaságban.

13. ÁBRA: A MUNKAERŐPIAC FESZESSÉGE (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat, Századvég-számítás

A harmadik negyedév során a nemzetgazdasági bruttó átlagkereset a legalább 5 főt foglalkoztató vállalkozások, a költségvetési szféra és a nonprofit szervezetek körében 10,8 százalékkal, 323 500 forint fölé emelkedett. A korábbi negyedévekkel szemben a növekedés most kiegyensúlyozottabb mértékben zajlott, a versenyszférában 10,8 százalékkal, míg az állami szférában 10,4 százalékkal emelkedett az átlagos bruttó kereset. A versenyszférában a minimálbér 8, illetve 12 százalékos emelkedése, valamint a munkaerőhiány járult hozzá a béremelkedéshez, míg a fedezetet a szociális hozzájárulási adó év eleji 2,5 százalékpontos csökkentése, a 3 százalékot közelítő infláció, valamint a 4,5 százalékos gazdasági növekedés jelentette. A közszférában ezzel szemben a minimálbér és a garantált bérminimum emelésén felül az állami vállalatok bérrendezései játszottak közre a keresetek dinamikus emelkedésében. A nettó kereset a harmadik negyedévben 10,8 százalékkal, 215 ezer forint fölé emelkedett, és ez a 3,5 százalékot közelítő inflációt is figyelembe véve egy év alatt 7,1 százalékos reálbérnövekedés. A családi adókedvezményeket



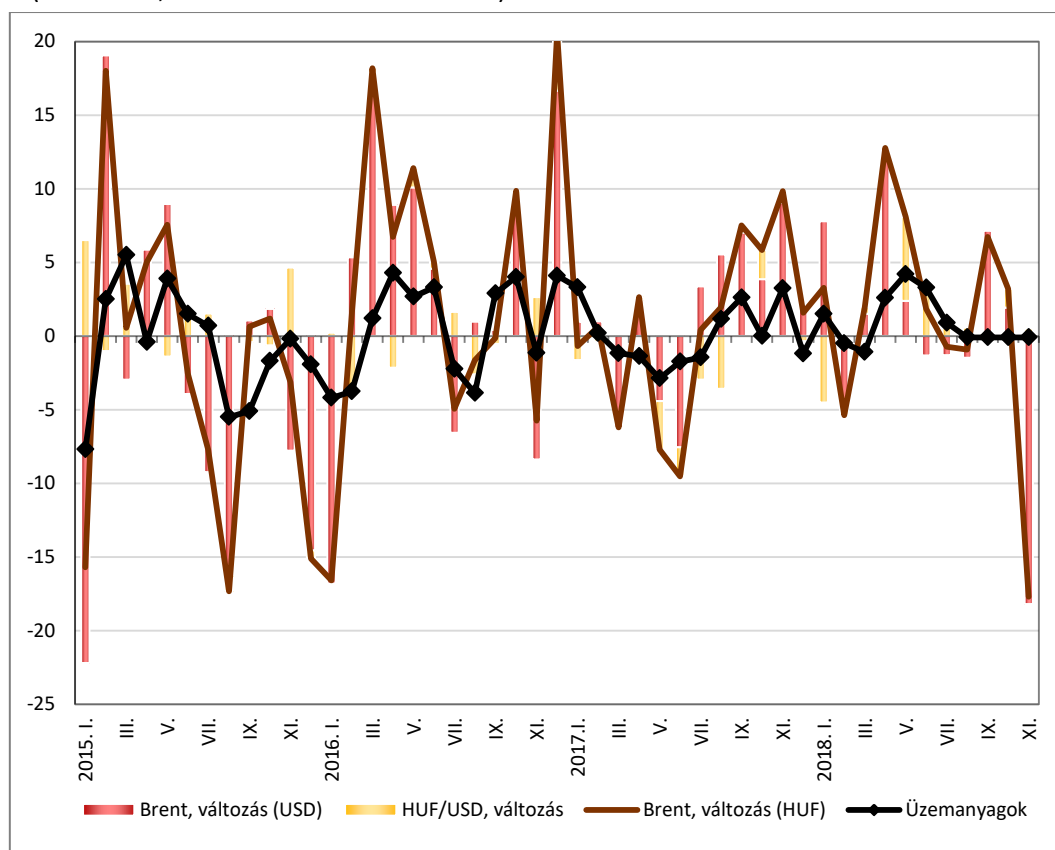
is figyelembe véve az idei első 9 hónapban az átlagos nettó kereset 224 092 forint volt, amely nominálértelemben 11,5 százalékos, míg reálértelemben 8,6 százalékos növekedés az előző év azonos időszakához viszonyítva.

## Infláció

2018 harmadik negyedévében éves alapon átlagosan 3,5 százalékkal nőttek a fogyasztói árak, amely októberben 3,8 százalékra gyorsult, míg novemberben 3,1 százalékra lassult. A harmadik negyedév valamennyi hónapjában a járműüzemanyagok és dohánytermékek árnövekedése hajtotta az inflációt. A járműüzemanyagok árnövekedése az olaj világpiaci árának az emelkedésével, valamint a forint dollárhoz viszonyított árfolyamgyengülésével magyarázható. A járműüzemanyagok árnövekedése változatosan alakult az elmúlt időszakban: az augusztusi 16,3 százalékról szeptemberben 14,9 százalékra mérséklődött, majd októberben ismét 16,2 százalékra emelkedett, míg novemberben 7,2 százalékot tett ki. Ezzel szemben a dohánytermékek árát a korábbi (2017. júliusi), illetve 2018. szeptemberi jövedékiadó-emelések befolyásolták. Az augusztusi 6,2 százalékos áremelkedést szeptemberben 7,0 százalékos, októberben 7,3 százalékos, majd novemberben 6,2 százalékos növekedés követte.

Az üzemanyagok árnövekedésére nagy hatással van az olaj világpiaci árának az emelkedése. A Brent olaj világpiaci, átlagos hordónkénti ára a júniusi 75,94 dollárról, júliusra 74,95 dollárra, majd augusztusra 73,84 dollárra csökkent. Az olaj ára szeptemberben 79,1 dollár volt, októberben tovább nőtt, elérve a 80,63 dolláros átlagát, azonban novemberben jelentősen, 65,95 dollárra mérséklődött. A nyári olajárcsökkenés annak ellenére következett be, hogy júniusban a Kőolaj-exportáló Országok Szövetségének (OPEC) tagországai és az egyéb olajkitermelő országok megállapodtak abban, hogy napi 1 millió hordóval növelik a kitermelésüket. Ám ez nem hozott olajárcsökkenést, lévén, hogy Venezuela és Líbia visszafogta kitermelését. Az Egyesült Államok olajtartalékának csökkenése, valamint a világpiaci élénk kereslete miatt keresleti oldali nyomás alakult ki az OPEC országain, annak ellenére, hogy szeptemberben az olajnagyhatalmak elérték a napi 100 millió hordós kitermelési szintet. Ennek további növelése komoly erőfeszítéseket igényelne a kieső venezuelai, líbiai és iráni olaj pótlására. Az üzemanyagok árnövekedésére jelentős hatással volt továbbá a forint árfolyamának gyengülése a dollárral szemben, amely júniusban 1,84 forinttal, míg a negyedév során átlagosan 17,72 forinttal volt több, mint egy évvel korábban. 2018 júliusában átlagosan 278 forint, augusztusban 279,6 forint, míg szeptemberben 278,5 forint volt egy dollár. Ez a negyedév hónapjaiban rendre 11,4, 22,0 és 19,8 forintnyi árfolyamgyengülés egy év alatt a dollárhoz viszonyítva. Októberben átlagosan 282,0 forint, míg novemberben 283,8 forint volt egy dollár, ami októberben 18,4, novemberben 18,2 forintnyi forint árfolyamgyengülést jelentett az előző év azonos időszaki árfolyamhoz képest.

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



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

A termékek és szolgáltatások főbb csoportjai közül a harmadik negyedévben fékezően hatott az inflációra a tartós fogyasztási cikkek átlagosan 0,1 százalékos árcsökkenése, amelyen belül a legnagyobb mértékben a használt személygépjárművek (-8,7 százalék), a televízió (-6,4 százalék), a számítógép, fényképezőgép, telefonkészülék (-1,9 százalék) és a hűtőszekrény, fagyasztógép (-1,4 százalék) ára csökkent. A tartós fogyasztási cikkek ára októberben 0,2 százalékkal, míg novemberben 0,6 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva.

Az élelmiszerek negyedéves átlagos árnövekedése 4,1 százalékos volt, amelyen belül a friss zöldség 27,0 százalékkal, a burgonya 22,2 százalékkal, a száraztészta 9,5 százalékkal, a vaj, vajkrém 7,9 százalékkal, a tojás 7,2 százalékkal, a liszt 6,6 százalékkal, a tejtermékek 6,0 százalékkal, az éttermi étkezés 5,8 százalékkal, a kenyér 4,0 százalékkal, a baromfi 3,8 százalékkal, míg a tej 3,1 százalékkal került többre az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az élelmiszereken belül csökkent az ára a cukornak (-23,3 százalékkal), a bolti kávénak (-4,4 százalékkal), a sertéshúsnak (-2,5 százalékkal), a halnak (-1,4 százalékkal) és az étolajnak (-1,1 százalékkal) a negyedév során. Október és november átlagában az élelmiszerek átlagos árnövekedése 4,6 százalék volt, amelyhez hozzájárult a burgonya 44,5 százalékos, a friss zöldség 36,9 százalékos, a liszt 8,9 százalékos, a száraztészta és az éttermi étkezés 6,0 százalékos, a péksütemények 5,9 százalékos, a kenyér 5,5 százalékos és a

vaj, vajkrém 4,9 százalékos áremelkedése. Az élelmiszereken belül október és november átlagában mérsékelte az inflációt a cukor (-20,2 százalék), a tojás (-4,6 százalék), a bolti kávé (-3,4 százalék), a sertéshús (-2,8 százalék), a hal (-1,9 százalék), a párizsi, felvágott, kolbász (2,9 százalék) és a tejtermékek (4,1 százalék) árcsökkenése.

A ruházkodási cikkek ára a negyedév során éves alapon átlagosan 0,4 százalékkal nőtt. A háztartási energia átlagos ára a harmadik negyedévben 1,5 százalékkal emelkedett, amelyen belül a tűzifa ára 13 százalékkal, a palackos gázé 9,6 százalékkal, a brikett, kocszé 4,5 százalékkal, míg a széné 4,1 százalékkal nőtt. Továbbra sem drágult az elektromos energia, a távfűtés és a vezetékes gáz sem. Október és november átlagában a háztartási energia ára 1,3 százalékkal nőtt, amelyen belül a palackos gáz ára 12,2 százalékkal, a tűzifáé 8,9 százalékkal, a széné 6,2 százalékkal, míg a brikett, kocszé 4,2 százalékkal emelkedett egy év alatt.

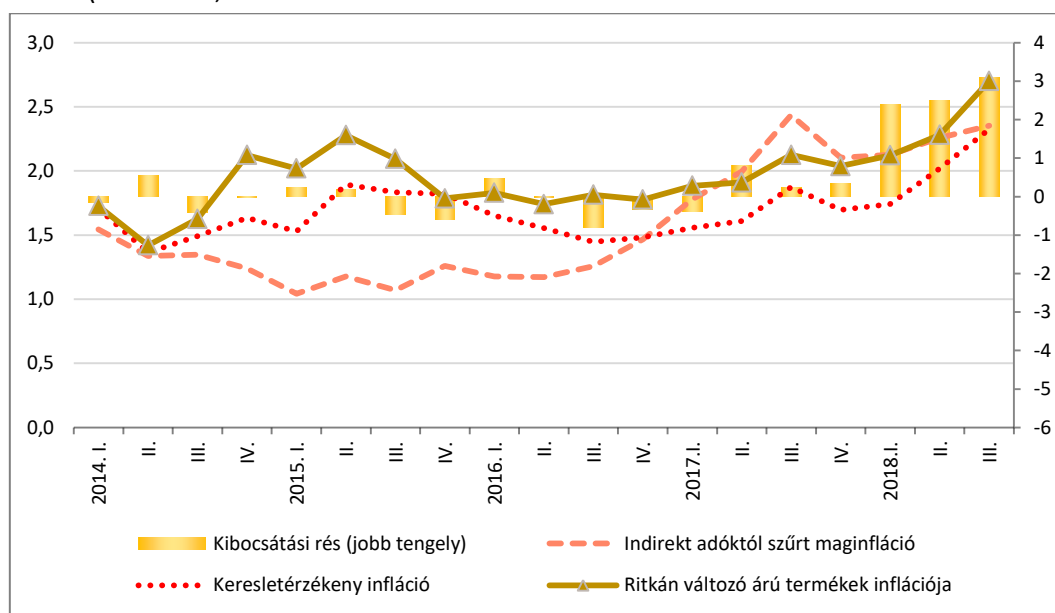
Az egyéb cikkek, üzemanyagok ára a harmadik negyedév során átlagosan 7,2 százalékkal emelkedett. Ezen belül nőtt az ára a járműüzemanyagoknak (16,3 százalékkal), az újság, folyóiratnak (5,9 százalékkal), a gyógyszer, gyógyárúknak (2,4 százalékkal), továbbá a testápolási, egészségügyi cikkeknek (2,1 százalékkal), ellenben csökkent a tankönyveké (-39,8 százalékkal). Október és november átlagában az egyéb cikkek, üzemanyagok ára 6,0 százalékkal emelkedett, amelyen belül a járműüzemanyagok ára 11,7 százalékkal, míg az újság, folyóiraté 8,9 százalékkal növekedett. Mérsékelte azonban az egyéb cikkek, üzemanyagok árát a tankönyvek 2,1 százalékos árcsökkenése, valamint a gyógyszer, gyógyáru 1,9 százalékos és a testápolási, egészségügyi cikkek 2,6 százalékos árnövekedése.

A harmadik negyedév során a szolgáltatások átlagos inflációja 1,7 százalékos volt, amelyhez hozzájárult a taxiszoigálatás 10,9 százalékos, a belföldi üdülés 8,8 százalékos, a lakbér 4,9 százalékos, a járműjavítás, -karbantartás és a külföldi üdülés 4,3 százalékos, a sport-, múzeumi belépők 4,2 százalékos, az egészségügyi szolgáltatások 3,5 százalékos, a színházjegy 2,9 százalékos, valamint az oktatási szolgáltatás 2,3 százalékos áremelkedése. Mérsékelte a szolgáltatások negyedévi átlagos áremelkedését a telefon, internet (-5,3 százalék) és a tv-előfizetés (-1,6 százalék) árcsökkenése. Október és november átlagában a szolgáltatások átlagos ára 2,1 százalékkal nőtt, amelyhez a legnagyobb mértékben a taxiszoigálatás 11,3 százalékos, a külföldi üdülés 6,7 százalékos, a belföldi üdülés 6,3 százalékos, a lakbér 5,6 százalékos, a járműjavítás, -karbantartás 4,9 százalékos, a sport-, múzeumi belépők 4,6 százalékos, valamint az egészségügyi szolgáltatás 4,0 százalékos áremelkedése járult hozzá. Mérsékelte az októberi és novemberi szolgáltatások áremelkedésének az átlagát a telefon, internet (-5,2 százalék) és a színház (-0,5 százalék) árának csökkenése.

A lakosság inflációs várakozásai kismértékben tovább növekedtek az előző negyedévhez képest, azonban továbbra sem érik el a 3 százalékos szintet.

A 2017 első negyedéve óta folyamatosan növekvő kibocsátási rés számításaink szerint 2018 második negyedévében elérte a GDP 2,5 százalékát, és a harmadik negyedévben 3,1 százalékra emelkedett. Számításaink szerint 2018 negyedik, valamint 2019 első negyedévében csökkenhet a kibocsátási rés, aminek az eredményeként 2019-ben tartósan 2 százalék alá bukhat a mutató, ami a korábbinál ugyan kisebb, de továbbra is pozitív keresleti oldali inflációs nyomást eredményez, így a jelenleginél kisebb lehet a pénzromlás üteme a magyar gazdaságban.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az MNB inflációs alapmutatói közül az indirekt adóktól szűrt maginfláció júliusban 2,4 százalék, míg augusztusban és szeptemberben 2,3 százalék volt. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció októberben 2,5 százalékot, novemberben pedig 2,7 százalékot mutatott. A keresletérzékeny infláció a harmadik negyedév során végig 2,3 százalék volt, ez októberben 2,6, míg novemberben 2,7 százalékot tett ki. A ritkán változó árú termékek inflációja a negyedév során végig 2,7 százalékot mutatott, ez októberben 0,3 százalékponttal, 3,0 százalékra nőtt, majd novemberben 3,1 százalékon alakult. A harmadik negyedévben a maginfláción kívüli tételek átlagosan 7,8 százalékkal növekedtek az egy évvel korábbi időszakhoz viszonyítva.

A nyers, feldolgozatlan élelmiszerek ára 2018 harmadik negyedévében 5,5 százalékkal növekedett. A mezőgazdasági termelők árak éves bázison 4,5 százalékkal emelkedtek az elmúlt negyedév hónapjainak az átlagában. Ehhez hozzájárult a gabonafélék 14,1 százalékos és a zöldségek 20,0 százalékos áremelkedése, azonban mérsékelte az ipari növények (-2,2 százalékos), a gyümölcsök (-11,2 százalékos), illetve az élő állat (-4,1 százalékos)

árcsökkenése. Összességében, a negyedév során, a maginfláción kívüli tételek az infláció növekedésének irányába hatottak.

## Monetáris és pénzügyi kondíciók

Az EKB Kormányzótanácsa és a Fed kamatokról határozó Nyílt Piaci Bizottsága (FOMC – Federal Open Market Committee) is ülésezett az őszi időszakban, és mindkét szerv jelentős döntéseket hozott.

Az EKB döntéshozói ugyan nem változtattak december 13-i ülésükön az irányadó kamatokon, tehát az alapkamatot 0 százalékon, az egynapos hitelkamatot 0,25 százalékon, míg a betéti kamatot –0,4 százalékon hagyták. Azonban fontos döntést hoztak az eszközvásárlási program kivezetésével kapcsolatban, amely szerint az EKB 2019 januárjától nettó értelemben, azaz a lejáró értékpapírok újrabefektetésén felül nem vesz több kötvényt.

A Fed kamatokról határozó Nyílt Piaci Bizottsága változtatott kamatkondícióin 2018. szeptember 25–26-i ülésén, és 25 bázisponttal, a 2–2,25 százalékos célsávba emelte alapkamatát. A döntéshozók idénre további egy kamatemeléssel számolnak, míg jövőre három alkalommal, egyenként 25 bázispontos kamatemelésre.

A magyar jegybank szeptemberben, októberben és novemberben sem változtatott, és így 0,9 százalékon hagyta az irányadó rátát. Továbbá a jegybank nem módosított a kamatfolyosó kialakításán sem, így a kereskedelmi bankokkal kötött egynapos betét- és hitelkamatok változatlanul –0,15 és 0,9 százalék közötti sávban maradtak. A grémium megjelent jegyzőkönyvei alapján a testület döntése minden alkalommal egyhangú volt.

A hazai jegybank 2018 szeptemberében átalakította monetáris politikai eszköztárát.<sup>6,7</sup>

Az MNB az alapkamat 0,9 százalékra csökkentését követően 2016-ban számos, a rövid hozamokra ható konvencionális és nem konvencionális eszközt vezetett be annak érdekében, hogy az alapkamat tartása mellett nem konvencionális lazítást hajtson végre:

- A kamatfolyosó több lépésben szűkült és aszimmetrikussá vált, tekintettel arra, hogy a jegybank annak felső szélét 0,9 százalékra csökkentette.
- A 3 hónapos betéti eszközhöz való hozzáférés szűkítését követően a jegybank mennyiségi korlátozást alkalmazott, és a 2016 őszén még 1600 milliárd forintos állomány 2017 végére 75 milliárd forintra zsugorodott.– A BUBOR-piaci reform révén a BUBOR jobban be tudja tölteni a referenciakamat szerepét. Ennek két

<sup>6</sup> MNB (2018): A rövid hozamokra ható nemkonvencionális monetáris politikai eszköztár jövőbeli stratégiai keretrendszere. 2018. szeptember 18.

<sup>7</sup> Hoffmann Mihály – Kolozsi Pál Péter (2018): Eszköztárának átalakításával felkészült a jegybank a monetáris politika óvatos és fokozatos normalizációjára.

jelentős intézkedés az oka: a kötelező banki jegyzés előírása és hogy az MNB-hez került az adminisztrátori funkció.

- A devizaswapok bevezetése, amelyek leghosszabb futamideje 12 hónap, a forintlikviditás növelését teszi lehetővé.
- A kötelező tartalékráta 2 százalékról 1 százalékra csökkent.
- A Piaci Hitelprogramhoz (PHP) kapcsolódó preferenciális betét a bankok hitelezési vállalásainak mértékében alakult ki és áll a rendelkezésükre.

Az MNB lépéseinek következtében a rövid lejáratú pénzüpi hozamok tartósan a kamatfolyosó alsó szélének közelébe csökkentek.

A hazai jegybank ezeket a lépéseket később kiegészítette 2018-tól a hosszabb hozamokra ható nem konvencionális eszközökkel:

- Monetáris politikai célú kamatcsere- (változó kamatozásút cserél fix kamatozásúra) eszköz (MIRS), amelynek célja a hosszú hozamok befolyásolása és a banki kamatkockázat csökkentése volt.
- Jelzáloglevél-vásárlási program, amelynek keretében a jegybank az elsődleges és a másodlagos jelzálogpiacon is megjelent vevőként.

Ezeket az eszközöket a hazai jegybank elsősorban a hosszú hozamok befolyásolására, azok leztorításának céljából alkalmazta. Továbbá a banki kockázatok csökkentésére nyújtott lehetőséget, mivel a fix kamatozású lakáshitelek térnyerését és azok banki fedezésének növelését okozta. A banki kockázatkezelés precizionálása mellett a hosszú hozamok csökkenése az állami költségvetés kamatkiadásainak mérséklődéséhez is hozzájárult.

Az MNB Monetáris Tanácsának 2018. szeptember 18-i döntése értelmében a monetáris politikai eszköztár jelentősen átalakult. A jegybanknak továbbra is elsődleges célja az inflációs cél fenntartható elérése. Az MNB ennek tartós biztosítása érdekében felkészült monetáris politikájának normalizációjára. A jegybank ezért először fokozatosan kivezeti a hosszú hozamokra ható nem konvencionális eszközeit, és a rövid hozamokra ható eszközrendszerét is jelentősen módosítja.

Az MNB a 3 hónapos betét monetáris politikai eszközt, amelynek jelenlegi szintje 75 milliárd forint, 2018. december 31-vel kivezeti. Az irányadó eszköz szerepét a 3 hónapos betét nullára csökkentését követően a kötelező tartalék veszi át. A jövőben a jegybank két eszközt alkalmaz nem konvencionális rövid hozamokra ható eszköztárából. Ezek az FX-swapok (forintlikviditást biztosító devizacsereügyletek) alkalmazása és a kamatfolyosó módosítása. Az 1-től 12 hónapig terjedő futamidejű FX-swapok tendereinek, mennyiségeinek módosításával, továbbá a kamatfolyosó felső szélének visszaépítésével az MNB hatást gyakorol a rövid hozamokra. A felső sávot ugyanis korábban megszüntette, akkor, amikor a felső sávszélt a sáv közepéig – az alapkamat szintjéig – (0,9 százaléki) süllyesztette, azaz

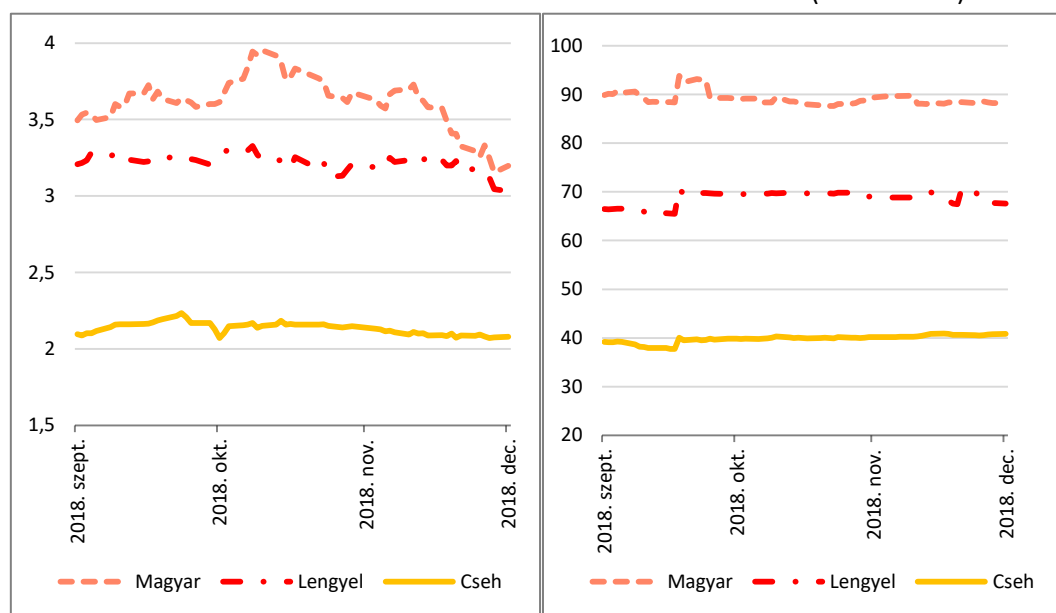
aszimmetrikus lett a kamatfolyosó. Pontosabban: például az utóbbi eszközzel a bankközi egynapos kamatok alakulásának nagyobb mozgásteret enged, azaz jobban emelkedhetnek a rövid hozamok/kamatok.

Az egyes eszközök változása a következőképpen foglalható össze:

- 2018 év végén kivezetik a 3 hónapos betétet.
- Az EU-harmonizáció jegyében a tartalékráta 1 százalékon marad.
- A jegybanki FX-swap esetében az állomány futamidő-struktúrája és az össz mennyiség változhat, azonban a meglévő futamidők – 1 hét, 1, 3, 6, 12 hónap – nem változnak.
- A kamatfolyosó szélessége és (a)szimmetriája változhat.
- A BUBOR-piaci reform változatlan keretrendszerű marad.

A jegybank a normalizációval és a nem konvencionális eszköztár átalakításával felkészül egy jövőbeni szigorításra, ami elsősorban az emelkedő külső kamatkörnyezet függvényében alakulhat ki.

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



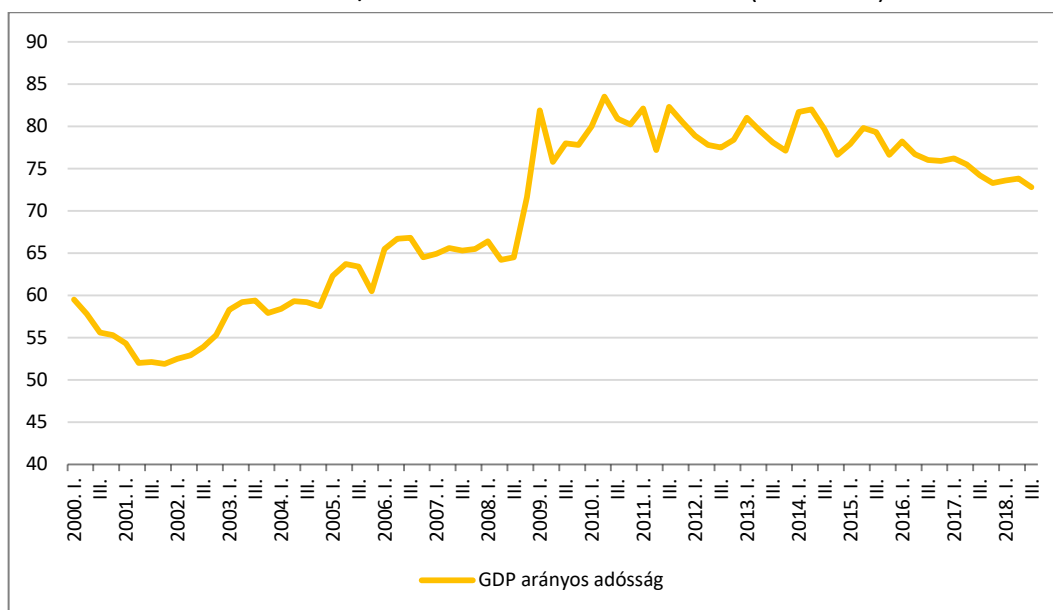
Forrás: Thomson Reuters

A folyó fizetési mérleg pozitív egyenlege, a külföldiek által hazai fizetőeszközben tartott állampapírok állományának növekedése erősítően, a jegybank nem konvencionális lazítása gyengítően hatott a vizsgált időszakban a hazai valuta árfolyamára. Mindezek eredményeként a forint kurzusa az euróval szemben a szeptember eleji 326 forintról december elejére 322 forintra erősödött. A régió devizái közül a cseh korona árfolyama 0,8 százalékkal gyengült, míg a lengyel zloty 0,3 százalékkal erősödött az euróval szemben.

A 10 éves forint állampapírok piacán szeptember elejéhez képest 29 bázisponttal (3,2 százalékra) esett a hozam. Csehországban a 10 éves futamidejű állampapírok hozama 2 bázisponttal (2,08 százalékra), míg Lengyelországban 15 bázisponttal (3,03 százalékra) csökkent. A magyar 10 éves állampapírok hozama a lengyel 10 éves állampapíroké fölé emelkedett, és 2018 júniusától kezdődően tartósan felette maradt (bár a hozamkülönbség december elejére jelentősen csökkent). A hozamkülönbség alakulása nem meglepő, hiszen a lengyel állampapírok besorolása a nagy nemzetközi hitelminősítői intézményeknél (S&P, Moody's, Fitch) több fokozattal jobb, mint a magyar állampapíroké. Az országhoz tartozó kockázatot kifejező öt éves magyar CDS értéke 2 egységgel csökkent az elmúlt három hónap folyamán, így jelenleg 88 bázisponton áll. Mindeközben Csehországban 2 bázisponttal, 41 bázispontra, míg Lengyelországban a kockázati megítélés e mutatója 1 egységgel, 68 bázispontra emelkedett.

Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 2018 harmadik negyedévének végén 28 927 milliárd forint volt, amely a GDP 70,9 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 72,1 százalék után. A harmadik negyedévben az előző negyedévhez képest a bruttó adósság 185 milliárd forintos emelkedésében az adósság átértékelődése –92 milliárd forintos, a tranzakciók pedig +277 milliárd forintos szerepet játszottak.

17. ÁBRA: A BRUTTÓ ADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: Eurostat, MNB

Az elmúlt időszakban meghirdetett időpontban a Moody'snak (2018. november 23-án) nyílt lehetősége a magyar államkötvények kockázati besorolásának módosítására vagy megerősítésére. A Moody's 2017-ben és 2018-ban korábban még nem nyilatkozott a magyar államadósság besorolásáról. A piac jelentős része várt kilátásjavítást a hitelminősítőtől a jelenlegi, befektetésre javasolt kategória legalsó szintjén. A kilátásjavítás elmaradása miatt azonban nem alakult ki jelentősebb hozamváltozás a másodlagos piacon. A Moody'snál



jövőre felminősítés egyelőre nem, csak esetleg pozitív kilátásúra módosítás várható. A további két nagy nemzetközi hitelminősítő intézet sem minősít már idén. A Moody's indoklása alapján akkor nőhet a felminősítés esélye, ha az ország gazdasági és költségvetési mutatói tovább javulnak, ami a vártnál gyorsabb államadósság-csökkentést eredményezne, és ezáltal az államadósság szintje a hozzánk hasonló osztályzatú országok középértékéhez közelebb kerülne.

Az állampapírpiacon kialakult hozamok az éven belüli futamidőkre (diszkontkincstárjegyek) csökkentek, míg az éven túli határidőkre (államkötvények) a hozamgörbe közepén csökkentek, azonban a futamidő hosszú végén emelkedtek. A diszkontkincstárjegyeknél a vizsgált 2018. szeptember–november időszak elejét és végét tekintve a 3 hónapos hozam 24 bázisponttal, –15 bázispontra csökkent, míg az egyéves hozam 25 bázisponttal, 33 bázispontra zsugorodott. Az államkötvények közül a 3 éves lejáratúnál 26 bázispontos, az 5 éves lejárat esetében 15 bázispontos hozamesés következett be, míg a 10 éves állampapíroknál 5 bázispontos, a 15 éves állampapíroknál 11 bázispontos hozamemelkedés történt. A 3 éves hozam így 1,47 százalékra, az 5 éves 2,83 százalékra, míg a 10 éves 3,63 százalékra csökkent. A 15 éves állampapíroknál két alkalommal történt kibocsátás a vizsgált időszakban, a november végi kibocsátás hozama (4,08 százalék) 11 bázisponttal magasabban alakult a szeptember végi kibocsátás hozamánál. A 2018. szeptember elejétől november végéig tartó időszakban összességében a diszkontkincstárjegyek és az államkötvények kibocsátása során is fordult elő olyan eset (előbbinél 10, míg utóbbinál 14 alkalommal), amikor az ÁKK a tervezettnél nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat. Kisebb összegben négyszer (egyszer a 3 hónapos, kétszer a 12 hónapos diszkontkincstárjegynél, egyszer pedig a 15 éves államkötvény-aukciójánál), de összességében mindkét értékpapírcsoportban a meghirdetethez képest markáns többletkibocsátás mutatkozott a szeptember–novemberi időszakban.

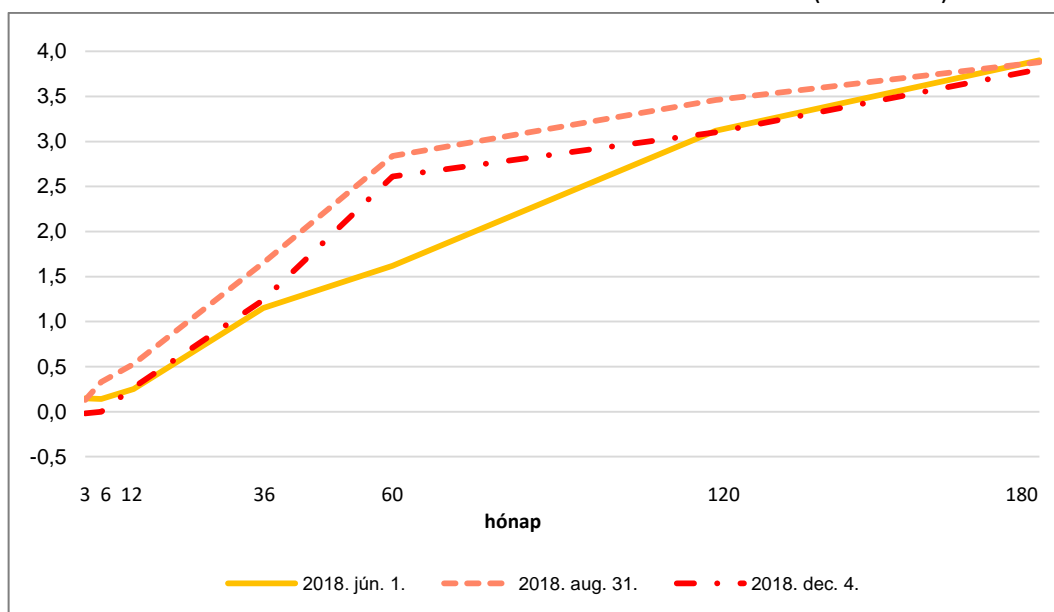
A másodlagos állampapírpiacon a hozamok a jegybanki önfelfinanszírozási program folytatásaként értelmezhető lépéseknek (korábban a kötelező tartalékráta csökkentése és a 3 hónapos jegybanki betét limitjének fokozatos csökkentése, végül 75 milliárdnál a csökkentés leállítását követően a 2018. szeptemberi monetáris tanácsi döntés értelmében az eszköz kivezetése az év végén) köszönhetően a rövid lejáratoknál továbbra is nagyon alacsonyak. A hozamgörbe rövid futamidejű végén (3 hónapos futamidőre) 15 bázisponttal (–2 bázispontra) csökkentek, míg a 6 hónapos lejáratra és az egyéves futamidőre 33, illetve 26 bázisponttal (0, illetve 27 bázispontra) süllyedtek a hozamok. A hosszabb futamidőkön a hozamok azonban esetenként még ennél is nagyobb mértékben zsugorodtak. Az egyes lejáratokra az alábbi mértékű volt a csökkenés: –41 bázispont (3 éves), –23 bázispont (5 éves), –36 bázispont (10 éves) és –8 bázispont (15 éves). A vizsgált időszakban nem változtak meg a hozamgörbén az egyes hosszabb futamidőknél a benchmark állampapírok, így az elmúlt időszakkal összevethetők. A korábbi hozamokkal azonban nehézkesebb az

összevetésük, mivel a benchmark 10 éves állampapír hátralévő futamideje alig 9 év, míg a 15 éves papíré majdnem 20 év.

Összességében a hozamgörbe a szeptemberi állapothoz képest lejjebb tolódott. A csökkenő hosszabb lejáratú hozamok illeszkednek az általános, globális hozamesési trendbe. A hazai állampapírpiacra jelentős mértékű a külföldiek állományának növekedése. Az elmúlt időszakban ugyanis a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány november végi értéke 367 milliárd forinttal növekedett a szeptember eleji értékéhez képest, és így 4077 milliárd forintot tett ki.

A határidős kamatmegállapodások (FRA) piacán a bankok 0,77 százalékon kötnek üzleteket december elején (a szeptember eleji 0,89 százalék után), azaz a jelenlegi a jegybanki alapkamatnál alacsonyabb kamattal üzletelnek a 9 hónap múlva induló, 3 hónapos futamidejű lejáratra. Ez azt jelentheti, hogy a bankok a jövőben a 3 hónapos BUBOR (BUdapest InterBank Offered Rate) markánsan magasabb szintre emelkedését feltételezik (jelenleg 0,18 százalék). A bankközi piac számára a kamatfolyosó teteje (0,9 százalék) a maximum, így látható, hogy gyakorlatilag ennek közelében köttetnek az üzletek. Ez egyrészt azt jelentheti, hogy a piac továbbra is a kamatfolyosó szélesítését várja a közeli jövőben, továbbá azt is mutatja, hogy a forint gyengülésére kötött pozíciók még jelentősek, hiszen a pozíció tartásához a határidős kamatpiacon is pozíciót kell felvenni. Azaz a forint gyengülésére játszó spekuláció tartásához a határidős piacon hitelt vesznek fel a piaci szereplők, ami a határidős kamatmegállapodások (FRA) kamatait emeli.

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 sérülékenységek mérséklése érdekében az adósságkezelő folyamatosan törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai

befektetők és kiemelten a lakosság körében. 2018. szeptember végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt forint állampapírok állománya 7480,9 milliárd forintra emelkedett. 2017 végén ez az összeg még közel 700 milliárd forintra alacsonyabb (6802,9 milliárd forint) volt úgy, hogy a nonprofit intézményeket és az önkormányzatokat kizorították a lakossági állampapírok vásárlói köréből<sup>8</sup>. A kereslet növekedése a lakossági állampapírok iránt alapvetően az ÁKK július végi 50 bázispontos kamatemelésének és a háztartások növekvő rendelkezésre álló jövedelmének köszönhető. A lakossági állampapírok részesedése ezzel meghaladta a 25 százalékot<sup>9</sup> a teljes államadósságon belül, kilenchrészes növekedése pedig elérte az éves terv 97 százalékát.

A magyar államadósság devizaaránya stagnált, hiszen a 2018. július végi 20 százalék után 2018 októberének végén is 20 százalékot tett ki. Ez az arány megfelel a 2018. évi finanszírozási tervben meghatározott 15–25 százalékos sávellőírásnak. A cél tehát az, hogy a devizaarány tovább mérséklődjön (ezt honorálják egyrészt az egyes hitelminősítők, és az árfolyamkockázat is kisebb az alacsonyabb devizaarány mellett), amelyet az ÁKK a devizalejáratok jellemzően forintpiacról történő megújításával szeretne elérni. Az elmúlt időszakban 2018. szeptember 21-én lejárt egy belföldi devizakötvény. A PEMA-2018/X megnevezésű, 135,617 millió eurós kötvényének kamatozása 2 százalékponttal magasabb az EU inflációjánál.

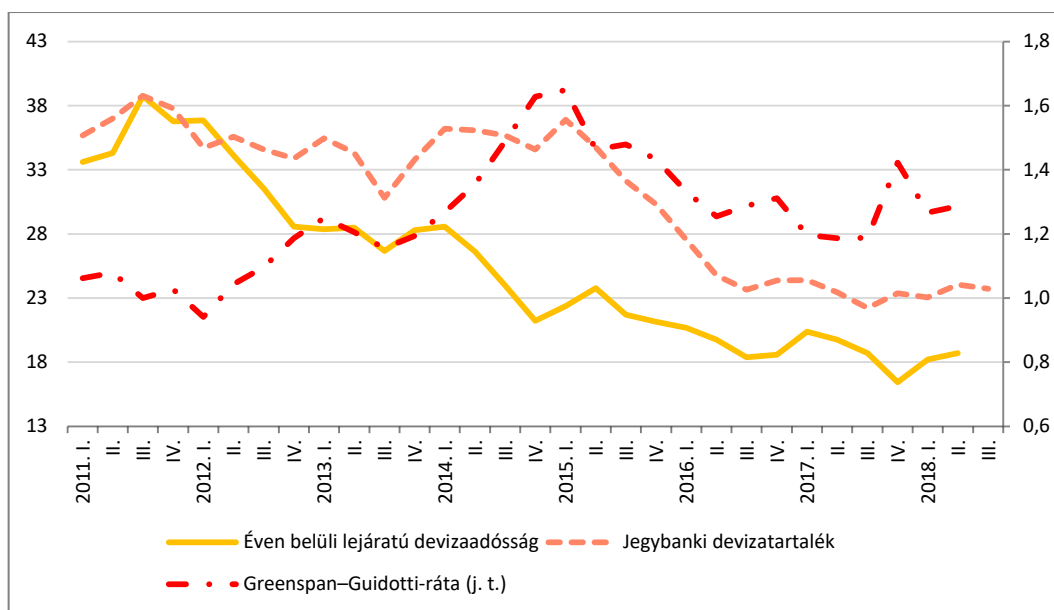
Az ország pénzügyi stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2018. június vége óta az MNB devizatartalékai 334 millió euróval csökkentek, és 2018. szeptember végén 23,727 milliárd eurót tettek ki. A jegybanki devizatartalékok e szintje révén Magyarország a válság óta alkalmazott és a következőkben részletezett Greenspan–Guidotti-szabályt betartja.

Az éven belüli devizakötelezettségekről a legutolsó adat 2018 második negyedévéről ismert. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz a jegybanki devizatartalékai jelentősen magasabbak, mint az éven belüli devizakötelezettségei. Az elmúlt időszakban a mutató nevezője – a rövid lejáratú külföldi adósság – elsősorban az adósság egy részének rövidülése miatt kismértékben emelkedett. Az ennek eredményeként kialakuló, 1,29-os Greenspan–Guidotti-ráta nőtt az előző negyedévhez képest, és továbbra is van mozgásteret a jegybanknak tartalékai mérséklésére, ami azonban jelenleg az időnként turbulensebb devizapiaci környezet miatt nem ajánlott. A jegybanki devizatartalékokról ismert legutolsó adat a 2018. október végi 24 669 milliárd euró.

<sup>8</sup> A magas kamatozású lakossági papírok közül az egyévesnél hosszabb lejáratúakhoz már január óta, míg a rövidebbekhez április óta nem férnek hozzá az önkormányzatok.

<sup>9</sup> Az ÁKK adatai szerint. Az MNB ennél alacsonyabbat mér (20 százalék körüli szintet), amikor az értékpapír tulajdonosi statisztikáit közli.

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 2,19 százalékról 2,37 százalékra növekedett az augusztus–októberi időszakban a vállalati forint folyószámlahitelek kamata, míg 30 bázisponttal (1,80 százalékra) emelkedett a vállalatok számára nyújtott forinthitelek<sup>10</sup> kamata. Eközben az euróhitelek kamata 7 bázisponttal<sup>11</sup>, 1,57 százalékra nőtt. A lakossági szegmensben a fogyasztási hitelpiacon 22 bázisponttal alacsonyabb kamattal (11,93 százalékon) lehetett forint fogyasztási hitelt igényelni 2018 októberében, mint három hónappal korábban. A folyószámlahitelek kamata 75 bázisponttal, 22,02 százalékra emelkedett 2018. október végére. Az utóbbi hitelek általában kisebb összegűek, és könnyebben hozzájuk lehet férni. A lakáscélú hitelek esetén a 2018. júliusi adathoz képest 47 bázispontos emelkedés (4,86 százalékra) tapasztalható.

A hazai jegybank 2018. október 1-jei hatállyal szigorította az ún. adósságfékszabályt. Célja nemcsak a hitelezés visszafogása, hanem a hitelfelvételnél a hitelek terelése a hosszabb kamatperiódus<sup>12</sup> irányába. Az új szabályozás értelmében minél hosszabb kamatperiódusú hitelt vesz fel az adós, annál nagyobb részét költheti jövedelme havi részleteinek fizetésére. A 400 ezer forintos háztartási nettó jövedelem alatt és öt évnél rövidebb kamatperiódusú hitel esetén 25 százalék, 5 és 10 év között 35 százalék, míg 10 év vagy annál hosszabb kamatperiódusú hitel esetén 50 százalék a maximális JTM (jövedelemarányos törlesztési

<sup>10</sup> Ez nem folyószámlahitel, hanem változó kamatozású, legfeljebb egyéves kamatfixálású hitel.

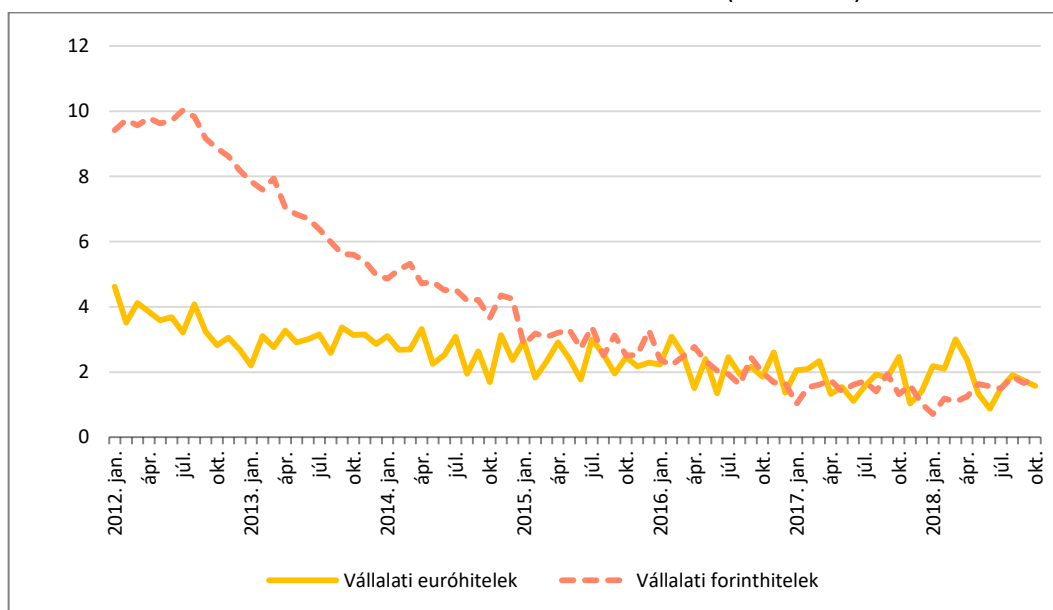
<sup>11</sup> Ezt azonban a nagyobb összegű (1 millió euró feletti) hitelek egyedi kamatozása jelentősen befolyásolja.

<sup>12</sup> A kamatperiódus azt az időintervallumot jelenti, amely alatt nem változik a hitel kamatának mértéke. Ebben a szerződő felek megállapodnak a hitelszerződés megkötése előtt.

mutató). 400 ezer forintos vagy magasabb jövedelemnél a limitek a jelzáloghiteleknél 30, 40 és 60 százalék.

A jegybank célja a kamatkockázat mérséklése, hiszen a kamatperiódus hosszításával a háztartások egy alapvetően kicsit magasabb, de hosszabb időre fixált kamatú hitelt vesznek fel. A háztartások havi törlesztőrészele tehát akkor sem változik a kamatperiódus alatt, ha a jegybanki alapkamat (pontosabban a bankközi referenciakamat) emelkedik.

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

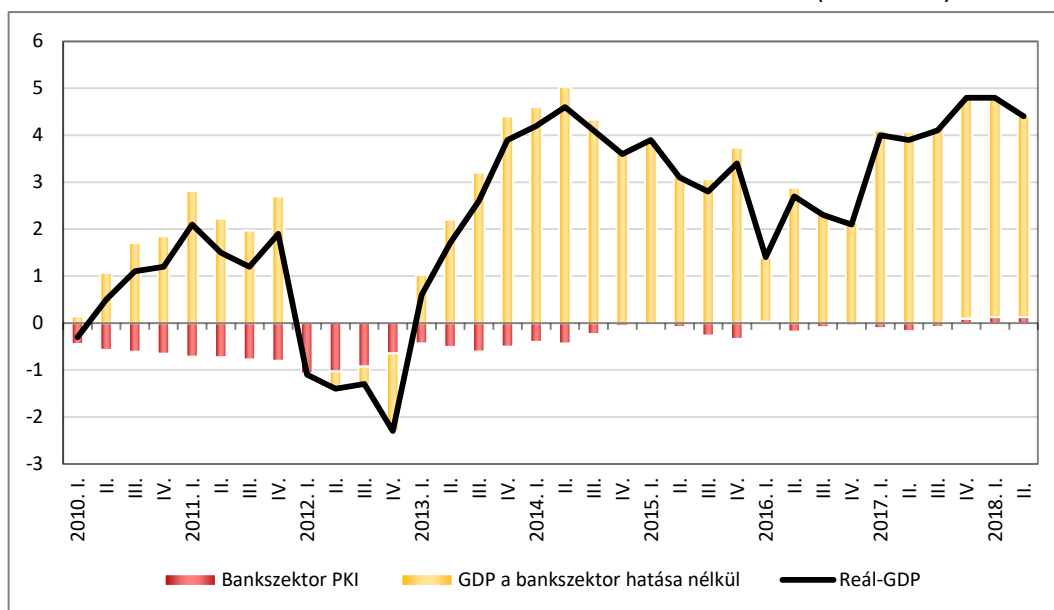


Forrás: MNB

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 kismértékben pozitív hatással volt (+0,1 százalék). A bankszektor teljes jövedelmi hatása 0,1 százalékpontnak felelt meg 2018 második negyedévében, tehát összességében megszűnt a bankrendszer hitelezésének reál-GDP-re kifejtett negatív hatása.<sup>13</sup>

<sup>13</sup> A hazai jegybank közlése szerint a PKI-t a módszertan felülvizsgálata miatt nem közölte 2018 III. negyedévére. Az MNB következő alkalommal 2019 tavaszán a Hitelezési folyamatokban publikálja azt.

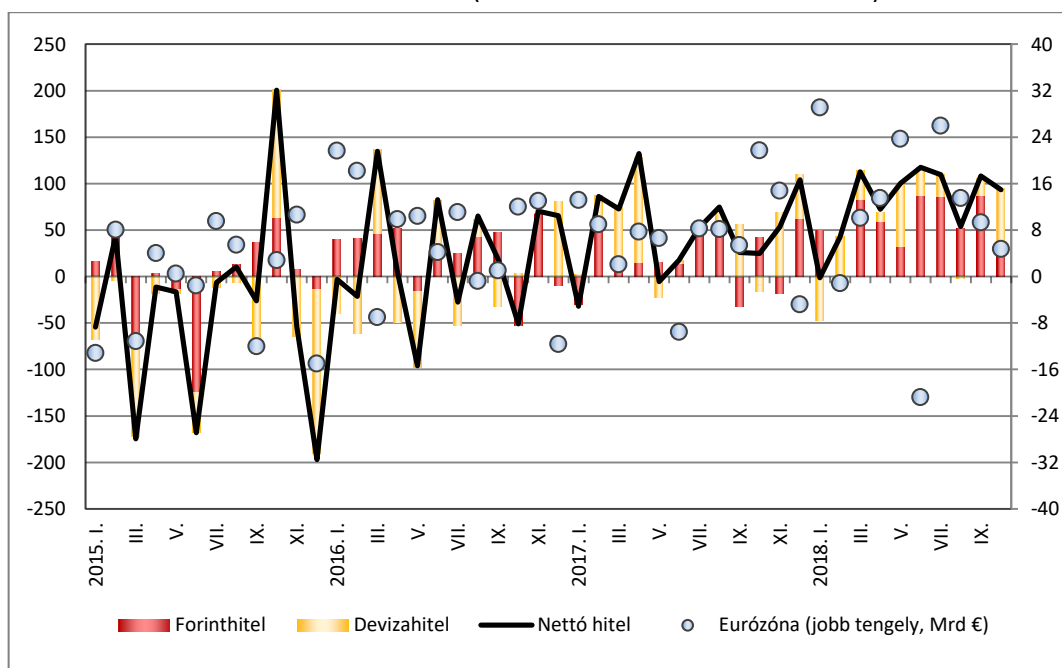
21. ÁBRA: A HITELEZÉS GDP-RE GYAKOROLT HATÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB

A vállalatoknál 2018 harmadik negyedévében a szezonálisan kiigazított adatok alapján a banki nettó forinthitel-felvétel 283,3 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke -62,2 milliárd forintot tett ki. A kettő eredményeként adódóan 2018 harmadik negyedévében a teljes nettó hitelfelvétel (szezonálisan kiigazítva) 221,5 milliárd forintnak felelt meg. 2018 októberében a vállalati szektor teljes nettó hitelfelvétele (szezonálisan kiigazítva) 93,3 milliárd forint volt.

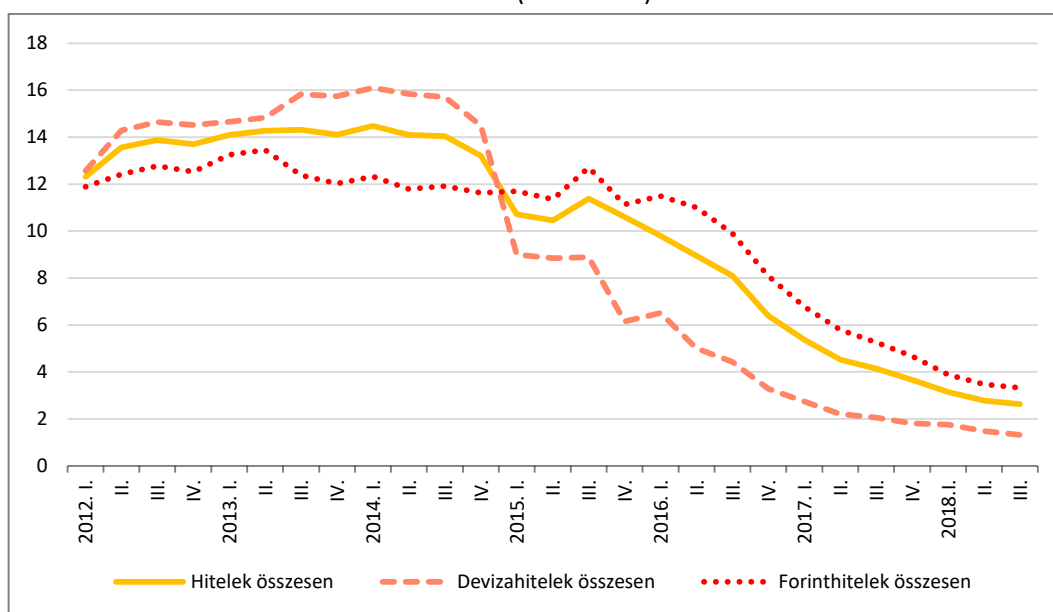
22. ÁBRA: A VÁLLALATOKKAL LEBONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK SEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT NETTÓ ÉRTÉKE (MILLIÁRD Ft ÉS MILLIÁRD EURÓ)



Forrás: MNB, EKB

Az MNB hitelintézeti szektorról szóló negyedéves idősora alapján 2018 harmadik negyedévében összességében a lakossági szegmensben és a vállalati szegmensben is csökkent a 90 napon túli késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. Ehhez hozzájárult a kedvezőbb gazdasági helyzet és a banki hitelportfóliók megtisztítása is. A vállalati szegmensben 0,2 százalékponttal, 2,7 százalékra csökkent a nem teljesítő hitelek aránya, míg a lakosságnál a nettó jövedelmek jelentős növekedése és a nem teljesítő hitelportfóliók eladása is hozzájárult a 0,3 százalékpontos NPL-ráta csökkenéséhez, amely így 2018. szeptember végén 5,5 százalékot tett ki. Jól látható tehát a magyar bankrendszer nem teljesítő hitelarányának további jelentős csökkenése, amely folyamatot a hitelminősítők is kiemelték tavaly ősszel, amikor a magyar államadósságot pozitív kilátásúra javították (a befektetési kategória alsó szélén). Továbbá említették idén a besorolás megerősítésekor is.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az MNB előzetes adatai szerint 2018-ban az első három negyedévben 462,2 milliárd forint adózás előtti és 425,4 milliárd forint adózás utáni nyereséget jelentett a bankszektor. Ezzel szemben egy évvel korábban a bankszektor az adatok alapján 526,6 milliárd forintos adózás előtti és 482,8 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 2,4 százalékkal alacsonyabb, míg utóbbi 5,0 százalékkal nagyobb volt az előző év azonos időszakának eredményénél. A bankok tőkeellátottsága 2018 harmadik negyedévében lefelé módosult, hiszen a tőkemegfelelési mutató az előző negyedévhez képest csekély mértékben, 0,1 százalékponttal, 21,2 százalékra csökkent. A hitelintézetek szavatoló tőkéje 46,2 milliárd forinttal (4040,5 milliárd forintra) nőtt, miközben a

kockázatokkal korrigált mérlegfőösszeg ennél nagyobb mértékben, 1,9 százalékkal emelkedett, és 2018. szeptember 30-án 19 087 milliárd forintot tett ki.

A háztartások ebben a negyedévben is jelentős mértékben (149,7 milliárd forinttal) növelték az állampapír-megtakarításaikat, ezen belül is a hosszú lejáratú papírok iránt mutatkozott a nagyobb kereslet. Pontosabban a lakosságnál 10,5 milliárd forinttal emelkedett a rövid lejáratú (azaz éven belüli) állampapírok állománya, míg 139,2 milliárd forinttal növekedett a hosszú lejáratúaké. A háztartások forint készpénzállománya 280,9 milliárd forinttal nőtt, továbbá nagymértékben emelkedett (342,1 milliárd forinttal) a hitelintézeteknél elhelyezett betétállományok értéke. A részvények és részesedések 2018. második negyedéves értéke 546 milliárd forinttal emelkedett az előző negyedévhez képest. A háztartások hitelállománya 132,6 milliárd forinttal emelkedett, amely növekményhez közel 80 százalékban járult hozzá a forintban felvett ingatlanhitelek növekménye. Összességében a háztartások nettó pénzügyi vagyona 1300,9 milliárd forinttal nőtt.

A vállalati hitelek állománya 454 milliárd forinttal (7446 milliárd forintra) nőtt október végére, míg a lakossági hiteleké 138 milliárd forinttal, 6115 milliárd forintra emelkedett a július végi hitelállományhoz képest. A lakossági hiteleken belül jelentősen, 101 milliárd forinttal növekedett a lakáscélú hitelállomány, és 3292 milliárd forintot ért el.

## Külső finanszírozási képesség

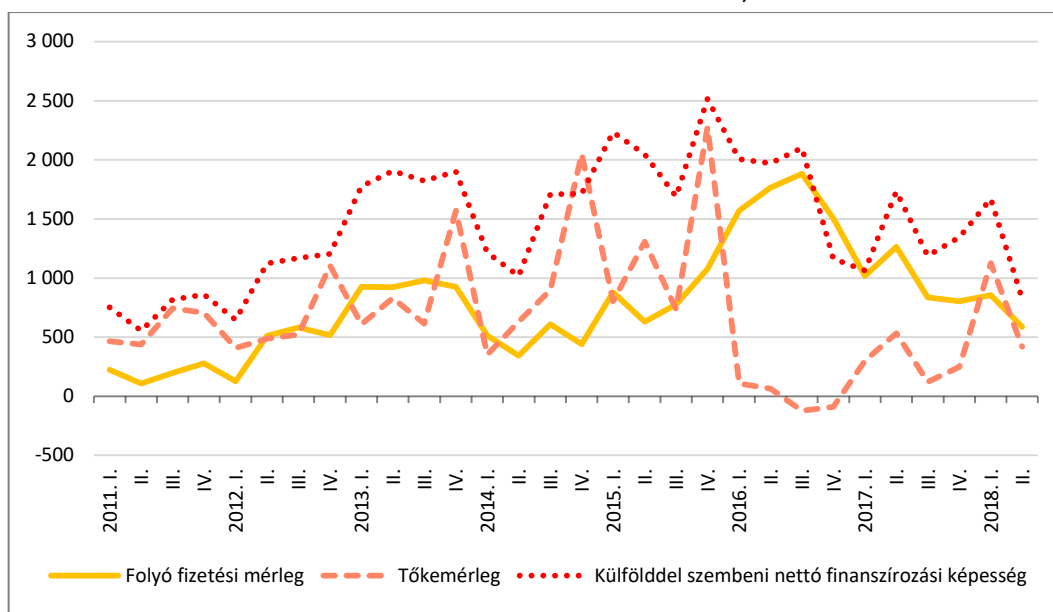
A folyó fizetési mérleg szezonálisan kiigazított egyenlege 2018 második negyedévében 267 millió euróval, 588 millió euróra csökkent az előző negyedévhez képest. Az áruforgalom és a szolgáltatások szezonálisan kiigazított egyenlege a vizsgált időszakban 325 millió euróval, 2360 millió euróra nőtt. Emellett az elsődleges jövedelmek negatív egyenlege 305 millió euróval emelkedett, és 1427 millió euró lett, míg a másodlagos jövedelmek passzívuma 179 millió euróval, 249 millió euróra nőtt.

A tőkemérleg egyenlege 707 millió euróval, 420 millió euróra csökkent.

Az Európai Unióval szembeni egyenleg 2018 második negyedévében összesen 644 millió euró volt, ami az elsődleges és a másodlagos jövedelmek, valamint a tőkemérleg EU-val szembeni részegyenlegeiből áll össze, és nagymértékű csökkenést mutat a 2018. első negyedéves adathoz képest, hiszen annak kevesebb mint a felét teszi ki. A folyó és a tőkemérleg együttes egyenlegéből számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség 1192 millió euróra csökkent, a szezonális hatások kiszűrésével ez a mutató 826 millió eurót tett ki, ez a negyedéves GDP 2,5 százaléka.



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



Forrás: MNB

A Magyarországra irányuló legnagyobb FDI-beáramlás az európai országok közül Luxemburgból valósult meg 2018 második negyedében, értéke 237,1 millió euró volt. A második legnagyobb FDI-beáramlás Ausztriából (209,3 millió euró), a harmadik Németországból (195,6 millió euró) érkezett. Az ágazati bontást tekintve a legnagyobb hozzájárulása az FDI bevonzásánál ebben a negyedévben a feldolgozóiparnak (302,8 millió euró) volt.

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

A befektetés régiója	2017. II. né.	2017. III. né.	2017. IV. né.	2018. I. né.	2018. II. né.
Európa	753,2	1022,4	4002,4	4,7	-27,4
Amerika	-418,8	59,4	-35,1	403,9	52,1
Ázsia	-82,7	71,1	-2248,1	136,3	184,0
Afrika	7,6	4,3	-8,1	53,4	-26,3
Ausztrália és Óceánia	-43,3	-3,1	1,4	23,1	14,5
Nemzetközi szervezetek	0,5	0,5	0,5	3,8	4,2
Nem azonosított	-56,0	99,0	103,8	85,5	-121,6
Összesen	160,3	1253,5	1816,8	710,8	79,5

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 70,2 millió eurót tett ki, tehát a nettó FDI-beáramlás mértéke 2018 második negyedévében 9,3 millió euró volt.

Az előző negyedévek tendenciájával megegyezően a nemzetgazdaság bruttó adósságállománya csökkent. Ennek értéke 2018 második negyedévének végén 73,0 milliárd eurót tett ki, és 0,7 milliárd euróval alacsonyabb az előző negyedévi adatnál. Ha az előző év második negyedéves adatával vetjük össze az adatot, akkor 5,5 milliárd euró mértékű csökkenés figyelhető meg.

A pénzügyi számlák adatai szerint az alulról<sup>14</sup> számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség a GDP 1,4 százalékát tette ki a 2018 második negyedévével záruló elmúlt egy évben, ami csökkenés a 2018 első negyedévével záruló időszakhoz képest. Az MNB adatai szerint 2018 második negyedévében az államháztartás finanszírozási helyzete a GDP -3,4 százalékán zárt. A háztartási szektor nettó finanszírozási képessége 0,4 százalékponttal, 5,9 százalékra emelkedett. A nem pénzügyi vállalatok nettó finanszírozási képessége a GDP -2,6 százalékán zárt a vizsgált időszakban.

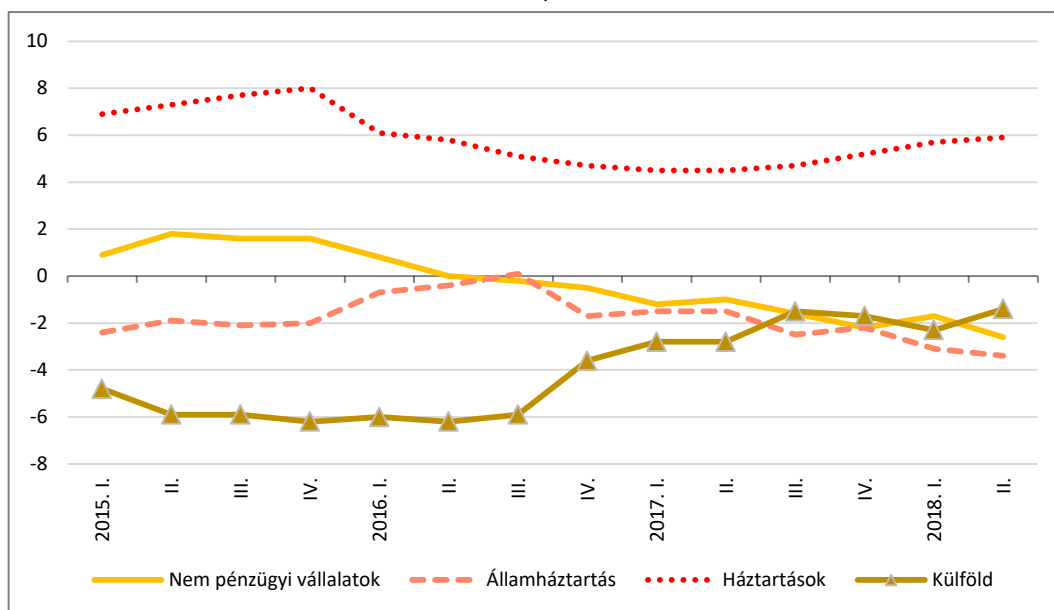
A külföld nettó finanszírozási képessége a 2018 második negyedévével záruló egy évben a GDP -1,4 százaléka (-540 milliárd forint), a második negyedévben a negyedéves GDP -3,8 százaléka (-389 milliárd forint) volt. A külföldiek pénzügyi eszközei és kötelezettségei tranzakcióból eredően számottevően növekedtek, a kötelezettségek növekedése (+3605,3 milliárd forint) jelentősen meghaladta a pénzügyi eszközökét (+2451,2 milliárd forint). A pénzügyi eszközök között a folyószámlabetétek (+132 milliárd forint), betétek, a rövid és hosszú lejáratú hitelek (+1377,2 milliárd forint) és az egyéb követelések (+568,8 milliárd forint) jelentősen növekedtek, ugyanakkor a hosszú lejáratú értékpapírok (-377 milliárd forint) tranzakcióból eredő csökkenése számottevő volt.

A külföldiek tartozásai közül tranzakcióból adódóan jelentős mértékben emelkedtek a lekötött betétek (+434,1 milliárd forint), a rövid és a hosszú lejáratú értékpapírok (+1123,1 milliárd forint), a rövid lejáratú hitelek (+590,1 milliárd forint) és az egyéb tartozások (+447,8 milliárd forint), ugyanakkor csökkentek a folyószámlabetétek (-565,1 milliárd forint).

---

<sup>14</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.

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

2018 III. negyedévében az Európai Unió gazdasága ismét a várakozásoknál gyengébben teljesített: a nyers adatok szerint a bővülés 1,9 százalék volt, míg a szezonálisan és naptárhatással megtisztított adatok szerint 1,8 százalékot tett ki. Ugyanakkor az egyes tagországok gazdasági teljesítménye meglehetősen különbözően alakult: míg Málta éves növekedése a kiigazított adatok szerint 7,9 százalék, Lengyelországé pedig 5,7 százalék volt, addig az olasz bővülés mindössze 0,7 százalékot tett ki, miközben legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, Németország bővülése – bár éves összehasonlításban elérte az 1,2 százalékot – negyedéves alapon 0,2 százalékos visszaesést mutat.

Míg a szolgáltatások exportjában Németország részaránya 18,1 százalék volt a III. negyedévben, a termékek esetében ez a mutató még ennél is jelentősebb, 26,9 százalék volt. Figyelembe véve a harmadik negyedéves adatokat, a német gazdaság növekedését 2018-ban 1,5 százalékosra becsüljük. Kérdés természetesen, hogy a harmadik negyedéves kedvezőtlen adat mennyire bizonyul tartósnak, vagy mennyire mutat egyedi hatásokat.

A szolgáltatások külkereskedelmében Magyarország második legfontosabb partnere az Egyesült Királyság volt. A szigetország gazdasága a második negyedéves gyenge teljesítmény után az uniós átlag körüli bővülést mutatott: a nyers adatok szerint növekedése 2,0 százalék, míg a kiigazított adatok szerint 1,5 százalék volt. Az év egészét tekintve arra számítunk, hogy a brit növekedés a némethez hasonlóan 1,5 százalék körül alakulhat.

Az olasz gazdaság teljesítménye, mint láttuk, jelentősen elmaradt a várakozásoktól: úgy a nyers, mint a kiigazított adatok szerint 0,7 százalék volt éves bázison. A bővülésre negatív hatással lehetnek a Róma és Brüsszel közötti viták, különösen, ha végül olyan költségvetést fogadnak el, amely továbbra sem tud érdemben hozzásegíteni a gazdasági növekedés beindításához. 2018 egészét tekintve az olasz gazdaság növekedése várakozásaink szerint kismértékben 1 százalék felett lehet.

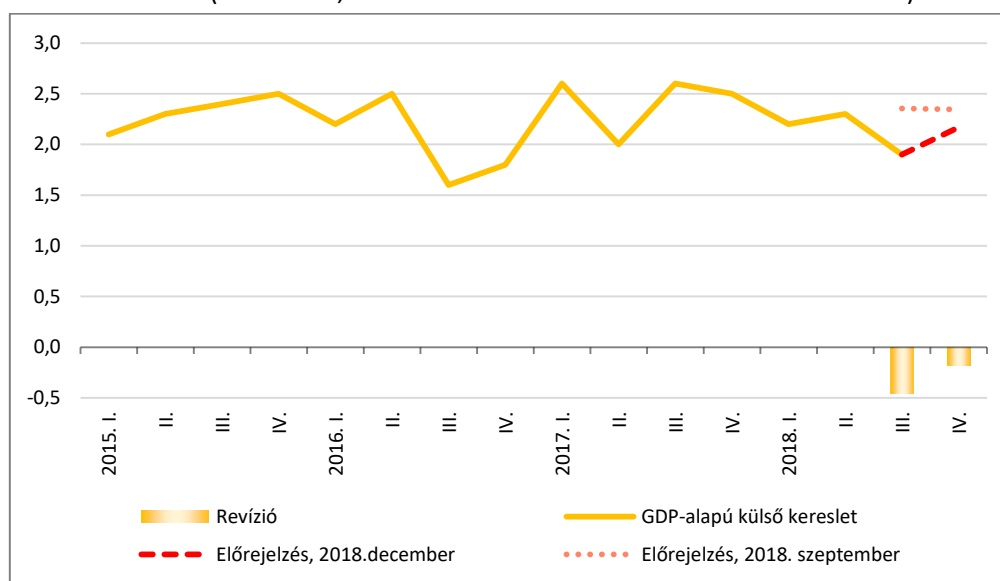
Az unió nagyobb gazdaságai közül érdemes lehet még kiemelni Spanyolországot. Az elmúlt negyedévekben a délnyugat-európai gazdaság növekedése stabilan 2,5 százalék körül alakult, így erre számítunk az év egészében is.

A régió országainak növekedése 2018-ban is meghaladhatja az uniós átlagot. Lengyelország bővülése a harmadik negyedévben is kiemelkedő volt, mind a nyers, mind a kiigazított adatok szerint 5,7 százalékot tett ki. Az év egészében így 5,2 százalékos bővülést várunk. A visegrádi országok közül a harmadik legnagyobb növekedést Szlovákia érte el: a nyers adatok szerint 4,6, míg a kiigazított adatok szerint 4,5 százalék volt északi szomszédunk bővülése. Így az év egészében a szlovák gazdaság növekedése meghaladhatja a 4 százalékot.

Csehországban a harmadik negyedévben a bővülés mindössze 2,5 százalék volt a nyers és 2,4 százalék a kiigazított adatok szerint, így a cseh gazdaság bővülése éves szinten 3,0 százalék körül alakulhat. Bár 2017-ben még az unió egyik legnagyobb növekedését felmutató Románia továbbra is az átlagot jóval meghaladó mértékben bővül, de a tavalyinál kisebb lendületben: a harmadik negyedévben növekedése a nyers adatok szerint 4,3, míg a kiigazított adatok szerint 4,1 százalék volt, így keleti szomszédunk növekedése az idén 4,0 százalék körül alakulhat.

Legfontosabb unión kívüli partnerországaink közül az Egyesült Államok növekedése 3,0 százalékot tett ki, így az év egészében kismértékben, 3,0 százalék alatt lehet bővülése. Kína gazdasági növekedése meglehetősen egyenletes, a harmadik negyedévben 6,5 százalék volt, és az év egészében is ezen érték körül alakulhat. A szerb növekedés mintegy 4,0, az ukrán mintegy 3,5, míg a svájci mintegy 3,0 százalék lehet. Ettől elmaradhat Oroszország kicsivel 2,0 százalék alatti növekedése.

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 pedig Mario Draghi jövő októberben lejáró mandátumáig nem emelkedik.

A Brent típusú kőolaj európai FOB-jegyzésének spot ára folyamatos emelkedés mellett már a 85 dolláros hordónkénti szintet is meghaladta 2018. október elejére, mely négyéves csúcspot jelentett, ám ezután az energiahordozó ára 2018. november 19-re 64 dolláros szintre csökkent, ami a 2017. decemberi és a 2018. februári árszintnek megfelelő érték. A drasztikus árcsökkenés annak köszönhető, hogy az USA történelmi szintre emelte a kitermelését, emellett az olajkitermelő szövetségeseit is a kitermelés növelésére kérte, az Irán elleni

szankciókat a tőlük nem közvetlenül vásárló országokra nem terjesztette ki, miközben az olaj iránti kereslet jelentősen visszaesett. Az USA nem titkolt célja az, hogy az árcsökkenéssel az olajkitermelő stratégiai ellenfeleit megfossza a fegyverkezésükre fordítható profittól.

Jellemző tehát a túlkínálat az olajpiacon, és a 2018. novemberben bekövetkezett világpolitikai események – például az orosz–ukrán feszültség újabb fejezetei – azt mutatják, hogy az alacsony olajár fenntartása az USA stratégiai érdeke, és ebben a folyamatban egyelőre partnerek az OPEC-országok is, főleg Szaúd-Arábia próbálja visszanyerni szövetségese bizalmát az ország törökországi nagykövetségén bekövetkezett, nagy politikai visszhangot kiváltó incidens után.

Az olajár jövőbeli alakulását illetően a Brent futures opciós jegyzésének 2019-re vonatkozó havi termékárai 62 dollár/hordó körüli szinten vannak, ami alapján a jövőben a Brent spot ár maradhat a jelenlegi 60 dollár/hordó szinten. Az elemzők 2018 szeptemberében, az iráni embargó novemberi bevezetésének hatására egybehangzóan egy 90–100 dollárig emelkedő olajárat vizionáltak, viszont az azóta eltelt időszak megmutatta, hogy ez a várakozás téves volt, jelenleg sokkal valószínűbb a 60 dolláros olajár. Főleg annak tükrében várható a korábbiaknál alacsonyabb olajár, hogy az opciós futures havi termékek még 62 dolláros árszinten sem keresettek, az ilyenkor megszokott jegyzett mennyiség alig ötöde van jelenleg opciós termékben. A piaci adatokból kitűnik, hogy még a 62 dolláros, 2019-re és 2020-ra vonatkozó futures olajtermék sem jó üzlet az olajvásárló feldolgozóknak, tehát a piac ezen árszint alatti spot árakat vár.

## **A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés**

A III. negyedévben a gazdaság növekedése több mint 0,5 százalékponttal múlta felül az elemzői várakozásokat: a nyers adatok szerint 4,9, míg a szezonálisan és naptárhatástól megtisztított adatok szerint 5,2 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest.

Kedvezőtlenül alakult ugyanakkor a külső kereslet, különösen is Németország gazdasági teljesítményének alakulása. Az Európai Unió gazdasági növekedése a harmadik negyedévben nem érte el a 2 százalékot, miközben a német gazdaság negyedéves alapon 0,2 százalékkal visszaesett. Ennek megfelelően az export teljesítménye is jelentősen elmaradt a várttól, a kivitel volumene mindössze 3,4 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit. A termékek esetében a növekedés 3,2, míg a szolgáltatásoknál 4,2 százalék volt. Tekintettel a termékexport magas importtartalmára, nem meglepő, hogy az import növekedése is elmaradt a várakozásoktól, bár így is 5,9 százalékot tett ki. Ezen belül az áruk importja 6,6, a szolgáltatásoké 2,6 százalékkal nőtt.

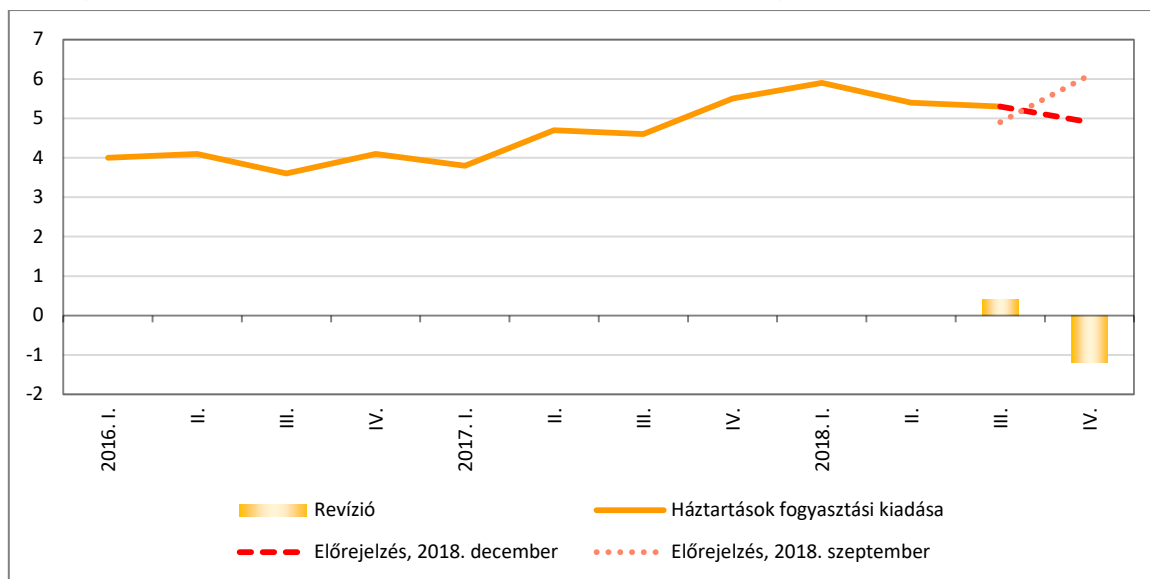
A frissen beérkezett adatok és a vártnál gyengébb külső kereslet nyomán, figyelembe véve az első két negyedév adatának revízióját is, az export 2018-as növekedésére vonatkozó

előrejelzésünket mérsékeltek. Így az export volumene a korábban várt 6,7 százalék helyett 5,4 százalékkal nőhet. Szintén mérsékeltek az import növekedésére vonatkozó előrejelzésünket. Bár a korábban vártnál erőteljesebben növekvő belső kereslet az előző előrejelzésben szereplőnél kismértékben magasabb importot indukál, a vártnál alacsonyabb exportteljesítmény nyomán 7,1 százalékosra mérsékeltek vonatkozó előrejelzésünket.

A külső kereslet alakulása természetesen nagyban befolyásolja az export alakulását, így érdemes röviden áttekinteni a külső kereslettel kapcsolatos legfontosabb kockázati tényezőket. E kockázati tényezők jellemzően csak keveset változnak egyik negyedévről a másikra. Bár a Brexit időpontja (2019. március 29.) egyre közeleg, a bizonytalanság nem tűnik kisebbnek. Ugyan a brit kormány és az Európai Bizottság megállapodott a kilépés feltételrendszeréről, ez inkább egy átmeneti megállapodásnak tűnik. Problémát jelent azonban az, hogy a megállapodás jóváhagyása a brit parlament részéről késik, így növekszik a megállapodás nélküli Brexit vagy az unióban maradás valószínűsége. Szintén a kockázatok között érdemes kiemelni a német gazdaság teljesítményének további alakulását. Kérdés, hogy a megtorpanás csak átmeneti, vagy tartósan bizonyul. Bár az előző hónapokban a kereskedelmi háborúkkal kapcsolatos események lelassultak, az események eszkalálódása továbbra is a kockázatok között szerepel. Szintén említhetjük a kockázatok között a török és az olasz gazdaság teljesítményének alakulását is, illetve az ezekben fellépő egyensúlyzavarok következményeit.

A háztartások fogyasztási kiadásainak növekedése továbbra is jelentős, a harmadik negyedévben 5,3 százalék volt, amelyet a bérek inflációt jóval meghaladó növekedése magyaráz. Tekintettel a vásárlóerő növekedésére, az év egészében is a fogyasztás volumenének 5 százalék feletti, pontosabban 5,4 százalékos bővülésére számítunk. Érdemes megjegyezni, hogy az 5,4 százalékos fogyasztásnövekedés nem mond ellent a bérek dinamikus emelkedésének. Több közgazdász azt állítja, hogy a bérek emelkedése azért sem lehet igaz, mert a fogyasztás ennél szerényebb mértékben emelkedik. A reálbérek idénre várt 8,1 százalékos emelkedése azonban a fogyasztás mellett a megtakarításokat is emeli, illetve csak a bérből élőket érinti, a nyugdíjak növekedés például ennél alacsonyabb, így a háztartások összességét tekintve a reáljövedelmek bővülése bár dinamikus, de a reálbérek emelkedését nem éri el. Így nem is várható, hogy a megtakarítások növekedése mellett a fogyasztás is a bérek növekedésével megegyező ütemben bővüljön.

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 növekedése a harmadik negyedévben is meghaladta a várakozásokat: 20,0 százalékot tett ki, vagyis az építőipar a munkaerőhiány ellenére is képes volt fokozni a termelését. A beruházások bővüléséhez 2018-ban egyaránt hozzájárulnak az állami szféra és a vállalkozások beruházásai, amelyeket az uniós források megelőlegezése mellett az alacsony kamatkörnyezet is támogat. Várakozásunk szerint a jövőben tovább tud majd bővülni a lakásépítések száma is, amelyet a kedvezményes áfakulcs mellett a családi otthonteremtési kedvezmény is támogat. Az Országgyűlés döntése értelmében az október végéig építési engedéllyel rendelkező lakások még a kedvezményes áfakulcs mellett épülhetnek meg, ami több tízezer új lakást jelent. Ez az építőipar helyzetét 2019 után is javítja. A beruházások bővülését jelentősen felfelé módosítottuk, 13,0 százalékról 16,7 százalékra.

A kormányzati kiadások volumene a harmadik negyedévben alig változott az előző év azonos időszakához képest. Várakozásaink szerint a kormányzati kiadások volumene 2018 egészében 0,4 százalékkal bővíthet.

Előző negyedéves becslésünk óta a KSH az első és második negyedéves GDP-növekedési adatot 0,1-0,1 százalékponttal felfelé revideálta. A harmadik negyedév bővülése a várakozásokat 0,6 százalékponttal haladta meg. Ennek megfelelően a 2018-as növekedésre vonatkozó prognózisunkat 4,6 százalékra módosítottuk.

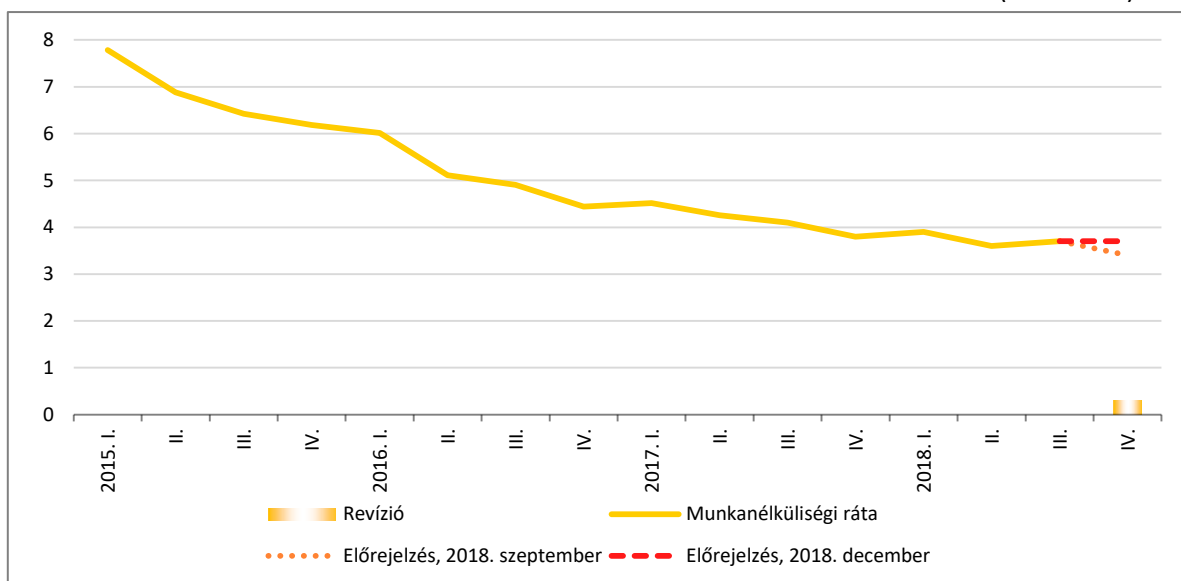
A gazdasági növekedést természetesen egyaránt övezik pozitív és negatív kockázatok. Ezek közül tekintjük át a legfontosabbakat a következő felsorolásban:



- Külső kereslet alakulása: amint láttuk, a külső kereslet kapcsán elsősorban a Brexitet, a kereskedelmi háborút, a német teljesítmény esetleges visszaesését, illetve az olasz és a török gazdaság problémáit érdemes kiemelni.
- A mezőgazdaság teljesítménye: negyedévről negyedévre hangsúlyozzuk, hogy a magyar gazdaság teljesítményét nagyban tudja befolyásolni a mezőgazdaság teljesítményének alakulása akár pozitív, akár negatív irányban.
- Versenyképesség és hozzáadott érték: a versenyképesség javítása elengedhetetlen a hosszú távú gazdasági növekedéshez.
- Az olajár alakulása: az elmúlt időszakban az olajár meglehetősen volatilisén alakult. A magasabb olajár lassabb, az alacsonyabb olajár magasabb növekedést eredményezhet.
- A forint–euró árfolyam alakulása: a forint a korábbi 310 körüli szintről a 320 és 325 közé gyengült. Ez az export szempontjából kedvező (bár az adatokon ez nem látszik), míg a háztartási fogyasztás szempontjából kedvezőtlen (bár az adatokon ez sem látszik).

Az előző előrejelzésünkhöz képest a vártnál lassabb foglalkoztatásbővülés következtében kismértékben csökkentettük a foglalkoztatásra vonatkozó prognózisunkat. Várakozásaink szerint a foglalkoztatottak száma idén megközelítheti a 4 millió 465 ezer főt, amely éves szinten 43 ezer fős bővülés. A munkaerőpiaci bővülésnek azonban egyre nagyobb gátat szabnak a kedvezőtlen demográfiai folyamatok, ennek eredményeként az aktívak száma csak lassabb ütemben, 2018-ban 23 ezer fővel nőhet. A kormányzati programok, a nyugdíjasok foglalkoztatásának egyszerűsítése és a számukra nyújtott adókedvezmények várakozásaink szerint segítik majd a munkaerő-kínálat növekedését, míg a vállalkozások munkaerő-kereslete a jövőben is jelentős maradhat. Várakozásaink szerint továbbra is a versenyszektor szerepe lehet meghatározó a közszféra leépítése és a közfoglalkoztatás visszaszorulása mellett, előbbi azonban makroszinten érdemben nem gyakorol befolyást a munkaerőpiacra. Előrejelzésünk szerint a Start munkaprogramokban dolgozók száma idén 40 ezer fővel mérséklődhet. A programokból kilépők várhatóan a jelenlegi munkaerőhiány mellett könnyen elhelyezkedhetnek az elsődleges munkaerőpiacon, míg az ösztönzést számukra elsősorban a közfoglalkoztatotti bér és a minimálbér közötti olló emelkedése jelentheti.

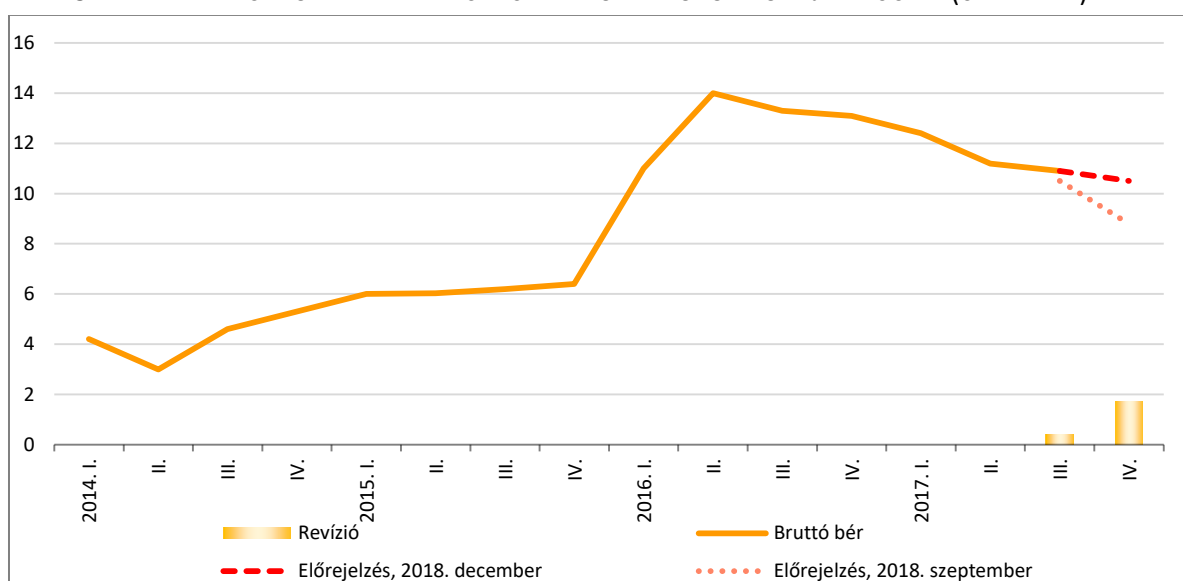
28. ÁBRA: A MUNKANÉLKÜLISÉGI RÁTÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK (SZÁZALÉK)



Forrás: Századvég-számítás

Előrejelzésünk szerint tovább mérséklődik majd a munkanélküliek száma, éves átlagban 2018-ban 173 ezer ezer főnek nem lesz majd álláshelye az aktívak közül. Ez 3,7 százalékos munkanélküliségi rátát jelent, ami továbbra is elmarad majd az EU átlagától. A munkanélküliségen belül egyre nagyobb arányt képvisel majd az átmeneti munkanélküliség, míg tovább csökkenhet a tartós munkanélküliek részaránya. Ennek oka, hogy a munkaerőhiány miatt a vállalkozások csökkentik a felvételi követelményeket, így olyan állástalanok is munkához juthatnak, akik korábban nem tudtak elhelyezkedni.

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



Forrás: KSH, Századvég-számítás

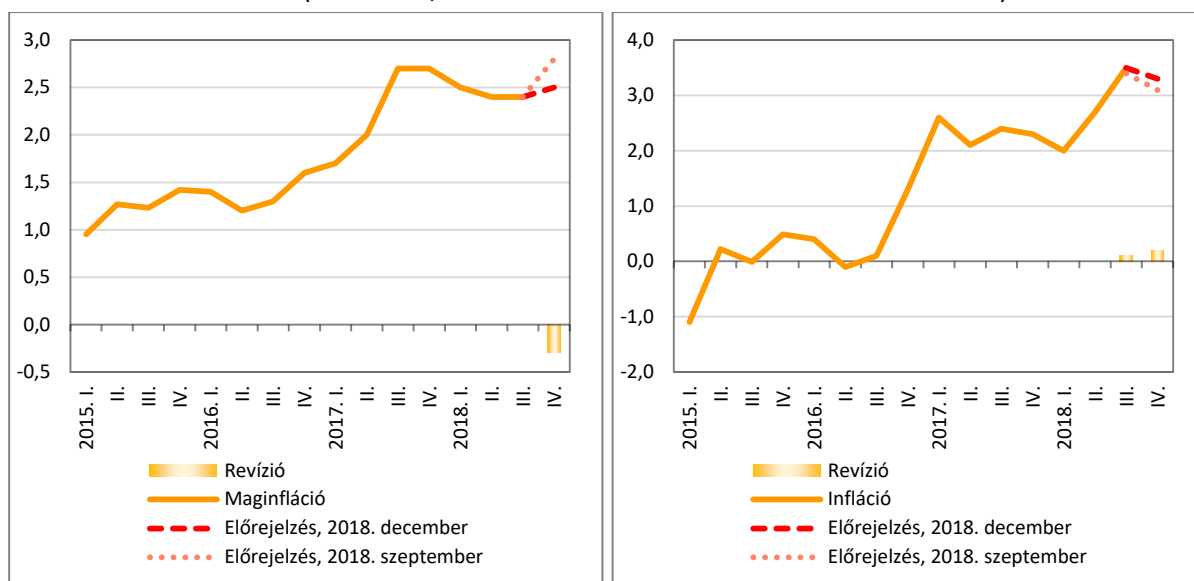
A 2017-es 13,0 százalékos bérnövekedést követően 2018-ban a nettó átlagkereset 11,3 százalékkal nőhet. A lassabb béremelés oka egyrészt, hogy a minimálbér és a garantált bérminimum idén csak 8 és 12 százalékkal emelkedett a tavalyi 15 és 25 százalékkal szemben, illetve hogy a 6 éves bérmegállapodás következtében a szociális hozzájárulási adó idén 2,5 százalékponttal csökkent a megelőző év 5 százalékpontos mérséklésével szemben, így a vállalkozások számára kisebb mozgástér állt rendelkezésre a béremelések terén. Az infláció hatását is figyelembe véve 8,1 százalékos reálbér-növekedést prognosztizálunk.

Az infláció az elmúlt időszakban a 3 százalékos cél fölött tartózkodott, októberben egészen 3,8 százalékgig emelkedett. A cél feletti inflációhoz elsősorban az olaj és így a járműüzemanyagok árának növekedése járult hozzá. Ugyanezen termékek árának csökkenése vezetett ahhoz, hogy novemberben az infláció 3,1 százalékra csökkent. A maginfláció a harmadik negyedévben 2,4 százalék volt. Az elmúlt időszakban az inflációs folyamatokat a forint gyengülése, az olajár alakulása, a bérek emelkedése és a külső inflációs környezet befolyásolták. Mindezeket figyelembe véve alakítottuk ki új inflációs prognózisunkat. 2018-ban az előző előrejelzés elkészítése óta beérkezett adatok nyomán 0,1 százalékponttal magasabb, 2,9 százalékos inflációt várunk.

Az inflációhoz kapcsolódó kockázatok negyedévről negyedévre alig változnak. Ezek közül a legfontosabbak a következők:

- A külső inflációs környezet alakulása: az elmúlt időszakban az Európai Unióban az átlagos infláció 2 százalék körül stagnált. Tekintettel arra, hogy a magyar gazdaság meglehetősen nyitott, ez hatással van a hazai fogyasztói árakra is.
- Szintén a magyar gazdaság nyitottságából következik, hogy a forint árfolyamának alakulása is meghatározó szereppel bír az inflációs pályára.
- Az olajárak alakulása szintén kockázatot jelent. Az olajárak elsődlegesen a járműüzemanyagok árára hatnak, de a szállítási költségeken keresztül szinte minden termék és szolgáltatás árát befolyásolják.
- A bérek emelkedésének hatása: az elmúlt időszakban a béremelkedés csak csekély mértékben jelent meg az inflációban. Hosszabb távon kérdés, hogy az inflációt jelentősen meghaladó béremelkedést a kkv-k mennyire érvényesítik az áraikban.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

A novemberi inflációs adat nyomán a tartósan cél feletti inflációval kapcsolatos kockázatok csökkentek, így a Magyar Nemzeti Bank egyelőre nincs lépéskényszerben, továbbra is fenn tudja tartani a laza monetáris politikáját. Ennek megfelelően a monetáris politika érdemi szigorodására csak 2019 második felétől számítunk, amikor is az Európai Központi Bank várhatóan szigorít monetáris kondícióin. A szeptemberi monetáris tanácsi ülésen a Nemzeti Bank a monetáris politikai keretrendszerének átalakításáról döntött abból a célból, hogy előkészítse a monetáris politika szigorodását, normalizálódását.

Természetesen a monetáris politika jövő év második felében várható szigorodása nem jelent szigorú monetáris politikát, sokkal inkább azt, hogy bár a kamatkörnyezet továbbra is mérsékelt marad, de fokozatosan elszakadhat a 0 körüli szinttől. Amennyiben az Európai Központi Bank restriktója későbbre tolódik, az a magyar monetáris politika szigorodásának késleltetését eredményezheti.

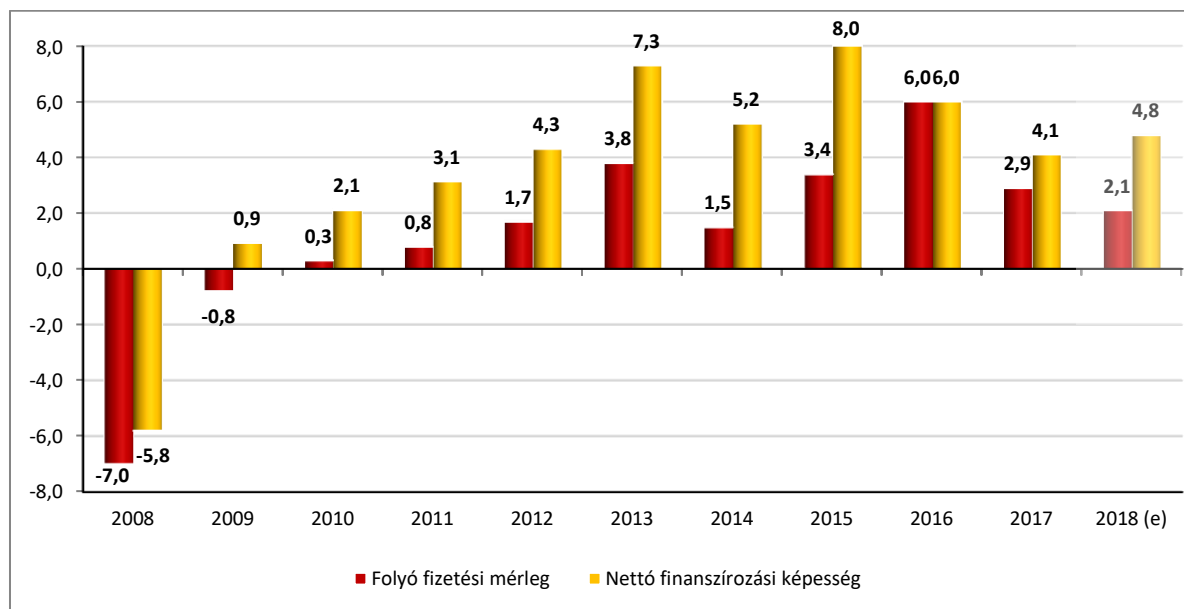
## A külső egyensúly várható alakulása

A továbbra is kedvező külső környezetet figyelembe véve 2018-ban az export növekedése a korábban vártnál gyengébb, 5,4 százalékos lehet. Itt egyúttal figyelembe vettük a beruházások hatásait is. Ennek következtében tehát a külkereskedelmi egyenleg idén még nem tud hozzájárulni a gazdasági növekedéshez.

Az import vonatkozásában tehát az idei évi magasabb növekedést a tovább élénkülő belső kereslet húzza. A felfutó fogyasztás, az erősebb beruházások indukálta nagyobb importkereslet és a külső kereslet enyhébb javulása, valamint az uniós támogatások

lehívásának élénkülése révén a nettó finanszírozási képesség növekedését várjuk. Összességében a 2018. évre 4,8 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet prognosztizálunk, míg a folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP 2,1 százaléka lehet.

31. ÁBRA: A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG ÉS A KÜLFÖLDEL SZEMBENI NETTÓ FINANSZÍROZÁSI KÉPESSÉG ALAKULÁSA A GDP SZÁZALÉKÁBAN



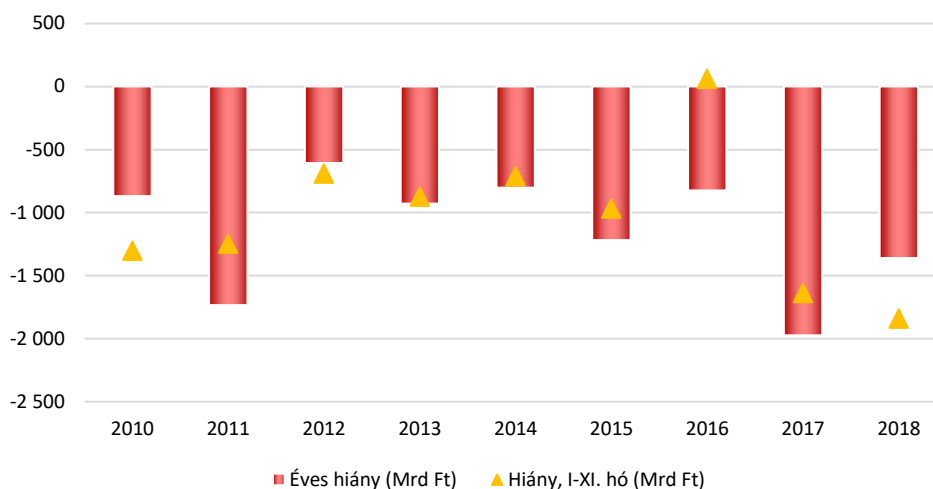
Megjegyzés: A 2018. évi érték a Századvég előrejelzése. Forrás: AMECO, Eurostat, Századvég-számítás

## Az államháztartási helyzet prognózisa

2018 novemberének végéig az államháztartás központi alrendszerének hiánya 1 842,4 milliárd forintot ért el. Ezen belül a központi költségvetés 1 856,1, míg a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 26,1 milliárd forintos deficittel, az elkülönített állami pénzalapok ellenben 39,8 milliárd forintos többlettel zártak. Az előző három év azonos időszakához viszonyított, viszonylag magas hiány mögött főleg az európai uniós források megelőlegezése állt, de hozzájárultak az infrastrukturális fejlesztések és egyszeri kiadások is. A fentiek összhangban állnak a kormány költségvetési politikájával, amelyben a fő hangsúly továbbra is a gazdasági növekedés ösztönzésén és a családok támogatásán nyugszik.

Az idei tizenegy havi egyenleg alakulásában ismét az uniós programok kifizetéseként volt jelentős szerepe, amelyek ugyan elmaradtak az előző év azonos időszakának teljesülésétől (–9,7 százalék), azonban az október végi egyenleghez képest 155,9 milliárd forinttal emelkedtek, egészen 1 737,4 milliárd forintra. Az uniós programokat fedező bevételek is nőttek, így már 574,6 milliárd forint folyt be Brüsszeltől a költségvetésbe. A hazai forrásokból finanszírozott fejlesztések (Modern Városok Program, közúthálózat felújítása) szintén tovább folytatódtak a vizsgált időszakban.

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



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

Forrás: Pénzügyminisztérium, MÁK

A fejezet következő részében a rendelkezésre álló első tíz havi adatokat az éves módosított előirányzattal és a megelőző év azonos időszakával hasonlítjuk össze. A 2018. év egészére vonatkozó költségvetési előrejelzésünket az adatok áttekintésével párhuzamosan készítjük el, az azonosított (pozitív, illetve negatív) kockázatokat és azok becsült mértékét részletesen taglaljuk. Az első tíz hónap részletes adataira támaszkodva, makroökonómiai modellünk legfrissebb előrejelzése segítségével pedig becslést adunk a 2018. évi – uniós módszertan szerinti és önkormányzati egyenleggel bővített – költségvetési deficitre vonatkozóan.

## Bevételek

A központi alrendszer novemberi halmozott bevétele 15 672,4 milliárd forintot állt, amely 1 134,5 milliárd forinttal haladja meg 2017 első tíz havi teljesülésének értékét. A bevételek növekedését főleg a központi költségvetésbe beérkező nagyobb összegek indokolták, de hozzájárult a társadalombiztosítási alapok bevételeinek emelkedése is.

A központi költségvetés 2018 októberének végéig tartó időszaka halmozott bevételeinek összege 10 523,6 milliárd forintot tett ki, és az előző év azonos időszakától 894,6 milliárd forinttal (9,3 százalékkal) magasabb teljesülést takar. A gazdálkodószervezetek befizetései a bázisév első tíz hónapjához viszonyítva 94,4 milliárd forinttal (8,3 százalékkal) alulteljesültek, amelyhez jelentős mértékben hozzájárult a társasági adóból származó 188,6 milliárd forint nagyságú bevételkiesés. A fenti elmaradást egyrészt a 2017. évi adóelőleg-kiegészítést érintő rendelkezések 2018 januárjára történő, jelentős áthúzóda, másrészt pedig a növekedési adóhitel befizetései összegének számottevő csökkenése magyarázza. **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-bevételek esetén a 2018. évi előirányzat értékéhez képest.**

Október végéig az egyéb központosított bevételek 44,5 milliárd forinttal (11,3 százalékkal) magasabban teljesültek, amelyben jelentős szerepet játszott az elektronikus útdíjból, a bírságokból, valamint a rehabilitációs hozzájárulásból származó bevételek jelentős mértékű növekedése. Az elektronikus útdíjból származó bevétel 8,5 milliárd forinttal (6,0 százalékkal) haladta meg az előző év azonos időszakai halmozott bevételeinek mértékét, míg a bírságok esetében 19,0 milliárd forintos (74,9 százalékos) emelkedés történt. A rehabilitációs hozzájárulás esetében a 2018. októberi halmozott bevétel 89,1 milliárd forintot tett ki, amely 11,0 milliárd forinttal (14,0 százalékkal) magasabb, mint 2017 azonos időszakai értéke. Figyelembe véve azonban az első tíz havi teljesülést, előrejelzésünkben elfogadtuk az előirányzat értékét.

A reklámadó 2018. évi előirányzatának összegét 14 milliárd forintban állapították meg, azonban a tavalyi évben megfigyelt eredményekhez hasonlóan idén is az előirányzattól való jelentős mértékű (23,1 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 a fenti jelentős eltérés háttérében ez húzódik meg. A korábbi hónapokkal ellentétben, mikor is a korábban ismertetett tendencia érvényesült, és a reklámadó a gazdálkodószervezetek befizetései sor összegét csökkentette, 2018 júliusától a reklámadóból származó bevételek pozitív tartományba léptek. Október végéig a halmozott bevétel 4,2 milliárd forintot tett ki, vagyis a gazdálkodószervezetek befizetései sor összegét növelték.

Október végéig a kisvállalati adóból származó bevételek 37,9 milliárd forintig emelkedtek, amelyek így 17,3 milliárd forinttal (84,1 százalékkal) haladják meg az előző év azonos időszakának teljesülését. Ennek háttérében a kisvállalati adó mértékének 13 százalékra való csökkenése (és így az adónem népszerűbbé válása) mellett a kedvező gazdasági folyamatok adóbevétel-generáló hatása is meghúzódik. **A fenti tendenciát figyelembe véve 2018-ra vonatkozóan az előirányzott bevételekhez képest becslésünk alapján 14 milliárd forint pozitív kockázatot azonosítottunk.**

A kisadózók tételes adója soron beérkező összegek a tizedik hónap végéig 22,1 milliárd forinttal (27,8 százalékkal) haladták meg az előző év azonos időszakában mért teljesülést. Jelen adónem esetében elfogadjuk az előirányzat értékét, ugyanis az előirányzat figyelembe veszi a 2017. évi értékhatár-emelő jogszabályváltozás hatását.

A fogyasztáshoz kapcsolt adókból származó bevételek október végéig 547,1 milliárd forinttal (14,0 százalékkal) voltak magasabbak, mint a bázisév azonos időszakai eredménye. Az

általános forgalmi adóból származó bevételek összege 440,1 milliárd forinttal (15,7 százalékkal), míg a jövedéki adóból befolyt összegek 74,1 milliárd forinttal (8,8 százalékkal) haladták meg az előző év azonos időszakának teljesülését. A fogyasztás, valamint ennél fogva a hozzá kapcsolódó adóbevételek növekedésének hátterében a háztartások számára rendelkezésre álló jövedelem dinamikus bővülése áll, amelyben meghatározó szerepet játszottak a 2016-ban megkötött hatéves bér- és adómegállapodás keretében végrehajtott intézkedések. A minimálbér, valamint a garantált bérminimum további 8, illetve 12 százalékos emelésének, továbbá a közszférában megkezdett életpályamodellek és a célzott ágazati béremelések eredményeképp idén is folytatódik a háztartások jövedelmének bővülése. 2018-ban tovább csökkent az éttermi étkezés áfája (18 százalékról 5 százalékra), valamint 5 százalékos áfakulcs alá sorolták a halakat és a sertésbelsősegeket is. Az áfacsökkentések mellett idén bevezették a 4 százalékos turizmusfejlesztési hozzájárulást új adónemként, amelyből 2018-ra 11,4 milliárd forint bevételre számít az állam. Az áfabevételek 15,7 százalékos növekedése alapján megállapítható, hogy a kormányzat intézkedéseinek hatására a gazdaság fokozatosan fehéredik. A fogyasztáshoz kapcsolt adóbevételek idei előirányzatának összege 7,9 százalékkal haladja meg a 2017 végi teljesülést, azonban **figyelembe véve az előző évi előirányzat értékeit és a tényadatokat, valamint a jövedékiadó-emeléseket, előrejelzésünkben a várt bevételekhez képest 3,7 milliárd forint negatív kockázatot azonosítunk.**

A lakosság befizetései 2018 tizedik hónapjának végéig 226,3 milliárd forinttal (12,8 százalékkal) magasabb értéken teljesültek, mint az előző év azonos időszakának eredménye. Ez főként a személyijövedelemadó-bevételek 209,0 milliárd forintos (13,2 százalékos) növekedésének tudható be. A költségvetési politika továbbra is kiemelt figyelmet fordít a gyermeket nevelő családok támogatására:

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



**A kedvező munkaerőpiaci folyamatok (rekordalacsony munkanélküliség, növekvő bruttó bérek) mellett a lakosság befizetéseinél az előirányzat értékét alulbecsültnek tartjuk, és 63,0 milliárd forint pozitív kockázatot azonosítunk.**

## Kiadások

A központi alrendszer október végéig számított, halmozott kiadásainak összege 17 350,4 milliárd forint értékben teljesült, amely 1 394,3 milliárd forinttal (8,7 százalékkal) haladja meg az előző év azonos időszaka kiadásainak az összegét. A növekedés szinte egészét a központi költségvetés, azon belül is a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásaihoz tartozó tételek összegében végbement emelkedés eredményezte.

A költségvetési szervek kiadásai 704,2 milliárd forinttal (17,5 százalékkal) haladták meg a tavaly októberi halmozott értéket. Az intézmények teljesítéséből a személyi juttatásokra, szociális hozzájárulási adóra, a munkaadókat terhelő járulékokra fordított kiadások 307,3 milliárd forinttal voltak magasabbak, mint egy évvel korábban.

A szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásai 498,2 milliárd forinttal (29,3 százalékkal) haladták meg a 2017. január–október közötti időszak teljesülését, amelyen belül többek között 309,8 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), 142,6 milliárd forint kifizetése kiemelt közúti projektekre, 115,0 milliárd forintot tett ki a Modern Városok Program keretében megvalósuló fejlesztések kifizetése, 96,9 milliárd forint folyósítása az „Autópálya rendelkezésre állási díj” törvénysorról, 96,3 milliárd forint utalása a közúthálózat felújítására, 87,5 milliárd forint kifizetése a „Tömeges bevándorlás kezeléséhez kapcsolódó kiadások” törvényi sorról, 72,3 milliárd forint kifizetése közúthálózat fenntartására és működtetésére, 65,0 milliárd forint utalás a „Nemzeti agrártámogatások” törvénysorról, 57,8 milliárd forint utalás a „Beruházás ösztönzési célelőirányzat” törvényi sorról, valamint 45,5 milliárd forint „A terrorellenes intézkedések megvalósításához kapcsolódó kiadások” sorról kifizetett összeg.

A szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok uniós kiadásai soron az idei első tíz hónapban 120,8 milliárd forinttal (7,1 százalékkal) volt alacsonyabb a teljesítés, mint az előző év azonos időszakában. Az uniós támogatások hazai kifizetésénél és elszámolásánál Magyarország olyan szabályrendszert állított fel, amely leginkább kedvező a forrásfelhasználásra jogosult vállalkozások és szervezetek számára. Ezért a projektek megvalósításának mielőbbi megkezdése és sikeres befejezése érdekében a kifizetéseket a hazai költségvetés megelőlegezi, ami a költségvetés számára ideiglenesen jelentős kiadás. A magas nettó kiadás hatását kompenzálja, hogy a kifizetések egy része a központi szervek, valamint az önkormányzatok részére folyósított előleg kifizetése volt, így azoknak nincs hatása az

államháztartás pénzforgalmi egyenlegére (az önkormányzatoknak fizetett előlegek ugyanakkor növelik a központi költségvetés pénzforgalmi hiányát). A kormányzati szektoron belülre, illetve a vállalati szektornak utalt előlegek csak az önrész erejéig minősülnek kiadásnak, így a megelőlegezett uniós rész nem befolyásolja az ESA-egyenleget.

A költségvetési előrejelzés gyakorlata szerint, míg a bevételeknél – leginkább adóbevételek esetében – alapozhatjuk az előrejelzésünket az idősoros adatokra, addig a kiadási oldal esetében ez 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 40 milliárd forint többletkiadást jelentett 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 százalékát jelenti. **A javuló munkaerőpiaci feltételek, valamint a kormányzat által bevezetett ösztönzők, támogatások révén a közfoglalkoztatásból nagyobb számú elsődleges munkaerőpiacra történő átlépésre számítva a kiadásokban 50,1 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 idősügyi tanács javaslatára a Kormány 10 000 forintos Erzsébet-utalványt juttatott a nyugdíjasoknak 2018 márciusában, amely mintegy 27 milliárd forint többletkiadást eredményezett a költségvetésben. A jelentős mértékű gazdasági növekedés eredményeképp pedig az év végén a nyugdíjasok „nyugdíjprémiumban” részesültek, amely a költségvetés számára 41,2 milliárd forint kiadást eredményezett.

2018. november 22-én megemelték az Egészségbiztosítási Alapra fordított összeget 37 milliárd forinttal.

A helyi önkormányzatok egyenlege esetében az MNB 2018. októberi Költségvetési Jelentésében prognosztizált 42 milliárd forintos pozitív kockázattal számolunk a 2018-as évre, amit főként az uniós támogatásokhoz tartozó előlegbevételek magyaráznak.

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 év végéig ezek negyedét elköltik. Továbbá figyelembe vettük a Kormány azon szándékát is, hogy a kórházak adósságrendezése még 2018 vége előtt megtörténik. Az erre szánt összeget 55 milliárd forintban határozták meg. **Ennek a folyamatnak a végeredményeként összesen 140,4 milliárd forint megtakarítást prognosztizálunk a kiadási oldalon.**

## Kamategyenleg

A kamatbevételek 2018. október végéig 103,7 milliárd forintot értek el, a kamatkiadások nagysága pedig 833,8 milliárd forint volt. Ennek eredményeképp a nettó kamatkiadás összege 730,1 milliárd forinton állt. Az év tizedik hónapjának halmozott eredménye alapján számított kamategyenleg 69,7 milliárd forinttal maradt el az előző év azonos időszaki eredményéhez viszonyítva, amely a kamatkiadások tavalyitól alacsonyabb teljesülésével, az alacsony kamatkörnyezettel, az átárazódással és a kamatbevételek előző évit meghaladó mértékével 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 38,6 milliárd forinttal kedvezőbb kamategyenleget várunk, mint a 2017-es teljesülés során kialakult összeg, és 43,6 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 deficitnél 0,7 százalékponttal kedvezőbb, 1,7 százalékos hiányt tartalmaz.

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

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	-26,4	-0,06
Fogyasztási adók	-3,7	-0,01
Lakossági befizetések	63,0	0,15
Uniós programok bevételei	-764,5	-1,8
Állami vagyonnal kapcsolatos bevételek	64,3	0,16
Bevételi oldali kockázatok	-667,3	-1,61
Start munkaprogram	-50,1	-0,1
Szociálpolitikai menetdíj	-6,3	-0,02
Téli rezsicsökkentés	40	0,1
Erzsébet-utalvány	27	0,07
Nyugdíjprémium	41,2	0,1
Bérintézkedések	40	0,1
Tartalékok felhasználása	-140,4	-0,34
Kiadási oldali kockázatok	-48,6	-0,12
Nettó kamatkiadások	-43,6	-0,11
<b>Központi alrendszer egyenlege</b>	<b>-662,3</b>	<b>-1,6</b>
<b>Önkormányzati alrendszer egyenlege</b>	<b>41,9</b>	<b>0,1</b>
<b>ESA-híd</b>	<b>567,1</b>	<b>1,4</b>
<b>Összesen</b>	<b>-53,3</b>	<b>-0,13</b>

Forrás: Századvég-számítás

A „2017. évi C. törvény Magyarország 2018. évi központi költségvetéséről” legfontosabb sarokszámai az alábbiak:

- az államháztartás központi alrendszerének bevételi főösszege 18 751,5;
- kiadási főösszege 20 112,1;
- hiánya pedig 1 360,7 milliárd forint.

**Intézetünk előrejelzése szerint a 2018. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált 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 73,3 százalékos szintről 2018 végére a GDP 71,8 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 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

5. táblázat: Előrejelzés negyedéves bontásban

	2017		2018			
	éves	I.	II.	III.	IV.	éves
<b>Bruttó hazai termék (volumenindex)</b>	<b>4,1</b>	4,5	4,9	4,9	4,1	<b>4,6</b>
<b>A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)</b>	<b>4,7</b>	5,9	5,4	5,3	4,9	<b>5,4</b>
<b>Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)</b>	<b>18,2</b>	17,1	15,0	20,0	14,7	<b>16,7</b>
<b>Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>4,7</b>	4,2	8,6	3,4	5,2	<b>5,4</b>
<b>Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>7,7</b>	5,5	9,1	5,9	7,8	<b>7,1</b>
<b>A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)</b>	<b>8,1</b>	2,2	2,1	0,6	0,9	<b>5,8</b>
<b>Fogyasztóiár-index (%)</b>	<b>2,4</b>	2,0	2,7	3,5	3,3	<b>2,9</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	3,6	3,7	3,7	<b>3,7</b>
<b>A bruttó átlagkereset alakulása (%)</b>	<b>12,9</b>	12,4	11,2	10,9	10,5	<b>11,3</b>
<b>A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>3,3</b>					<b>2,1</b>
<b>Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában</b>	<b>4,3</b>					<b>4,8</b>
<b>Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>-2,2</b>					<b>-1,7</b>
<b>GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)</b>	<b>2,4</b>	2,2	2,3	1,9	2,2	<b>2,2</b>

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás