

Elemzés és előrejelzés a magyar gazdaság és a külgazdaság legfontosabb folyamatairól

2017. szeptember

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

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

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

Az előrejelzéshez felhasznált adatbázist szeptember 7-én zártuk le.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	1
Nemzetközi környezet	7
A globális konjunktúra alakulása	7
Munkaerőpiac	11
Monetáris kondíciók alakulása	14
Pénzügyi folyamatok	16
Az infláció alakulása	19
Fiskális politika.....	22
A magyar gazdaság jelenlegi helyzete.....	25
A hazai növekedés alakulása	25
Munkaerőpiaci folyamatok	29
Infláció	31
Monetáris és pénzügyi kondíciók	35
Hitelezési helyzet.....	40
Külső finanszírozási képesség.....	44
A várható makrogazdasági és fiskális pálya (2017)	48
Feltevéseink alakulása	48
A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés	51
A külső egyensúly várható alakulása	57
Az államháztartási helyzet prognózisa	58
Bevételek	59
Kiadások	63
Kamat egyenleg	65
Egyenleg és államadósság	65
Táblázatok	67

Vezetői összefoglaló

Az idei második negyedévben közel megegyező, 2 százalék körüli mértékben nőtt az Európai Unió és az Egyesült Államok kibocsátása is. A beruházások növekedést támogató szerepe várhatóan mindkét gazdaságban bővíthet az idei évben. Lassult az amerikai munkaerőpiac bővülése, de így is 16 éves mélypontra, 4,3 százalékra csökkent az USA munkanélküliségi rátája júliusban. Tovább folytatódott az Európai Unió foglalkoztatásának bővülése, amelynek köszönhetően az unió munkanélküliségi rátája a válság óta mért legalacsonyabb értékére, 7,7 százalékra csökkent. Nem változtattak kamatkondícióikon a vezető jegybankok. A Federal Reserve októbertől megkezdte mérlegének leépítését havonta 10 milliárd dollárral. Ezzel szemben a Bank of England és az Európai Központi Bank döntéshozói továbbra sem határoztak az eszközvásárlási programok lezárásáról. A régiós jegybankok közül a Cseh Nemzeti Bank döntéshozói augusztusban 0,2 százalékponttal, 0,25 százalékra emelték irányadó rátájuk értékét, elsősorban a 2 százalékos célt meghaladó infláció következtében.

Donald Trump jelentős adócsökkentést felvázoló gazdaságpolitikája és a Jackson Hole-i jegybankár-konferencia hatására, ahol a várakozásokkal ellentétben nem esett szó sem a Fed kamatpolitikájáról, sem az EKB eszközvásárlásának várható leállításáról, tovább erősödtek az amerikai és európai tőzsdék, az amerikai benchmarkként használt Dow Jones Industrial Average index értéke augusztusban 22 ezer pont fölé emelkedett. A legfrissebb adatok alapján az amerikai inflációs ráta 1,7, míg az európai uniós 1,5 százalékra csökkent, a háztartási energiaárak éves bővülése a következő hónapokban azonban emelheti a rátát. Az IMF előrejelzése szerint a következő években javulhatnak Japán és az euró-zóna adósságmutatói (költségvetési hiány és államadósság), míg az USA esetében a jelenleginél lazább költségvetési politikát és így folyamatosan emelkedő államadósságot prognosztizálnak.

A magyar gazdaság 2017 II. negyedévében 3,2 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. Termelési oldalról a bővüléshez, a mezőgazdaság kivételével, minden ágazat pozitívan járult hozzá. A szolgáltató szektor 2,8 százalékos bővülése 1,5 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez, elsősorban a kereskedelmi és vendéglátással kapcsolatos szolgáltatások, valamint a szakmai, műszaki és tudományos tevékenységek bővülése következtében. A mezőgazdaság esetében a tavalyi kedvező időjárás magas kiindulási bázist jelentett, így az ágazat az idei második negyedévben 12,9 százalékkal alacsonyabb kibocsátási szintet ért el, amely a GDP növekedési ütemét 0,5 százalékponttal lassította. Az ipari termelés bázisidőszakhoz viszonyított 3 százalékos bővülése, valamint az építőipar 28,6 százalékos növekedése 0,7, illetve 0,8 százalékponttal támogatta a növekedést. Utóbbi az európai uniós támogatások ingadozó volumenével – jelenleg a felfutásával – magyarázható: az év elején megindultak az uniós támogatásokból

finanszírozott építványberuházások. Emellett a Családi Otthonteremtési Kedvezmény is elősegítette a növekedést.

Felhasználási oldalon a várakozásoknak megfelelően a háztartások fogyasztási kiadása és a bruttó állóeszköz-felhalmozás váltak a II. negyedévi bővülés fő mozgatórugójává – hasonlóan az I. negyedévhez. Előbbi 4,7 százalékkal, míg utóbbi 21,2 százalékkal bővült, így rendre 3,7, illetve 2,3 százalékponttal járultak hozzá a GDP növekedéséhez. Tovább folytatódott a háztartások fogyasztási kiadásainak növekedése, amely így elérte az előző év átlagos növekedési ütemét. A fogyasztás bővülését továbbra is a növekvő rendelkezésre álló jövedelem okozza, amelynek forrása a dinamikus növekvő bérszínvonal és a rekord alacsony munkanélküliség. A fogyasztás növekedése tehát nem a lakosság túlzott eladósodásának eredménye, szemben a válság előtti időszakkal. A növekvő belföldi kereslet hatására a behozatal 5,1 százalékkal, míg a kivitel 3,5 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest, így a külkereskedelem a GDP növekedési lendületét 1 százalékponttal lassította. A közösségi fogyasztás továbbra is a lassító tényezők közé tartozik, ugyanis az előző év azonos időszakához viszonyítva 0,2 százalékponttal csökkentette a GDP-növekedést.

A munkaerőpiaci helyzet a II. negyedévben tovább javult. A szezonálisan kiigazított foglalkoztatás az előző negyedévhez képest 13 ezerrel, 4,42 millió főre emelkedett, amelyhez a fedezetet az aktivitás növekedése adta. A munkanélküliségi ráta a szezonálisan kiigazított adatok alapján továbbra is 4,3 százalékon áll. Mind arányaiban, mind nagyságában csökkent a tartós munkanélküliek száma az első negyedévhez képest, amelyet a közfoglalkoztatottak számának közel 6 ezer fős csökkenése mellett sikerült elérni. A munkaerőhiánynak, a közszféra bérrendezéseinek és a hatéves bérmegállapodásnak köszönhetően a bruttó bérek 2003 óta nem látott mértékben, közel 14 százalékkal emelkedtek a második negyedévben. Az alacsony inflációnak is köszönhetően a nettó reálkeresetek kiemelkedő mértékben, 11,7 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához viszonyítva, amely 2002 vége óta a legmagasabb mért adat.

2017 második negyedévében is folytatódott az árak emelkedése a gazdaságban: áprilisban 2,2 százalékkal, májusban 2,1, míg júniusban 1,9 százalékkal növekedtek a fogyasztói árak. A harmadik negyedév első két hónapja közül júliusban 2,1 százalékos, augusztusban pedig 2,6 százalékos volt az infláció az előző év azonos időszakához képest. Az infláció alakulásához jelentősen hozzájárult a Kőolaj-exportáló Országok Szövetségének (OPEC) tagországai és a többi olajexportáló ország által kötött és 2018 márciusáig meghosszabbított szerződés, amelynek következményeként az üzemanyagárak átlagosan 5,1 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest. Az árak növekedését hajtotta a dohánytermékek árának 5,9 százalékos emelkedése, valamint a szolgáltatásoknál mért 1,5 százalékos árnyövekedés is. A bevezetett áfacskökkentések nyomán mérséklődött a tojás és a baromfihús ára, ám a tej árában nem látható az intézkedés hatása. A maginfláció 2017 második negyedévében 2 százalékot tett ki. A jegybank kommunikációja alapján az infláció 2019 elején éri el a kitűzött

3 százalékos célt, amelyet továbbra is nem konvencionális eszközök alkalmazásával kívánnak támogatni.

A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa a nyár folyamán mindhárom kamatdöntő ülésén egyaránt változatlanul (0,9 százalékon) hagyta az irányadó kamatát, de a 3 hónapos jegybanki betét 2017. szeptember végén elhelyezhető maximális szintjét 500 milliárdról 300 milliárd forintra csökkentette.

Magyarország befektetői megítélése javult a 2017. június elejétől szeptember elejéig tartó időszakban: csökkent a CDS-felár (112-ről 101 bázispontra), csökkentek a 10 éves állampapírhozámok (3,11-ről 2,98 százalékra), és a forint erősödött a svájci frankkal (282-ről 261 forintra), az euróval (308-ról 305 forintra) és a dollárral (274-ről 256 forintra) szemben is. Fontos kiemelni még, hogy az ÁKK negatív hozam mellett bocsátott ki diszkontkincstárjegyet, azaz az aukción a befektetők fizettek a költségvetés finanszírozásáért.

Az elmúlt időszakban a Moody's a meghirdetett időpontban (2017. július 7-én) nem értékelte, az S&P azonban (2017. augusztus 25-én) változtatott a magyar államkötvények hitelminősítésén azzal, hogy pozitív kilátással látta el a jelenlegi besorolást. A piac nem várt felminősítést és kilátásjavítást sem a jelenlegi befektetésre javasolt kategória legalsó szintjéről. A pozitív kilátásra módosítás miatt nem alakult ki jelentősebb hozamváltozás a másodlagos piacon.

Az államadósság devizaaránya (a lejáró és forintban megújuló devizakötvények miatt) jelentősen csökkent, mivel az április végi 25,2 százalék után 2017 júliusának végén 23,2 százalékot tett ki, és az ÁKK 2017. évi finanszírozási tervében meghatározott 15–25 százalékos sávban tartózkodik.

Magyarország továbbra is megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, hiszen a rövid lejáratú devizatartozás szintjénél jelentősen magasabb (1,23) a jegybanki devizatartalékok szintje.

A Piaci Hitelprogramját az MNB a második szakasz elindításával folytatta, amelynek keretében a kkv-k banki hitelezéséért cserébe a jegybank kedvező feltételek mellett teszi elérhetővé a bankok számára a kamatcsereügyleteket és a preferenciális betéteket. Ezekkel az eszközökkel a bankok kamatkockázat-kezelését és likviditásmenedzselését segíti elő. A hitelezési vállalások – a PHP második szakaszát jelentő 2017. július 6-i tenderen – bankrendszer szinten 34 százalékkal emelkedtek (170 milliárdról 227 milliárd forintra). Azaz bankrendszer szinten ekkora összeg hitelezését vállalják a kkv-k részére. A tenderen összesen kilenc bank vett részt, amelyeket figyelembe véve összesen 58 százalékos volt a vállalt hitelezési állomány növekedése az előző, 2016-ban lebonyolított szakaszhoz képest (PHP első szakasz). A dinamikus vállalást tevő bankok nagyobb arányban részesülnek a preferenciális betételhelyezésből.

A jegybank a fogyasztóbarát minősítésű lakossági hitel révén egyrészt a kamatfelár maximálásával a banki versenyt szeretné növelni, másrészt a lakosság számára a kamatok

fixálását teszi lehetővé a hosszabb kamatperiódusú hitelek felvételének lehetőségével. A bankok számára a fogyasztóbarát megjelölésű hitel nyújtása ugyan nem kötelező, de versenyhátrányba kerül az a bank, amelyik nem vezeti be ezt a terméket. Ezt felismerve számos bank már pályázott e minősítésre, és az MNB tájékoztatása szerint néhány bank (Erste Bank, K&H Bank, MKB Bank, OTP Jelzálogbank, Raiffeisen Bank és a CIB Bank) már megkapta az engedélyt.

A folyó fizetési mérlegen belül az áruk és szolgáltatások (szezonálisan kiigazított) egyenlege 2017 I. negyedévében az előző negyedévhez képest 152 millió euróval, 1267 millióról 1115 millió euróra (éves összevetésben 1503 millióról 388 millió euróval) csökkent. A jövedelemkiáramlás mértéke, továbbá az EU-transzferek beáramlása markánsan visszaesett negyedéves bázison. Az ország nettó finanszírozási képessége összességében az előző negyedév szintje fölé emelkedett, 5 százalék volt a GDP-arányos mutató. Idén a felfutó fogyasztás, az erősebb beruházások indukálta élénkebb importkereslet és a világgazdaság jelentősebb növekedése miatti nagyobb exportkereslet eredményeként, valamint a tőkemérleg javulása miatt a nettó finanszírozási képesség növekedését várjuk. Ezt elsősorban az újra beinduló EU-s források okozzák. 2017-re 6,1 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet becslünk.

Legfrissebb prognózisunkban a GDP növekedésére vonatkozó előrejelzés az előző negyedévhez képest nem változott: 2017-re továbbra is 3,8 százalékos növekedést valószínűsítünk. A bővüléshez elsősorban a fogyasztás és a beruházás járulhat hozzá. A fogyasztás növekedését a munkaerőpiaci helyzet javulása okozza: a munkanélküliség csökken, a reálbérek pedig dinamikusabban növekednek, amihez a minimálbér és a garantált bérminimum 25, illetve 15 százalékos emelése, a szociális hozzájárulási adó 5 százalékpontos mérséklése, a közszféra bérrendezései, valamint az egyre több vállalatot érintő munkaerőhiány járul hozzá.

A II. negyedéves adatok nyomán kismértékben módosítottuk a háztartások fogyasztási kiadásainak növekedésére vonatkozó előrejelzésünket. Így a fogyasztás idén 4,0 százalékkal bővíülhet. A beruházások növekedését több tényező is segíti: míg az állami beruházásokra elsősorban a 2014 és 2020 közötti uniós költségvetési ciklushoz kapcsolódó források lehívásának beindulása hat, addig a versenyszféra beruházásait többek között a társasági adó kulcsának idej, egységesen 9 százalékra való csökkentése segíti. A II. negyedéves adatok alapján a beruházások növekedésének volumenét 2017-re 19,1 százalékkal növeltük.

Bár a külső kereslet a II. negyedévben kedvezően alakult, az export növekedése mégis elmaradt a várakozásoktól és az I. negyedévben mért ütemtől. Ennek következtében az export bővülésére vonatkozó előrejelzésünket a korábbi 7,7 százalékról 6,6 százalékra csökkentettük. Az export növekedésére vonatkozó várakozásaink csökkentésével párhuzamosan mérsékeljük az import bővülésére vonatkozó előrejelzésünket is, tekintettel az exporttermékek magas importigényére. Ennek megfelelően 2017-re a korábbi

9,3 százalékkal szemben az import 8,5 százalékos bővülését várjuk. Ez azt jelenti, hogy a belső kereslet (fogyasztás, beruházás) dinamikus növekedésének importigénye miatt 2017-ben a külkereskedelmi egyenleg a gazdasági növekedést lassítani fogja, amint azt az első két negyedév adatai vissza is igazolják. Modellünk becslése szerint korábbi előrejelzésünknek megfelelően a kibocsátási rés a II. negyedévben is pozitív volt.

A GDP növekedésére vonatkozó előrejelzésünket több kockázati tényező is befolyásolja. Ezek közül a legfontosabbak a következők:

- A külső kereslet alakulása: a vártnál nagyobb növekedést okozhat Macron és Trump adócsökkentési politikájának gazdaságélénkítő hatása, míg fékezheti a bővülést az Európai Unió gazdaságának esetlegesen lassabb növekedése például a Brexit hatásai miatt.
- Az olajár változása: az olaj árának emelkedése drágítja a termelést és rontja a magyar vállalkozások versenyképességét, tehát lassítja a növekedést. Ezzel szemben az alacsonyabb olajár a magyar gazdaság nagyobb növekedéséhez vezethet.
- A mezőgazdasági termelés szintje: a mezőgazdaság rendkívüli mértékben ki van téve az időjárásnak, így az érdeemben befolyásolni tudja a magyar gazdaság teljesítményét is. Csökkenthetik az ágazat kibocsátását az esetlegesen megjelenő állatbetegségek is.
- A járműiparban tapasztalható leállások: egy-egy hosszabb-rövidebb ideig tartó, például modellváltás vagy karbantartás miatt bekövetkező leállás érezhető mértékben visszafogja az ipari termelést, illetve a GDP-t.
- Munkaerőhiány: a Magyarországon tapasztalható munkaerőhiány egyre több ágazatot érint, miközben még mindig jelentős munkaerő-tartalék található az országban. A munkaerőhiány súlyosan érinti például az építőipart, így nehezíti és drágítja a beruházások végrehajtását is, illetve akár azok elhúzódásához is vezethet.

Előrejelzésünk alapján a munkaerőpiac növekedése idén tovább folytatódik. A foglalkoztatottak száma 2017-ben várhatóan 4,42 millió főre emelkedik a tavalyi 4,35 millióról. Ezzel párhuzamosan a munkanélküliségi ráta a 2016-os 5,1 százalékról idén 4,3 százalékra mérséklődik. A bérekre ható számos kedvező tényező hatására a nettó átlagkereset idén kiemelkedő mértékben, 13 százalékkal emelkedhet. Ez az inflációt is figyelembe véve 10,4 százalékos reálbér-növekedést jelent.

Az inflációra vonatkozó előrejelzésünket nem változtattuk meg az előző negyedévhez képest, így 2017-re 2,4 százalékos inflációt várunk. A maginfláció értéke 2017-ben a korábban várt 2,2 százalék helyett 2,3 százalék lehet.

Az infláció mértéke a jegybank inflációs célját 2018-ban érheti el tartósan. Ugyanakkor a Magyar Nemzeti Bank tájékoztatásainak megfelelően a monetáris kondíciók szigorítása a növekvő infláció és a negatív reálkamatok ellenére sem várható rövid távon, sőt, további nemkonvencionális lazítások várhatóak. A monetáris kondíciók jövőben bekövetkező

esetleges szigorítása kapcsán meghatározó lesz az Európai Központi Bank szigorításának időpontja, ám szemben az amerikai jegybank szerepét betöltő Feddel és a Cseh Nemzeti Bankkal, az EKB még nem kezdte el kamatemelési ciklusát.

A folyamatosan csökkenő munkanélküliség és az emelkedő reálbérek támogatják a hazai gazdasági szereplők fogyasztását és beruházásait, ami jelentős adóbevétel-generáló hatással jár, és így nagymértékben befolyásolja a költségvetési folyamatokat is. Másrészt a 2016 második felében meghozott döntéseknek köszönhetően az idei év egyben az adóterhek csökkenéséről is szól. Január 1-jétől folytatódott az általános forgalmi adó több termékkört érintő csökkentése, a korábbi kétkulcsost felváltotta az egykulcsos és egyben egy számjegyű társasági adózás, továbbá a szociális hozzájárulási adó 5 százalékponttal csökkent. E tényezőket is figyelembe véve – a módosított előirányzathoz viszonyítva – a gazdálkodószervek befizetéseinél és a lakossági befizetések során magasabb, a fogyasztási adók és a szociális hozzájárulási adó során alacsonyabb bevételt várunk. A kiadási oldalon a Start Munkaprogramhoz kapcsolódóan jelentős megtakarítást prognosztizálunk, amit a közfoglalkoztatásból a versenyszférába történő nagyszámú munkavállalói átlépésekre alapozunk. Összességében a kormányzati tervekben szerepelő, a GDP 2,4 százalékát kitevő hiánynál kedvezőbb, 1,8 százalékos hiánnyal számol intézetünk. Ez azt is jelenti, hogy az idei év lehet zsinórban a hatodik, amikor országunk teljesíteni tudja a 3 százalék alatti költségvetési deficit célját. A 3 százalékos hiánycél elérésére ezt megelőzően utoljára 2000-ben volt példa. A változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos bruttó államadósság tekintetében 2017 végére 71,9 százalékos szintet várunk, ami 2,2 százalékpontos csökkenést jelent a 2016 végi értékhez képest.

1. táblázat: A főbb makrogazdasági változók várható alakulása

	2016	2017
Bruttó hazai termék (volumenindex)	2,0	3,8
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)	4,9	4,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)	-15,5	19,1
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	5,8	6,6
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	5,7	8,5
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	9,9	9,2
Fogyasztóiár-index (%)	0,4	2,4
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	0,9	0,9
Munkanélküliségi ráta (%)	5,1	4,3
A bruttó átlagkereset alakulása (%)	6,1	13,0
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,9	4,1
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	5,4	6,1
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-1,8	-1,8
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)	1,9	2,1

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

Nemzetközi környezet

A globális konjunktúra alakulása

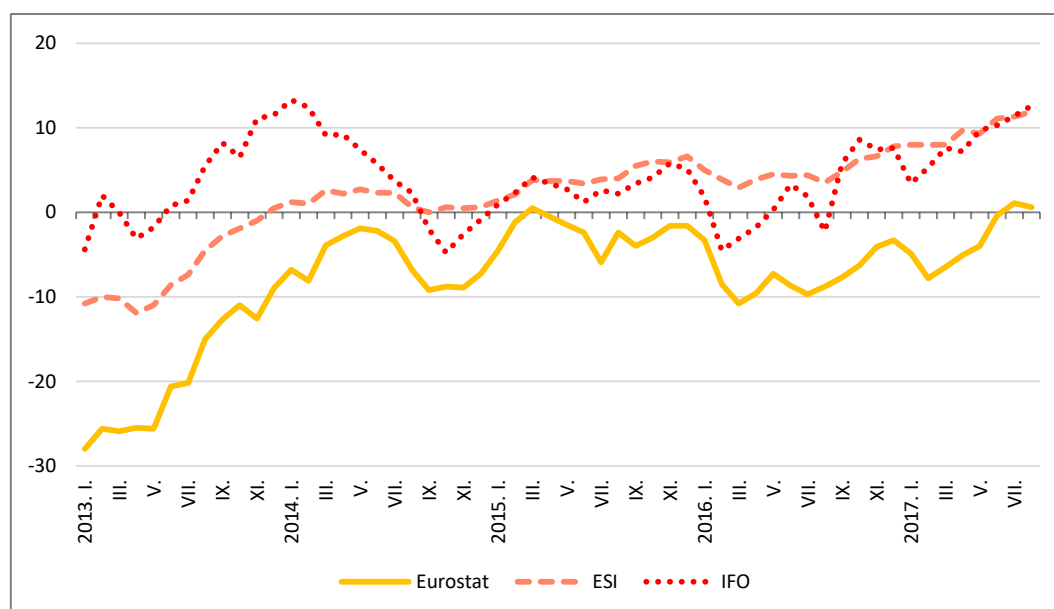
Az **eurózóna** és a teljes unió gazdasága 2011 óta a leggyorsabb ütemben nőtt az elmúlt egy évben a szezonálisan és naptárhatástól megtisztított adatok alapján. Az unió gazdaságának növekedési üteme az előző negyedévhez képest 0,4 százalékponttal emelkedett, amelytől az euróövezet növekedése enyhén elmaradt: az idei második negyedévben az éves alapon mért bővülési ütem az eurózónában 2,3, míg az Európai Unióban 2,4 százalékot tett ki a szezonálisan kiigazított adatok szerint. Negyedéves alapon mérve a két gazdaság szintén közel azonos ütemben bővült: az Európai Unió gazdaságának kibocsátása 0,7, míg az euróövezeté 0,6 százalékkal növekedett.

Sem az Európai Unió növekedési üteme, sem annak szerkezete nem változott jelentősen az első negyedévről a másodikra. Az előző negyedévhez hasonlóan a második negyedévben is tovább emelkedett a beruházások növekedést támogató szerepe, így az amerikai gazdasághoz hasonlóan az unió növekedéséhez is jelentős mértékben hozzájárult az állóeszköz-felhalmozás az elmúlt három hónapban. A fogyasztás GDP növekedéséhez való hozzájárulása 1,07 százalékpontból 1,18 százalékpontra nőtt, miközben a beruházás növekedési hatása 0,70 százalékpontból 0,76 százalékpontra emelkedett. A bővülést részben az unió Juncker-tervnek nevezett beruházásösztönző csomagja (melynek keretében az Európai Beruházási Bank kockázatos, így piaci alapon nem megvalósuló infrastruktúra-fejlesztési projektekre vállal garanciát), részben pedig az új uniós költségvetési ciklus gazdaságösztönző támogatásaiból megvalósuló beruházások felfutása magyarázhatja. A kormányzati költségek növekedési hozzájárulása enyhén megemelkedett: 0,19 százalékpontból 0,24 százalékpontra, ami részben a fentebb is vázolt új költségvetési ciklusnak tudható be. Összességében a belső tételek 2,14 százalékos gazdasági növekedést indukálnak. Pozitív volt a hozzájárulása a növekedéshez a nettó exportnak is: 0,22 százalékponttal járult hozzá az unió gazdasági növekedéséhez. Az amerikai és a japán gazdasággal ellentétben az unió gazdasági bővülését támogatja a kivitel.

Tagállami szintre lebontva a közép-európai tagállamok többsége továbbra is az uniós átlagot meghaladó mértékben bővült. Szezonálisan kiigazított adatok alapján a **visegrádi államok** közül egyedül Csehország növekedési üteme emelkedett a második negyedévre (2,5 százalék), míg Lengyelországé és Szlovákiáé változatlan maradt (rendre 1,1, illetve 0,8 százalék), Magyarországé pedig csökkent negyedéves alapon. 1 százalékpontos emelkedésével a régióban a legnagyobb mértékben a cseh gazdaság bővülési üteme nőtt (1,5 százalékról 2,5 százalékra), amelytől alig maradt el a holland gazdaság növekedésének fokozódása (0,9 százalékponttal 1,5 százalékra). Hazánk (szezonálisan kiigazított) növekedési rátája a két negyedév között 0,5 százalékponttal, 0,9 százalékra csökkent, amelyet a lengyel,

a szlovén és a román gazdaságé is meghaladt. Ezek rendre 1,1, 1,1 és 1,6 százalékkal bővültek. A 2004 után csatlakozott államok többségének a két negyedév között vett gazdasági növekedési rátája legalább 1 százalékpontot meghaladó mértékben bővült, amely alapján a jelentős növekedéshez minden bizonnyal az új uniós költségvetés keretében lehívható gazdaságösztönző támogatások is hozzájárultak. Az unió legnagyobb gazdaságai közül mindössze a spanyol és a brit bővülési üteme gyorsult, ugyanakkor mindkettő mindössze 0,1 százalékpontos mértékben: a spanyol növekedési ütem 0,9, a brit pedig 0,3 százalékot tett ki. A magyar kivétel szempontjából kulcsfontosságú német gazdaság növekedési rátája éves alapon nézve 1,9 százalékról 2,1 százalékra növekedett, míg negyedéves alapon 0,7 százalékról 0,6 százalékra mérséklődött.

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



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

Az unió gazdasági hangulatváltozását mérő valamennyi főbb index emelkedett az elmúlt hónapokban, amely alapján a következő negyedévekben is folytatódhat az európai gazdaság növekedési ütemének visszafogott emelkedése (**Hiba! A hivatkozási forrás nem található..** ábra). Az euróövezet gazdasági hangulatindexe (ESI) a második negyedévben 9,7 pontról 11,1 pontra emelkedett, majd augusztusra 11,9 pontig nőtt, amely 10 éves csúcspont ezen indikátor tekintetében. Az első negyedévben tapasztalt egyéves mélypontot követően az Eurostat euróövezeti bizalmi indexe tovább emelkedett, és júliusban ismét pozitív tartományba lépett, amelyre két éve nem volt példa. Azonban augusztusban kisebb mérséklődés volt megfigyelhető: az indikátor 0,6 százalékponttal esett vissza. Összességében véve 10 éve nem állt ilyen magasan az Eurostat eurózónára vonatkozó bizalmi indexe. A

német gazdaság üzleti hangulatváltozását kifejező Ifo-indikátor április és augusztus között 7,2-ről 12,6-ra emelkedett, amely hároméves csúcs.

Az Európai Központi Bank legfrissebb szeptemberi előrejelzésében az eurózóna 2017 egészére várt GDP-növekedési ütemét 2,2 százalékra javította, míg 2018-ban 1,8, 2019-ben pedig 1,7 százalékos növekedést prognosztizálnak. Az euróövezet gazdasági motorja továbbra is a lakossági fogyasztás maradhat, amely a növekvő elkölthető jövedelem, a kedvezőbb hitelezési feltételek és a valutaövezet munkaerőpiacának élénkülése következtében idén 1,7 százalékkal bővíthet. Az EKB előrejelzése szerint jövőre 1,8, 2019-ben viszont már csak 1,5 százalékkal emelkedik majd a lakosság fogyasztása, mivel a várhatóan növekvő energiaárak az emelkedő infláción keresztül visszavetik a lakosság vásárlóerejét. A kormányzati költségek idén a korábban vártnál gyorsabban, 1,2 százalékos ütemben bővíthetnek, ami várhatóan képes lesz kompenzálni a nettó export korábban előre jelzethez képesti lassabb növekedését. Az öreg kontinens középtávú növekedése szempontjából kedvező, hogy a várakozások szerint az euróövezet beruházási aktivitása a következő három év során 3 százalékos meghaladó ütemben bővíthet, főként a kedvező monetáris környezet és a folyamatosan bővülő lakossági kereslet következtében. A visegrádi államok többségében a gazdasági növekedés gyorsulásával számolnak: az Európai Bizottság honlapján közzétett áprilisi konvergencia- és stabilitási jelentéseik alapján idén a legalacsonyabb, 2,5 százalékos mértékben a cseh gazdaság bővíthet, míg a magyar és a lengyel gazdaság várhatóan 4,1 és 3,6 százalékkal, a szlovák pedig 3,3 százalékkal nőhet az idei év folyamán.

Az idei második negyedévben szezonálisan kiigazítva 2,2 százalékkal bővült az **Egyesült Államok** gazdasága az előző év azonos időszakához képest, így az amerikai gazdaság növekedési üteme továbbra is enyhén elmarad az Európai Unió 2,4 százalékos növekedési rátájától. Az amerikai növekedés szerkezetében az elmúlt két negyedévben a hangsúly eltolódott a beruházás irányába. Elsősorban az erősödő fogyasztási és beruházási folyamatok hatására az USA gazdaságpolitikai döntéshozatalában gyakrabban használt negyedévek közötti növekedési ráta viszont az előző negyedéves visszaesést követően ismét emelkedett, a második negyedévben 0,75 százalékosra csökkent. Ez évesítve 3,0 százalékos növekedést jelent.¹ A lakossági fogyasztás évesítve 5,9 százalékkal növekedett 2017 második negyedévében, ami meghaladja az elmúlt három negyedév 2,9 százalékos átlagát. A növekedést főleg a tartós fogyasztási javak forgalmának 8,9 százalékos emelkedése magyarázza, de nőtt a nem tartós fogyasztási javak forgalma is (4,3 százalék). A tartós fogyasztási cikkek volumenének növekedését a folyamatosan emelkedő lakossági bizalmi

¹ Az évesített növekedés a negyedéves növekedési ráta felszorzásából adódik, miközben a Magyarországon gyakrabban használt éves növekedési ráta az egymást követő években lévő két negyedév gazdasági teljesítményét viszonyítja egymáshoz. Az amerikai gazdaság reálkibocsátása 2016 és 2017 első negyedéve között 2,0 százalékkal bővült, miközben az 1,2 százalékos évesített rátát a tavalyi negyedik és az idei első negyedév reálkibocsátása közötti 0,3 százalékos negyedéves növekedési ráta indukálta.

indikátorok is előrevetítették, ugyanakkor a ráta emelkedése valószínűsíthető volt az előző negyedév alacsony növekedési rátája miatt is.

A lakossági fogyasztás növekedési üteme éves alapon mérve nem változott, 3,6 százalékos szinten maradt. Az éves rátát továbbra is főként a tartós javak vásárlásának bővülése emeli, miközben a nem tartós javak és a szolgáltatások fogyasztása enyhén visszaesett. A nem tartós fogyasztási javak forgalmának növekedése 2,1-ről 2,0 százalékra, míg a szolgáltatásoké 2,5-ről 2,3 százalékra csökkent az első negyedévről a másodikra. A kormányzati költségek volumenének mérséklődése tovább folytatódott, és a vizsgált két negyedév viszonylatában 0,1 százalékkal mérséklődött. A csökkenést az állami költségek tavalyi negyedévtől elmaradó volumene támogatta.

Az Egyesült Államok gazdasági növekedésének szempontjából biztató, hogy az éves alapon mért beruházási volumen már harmadik negyedéve emelkedik a tavalyi három negyedéven keresztül tartó zsugorodást követően. Az 1,7 százalékról 3,3 százalékra emelkedő ráta főként az üzleti célú beruházások két éve nem látott mértékű bővülésének eredménye, melyen belül a nem lakhatási célú épületekbe történő befektetések volumene 8,1 százalékkal nőtt. A jelentős bővülést részben a tavalyi gyenge beruházási volumen miatti bázishatás magyarázhatja, ugyanakkor Donald Trump társaságiadó-csökkentést tartalmazó programja is a beruházási aktivitás további emelkedését valószínűsíti. Mivel a lakásépítések volumenbővülése továbbra is jelentősen elmarad az elmúlt években nemegyszer 10 százalék feletti értékétől, a beruházási volument ismét a középtávú gazdasági növekedés szempontjából meghatározó üzleti célú befektetések növelik. Tíz negyedéve nem látott mértékben emelkedett az amerikai kivitel volumene is, bár az elmúlt két negyedévhez hasonlóan az import bővülési üteme továbbra is meghaladja az exportét. Az exporton belül a szolgáltatások növekedési rátája emelkedett, míg az áruexporté enyhén csökkent.

A második negyedévben tovább folytatódott a **japán** gazdaság lassuló növekedése, azonban az éves alapon mért ráta 1,5 százalékról 1,4 százalékra mérséklődött. A japán gazdaság már hat negyedév óta folyamatosan bővül, amelyre legutóbb 2006-ban volt példa. A bővülést továbbra is jelentősen támogatja a belső kereslet, valamint a nettó export magas hozzáadott értéke. Előbbi 0,9, utóbbi pedig 0,5 százalékpontot magyaráz a növekedési rátából. Részben a high-tech, azon belül is főként a mobiltelefonok és a gyártásukhoz szükséges alkatrészek iránti emelkedő globális kereslet miatt éves alapon a szigetország exportvolumenének bővülési üteme egészen 6,6 százalékig emelkedett, ugyanakkor a kedvező adatot 2016 gyenge második negyedéve miatti bázishatás is magyarázza.

A növekedés belső tételei közül a lakossági fogyasztás 1,0 százalékponttal emelte a gazdasági bővülés ütemét: a GDP közel 60 százalékát kitevő fogyasztás éves alapon 0,9 százalékkal bővült, főként a szolgáltatások, valamint a tartós fogyasztási cikkek iránti növekvő kereslet miatt. Az üzleti célú beruházások 0,4, míg a továbbra is magas lakásépítési volumen 0,2 százalékponttal járult hozzá a gazdasági növekedéshez, ugyanakkor az elmúlt

negyedévekhez hasonlóan a készletváltozás ismét csökkentette a GDP növekedési ütemét. Az üzleti célú beruházások volumenbővülése ebben a negyedévben 2,8 százalékot tett ki, ugyanakkor a lakásépítések hozzáadott értéke elmaradt a korábbi három negyedévben regisztrálttól. Az előző negyedévvél ellentétben a kormányzati kiadások úgy volumenben, mint GDP-hozzájárulás tekintetében emelkedtek. Éves alapon az állami beruházások 3,6 százalékkal bővültek, míg a kormányzat fogyasztási kiadása enyhén, 0,6 százalékkal növekedett. A két tétel együtt 0,3 százalékkal járult hozzá a gazdaság növekedési üteméhez.

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

Ország	2016. III.	2016. IV.	2017. I.	2017. II.
Euróövezet	1,7	1,9	2,0	2,3
Európai Unió	1,9	2,0	2,1	2,4
Ausztria	1,7	2,0	2,1	2,9
Csehország	1,8	1,8	3,0	4,7
Egyesült Királyság	2,0	1,9	2,0	1,7
Franciaország	0,9	1,2	1,1	1,7
Hollandia	2,4	2,7	2,6	3,8
Lengyelország	2,2	3,0	4,2	4,4
Magyarország	2,1	1,9	3,8	3,5
Németország	1,9	1,9	1,9	2,1
Olaszország	0,9	1,2	1,2	1,5
Románia	4,4	5,0	5,7	5,7
Spanyolország	3,2	3,0	3,0	3,1
Szlovákia	3,1	2,9	3,1	3,1
Egyesült Államok	1,5	1,8	2,0	2,2
Japán	1,1	1,7	1,5	1,4

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

Munkaerőpiac

Kettős képet mutatott az amerikai munkaerőpiac nyáron. A nem mezőgazdaságban foglalkoztatottak szezonálisan kiigazított száma 555 ezer fővel nőtt június–augusztus során, amely jelentősen meghaladja a tavaszi foglalkoztatásbővülés ütemét, de közel 200 ezer fővel kevesebb a 2016 nyarán mért ütemnél. A legnagyobb foglalkoztatásbővülés júniusban ment végbe, amikor is 210 ezer fővel bővült a munkaerőpiac, amely ütem fokozatosan 156 ezer főre csökkent augusztusig, jelentősen elmaradva a 183 ezer fős elemzői várakozásoktól. Augusztusban az iparban nőtt a legnagyobb mértékben a foglalkoztatás, amelyet az elmúlt hat év legmagasabb beszerzési menedzser indexe (58,8) magyaráz, amelynek 50 feletti értéke a termelés növekedését jelzi előre. A lassabb foglalkoztatásbővülés következtében a munkanélküliségi ráta az előző havi 16 éves mélypontról 4,4 százalékra emelkedett. A bérek augusztusban 2,5 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához viszonyítva, amely megegyezik az elmúlt öt hónapban mért béremelkedési ütemmel. A foglalkoztatási ráta

augusztusban 62,9 százalékon állt az USA-ban, amely csak 0,1 százalékponttal magasabb a tavalyi értékénél. A vártnál gyengébb munkaerőpiaci adatok következtében a Fed elhalaszthatja a szeptemberi ülésén várt kamatemelést, azonban a jegybank definíciója szerint továbbra is teljes a foglalkoztatás az USA-ban, és a korábbi kamatdöntések során is figyelmen kívül hagyott bizonyos tényezőket a FOMC az inflációs cél középtávú biztosítása érdekében.

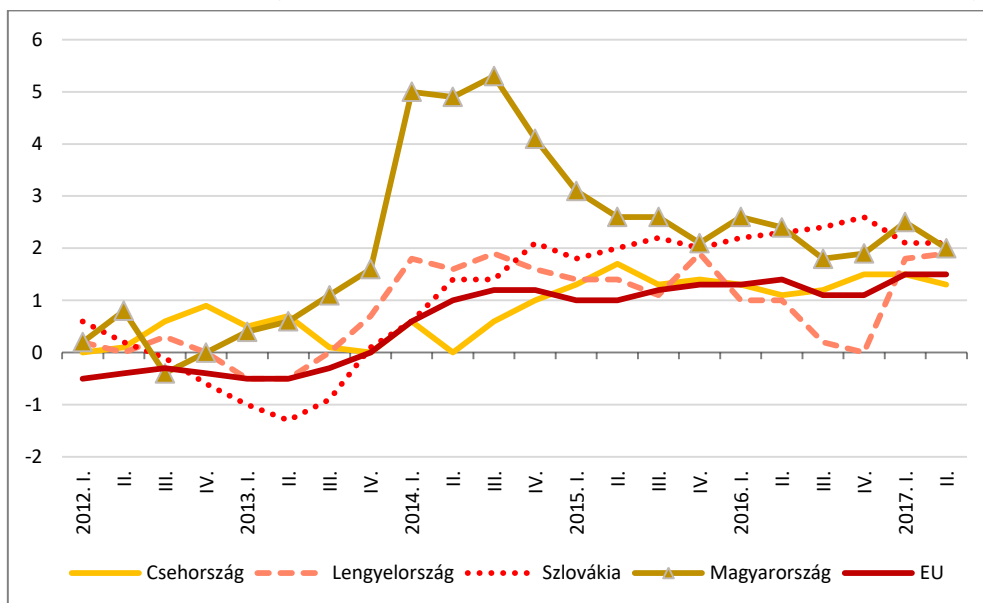
A legfrissebb adatok alapján az Európai Unió foglalkoztatotti állománya a második negyedévben az első negyedévhez hasonlóan 1,5 százalékkal nőtt az előzős évihez képest, míg az eurózónában kicsit gyorsabb, 1,6 százalékos bővülést mértek. Mindkét gazdaság esetében az információ és kommunikáció, valamint az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenységek ágazatokban nőtt a legnagyobb mértékben a foglalkoztatás az előző évhez képest. A tagországok közül a leggyorsabb ütemben a magas munkanélküliségi rátával rendelkező országokban, Spanyolországban, Portugáliában és Cipruson nőtt a foglalkoztatás, mindhárom országban 3 százalék körüli bővülést mért az Eurostat. Ezzel szemben Görögországban és Olaszországban kisebb mértékben, rendre 1,6, illetve 1,1 százalékkal nőtt a foglalkoztatottak száma. Az Európai Unió nagy gazdaságaiban átlag alatti foglalkoztatásbővülést mértek: Németországban 1,5, Franciaországban 1, míg az Egyesült Királyságban 1,1 százalékkal nőtt csak a foglalkoztatotti létszám.

Hasonlóan kedvező képet festenek az elmúlt hónapok munkanélküliségi adatai az európai munkaerőpiac alakulásáról. A gyors gazdasági növekedés hatására az Európai Unió munkanélküliségi rátája 7,7 százalékra csökkent, amely 2008 negyedik negyedéve óta a legalacsonyabb érték. A tagországok közül mindösszesen két országban, Észtországban (0,7 százalékponttal, 6,5 százalékra) és Svédországban (0,1 százalékponttal, 6,7 százalékra) nőtt a munkanélküliségi ráta az előző negyedévhez képest a szezonálisan kiigazított adatok alapján. A legalacsonyabb munkanélküliségi rátát a második fél évben is Csehországban mérték, ahol az aktívak mindössze 3 százaléka nem rendelkezett álláshellyel, ez 0,3 százalékponttal alacsonyabb az előző negyedévi adatnál. Hasonlóan alacsony munkanélküliségi rátát mértek Németországban (3,8 százalék) és Máltán (4,1 százalék), így hazánknak a negyedik legalacsonyabb a rátája az Európai Unió tagállamai között a második negyedévben. Tovább folytatódott a munkaerőpiaci fellendülés a déli tagállamokban: Görögországban, Spanyolországban és Horvátországban is 1 százalékpont körüli mértékben csökkent a munkanélküliségi ráta a második negyedévben, de még így is 10 százalék feletti értéket mértek.

Az Eurostat adatai alapján Csehország kivételével a visegrádi országokban az unió átlagánál gyorsabb mértékben bővült a foglalkoztatás a második negyedévben az előző évhez képest: Szlovákiában 2,1 százalékkal, Lengyelországban 1,9 százalékkal, Csehországban 1,3 százalékkal, míg hazánkban 2 százalékkal. A foglalkoztatás gyors bővülése következtében Lengyelországban kismértékben, 0,1 százalékponttal, 5,1 százalékra, míg Szlovákiában az

előző negyedévekhez hasonló ütemben, 0,6 százalékponttal, 7,9 százalékra csökkent a munkanélküliségi ráta. Vagyis az ő esetükben még jelentős munkaerő-tartalék található a gazdaságban Magyarországhoz és Csehországhoz viszonyítva, így várhatóan a következő negyedévekben is tovább folytatódhat a foglalkoztatás bővülése és így a munkanélküliek számának csökkenése. Azonban a lengyel vállalatok egyre nagyobb hányada számol be munkaerőhiányról, amely gátat vethet a foglalkoztatás további növelése előtt.

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



Forrás: Eurostat

Az Európai Központi Bank legfrissebb, szeptemberi makrogazdasági előrejelzése szerint az idei évben a korábban vártnál gyorsabb ütemben növekedhet az eurózóna foglalkoztatotti állománya, míg a következő két évben a korábban vártnál lassabb növekedést prognosztizálnak a jegybank elemzői. A várakozások alapján a foglalkoztatás 2017-ban 1,5, míg a következő két évben átlagosan 0,9 százalék körüli ütemben bővülhet, miközben a bérnövekedés 2017-re várt 1,5 százalékos üteme 2019-ig 2,3 százalékra növekedhet. Az infláció hatását is figyelembe véve így a reálbérek lassú ütemben növekedhetnek az előrejelzési horizonton az eurózónában. Főként a déli tagországok bővülő foglalkoztatása következtében az eurózóna munkanélküliségi rátája a tavalyi 10 százalékról idén 9,1 százalékra csökkenhet, míg 2019-re 8,1 százalékos rátát prognosztizál az EKB, ez 0,2 százalékponttal alacsonyabb a júniusi előrejelzésben megadottnál. A kedvező munkaerőpiaci folyamatok ellenére az euróövezet munkanélküliségi rátája idén a duplája maradhat az Egyesült Államokban mértnek. Azonban az amerikai gazdaságban továbbra is magas a nem önszántukból részmunkaidőben foglalkoztatottak és a munkaerőpiacon csak érintőlegesen részt vevők aránya, a munkanélküliekkel együtt számított alulfoglalkoztatási ráta 8,6 százalék volt augusztusban, ami 1,1 százalékkal alacsonyabb az előző évi értéknél.

Vagyis az alulfoglalkoztatottak száma a munkanélküliek számánál gyorsabb ütemben csökkent az elmúlt év során az USA-ban. A kibővített amerikai munkanélküliségi ráta és az eurózóna rátája így már nem tér el jelentősen, amely alapján a következő negyedévekben várhatóan hasonló folyamatok határozhatják meg mindkét régió munkaerőpiacát.

A visegrádi országok által leadott stabilitási és konvergenciajelentések alapján a foglalkoztatás az egész régióban gyors, ám folyamatosan lassuló ütemben bővíülhet. A munkavállalói állomány leglassabban idén Lengyelországban növekedhet, 0,5 százalékkal, amely dinamika a következő években 0,3 százalékos ütemre csökkenhet. A lassuló foglalkoztatásbővülés ellenére a lengyel kormányzat 4 százalékos munkanélküliségi rátával számol 2020-ra, a tavalyi 6,2 százalék után. A kormányzat várakozásai szerint 2017 és 2020 között átlagosan 3,4 százalékkal növekedhet a munkatermelékenység Lengyelországban. Csehországban idén a rendkívül feszes munkaerőpiac ellenére 1,1 százalékkal nőhet a foglalkoztatás, amely ütem 2018-tól 0,3 százalékra csökkenhet. A munkanélküliségi ráta a cseh kormányzat előrejelzése alapján 2020-ig tovább csökkenhet, 3,1 százalékra, míg a munkatermelékenység az idei 1,5 százalék után az évtized végéig átlagosan évente 2,1 százalékkal emelkedhet. A leggyorsabb foglalkoztatásbővüléssel a szlovák kormányzat számol 2020-ig, előrejelzésük szerint az idei évben 1,8 százalékkal nőhet a foglalkoztatottak száma, de a következő években is fennmarad az 1 százalékos foglalkoztatásbővülési ütem, amelyhez a kínálatot a régiós összehasonlításban magas munkanélküliség biztosítja. A gyors foglalkoztatásbővülés következtében a tavalyi 9,6 százalékos munkanélküliségi ráta 2020-ig 6,2 százalékra csökkenhet Szlovákiában. Északi szomszédunk esetén az idei évben a kormányzat 1,5 százalékos, míg 2018 és 2020 között átlagosan 3,1 százalékos termelékenységnövekedéssel számol.

Monetáris kondíciók alakulása

Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa az elmúlt hónapokban sem változtatott kamatkondícióin, így már tavaly március óta 0 százalék az EKB irányadó rátája, míg a bank refinanszírozási és betéti kamatlába változatlanul 0,25, illetve -0,4 százalék. Az EKB Kormányzótanácsának szeptemberi ülését követő sajtótájékoztatón Mario Draghi, az EKB elnöke az alacsony kamatkondíciók tartós fennmaradását vetítette előre. A közlemény szerint a jelenlegi kamatok az eszközvásárlási programok lezárását követően is sokáig fennmaradnak, mivel az infláció várhatóan még 2019-ben is elmarad a jegybank 2 százalékos céljától a vártnál erősebb árfolyam következtében. A Kormányzótanács nem tárgyalta a kiterjesztett eszközvásárlási program (EAPP) rendszerét, várhatóan az októberi ülésen kerül majd sor rá, így az idei év végéig havi 60 milliárd euró ütemben tovább folytatódnak az eszközvásárlások. Azonban Mario Draghi hangsúlyozta, hogy a jegybank Kormányzótanácsa továbbra is nyitott a program folytatására vagy bővítésére 2018-tól, amennyiben az inflációs folyamatok nem javulnak.

A júniusi kamatemelést követően az Egyesült Államok jegybanki feladatait betöltő Fed Nyílt Piaci Bizottsága (FOMC) egyhangú döntéssel a szeptemberi ülésén a kamatkondíciók tartása mellett határozott. A Fed továbbra is kedvezőnek ítéli a munkaerőpiaci folyamatokat, a bővülő foglalkoztatást és az alacsony munkanélküliségi rátát, míg előrejelzése szerint az infláció a következő egy év során a 2 százalékos célja alatt maradhat. Az ülésen a FOMC nem változtatott a mennyiségi lazítás (quantitative easing) keretében felduzzasztott jegybankmérleg júniusban bejelentett leépítési menetén: októbertől havi 10 milliárd dollárral csökkentik az állomány értékét, amely ütem negyedévente 10 milliárd dollárral emelkedik 2018 utolsó negyedévéig, amikortól is a program végéig a havi szűkítési keret 50 milliárd dollár marad. A csökkentési keret minden hónapban 60-40 százalékban oszlik majd meg az állampapírok és a jelzálogfedezetű értékpapírok között. Várakozásaink szerint a Fed decemberi ülésén emeli irányadó rátáját, amely jelenleg az 1-1,25-ös sávban mozog.

A brit jegybanki feladatokat ellátó Bank of England döntéshozói szeptember 13-ai ülésükön többségi döntéssel (a kilenc döntéshozó közül ketten 0,25 százalékos emelést támogattak) az alapkamat 0,25 százalékos szinten tartása mellett határoztak. Ezzel szemben egyhangú döntéssel a jelenlegi 435 milliárd font értékű állampapír és 10 milliárd font értékű vállalati kötvény állomány fenntartása mellett határoztak. A Bank of England várakozásai szerint az infláció októberben érheti el 3 százalék fölötti csúcsát, de várhatóan a következő 3 évben a 2 százalékos célszint fölött marad, köszönhetően a Brexit-népszavazást követő fontleértékelődésnek. A BoE közleménye alapján nem szándékozik interveniálni a font piacán, mivel ez csak a reáljövedelem jelenleginél lassabb növekedéséhez vezetne.

A Cseh Nemzeti Bank döntéshozói, egyhangú döntéssel augusztus 3-ai ülésükön 0,2 százalékponttal, 0,25 százalékra emelték irányadó ráta értékét, míg szeptemberi ülésükön nem változtattak a kamatkondíciókon. Az augusztusi kamatemelés indoka, hogy a jegybank előrejelzése szerint az infláció az év végéig várhatóan az inflációs cél fölött, de a toleranciasávon belül alakul, és csak a jövő év elejére tér vissza a 2 százalékos szinthez. A nemzeti bank várakozásai szerint a növekedés a következő két évben tartósan 3 százalék fölé kerülhet, köszönhetően a háztartások fogyasztásának és a munkatermelékenység növekedésének, amelyet az EU-s forrásokból megvalósuló kormányzati beruházások felfutása is támogat majd. A jegybank a jelenleginél erősebb árfolyamra számít, amely a növekvő importtal együtt várhatóan a külkereskedelmi egyenleg romlását eredményezi.

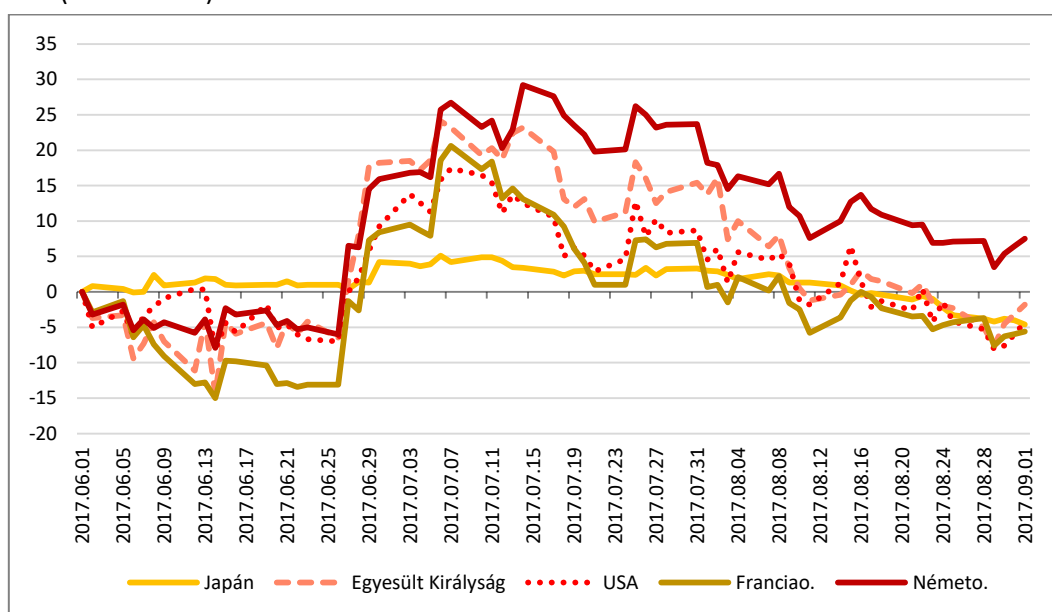
Szeptemberi ülésén a lengyel jegybank monetáris tanácsa nem változtatott irányadó rátáján, amely 2015 márciusa óta 1,5 százalékon áll. A tanács megítélése szerint az elkövetkező időszakban a növekvő fogyasztás lehet a gazdaság motorja, amelyet a folyamatosan bővülő foglalkoztatás és a növekvő bérek segítenek. A lengyel jegybank továbbra is visszafogott külső inflációs nyomással számol, elsősorban a stabilizálódó nyersanyagárak következtében. A tanács megítélése szerint a növekvő belső kereslet okozta inflációs nyomással együtt sem

fog a pénzromlás üteme az inflációs cél fölé emelkedni, így Lengyelországban továbbra is fennmaradhat az alacsony kamatkörnyezet.

Pénzügyi folyamatok

Az EKB legfrissebb, szeptemberi hitelezési körképe alapján az eurózónában 2017 második negyedévében tovább enyhültek a lakáscélú lakossági hitelek nem kamatjellegű hitelezési feltételei (önrész mértéke, garanciák), míg az egyéb felhasználási célú lakossági hitelek esetében enyhe szigorodást tapasztaltak. A vállalatok hitelezési feltételei az előző negyedévhez képest tovább enyhültek. A bankok önbevallása alapján készülő felmérés szerint az eurózóna szintű vállalati hitelezés feltételeinek enyhülése főként az olasz és német bankrendszer előző negyedévesnél nagyobb kockázattűrő képességének az eredménye, ugyanakkor a spanyol, francia és holland bankrendszer szigorúbb nem kamatjellegű feltételekhez kötötte a vállalati hitelezést. Az eurózóna többi nagyobb bankrendszerében változatlanok maradtak a vállalati hitelezési feltételek, amelyek a bankok előrejelzése alapján 2017 harmadik negyedévében tovább enyhülhetnek. Az eurózóna bankrendszere a második negyedévben is a hitelkeret további élénküléséről számolt be valamennyi hitelezési kategóriában, az ügyfelekért folytatott verseny miatt a lakossági hitelezési kategóriákban a hitelezési feltételek enyhülése mellett a bankok által megkövetelt kamatmarzs is csökkent. Az európai piacokon lévő jelentős likviditás, valamint az EKB -0,4 százalékos betéti kamatlába következtében az eurózóna bankjai közötti egynapos kölcsönügyletek kamatlábát kifejező EONIA, valamint a három hónapos euró LIBOR kamatlába is negatív, -0,3 és -0,4 százalék közötti tartományban tartózkodott június és szeptember között.

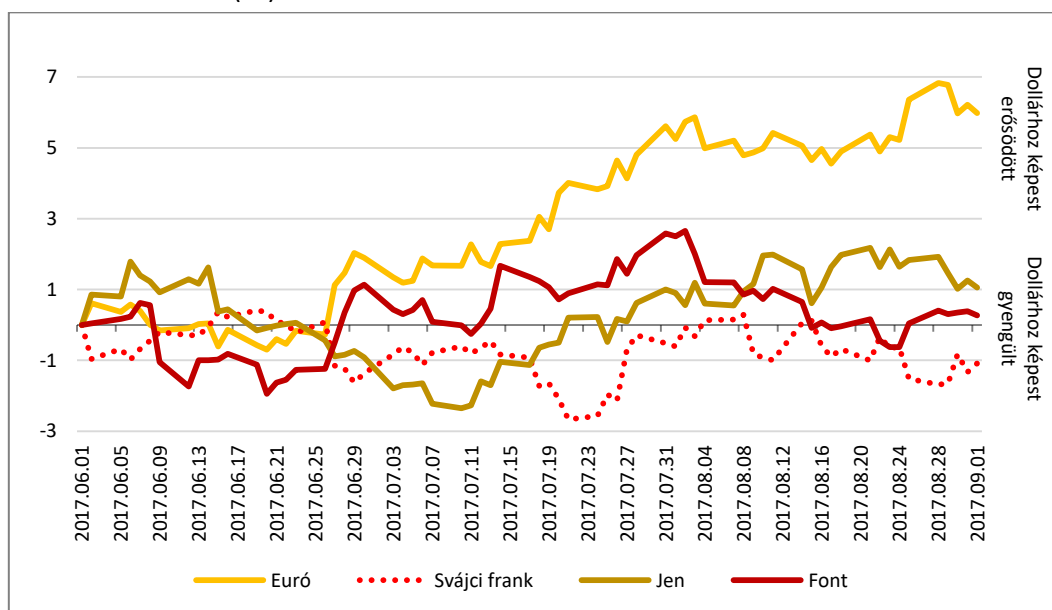
3. ÁBRA: A TÍZÉVES ÁLLAMPAPÍRPIACI HOZAMOK ALAKULÁSA 2017. JÚN. 1-JÉHEZ KÉPEST (BÁZISPONT)



Forrás: Thomson Reuters, Századvég-szerkesztés

Bár június folyamán még csökkenő trendet mutatott az elvárt hozam a globális kötvénypiacokon, június és augusztus között összességében nőtt a főbb 10 éves állampapírok kamatlába (3. ábra). A japán 10 éves állampapírhozam érdemben nem változott az utóbbi három hónapban, értéke továbbra sem éri el a 10 bázispontot, amit főként a jegybank nem konvencionális monetáris politikája miatt a japán bankrendszerben lévő jelentős mennyiségű likvid forrás magyarázhat. Június és szeptember között a legnagyobb mértékben, közel 8 bázisponttal a német 10 éves hozam nőtt, míg a legnagyobb csökkenést az amerikai állampapírhozamok könyvelték el. Ugyanakkor az elvárt hozam az Egyesült Államok államkötvényével szemben továbbra is meghaladja a 2 százalékot. Általános vélekedés ugyanakkor, hogy a következő negyedévekben várhatóan növekszik a 10 éves amerikai kötvényhozam: Donald Trump expanzív fiskális politikája miatt várhatóan a gazdasági növekedés mellett az infláció is tovább gyorsulhat. Az infláció emelkedésével párhuzamosan viszont csökken a kötvények reálhozama, ami egyrészt eladási hullámot generálhat a meglévő állományban, másrészt a kincstárt az újonnan kibocsátott értékpapírok magasabb kamatláb melletti értékesítésére kényszeríti: mindkét hatás a referencia-kamatláb emelkedése irányába hat.

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

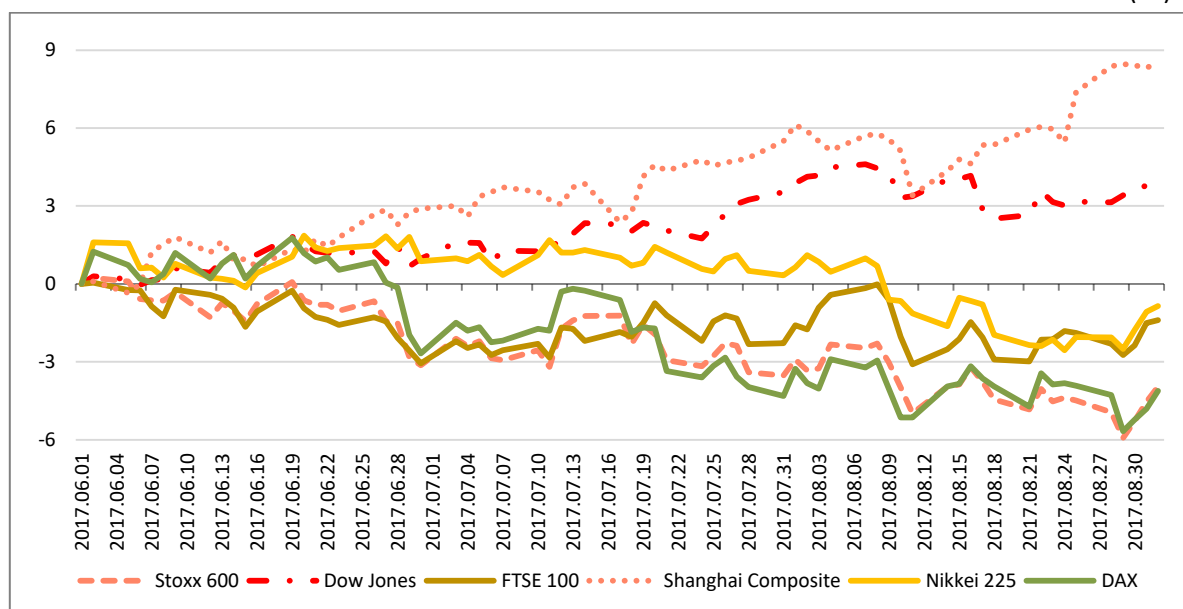


Forrás: Thomson Reuters, Századvég-számítás

Június és szeptember között a főbb lebegő árfolyamrendszerű valuták többsége erősödött a dollárhoz viszonyítva. Az euró közel 6 százalékkal erősödött a vizsgált időszakban a dollárhoz képest, amelynek a háttérében egyrészt az európai gazdaság vártnál jobb teljesítménye, másrészt pedig a Jackson Hole-i jegybankár-konferencián elhangzott beszédek álltak. Szintén az erősödés irányába hatott az észak-koreai konfliktus. Mindezek hatására az euró közel két és fél év után áttörte az 1,20-as határt. A japán jen további erősödése alapján az idej

első negyedéves relatív változatlan árfolyam ideiglenes volt a jen két éve tartó folyamatos felértékelődésében, amely részben magyarázhatja a második negyedéves kedvező japán exportteljesítményt is. Megítélésünk szerint viszont a következő negyedévekben tovább folytatódhat a jen erősödése a dollárhoz viszonyítva, amely mögött főként a japán központi bank Mennyiségi és Minőségi Lazítási Programjának sikertelensége áll. A program keretében a jegybank nagy mennyiségű készpénzt bocsátott ki, mivel a jen gyengítésén keresztül kívánta a növekedést és az évtizedek óta alacsony japán inflációt gyorsítani. A tavaly mindössze 1 százalékkal emelkedő japán kibocsátás, valamint az éves átlagban ismét negatív infláció alapján a program nem érte el célját, így további folytatása nem indokolt – ez esetben viszont a jen/dollár árfolyam a június eleji 111-es értékről várhatóan visszatér a korábbi, 100 jen alatti értékéhez. A brit font az elmúlt hónapokban ingadozó teljesítményt nyújtott a dollárhoz képest, amely mögött a sikertelen kilépési tárgyalások és a kilépést övező bizonytalanság állhat.

5. ÁBRA: A FONTOSABB TŐZSDEINDEXEK ALAKULÁSA 2017. JÚN. 1-JÉHEZ KÉPEST (%)



Forrás: Thomson Reuters, Századvég-számítás

Az utóbbi hónapokban az európai tőzsdeindexek jelentős mértékben csökkentek: ennek oka, hogy a Jackson Hole-i jegybankár-konferencián elhangzott beszédek hatására erősödött az euró és gyengült a dollár, amelynek következtében jelentős mértékben esett az európai exportcégek részvényárfolyama. A mérséklődés irányába hatott továbbá az észak-koreai konfliktus és a koreai geopolitikai feszültség is. A német DAX és az európai Stoxx 600 index a fentiek nyomán 4, az FTSE 100 index pedig 1,4 százalékkal csökkent. A kedvező japán exportteljesítmény hatására 2 százalékot meghaladó mértékben bővült a japán Nikkei 225 index is, miközben a kínai Shanghai Composite index értéke az utóbbi hónapokban jelentősen növekedett. A januárban 20 ezer pontos álomhatárt átlépő amerikai Dow Jones

Industrial Average index növekedése tovább folytatódott, és augusztusban 22 ezer pont fölé is emelkedett. Az index szárnyalását továbbra is részben Trump jelentős fiskális lazítása támogathatja. Trump programja a vállalati adókulcsok csökkentésén keresztül kívánja élénkíteni a gazdaságot, amely a tőzsdén jegyzett vállalatok adózás utáni nyereségességét és így osztalékfizetési képességét is növeli, ezáltal pedig a részvényárak emelkedését vonja maga után. Eközben a személyi jövedelemadó csökkentése valamennyi jövedelmi kategóriában emeli az elkölthető jövedelmet és azon keresztül a megtakarításokat is, melyek jelentős része szintén a tőzsdére áramolhat. Kisebb csökkenést eredményezett azonban a Dow Jonesban az észak-koreai konfliktus, ellenben ennek hatása nem bizonyult tartósnak.

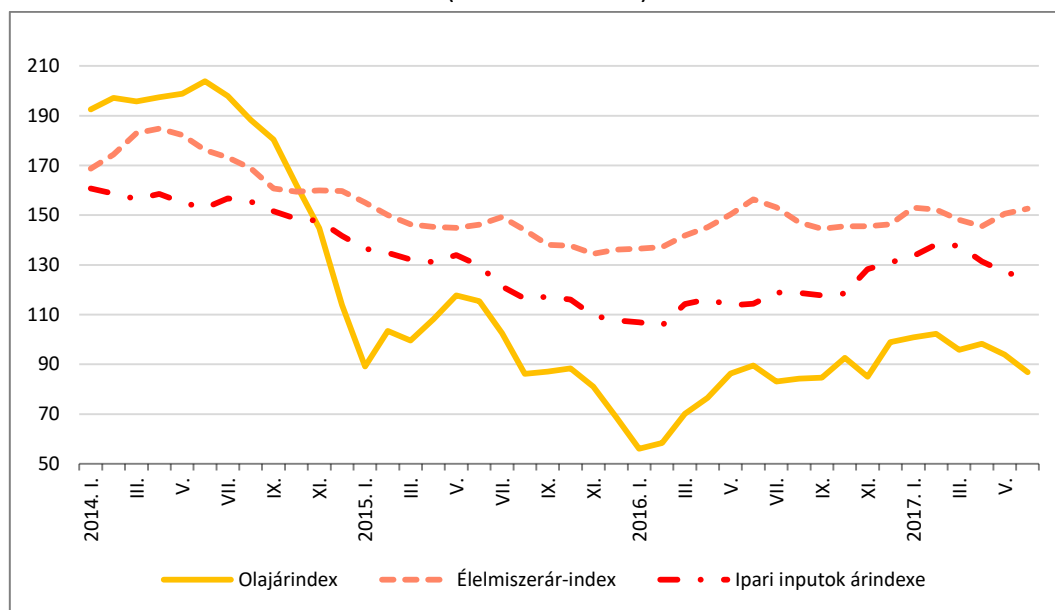
Az infláció alakulása

A második negyedévben az inflációs folyamatokat alapvetően meghatározó világpiaci olajár viszonylagos stabilitást mutatott. A benchmarkként használt Crude kőolaj hordónkénti világpiaci ára június és szeptember között 42–50 dollár között ingadozott, így alacsonyabb volt, mint az első három hónapban. Bár az olajárak emelkedésnek indultak, azonban a befektetői hangulat aggályos a Kőolaj-exportáló Országok Szervezete (OPEC) által november végén kötött kartellmegállapodást illetően. Az OPEC napi kitermelése ugyan a megállapodás hatására a tavalyi utolsó negyedéves 33 millió hordóról áprilisra 31,7 millióra csökkent, azonban a legfrissebb, júliusi adatok alapján a kitermelés ismét nőtt, és elérte a 32,6 millió hordót. A növekedés hátterében a Líbiában és Nigériában a zavargások után meginduló normalizálódás, valamint az Egyesült Arab Emírségek és Irak vállalásoktól elmaradó kitermeléscsökkentése állhat. Az amerikai Energiainformációs Hivatal legfrissebb jelentése szerint az idei második negyedévben átlagosan napi 300 ezerrel, 9,3 millió hordóra emelkedett az USA kibocsátása, ám a Harvey hurrikán miatti leállások visszavethetik az elmúlt hónapokban tapasztalt kibocsátásemelkedést. A második negyedévben 14,7 százalékkal nőtt az olajfúró tornyok száma: az új kapacitások idei kiépítése jelentős hatást gyakorolhatott az amerikai gazdaság beruházási, export- és foglalkoztatási folyamataira is. Az idei második negyedévben mért olajár ugyanakkor nem sokkal magasabb az egy évvel korábban regisztrálnál, ami magyarázza az amerikai és európai inflációs ráták gyors növekedésének megtorpanását.

Az olajár inflációra gyakorolt pozitív hatásának mérséklődését jól szemlélteti, hogy az IMF bővebb termékcsoporthatár-változását érzékeltető olajárindexe másfél éves februári csúcspontjához viszonyítva közel 15 százalékkal csökkent júniusig. Tovább folytatódott az ipari inputárak csökkenő trendje is: az első negyedévhez képest a második negyedévben 6 százalékkal mérséklődött az ezt érzékeltető IMF-index értéke. Így az index jelenleg megközelítőleg a tavaly októberi értékig csökkent, főleg a gumi és uránium 19, valamint 9 százalékos visszaesése miatt. Az előző két indexszel ellentétben az élelmiszerár-index növekedése tovább folytatódott júniusban is, így az IMF élelmiszeripari nyersanyagokból álló

kosarának ára júniusra meghaladta a februári értékét. Összességében az élelmiszerek ára az előző negyedévhez képest 1 százalékkal emelkedett (6. ábra).

6. ÁBRA: NYERSANYAGÁRINDEXEK (2005 = 100%)



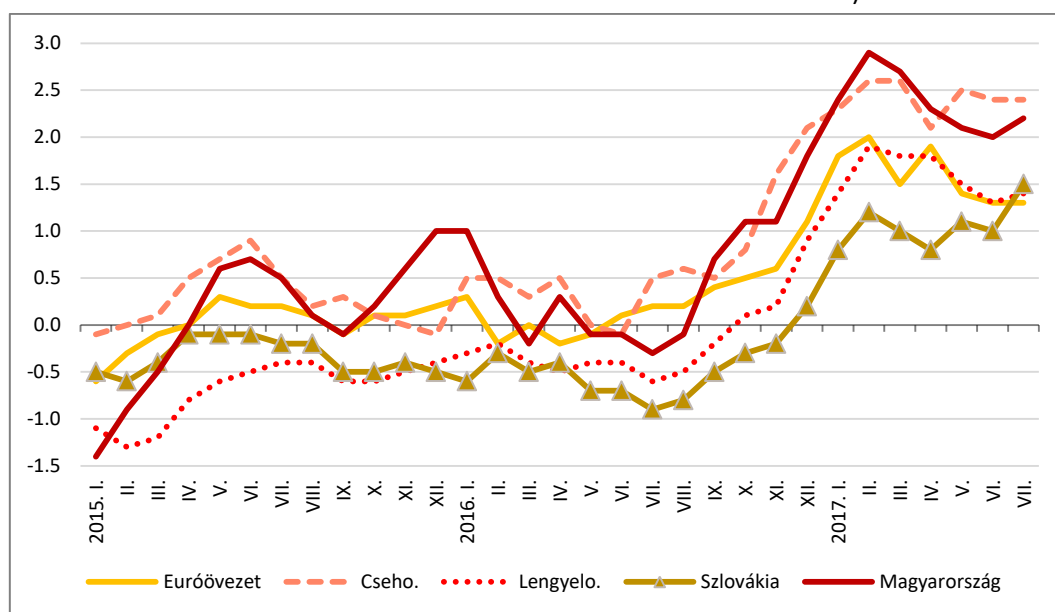
Forrás: IMF Primary Commodity Prices

A második negyedévben tovább folytatódott az éves amerikai fogyasztói árindex mérséklődése: áprilisban 2,2, májusban 1,9, júniusban pedig 1,6 százalékos inflációs rátát regisztráltak az USA-ban. Júliusban ismét kismértékű emelkedést figyeltek meg a fogyasztói árakban: 1,7 százalékra nőtt az amerikai infláció. Éves alapon júliusban 3,4 százalékkal nőtt a háztartások energiakiadása, azon belül az üzemanyagárak átlagosan 3,6, míg a propán, a kerozin és a tűzifa ára átlagosan 5,7 százalékkal emelkedett. A fogyasztói kosár főbb tételei közül a nem élelmiszer jellegű termékek ára emelkedett, annak ellenére, hogy a tartós fogyasztási cikkeké visszaesett. A jelentős súlyt képviselő élelmiszerárak átlagosan 1,1 százalékkal növekedtek éves alapon, míg a szolgáltatások árindexe a teljes inflációs rátát meghaladó mértékben, 2,5 százalékkal bővült. A feldolgozatlan élelmiszer- és energiaáraktól szűrt maginflációs index egészen májusig elmaradt az inflációs rátától, júniusban azonban már meghaladta azt. Júliusban a két ráta megegyezett egymással, vagyis az amerikai maginfláció is 1,7 százalék volt. Az amerikai inflációs és maginflációs ráták január óta tartó folyamatos csökkenésének folytatódása akár lassíthatja is a Fed monetáris szigorításának ütemét, ám megítélésünk szerint a jelenlegi inflációs folyamatok nem veszélyeztetik az idei évre valószínűsített további kamatemeléseket.

Az Egyesült Államokkal ellentétben az Európai Unió és az eurózóna inflációs mutatója nem változott az elmúlt két hónapban, ugyanakkor a pénzromlás üteme júliusban alacsonyabb volt, mint az áprilisi szint. Júliusban 1,5 százalékos inflációs rátát regisztráltak az unióban, ami 0,5 százalékponttal alacsonyabb az áprilisban mért értéknél. A munkanélküliségi rátahoz hasonlóan jelentős különbségek mutatkoznak a tagállamok között az inflációs ráták

tekintetében is: júliusban valamennyi balti államban 3 százalék feletti inflációs rátát regisztráltak. Ezzel szemben Bulgáriában, Franciaországban, Görögországban és Romániában 1 százalék alatti volt a pénzromlás üteme, Írországban és Cipruson pedig kismértékű deflációt figyeltek meg. A fogyasztói kosáron belül a háztartási energiaárak éves változása az unióban és az eurózónában is 2 százalék környékére csökkent a februári magas értékéhez képest. A feldolgozatlan élelmiszer- és energiaáraktól szűrt maginfláció négy éve nem látott értékre emelkedett úgy az unióban, mint az eurózónában: az Európai Unióban júliusban 1,5 százalékra növekedett a maginfláció, míg az eurózónában 1,3 százalékos szintet figyeltek meg. A jelenlegi inflációs mutató így nem éri el az EKB 2 százalékos inflációs célját, ami az EKB 2017. év végén kifutó kiterjesztett eszközvásárlási programjának meghosszabbítása irányába hat.

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



Forrás: Eurostat

Az euróövezettel ellentétben a visegrádi, valamint a régiós országokban is növekedett az inflációs ráta júliusban. Csehország pénzromlási üteme a központi bankja által kitűzött 2 százalékos célérték felett tartózkodott, míg Lengyelország esetében elmaradt attól. A magyar inflációs ráta az MNB monetáris politikája által kedvezőnek tartott 2–4 százalék közötti sávban ingadozott. A szlovák gazdaságban 2017 júliusában 1,5 százalékos inflációs rátát regisztráltak, melynek maginflációs mutatója meghaladta a teljes kosárra számolt pénzromlási ütemet az elmúlt hónapokban. A régiós átlagtól elmaradó szlovák inflációs rátát a hatósági energiaárak csökkentése magyarázza. A szlovák maginflációs ráta az idei hónapok többségében meghaladta Lengyelország rátáját. Csehországban ellenben január és június között a maginfláció 2,3 százalékról 2,8 százalékra emelkedett, amelyet a záródó kibocsátási rés és a feszes munkaerőpiac magyarázhat.

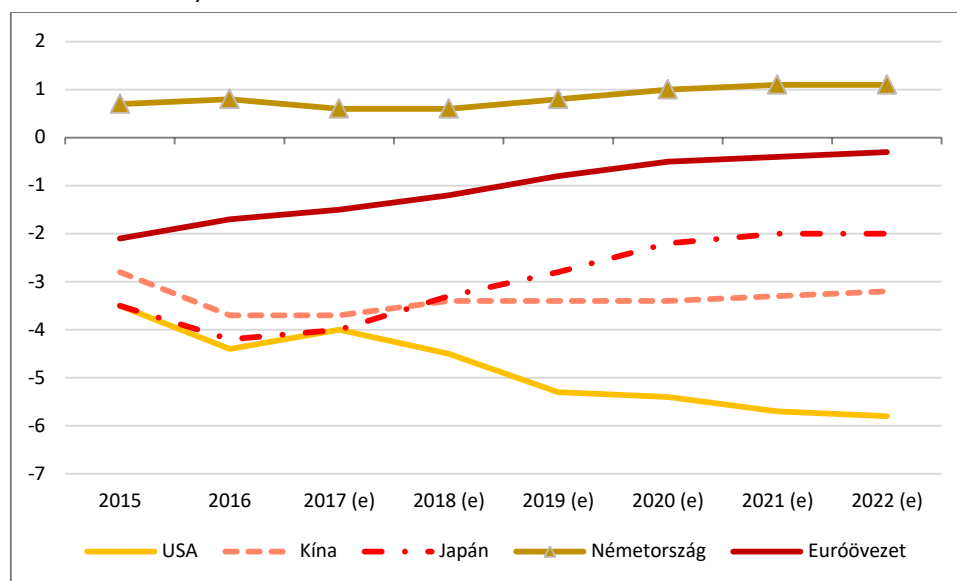
Az Európai Központi Bank szeptemberi előrejelzése szerint a tagállamok közötti jelentős inflációs eltérések a közeljövőben is fennmaradhatnak, ám az euróövezet inflációs rátája várhatóan tovább emelkedik a következő hónapokban. Idén várhatóan 1,5, míg az inflációt gerjesztő energiaár-változás bázisba épülésével jövőre ennél enyhén alacsonyabb, 1,3 százalékos lehet az átlagos pénzromlás üteme az eurózónában. Középtávon az infláció hajtóereje az energiaár-változás helyett a feszes munkaerőpiac miatti bérnövekedés lehet, ami a kereslet élénkülésén keresztül az árak növekedését vonhatja maga után. A feszes munkaerőpiac inflációt gerjesztő hatása a balti államokra lehet különösen igaz, Észtországban idén várhatóan 3,3, Lettországbán 2,9, míg Litvániában 3,2 százalékos éves átlagos pénzromlási ütemet regisztrálhatnak.

Fiskális politika

Az IMF legfrissebb, áprilisban közzétett fiskális előrejelzése alapján a világ négy vezető gazdasága közül 2016-ról 2017-re a szufficites Németország kivételével minden országban javulhat a GDP-arányos költségvetési egyenleg. A japán kormányzat a tavalyi költségvetési lazítást követően, a továbbra is bizonytalan világ gazdasági környezetre tekintettel lassabb ütemben, de 2017-ben is folytatja a fiskális stimulust. Ennek keretében készpénzhez juttatja az alacsony jövedelműeket, növeli a gyermek-, illetve idősgondozók bérét, valamint infrastrukturális beruházásokat hajt végre. Ezenfelül munkaerőpiaci reformokat is végrehajt a kormányzat, azonban a piac dualitása (a rész- és a határozott munkaidős munkavállalók aránya eléri a 40 százalékot) az adó- és társadalombiztosítási rendszer következtében várhatóan továbbra is fennmarad. Habár a döntéshozók kommunikációjukban továbbra is elkötelezettek a szufficites költségvetés mellett 2020–21-re, a gazdaságpolitika irányultsága egyelőre ezt nem tükrözi. Várhatóan a 2017 áprilisáról 2019 októberére halasztott áfaemelés (8-ról 10 százalékra) hozhat változást a költségvetési egyenleg alakulásában.

Kína esetében nem várható változás a költségvetési politikában az idei év során. A kormányzat továbbra is fenn kívánja tartani a belső keresletet támogató fiskális impulzust, amelyet a strukturális és adóreformok lassítanak. A reformok célja a vállalati és a háztartási szektor sebezhetőségének csökkentése az adók és a különböző adminisztratív díjak csökkentésén keresztül. A költségvetési politika pályáját az elkövetkező években várhatóan a Kínai Kommunista Párt őszi megrendezendő 19. pártkongresszusa határozza majd meg. Az IMF előrejelzése szerint a következő években döntő hatással lesz a költségvetés helyzetére a gazdasági átalakulás Kínában, amelynek következtében csökkennek az állami beruházások, de növekednek a szociális, oktatási és egészségügyi kiadások.

8. ÁBRA: A VILÁG VEZETŐ GAZDASÁGAINAK KÖLTSÉGVETÉSI EGYENLEGE (A GDP SZÁZALÉKÁBAN)



Forrás: IMF Fiscal Monitor, 2017 April

A Nemzetközi Valutalap előrejelzése szerint a világ vezető gazdaságai közül egyedül az Egyesült Államok költségvetési egyenlege romlik majd 2022-ig. E mögött elsősorban a Trump-adminisztráció körüli bizonytalanság és a belengetett adócsökkentések állnak, ám ez utóbbiak részletei sem ismertek még. Az IMF előrejelzése szerint amennyiben megvalósul a vállalati és jövedelemadók csökkentése, az egészségügyi rendszer átalakítása, valamint a védelmi kiadások növelése, akkor a gyorsabb GDP-növekedés ellenére is a költségvetés GDP-arányos hiánya a 2016-os 4,4 százalékról a 2017-es átmeneti javulást követően 2022-re megközelítheti a GDP 6 százalékát.

Németország esetében a Valutalap elemzése szerint a 2017-es költségvetés három célt szolgál: a személyi jövedelemadók csökkentését (az emelkedő sávhatárokon keresztül), az infrastrukturális kiadások emelését, valamint a K+F kiadások növelését. A következő években az IMF előrejelzése szerint a magasabb szociális és a menekültekhez köthető kiadások rontják majd a költségvetési egyenleget. A Valutalap számításai alapján az uniós költségvetési szabályokat is meghaladó német fiskális szigor komoly növekedési áldozattal járhat, ami nemcsak az ország hosszú távú növekedési pályáját, de a tovaryűrűző hatások miatt az eurózóna növekedését is lassíthatja.

Az IMF várakozásai szerint az euróövezet fiskális folyamatai is tovább javulhatnak a következő években, mivel Németország mellett a legtöbb tagállam elkötelezett költségvetési folyamatainak fenntartható pályára állítása mellett. Az eurózóna országainak költségvetési hiánya átlagosan a 2016-os 1,7 százalékról az egyensúlyi szint közelébe, 0,3 százalékra csökkenhet 2022-ig. A kamatfizetések nélküli hiányszámot mutató elsődleges egyenleg a 2016-os 0,3 százalékról a GDP 1,5 százalékára emelkedhet az eurózóna egészére nézve.

Hasonlóan kedvező képet fest az eurózóna kilátásairól az Európai Központi Bank szeptemberi előrejelzésében. Az EKB előrejelzése szerint 2019-ig az eurózóna hiánya a GDP 0,9 százalékára csökkenhet, elsősorban a folyamatosan mérséklődő kamatkiadásoknak és a javuló ciklikus komponensnek köszönhetően. Emellett a gazdasági növekedéssel párhuzamosan bővülő foglalkoztatás főként a magas munkanélküliséggel küzdő déli tagállamok költségvetésének kiadási oldalát mérsékelheti, miközben a tagországok költségvetési bevételeit a konjunktúra során emelkedő vállalati adóbefizetések gyarapíthatják. A javuló államháztartási mérleg következtében az eurózóna átlagos adóssága a GDP 84,2 százalékára csökkenhet 2019-re, ez 2,4 százalékponttal alacsonyabb az IMF előrejelzésénél. Az eltérés oka, hogy az EKB kedvezőbb elsődleges egyenleggel, valamint gyorsabb GDP-bővüléssel számol az előrejelzési horizont egészén.

Az IMF előrejelzése szerint a világ nagyobb gazdaságai közül Németország adósságállománya csökkenhet a leggyorsabb ütemben, mely a 2016. év végi 67,6 százalékról 2022-re 50,9 százalékra eshet. A Valutaalap várakozása szerint a nagyobb uniós tagállamok közül a brit és a spanyol adósságráta már idén, míg a francia és az olasz 2018-tól állhat csökkenő pályára. Ennek köszönhetően az IMF előrejelzése szerint a 2016-os GDP-arányos 91,3 százalékról 2022 végéig fokozatosan 80 százalék alá csökkenhet az eurózóna államadóssága. Az Egyesült Államok adósságrátája a várható költségvetési lazítás következtében folyamatosan emelkedhet az előrejelzési horizonton. A Valutaalap várakozásai szerint így a jelenlegi 107,4 százalékos szintről 117,4 százalékra emelkedhet 2022-re a GDP-arányos államadósság az USA-ban. Az IMF Japán esetében 2018-ra teszi az államadósság tetőzését, amelyet lassú leépülés követhet, de továbbra is a GDP 230 százaléka fölött maradhat az államadósság mértéke. Kína esetében az IMF az USA-hoz hasonlóan az adósságráta emelkedését várja, előrejelzésük szerint a 2016-os 46,2 százalékos szintről 58,9 százalékra emelkedhet a mutató értéke 2022-ig.

A magyar gazdaság jelenlegi helyzete

A hazai növekedés alakulása

A magyar gazdaság kibocsátása 2017 II. negyedévében 3,2 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszaki értékét. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott mutató bővülése 3,5 százalék volt. A magyar gazdaság 2017 II. negyedévében mutatott teljesítménye mind a nyers, mind a szezonálisan kiigazított adatok szerint felülmúlja az EU-, illetve az eurózána-tagországok átlagát és Németország növekedési ütemét is. A visegrádi országok azonban mind nagyobb növekedést értek el a II. negyedévben: Szlovákiában 0,1 százalékponttal, Csehországban 0,2 százalékponttal, Lengyelországban pedig 1,2 százalékponttal haladta meg a növekedés a Magyarországon mért értéket.

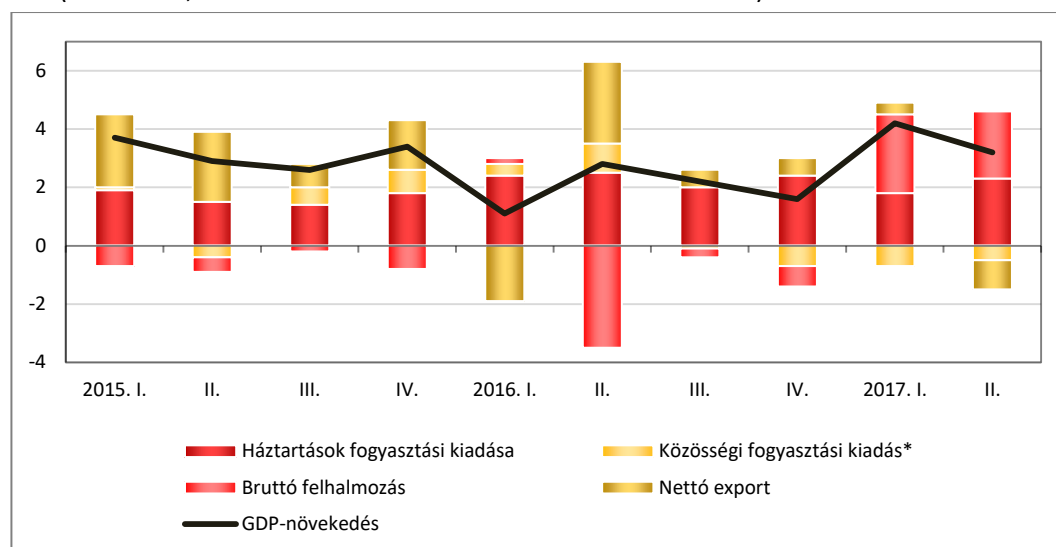
A GDP felhasználási oldalán a bruttó állóeszköz-felhalmozás 21,2 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszaki, alacsony bázist, ami az építési beruházások, valamint a gép- és berendezésberuházások volumenének jelentős emelkedésének köszönhető. Összességében a bruttó felhalmozás 12,7 százalékkal volt magasabb, mint az előző év második negyedévében, ami 2,3 százalékponttal emelte a gazdaság növekedési ütemét. A két mutató közötti eltérést a készletváltozás okozta, amely jelenleg azt mutatja, hogy a készletek jelentős mértékben visszaestek. A beruházások bővüléséhez a költségvetési szféra beruházásnövekedése (56,1 százalék) intenzívebben járult hozzá a vállalati szektorban mért növekedéshez (29,3 százalék) képest, ami az EU-s forrásból történő fejlesztések újbóli megindulásának köszönhető. A villamosenergia-, gáz-, gőzellátás, légkondicionálás, valamint a vízellátás és hulladékgazdálkodás kategóriák kivételével minden nemzetgazdasági ágban bővültek a beruházások. A bányászatban a beruházások – elsősorban a földgáz kutatások próbafúrásainak tárgyidőszaki ráfordításai miatt – az előző év azonos időszakához képest 3,86-szorosukra emelkedtek a tavalyi jelentős, mintegy 70 százalékos visszaesés után. További jelentős mértékű beruházásbővülés történt a közigazgatásban (94,3 százalék), a szállítás, raktározás kategóriában (76,7 százalék), a művészet, szórakoztatás, szabadidő ágazatban (71,4 százalék), az információ, kommunikáció területén (68,4 százalék), valamint az egészségügyben (65,6 százalék). A legalacsonyabb mértékű beruházásnövekedést a feldolgozóiparban (9,2 százalék) mérték.

Továbbra is növekednek a háztartások fogyasztási kiadásai, amelyek a II. negyedévben 4,7 százalékkal voltak magasabbak, mint egy évvel korábban, és így 2,3 százalékponttal járultak hozzá a GDP növekedési üteméhez. Ennek okát elsősorban a bérek növekedésében látjuk, amelyre jelentős hatással voltak a minimálbér és a garantált bérminimum emelése, valamint a költségvetési szféra egyes területeit és az állami közszolgáltató cégek foglalkoztatottjait érintő bérrendezések. Ezen kívül a rekord alacsony munkanélküliségi ráta is hozzájárult a rendelkezésre álló jövedelem és így a fogyasztás bővüléséhez.

A közösségi fogyasztás volumene a II. negyedévben 1,8 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. Így összességében a végső fogyasztás 1,8 százalékponttal járult hozzá a növekedéshez. A fogyasztás- és a beruházásváltozás összességében azt eredményezték, hogy a belföldi felhasználás 4,7 százalékkal volt magasabb az előző év azonos időszakához képest, és így 4,1 százalékpontot adott hozzá a GDP-bővüléshez.

A II. negyedévben lassult a külkereskedelem bővülése mind a kivitel, mind a behozatal oldaláról. A belföldi kereslet növekedésével együtt az import 5,1 százalékkal bővült, ami meghaladta az exportnövekedés 3,5 százalékos ütemét. A külkereskedelmi termékforgalom árindexeinek változása alapján a behozatal 2 százalékkal drágult, míg a kivitel árindexe csak 1,5 százalékkal emelkedett. A dinamikusabb behozatal következtében a külkereskedelmi egyenleg értéke az árut és szolgáltatásokat tekintve összesen 6,5 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához képest, folyó áron, forintban számítva. Így a nettó export 1 százalékkal csökkentette a II. negyedévi növekedést. Az élelmiszerek behozatala 10,5, kivitele 13,1 százalékkal bővült, a nyersanyagok esetében ez rendre 28,8 és 23,1 százalék volt. Az energiahordozók esetében a behozatal 31,4, míg a kivitel 45 százalékkal emelkedett. A feldolgozott termékek behozatala 8,5, a gépek és szállítóeszközöké 4 százalékkal bővült, míg kivitelük rendre 8,9 és 2,1 százalékkal emelkedett. A szolgáltatás- külkereskedelem növekedése terén is lassulás következett be a folyó áras statisztikák alapján. Az import összesen 4,7 százalékkal, az export pedig 1,5 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakának értékét. A bér munka esetében a behozatal 53 százalékkal emelkedett, míg a kivitel 8,5 százalékkal csökkent. Hasonlóképp a javítási szolgáltatások is behozatalbővülést realizáltak (19,6 százalék), azonban a javítási szolgáltatások kivitele is emelkedett 3,9 százalékkal. A turizmus esetében az import 16,8 százalékkal, az export 5,2 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. A szállítási szolgáltatások mindössze egy számjegyű bővülést mutattak úgy az export (6,6 százalék), mint az import (5,1 százalék) terén. A számítástechnikai és információs szolgáltatások terén a behozatal 2017 második negyedévében 3,9 százalékkal, a kivitel 12,9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. Az egyéb üzleti szolgáltatások kategóriájába tartozó tevékenységek (többek között K+F szolgáltatások, tudományos és műszaki szolgáltatások, üzletviteli, tanácsadási és könyvvizsgálói szolgáltatások) importja 1,2 százalékkal, az exportja 6,9 százalékkal növekedett. A szellemi tulajdon használatáért kapott jogdíjak importja 1,3 százalékkal növekedett, az exportja viszont 4,5 százalékkal csökkent. A személyes, kulturális és szórakoztatási szolgáltatások behozatala 14,7 százalékkal, kivitele pedig 57 százalékkal csökkent.

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



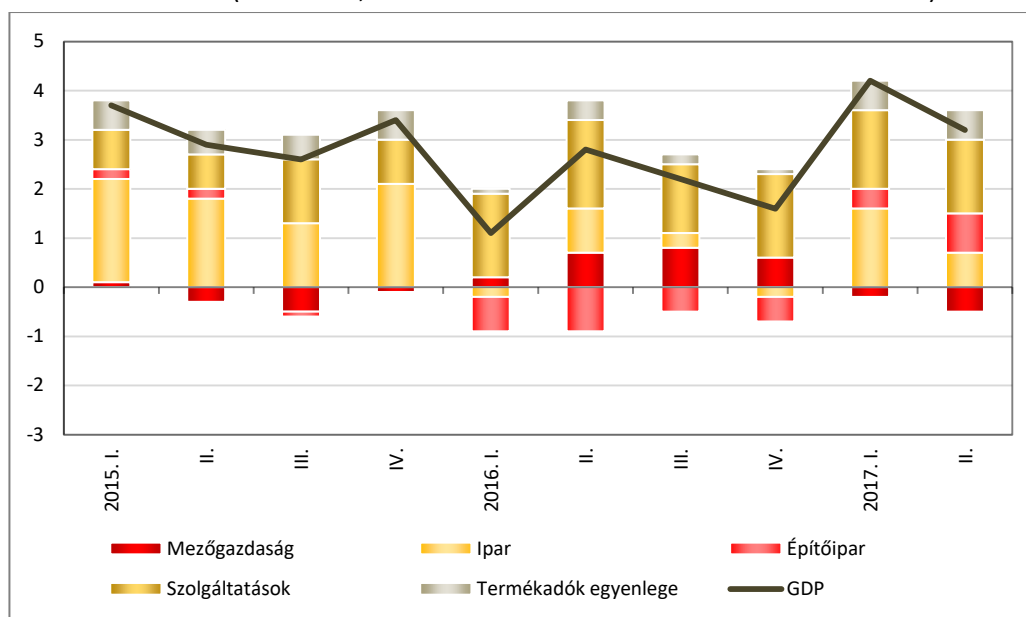
* Tartalmazza a természetbeni társadalmi juttatást, függetlenül annak forrásától. Forrás: KSH

Az Eurostat üzleti és fogyasztói felmérése alapján a háztartások aggregált bizalmi indexe 2017 második negyedévében romlott az előző negyedév eredményéhez képest, viszont javult az előző év azonos időszakához képest. A mutató továbbra is negatív tartományban mozog, ám az eredmények alapján kevésbé pesszimista a lakosság az előző év azonos időszakához viszonyítva. 2016 második negyedévéhez képest a lakosság körében kevesebben nyilatkoztak negatívan a pénzügyi és az általános gazdasági helyzetről, csökkent azoknak a fogyasztóknak az aránya, akik a jövőbeli fogyasztásukkal és megtakarításukkal kapcsolatban negatívan nyilatkoztak. 2017 második negyedévében csökkent azok aránya, akik szerint növekedni fog a munkanélküliség az országban egy éven belül.

A hazai gazdaság 2017. II. negyedévi teljesítménye a termelési oldalon vegyes képet mutatott. A mezőgazdaság 12,9 százalékos csökkenése alapvetően a tavalyi nagyon kedvező időjárásnak köszönhető, amely magas bázist eredményezett. A mezőgazdaság teljesítménye emiatt 0,5 százalékponttal lassította a GDP növekedését.

Az ipari kibocsátás az előző év azonos időszakához képest 3 százalékkal emelkedett a II. negyedévben, és így 0,7 százalékponttal járult hozzá a II. negyedéves növekedéshez. Az iparon belül a feldolgozóipar 3,6 százalékkal növekedett. A járműgyártás kivételével minden jelentősebb súlyú feldolgozóipari ágazat bővült: a számítógépek és egyéb optikai termékek gyártása 7,9 százalékkal, az élelmiszer, ital és dohánytermékek gyártása 2,7 százalékkal, a gumi-, műanyag és nemesfém ásványi termékek gyártása 5 százalékkal, a fémfeldolgozás pedig 6,1 százalékkal.

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



Forrás: KSH

Az építőipar kibocsátása jelentős fordulaton esett át, a 2016-os mélypont után 2017 második negyedévében 28,6 százalékkal bővült a teljesítménye, így 0,8 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. Az előző EU-s költségvetési ciklus 2015-ös lezárását követően 2016-ban átmeneti visszaesés következett az építőiparban, azonban 2017-től a részben uniós támogatásokból, valamint költségvetési ösztönzőkből (CSOK) finanszírozott keresletnövekedés újra felélénkítette az ágazatot. Az építőipari kibocsátás értéke 2017 második negyedévében 30,1 százalékkal volt magasabb az épületek és 42,1 százalékkal az egyéb építmények esetében az előző év azonos időszakához képest.

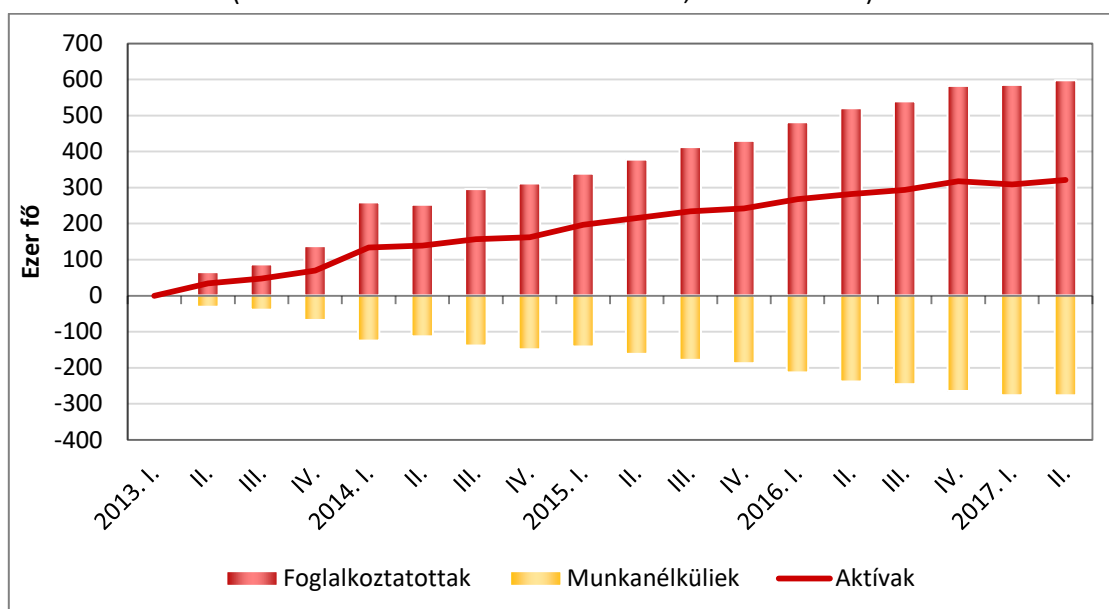
Az újonnan kötött szerződések értéke, folyó áron számolva, 2017 második negyedévében 48,7 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakában mért értéket az építőiparban.

A szolgáltató ágazatok összesített 2,8 százalékos bővülése közel megegyezik az előző negyedéves ütemmel. Ezen belül a kereskedelem, a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás folytatta növekedését: 5,8 százalékkal bővültek egy év alatt, köszönhetően az utóbbi időszakok béremelkedésének és a külföldi turisták száma növekedésének. A szállítás és raktározás 2,2 százalékkal, az információs és kommunikációs szolgáltatások 6,2 százalékkal, a K+F és adminisztratív szolgáltatások 6,4 százalékkal bővültek. Összességében a szolgáltatási szektor hozzájárulása a növekedéshez 1,5 százalékpont volt, így termelési oldalról továbbra is a GDP egyik húzóágazatának tekinthető.

Munkaerőpiaci folyamatok

2017 második negyedévében tovább javult a munkaerőpiaci helyzet. A foglalkoztatás szezonálisan kiigazított száma az előző negyedévhez képest 13 ezerrel, 4,418 millió főre nőtt, míg éves szinten közel 78 ezer fővel emelkedett a foglalkoztatottak száma. Az aktívak szezonálisan kiigazított száma 2017 I. negyedévéhez képest 13 ezer, míg éves szinten 39 ezer fővel nőtt. Az aktivitási ráta ennek következtében a második negyedévben 61,8 százalékra emelkedett a 15–74 éves korosztályban. Ezzel egy időben a szezonálisan kiigazított foglalkoztatási ráta 59,1 százalékra emelkedett, ami már 0,2 százalékponttal meghaladja az Európai Unió átlagát (58,9 százalék 2017 I. negyedévében).

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

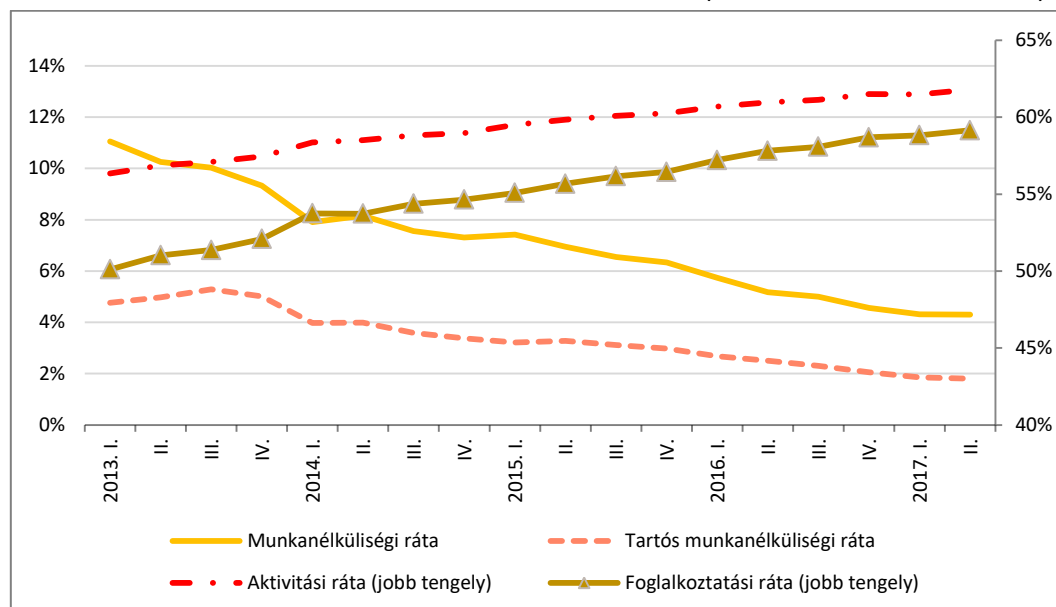


Forrás: KSH, Századvég-számítás

A KSH intézményi statisztikai alapján a legalább 5 főt foglalkoztató vállalkozásoknál, a költségvetési intézményeknél, valamint a nonprofit szervezeteknél dolgozó alkalmazottak szezonálisan kiigazított száma 19 ezer fővel csökkent a II. negyedévben, míg az előző év azonos időszakához viszonyítva 41 ezer fővel nőtt. Az alkalmazotti létszám csökkenése szinte teljes egészében a költségvetési szektorhoz köthető, ahol egy negyedév alatt 17 ezer fővel csökkent a foglalkoztatottak száma, ami egy év alatt 38 ezer fős csökkenésnek felel meg. Ezzel szemben a versenyszférában ezer fővel csökkent az alkalmazotti létszám, amely az előző negyedév kiugró adatának korrekciójaként értelmezhető, mivel éves összehasonlításban így is 57 ezerrel több munkavállalót foglalkoztattak a versenyszektor vállalatai. További 6 ezer fővel, 170 ezer alá csökken a közfoglalkoztatásban dolgozók száma az előző negyedévhez képest, míg a tavalyi második negyedévhez képest 45,6 ezer fővel kevesebben dolgoztak a Start Munkaprogramokban. A ledolgozott munkaórák száma az

előző év azonos időszakához viszonyítva 1,4 százalékkal csökkent, azonban ebben közrejátszott, hogy a tavalyi évvel ellentétben idén a második negyedévre esett a húsvét, így kettővel kevesebb munkanap volt a negyedévben.

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

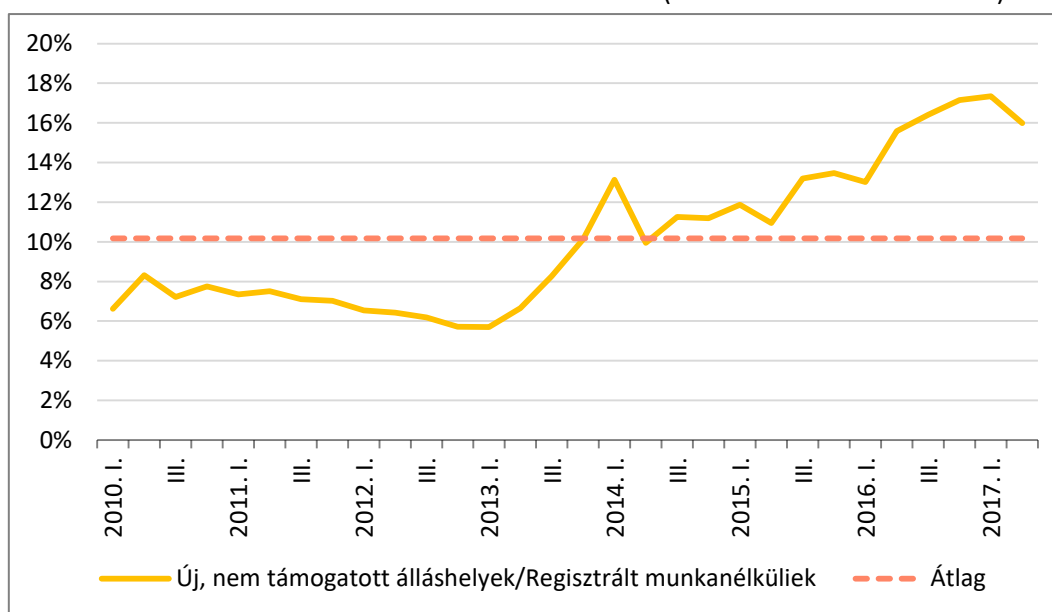


Forrás: KSH, Századvég-számítás

A növekvő munkakereslet ellenére a munkanélküliek szezonálisan kiigazított száma nem változott a negyedév során, továbbra is 198 ezren keresnek aktívan munkát. Ez a jelenlegi aktivitási szint mellett 4,3 százalékos munkanélküliségi rátát jelent, amely a rendszerváltás óta mért legalacsonyabb érték. A tartósan, legalább egy éve munkát keresők aránya 43,2 százalékról 42,1 százalékra csökkent, míg számuk közel 7 ezer fővel mérséklődött az előző negyedévhez viszonyítva, vagyis a munkaerőpiaci fellendülés, a közfoglalkoztatás csökkenése ellenére is tudott a tartósan állástalanok helyzetén javítani.

Az NFSZ adatai a korábbiaktól eltérő képet festenek a munkaerőpiaci helyzet alakulásáról, a regisztrált munkanélküliek szezonálisan kiigazított száma 17 ezerrel, 301 ezer főre nőtt a második negyedévben. E mögött valószínűsíthetően az aktivitás erősödése és a közfoglalkoztatásban dolgozók számának csökkenése áll. Az új, nem támogatott álláshelyek száma nem változott az előző negyedévhez képest, amely a regisztrált munkanélküliek növekedésével együtt a munkaerőpiaci feszesség további csökkenését jelzi 2017 második negyedévében. Azonban ez még nem jelenti a munkaerőhiány csökkenését, csupán a munkaerőpiac szerkezetének egészségesebb átalakulását.

13. ÁBRA: A MUNKAERŐPIAC FESZESSÉGE (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat, Századvég-számítás

Az egyre feszesebb munkaerőpiacnak köszönhetően a bruttó bérek éves összehasonlításban 2003 óta nem látott ütemben, közel 14 százalékkal emelkedtek a második negyedévben. A keresetek a versenyszektorban 12,2, míg a közszférában 18,1 százalékkal emelkedtek egy év alatt. Vagyis jelenleg teljesül a hatéves bérmegállapodás kitétele, így amennyiben a jelenlegi bérfolyamatok fennmaradnak az elkövetkező 3 hónapban, januártól 2 helyett 2,5 százalékkal csökken a szociális hozzájárulási adó kulcsa. A bérek dinamikus emelkedésére a minimálbér 15, illetve a garantált bérminimum 25 százalékos emelése, a költségvetési szféra további bérrendezései (egészségügyi, kulturális munkakörben dolgozók), a munkát terhelő járulékok csökkentése, valamint a munkaerőhiány gyakorolt hatást. A nettó átlagbér a bruttó bérekkel megegyező ütemben, közel 14 százalékkal, 198 685 forintra emelkedett a második negyedévben az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az árszínvonal hatását is figyelembe véve a nettó reálbér 11,7 százalékkal emelkedett egy év alatt, amely 2003 második negyedéve óta a legkedvezőbb adat.

Infláció

A második negyedévben átlagosan 2,1 százalékkal növekedtek az árak az előző év azonos időszakához viszonyítva. Áprilisban 2,2 százalékos, májusban pedig 2,1 százalékos volt az infláció. Júniusban 1,9 százalékos drágulást figyeltek meg a gazdaságban az előző év azonos időszakának eredményéhez képest. Az infláció alakulásában jelentős szerepet játszik az olajárak változása. A magasabb olajár érdekében a Kőolaj-exportáló Országok Szövetségének (OPEC) tagországai és az azon kívüli olajtermelők szerződést kötöttek a kitermelt mennyiség leszorítása és így a kínálat mérséklése érdekében. Az egyezséget eddig sikeresen betartottak, azonban a várttól gyengébb hatás miatt a május 25-i döntésük alapján 2018 márciusáig

meghosszabbították a szerződés időtartamát. Az intézkedés jelentőségét mutatja, hogy az év elejétől stabilan 50 dollár feletti olajárszint, az olajtermelők megegyezése ellenére, júniusban a 2016 novembere óta mért legalacsonyabb értékre, 47,5 dolláros hordónkénti árra csökkent. Ezt a folyamatot egyrészt a magas olajkészletek, másrészt az Egyesült Államok növekvő palaolaj-kitermelése magyarázza. Az egyre alacsonyabb olajárral együtt az üzemanyagok ára áprilisban 1,4 százalékkal volt alacsonyabb, mint márciusban. Májusban 2,9 százalékkal, júniusban pedig 1,7 százalékkal lett olcsóbb az üzemanyag az azt megelőző hónaphoz képest.

2016 szeptemberében tovább emelték a dohánytermékek jövedéki adóját, amelynek nyomán 2017. második negyedévében a dohánytermékek ára átlagosan 5,9 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban. Fékezően hatott az inflációra a tojás és a baromfihús áfájának 5, az internet áfájának 18 százalékra mérséklése. (A baromfihús ára a második negyedévben átlagosan 15,7, a tojás ára 1,8, a telefon- és internetszolgáltatások ára pedig 2,7 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest.) A nyerstej és az éttermi szolgáltatások áfájának csökkentése ellenére a második negyedévben a tej ára átlagosan 0,6 százalékkal növekedett, az éttermi szolgáltatások pedig 4,6 százalékkal drágultak az egy évvel korábbi árhoz képest. A sertéshús ára 14,2 százalékkal emelkedett 2017. második negyedévében az előző év azonos időszakához viszonyítva.

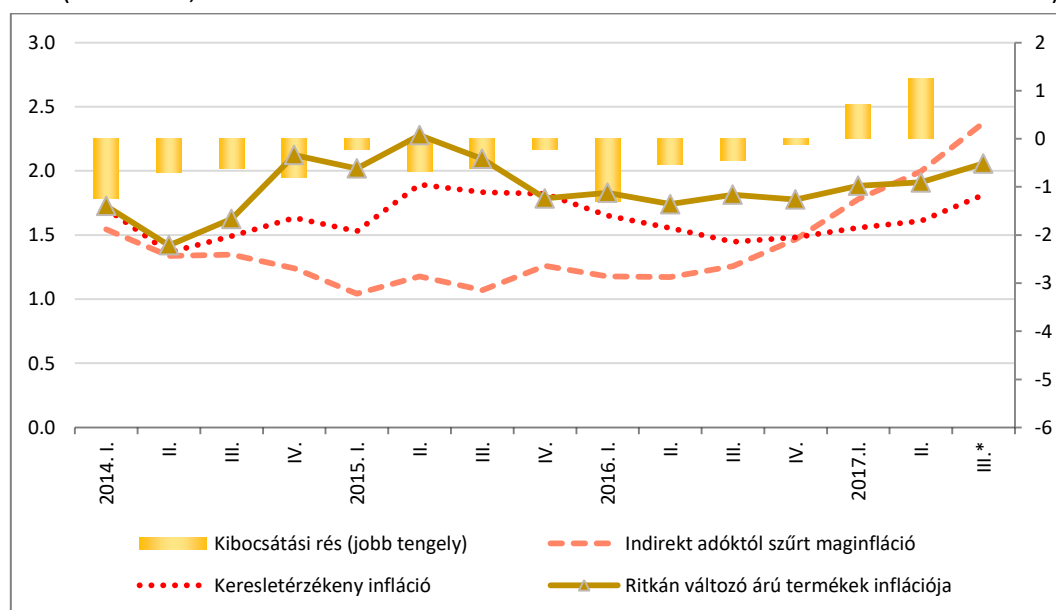
A háztartási energia ára kis mértékben, 0,7 százalékkal növekedett, míg a tartós fogyasztási cikkek 0,4 százalékkal olcsóbbak lettek. Az előbbihez a tűzifa 6 százalékos, a palackos gáz 3,3 százalékos, valamint a brikett 2,7 százalékos drágulása járult hozzá. Az utóbbi esetben pedig egyrészt a használt személygépjárművek árának 5 százalékos csökkenése, másrészt a tartós kulturális cikkek (rádió, televízió, számítógép és egyéb eszközök) esetében mért 3,7 százalékos árcsökkenés hatása volt jelentős. A szolgáltatások ára átlagosan 1,5 százalékkal növekedett 2017. második negyedévében, amely kategórián belül a lakbér, lakásszolgáltatások ára 0,9 százalékkal, a testápolási és egészségügyi szolgáltatásoké 3,4 százalékkal, a közlekedési szolgáltatásoké 1 százalékkal, a kulturális és szabadidős szolgáltatások ára 2,7 százalékkal, az üdülési szolgáltatásoké pedig 4,4 százalékkal növekedett. A szolgáltatások árának növekedését lassította a telefon- és internetszolgáltatások árának 2,7 százalékos, valamint a hírközlési szolgáltatások árának 2,6 százalékos csökkenése. Az infláció mértéke 2017. második negyedévében a jegybank 2–4 százalékos célsávján belül maradt, de a 3 százalékos céltól elmaradt. Júliusban 2,1 százalékos, augusztusban pedig 2,6 százalékos volt az infláció az előző év azonos hónapjához képest.

A lakosság inflációs várakozásai továbbra is alacsony szinten tartózkodnak, ami jelentős mértékben hozzájárul az árak növekedésének fékezéséhez.

2017 első negyedévében a kibocsátási rés pozitív tartományba lépett, és ez a folyamat a második negyedévben még tovább erősödött: számításaink szerint az első negyedévben

0,7 százalékon állt a kibocsátás rés, a második negyedéves kibocsátás viszont már 1,3 százalékkal haladta meg a hosszú távú trend szerinti értékét. Számításaink szerint 2017-ben a kibocsátási rés stabilan pozitív tartományban marad, ami hosszabb távon kereslet oldali inflációs nyomás kialakulásához vezethet. Ez pedig tovább növelheti az infláció mértékét a gazdaságban, azonban jelentős mértékű emelkedést nem generál az árszínvonalban.

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



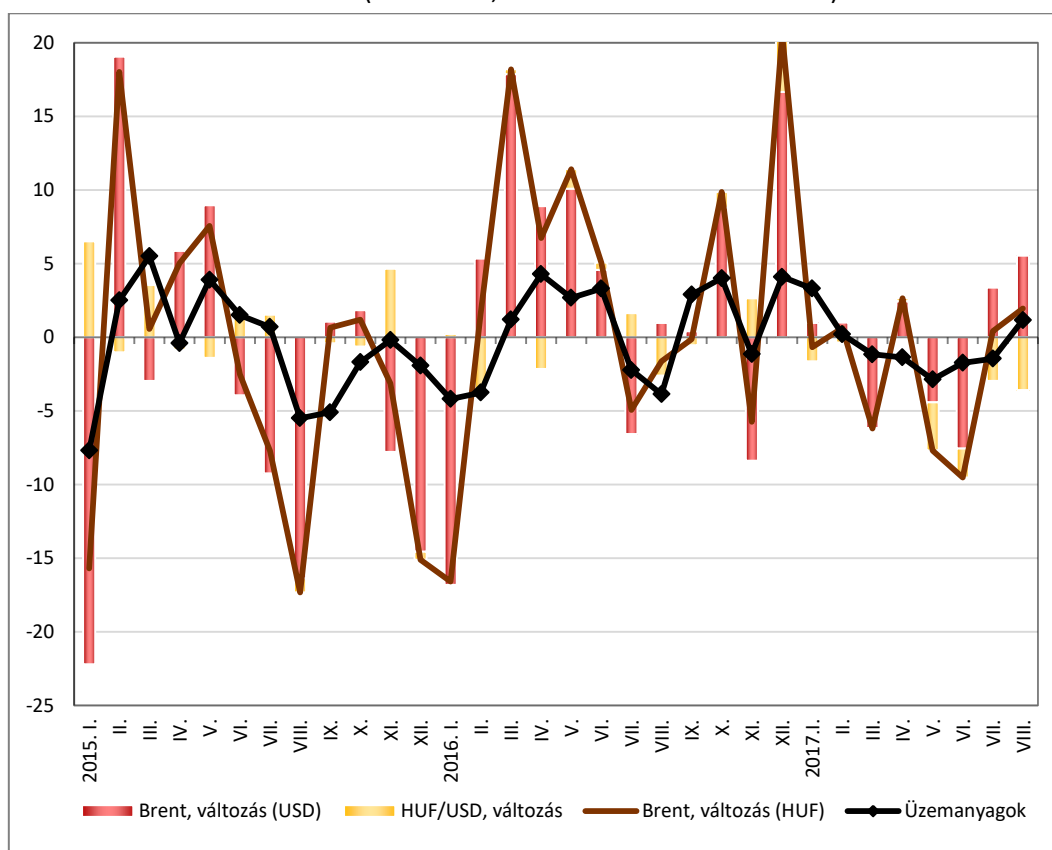
* Csak a júliusi-augusztusi adatot tartalmazza. Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az MNB inflációs alapmutatói közül az indirekt adóktól szűrt maginfláció áprilisban 1,8 százalék volt, majd májusban és júniusban is egyaránt 0,2 százalékponttal emelkedett, 2,2 százalékgig. A keresletérzékeny infláció áprilisban, az azt megelőző hónaphoz hasonlóan, 1,5 százalék volt, majd májusban és azt követően júniusban is 0,1 százalékponttal emelkedett, elérve az 1,7 százalékos értéket. A ritkán változó árú termékek inflációja áprilisban 1,9 százalékot tett ki, ami 0,1 százalékponttal alacsonyabb a márciusban mért értékhez képest. Májusban a mutató értéke 0,1 százalékponttal növekedett, majd júniusban 0,1 százalékponttal csökkent, visszatérve az 1,9 százalékos értékhez. Április és június között az indirekt adóktól szűrt maginfláció 0,2 százalékponttal, a 2017. első negyedéves 1,8 százalékról 2 százalékra nőtt. A keresletérzékeny infláció, valamint a ritkán változó árú termékek inflációja esetében nem történt változás, így rendre 1,6, illetve 1,9 százalék volt az értékük a második negyedévben. A jegybanki kommunikáció alapján az alapkamat változása nem várható.

A maginfláción kívüli tételek ára 2017 második negyedévében 1,9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva. Ehhez jelentősen hozzájárult, hogy az

üzemanyagárak átlagosan 5,1 százalékkal voltak magasabbak az előző év azonos időszakához képest, amely a Kőolaj-exportáló Országok Szövetsége (OPEC) tagországainak és az azon kívüli olajtermelők által kötött szerződésnek az eredménye. Áprilisban 10,8 százalékkal, májusban pedig 4,8 százalékkal volt drágább az üzemanyag az előző év azonos időszakában mért árakhoz képest, ami az 50 dollár feletti hordónkénti olajárnak köszönhető. A júniusi olajárzuhanás következtében azonban az üzemanyagárak 0,3 százalékkal alacsonyabbak voltak, mint 2016 júniusában.

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



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

A nyers élelmiszerek ára 2017 második negyedévében 2,3 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. A mezőgazdasági termelői árak ebben a negyedévben 3,7 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához képest. Ehhez jelentősen hozzájárult az élő állatok és állati termékek árának 14,1 százalékos, valamint a gyümölcsök árának 12,7 százalékos növekedése. A mezőgazdasági termelői árak növekedését lassította a burgonya árának 6,2 százalékos, a zöldségek 3,3 százalékos, az ipari növények 3 százalékos, a növénytermesztési és kertészeti termékek 1,7 százalékos és a gabonafélék 1,1 százalékos csökkenése. Összességében véve tehát a maginfláción kívüli tételek ebben a negyedévben az infláció növekedésének irányába hatottak.

Monetáris és pénzügyi kondíciók

Az EKB Kormányzótanácsa a 2017. július 20-i és szeptember 7-i ülésén változatlanul hagyta az irányadó refinanszírozási műveletek 0,00 százalékos kamatlábát, valamint az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatlábának 0,25 százalékos, illetve -0,40 százalékos szintjét. A Kormányzótanács arra számít, hogy az EKB irányadó kamatai tartósan, a nettó eszközvásárlások horizontjánál jóval tovább a mostani szinteken maradnak.

A hagyományostól eltérő monetáris politikai intézkedéseket illetően a Kormányzótanács megerősítette korábbi szándékát, hogy az eszközvásárlási programot a mostani 60 milliárd eurós havi ütemben 2017. december végéig biztosan folytatja, illetve nyilatkozata szerint szükség esetén ennél is tovább, mindenestre addig, amíg az inflációs pályának a testület inflációs céljával összhangban álló, tartós korrekcióját nem tapasztalja.

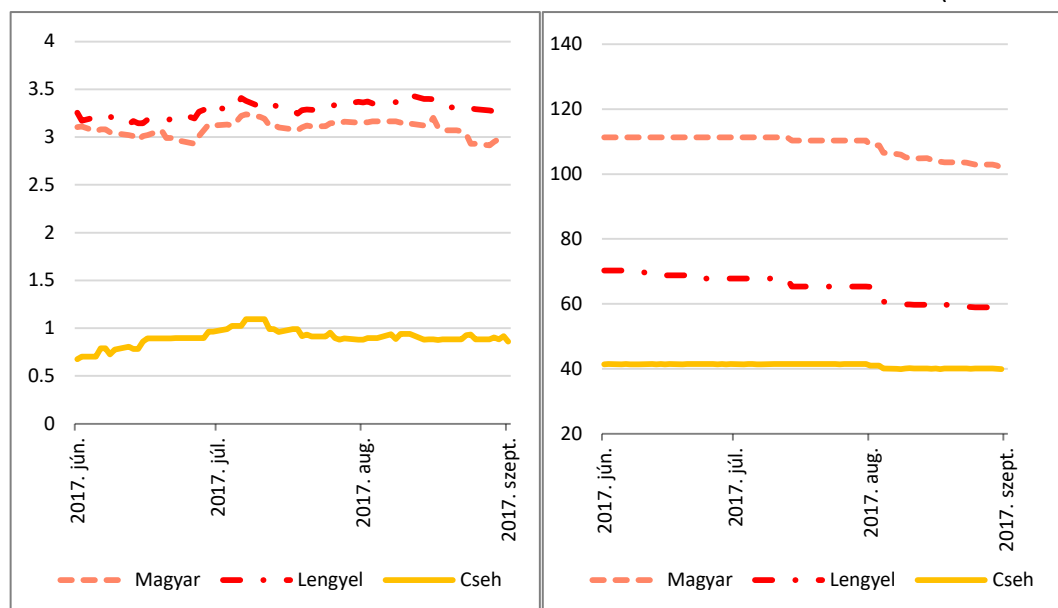
A Fed kamatokról határozó Nyílt Piaci Bizottsága (FOMC – Federal Open Market Committee) nem változtatott kamatkondícióin 2017. július 25–26-i ülésén.

A magyar jegybank júniusban, júliusban és augusztusban sem változtatott, és így 0,9 százalékon hagyta az irányadó rátát. A grémium jegyzőkönyvei alapján a jelenlévők mindegyike az összes alkalommal a kamat és a kamatfolyosó szélességének tartására voksolt. Ennek eredményeként az egynapos jegybanki hitel továbbra is 0,9 százalékos kamatú.

A jegybanki irányadó eszköz igénybevételének folyamatos szűkítése (500 milliárdról 300 milliárd forintra csökkentése, azaz maximum ennyit helyezhet el a bankrendszer 3 hónapos betétként a jegybankban 2017. harmadik negyedév végéig) következtében feltehetően tovább erősödik majd a BUBOR (budapesti bankközi kamatláb) szerepe. A jegybank hangsúlyozza, hogy a BUBOR egy sor hitelszerződés esetében jelenti a referenciakamatot, így a növekvő bankközi likviditás következtében az alacsonyabb kamatlábak a vállalati hitelek forrásköltségeinek csökkenése irányába mutatnak.

A jegybank szeptemberi kamatdöntő ülésén további likviditásbővítő és a kamatokat, hozamokat leszorító intézkedéseket tett: 10 bázisponttal -0,15 százalékra csökkentette az egynapos (O/N) jegybanki betét kamatát, december végén már csak 75 milliárd forintra helyezhetnek el a kereskedelmi bankok az irányadó jegybanki eszközben – 3 hónapos betétben. A jegybank bejelentette, hogy a jegybank nem folytatja tovább a limitcsökkentést. A devizaswapok állományát növeli az MNB, illetve a 6-12 hónapos lejáratokra koncentrálna. Szükség esetén a jegybank kész további nem konvencionális lépésekre.

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



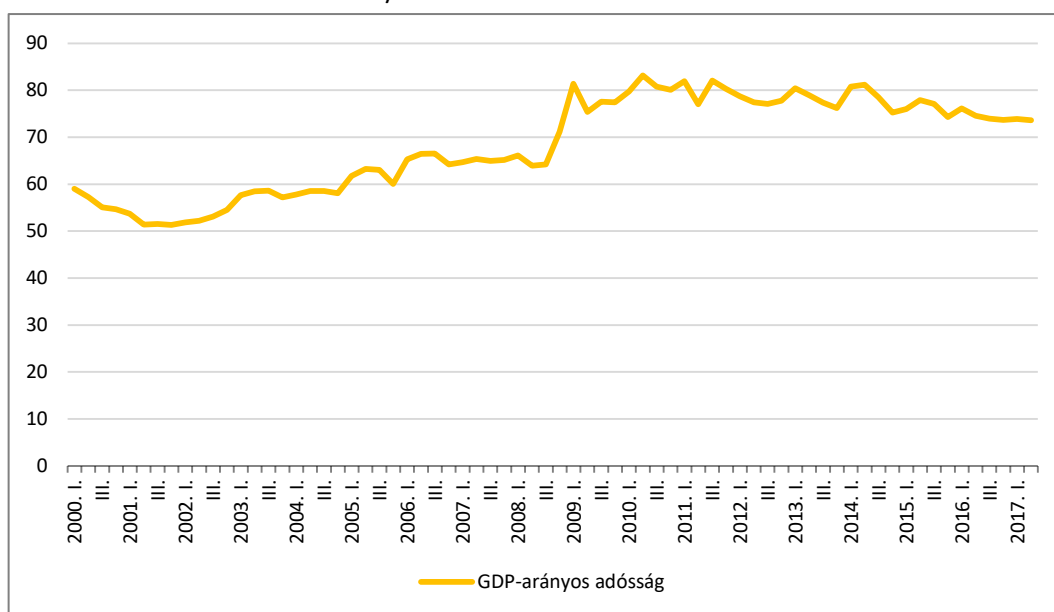
Forrás: Thomson Reuters

A folyó fizetési mérleg pozitív egyenlege és a külföldiek által hazai fizetőeszközben tartott állampapírok állományának jelentős növekedése erősítően, a jegybank nem konvencionális lazítása gyengítően hatott a vizsgált időszakban a hazai valuta árfolyamára. Mindezek következményeként a forint kurzusa az euróval szemben a június eleji 308-ról szeptember elejére 305 forintra erősödött. A régió devizái közül a cseh korona árfolyama 1,2 százalékkal erősödött, míg a lengyel zloty árfolyama 1,5 százalékkal gyengült az euróval szemben.

A 10 éves forint állampapírok piacán június elejéhez képest 12 bázisponttal (2,98 százalékra) csökkent a hozam. Csehországban a 10 éves futamidejű állampapírok hozama 18 bázisponttal (0,86 százalékra), míg Lengyelországban 5 bázisponttal (3,3 százalékra) süllyedt. A magyar 10 éves állampapírok hozama annak ellenére marad tartósan a lengyel 10 éves állampapír hozama alatt, hogy a lengyel állampapírok besorolása a nagy nemzetközi hitelminősítői intézményeknél (S&P, Moody's, Fitch) több fokozattal jobb, mint a magyar állampapíroké. Az országkockázatot kifejező ötéves magyar CDS értéke 11 egységgel csökkent az elmúlt három hónap folyamán, amely így jelenleg 101 bázisponton áll. Mindeközben Csehországban 1 bázisponttal, 40 bázispontra, addig Lengyelországban a kockázati megítélés e mutatója 12 egységgel, 58 bázispontra mérséklődött.

Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 2017 második negyedévében 26 706 milliárd forint volt, ami a GDP 74,0 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 75,0 százalék után. A második negyedévben az adósság emelkedésében az adósság leértékelődése –49 milliárd forintos, míg a nettó hitelfelvétel 305 milliárd forintos mértékben játszott szerepet.

17. ÁBRA: A BRUTTÓ ADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA



Forrás: Eurostat, MNB

Az elmúlt időszakban a Moody's a meghirdetett időpontban (2017. július 7-én) nem értékelte-, az S&P azonban (2017. augusztus 25-én) változtatott a magyar államkötvények hitelminősítésén azzal, hogy pozitív kilátással látta el a jelenlegi besorolást. A piac nem várt felminősítést és kilátásjavítást sem a jelenlegi befektetésre javasolt kategória legalsó szintjéről. A pozitív kilátásra módosítás miatt nem alakult ki jelentősebb hozamváltozás a másodlagos piacon. Elsősorban a hazai bankszektor javuló helyzete és a nem teljesítő hitelek csökkenő aránya jelentették a pozitív kilátás indokát. A kilátásjavítás következménye a kedvező tendencia folytatódása esetében a felminősítés lehet 1 éves időtávon belül, amely tovább mérsékelheti a hosszú lejáratú állampapírok hozamát, ami az állami kamatkiadások csökkenését jelenti.

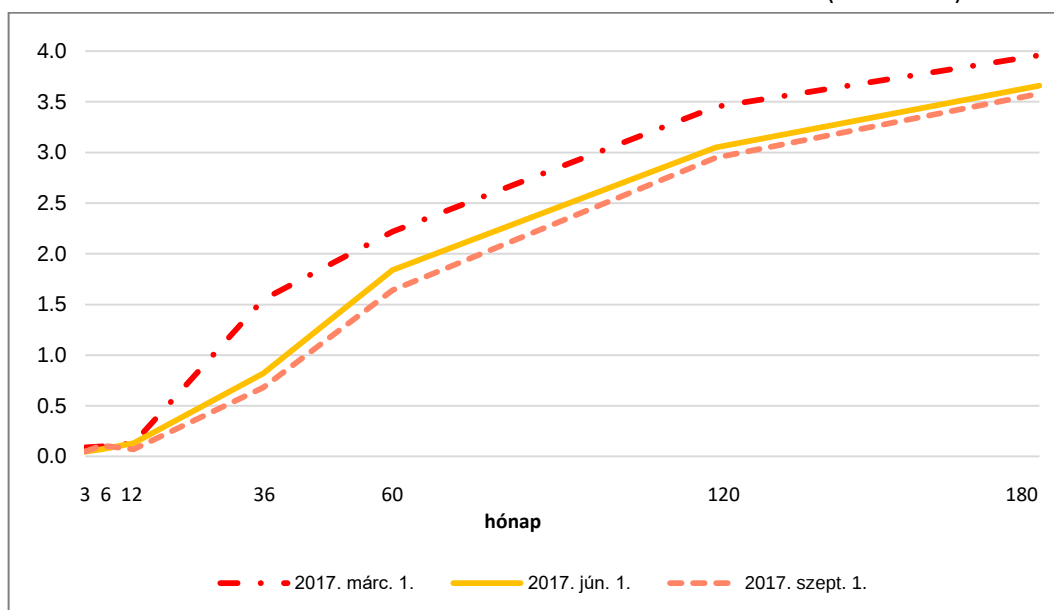
Az állampapírpiaci aukciókon elért hozamok alapvetően mind az éven belüli (diszkontkincstárjegyek), mind pedig az éven túli határidőkre (államkötvények) csökkentek. A diszkontkincstárjegyeknél a vizsgált időszak elejét és végét tekintve a 3 hónapos hozam nem változott, a 6 hónapos 4 bázisponttal, 11 bázispontra emelkedett, míg az egyéves hozam 6 bázisponttal, 7 bázispontra csökkent. Az államkötvények közül a 3 éves lejáratúnál 8 bázispontos, az 5 éves lejárat esetében 20 bázispontos csökkenés, míg a 10 éves állampapíroknál 3 bázispontos hozamemelkedés volt megfigyelhető. A 3 éves hozam így 0,69 százalékra, az 5 éves 1,61 százalékra, míg a 10 éves 2,96 százalékra csökkent. A 15 éves állampapíroknál két alkalommal történt kibocsátás a vizsgált időszakban, amelyből a második (augusztusi) hozama (3,68 százalék) 11 bázisponttal alacsonyabban alakult a márciusinál. A június elejétől szeptember elejéig tartó időszakban összességében csak az államkötvények kibocsátása során fordult elő olyan eset (összesen 10 alkalommal), amikor az ÁKK a tervezettnél nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat, kisebb összegben kétszer (3 éves államkötvény-aukcióknál), de összességében mindkét értékpapírcsoportban a

meghirdetetthez képest markáns többletkibocsátás mutatkozott a június–augusztus időszakban.

A másodlagos állampapírpiacon a hozamok a jegybanki önfinanszírozási program folytatásaként értelmezhető lépéseknek (korábban a kötelező tartalékráta csökkentése és a 3 hónapos jegybanki betét limitjének fokozatos csökkentése) köszönhetően a rövid lejáratoknál továbbra is nagyon alacsonyok. A hozamgörbe rövid futamidejű végén (3 hónapos futamidőre) nem változott, illetve 6 hónapos lejáratra 4 bázisponttal emelkedett a hozam. A hosszabb futamidőkön a hozamok az alábbi mértékben csökkentek: 6 bázispont (1 éves), 13 bázispont (3 éves), 19 bázispont (5 éves), 11 bázispont (10 éves) és 8 bázispont (15 éves). Összességében a hozamgörbe a júniusi állapothoz képest lejjebb tolódott. Az a tény, hogy a 3 hónapos diszkontkincstárjegyek hozama 85 bázisponttal alacsonyabb a jegybanki alapkamatnál (0,9 százalék), elsősorban azt jelenti, hogy a monetáris lazítás (a 3 hónapos jegybanki betét elfogadott maximumát a jegybank folyamatosan csökkenti) eredményeként a piacon rendkívül nagy a likviditás.

A határidős kamatmegállapodások (FRA) piacán a bankok 0,28 százalékon kötnek üzleteket szeptember elején (a június elejei 0,27 százalék után), azaz a jelenlegi, a jegybanki alapkamatnál 52 bázisponttal alacsonyabb kamat mellett üzletelnek a 9 hónap múlva induló 3 hónapos futamidejű lejáratra. Ez azt jelenti, hogy a bankok a jövőben is a 3 hónapos BUBOR (BUdapest InterBank Offered Rate) alacsony szinten maradását feltételezik (jelenleg 0,15 százalék), azaz további monetáris lazítást várnak például a 3 hónapos jegybanki betéti limit csökkentésével. Az elmúlt időszakban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány augusztus végi értéke 183 milliárd forinttal nőtt a május végi értékéhez képest, és így 3504 milliárd forintot tett ki.

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



Forrás: ÁKK Zrt.

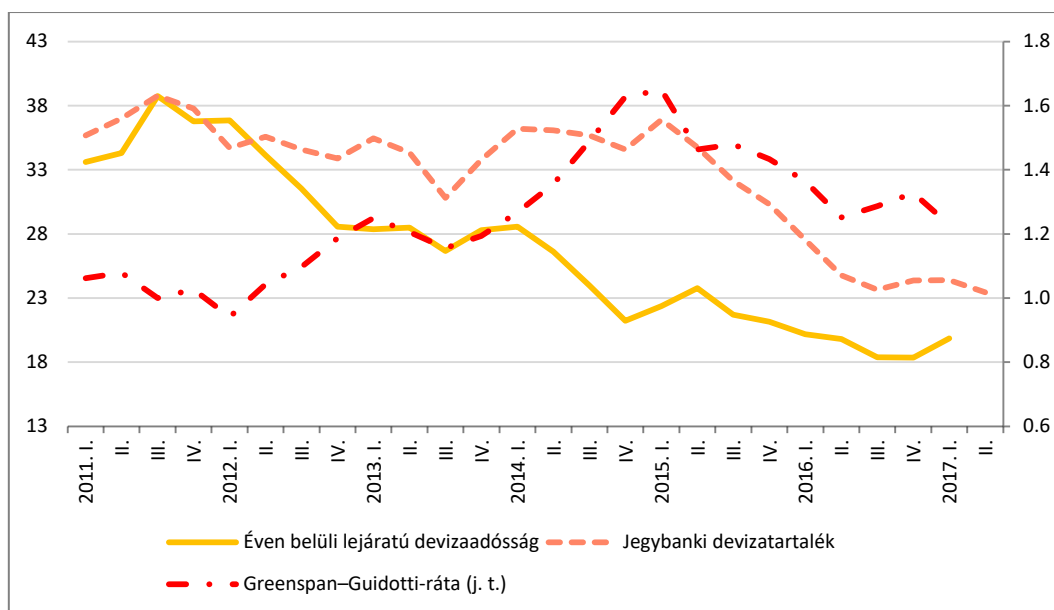
Az ÁKK 2017. évi finanszírozási tervében a legelső kitüntetett cél az államadósság GDP-arányos mértékének további csökkentése. Továbbá a külső sérülékenység csökkentése érdekében az adósságkezelő folyamatosan törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők és kiemelten a lakosság körében. 2017. július végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt forint állampapírok állománya 6358,6 milliárd forintra emelkedett. Az euróban denominált prémium államkötvénnyel (P€MÁK) együtt a teljes volumen közel 6481,5 milliárd forintot tett ki. Egy negyedévvvel ezelőtt ez az összeg még több mint 298,5 milliárd forinttal alacsonyabb (6183 milliárd) volt.

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

Az ország pénzügyi stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2017. március vége óta az MNB devizatartalékai kismértékben csökkentek, és 2017. június végén 23,461 milliárd eurót tettek ki. Érdekességgéppen: a jegybanki devizatartalékok szintje a manapság kevésbé használt importfedezeti mutatónak is megfelel, azaz a 3 hónapos importra is éppen fedezetet nyújt, továbbá Magyarország a válság óta alkalmazott és a következőkben részletezett Greenspan–Guidotti-szabályt is betartja.

Éven belüli devizakötelezettségekről a legutolsó adat 2017 I. negyedévéről ismert. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz a jegybanki devizatartalékok magasabbak, mint az éven belüli devizakötelezettségei. A mutató nevezője pedig – a rövid lejáratú külföldi adósság – az elmúlt időszakban kismértékben nőtt. Ennek eredményeként kialakuló 1,23-os Greenspan–Guidotti-ráta csökkent az előző negyedévhez képest, de továbbra is van mozgástere a jegybanknak tartalékai további csökkentésére. A jegybanki devizatartalékokról ismert legutolsó adat a 2017. július végi 22,307 milliárd euró, amely csökkenést jelent az április végi adathoz képest.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

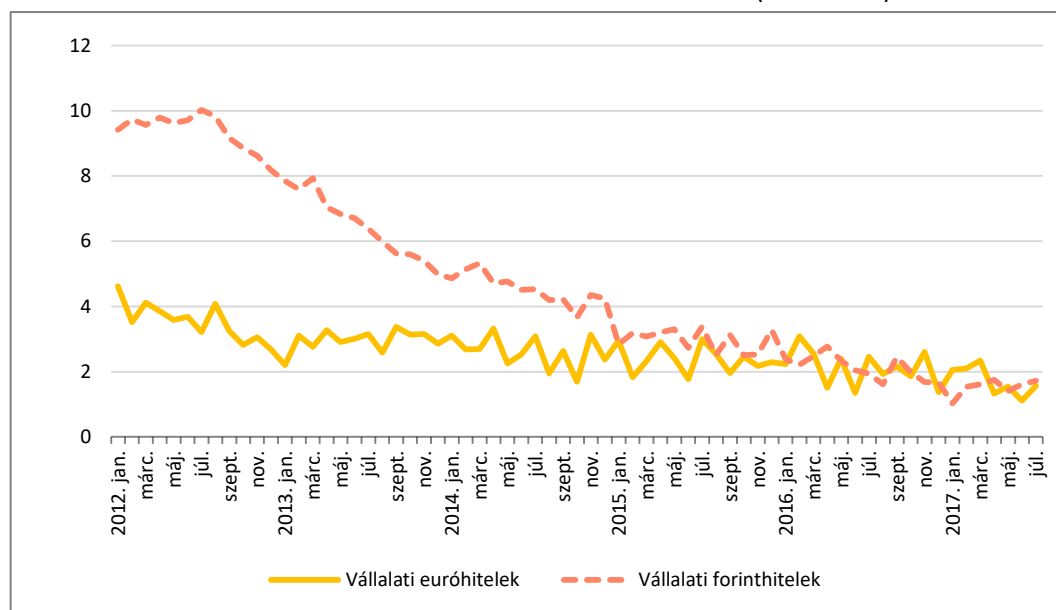
Hitelezési helyzet

A hazai jegybanki alapkamat mértékének változatlan (0,9 százalékos) szinten tartása mellett 2,22 százalékról 2,61 százalékra emelkedett az április–júliusi időszakban a vállalati forint folyószámlahitelek kamata, míg 3 bázisponttal (1,72 százalékra) csökkent a vállalatok számára nyújtott forinthitelek² kamata. Eközben az euróhitelek kamata 24 bázisponttal³ (1,57 százalékra) emelkedett. A lakossági szegmensben a fogyasztási hitelpiacon 10 bázisponttal alacsonyabb kamattal (13,47 százalékon) lehetett forint fogyasztási hitelt igényelni 2017 júliusában, mint három hónappal korábban. A folyószámlahitelek kamata – 10 bázisponttal emelkedett – ennél magasabb (22,25 százalék) volt 2017. július végén. Az utóbbi hitelek általában kisebb összegűek, és könnyebben hozzájuk lehet férni. A lakáscélú hitelek esetében a 2017. áprilisi adathoz képest további stagnálás (4,5 százalék) tapasztalható.

² Ez nem folyószámlahitel, hanem változó kamatozású, legfeljebb egyéves kamatfixálású hitel.

³ Ezt azonban a nagyobb összegű (1 millió euró feletti) hitelek egyedi kamatozása jelentősen befolyásolja.

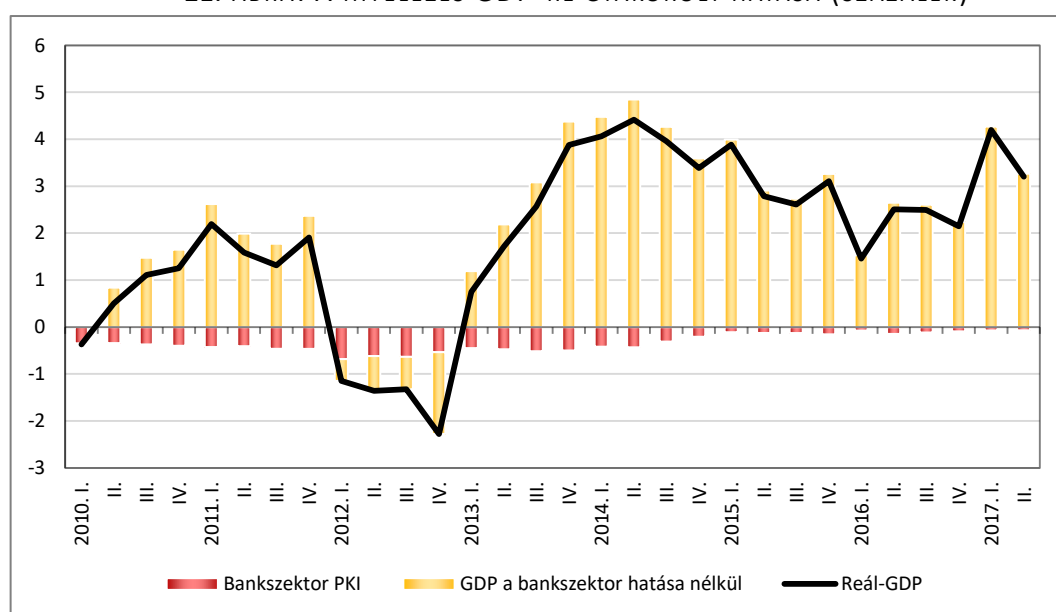
20. ÁBRA: A VÁLLALATI ÚJ HITELEK KAMATAINAK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB

A hitelezés fontosságát az MNB által publikált Pénzügyi Kondíciós Index (PKI) is jelzi, mely a bankszektor hitelezési tevékenységén keresztül 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 2017 II. negyedévében a pénzügyi közvetítőrendszer gazdasági teljesítményt fékező hatása nem változott. A bankszektor teljes jövedelmi hatása – 0,1 százalékpontnak felelt meg, vagyis egy egészséges banki hitelezés esetén ennyivel magasabb reál-GDP-val számolhattunk volna 2017 II. negyedévére vonatkozóan.

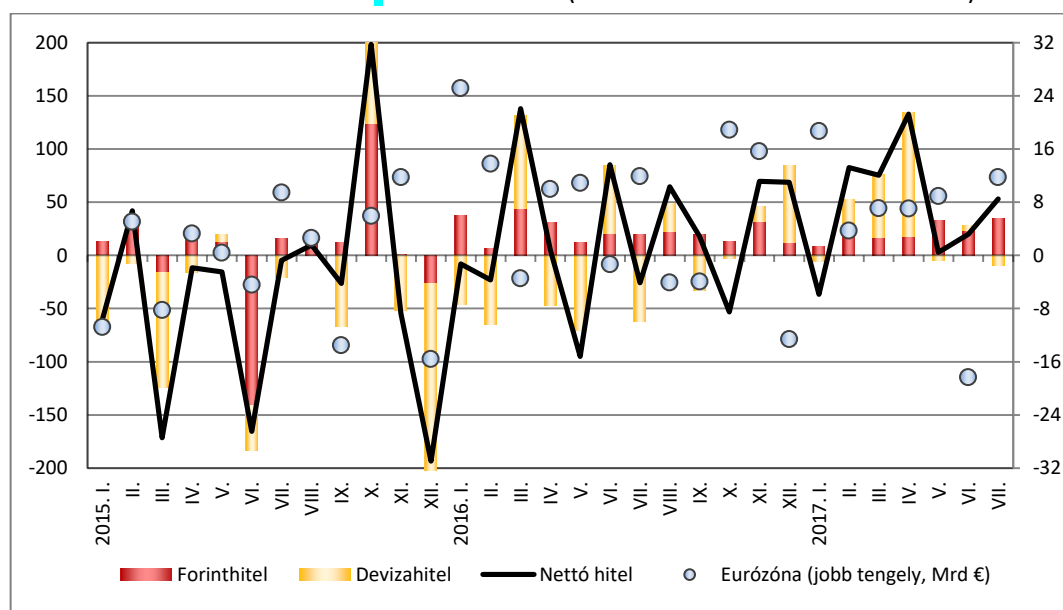
21. ÁBRA: A HITELEZÉS GDP-RE GYAKOROLT HATÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB

A vállalatoknál 2017 II. negyedévében a szezonálisan kiigazított adatok alapján a banki nettó forinthitel felvétel 74,1 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke 117 milliárd forintot tett ki. A kettő eredőjeként adódóan 2017 második negyedévében a teljes nettó hitelfelvétel (szezonálisan kiigazítva) így 155,5 milliárd forintnak felelt meg. 2017 júliusában a vállalati szektor teljes nettó hitelfelvétele (szezonálisan kiigazítva) 53 milliárd forint volt.

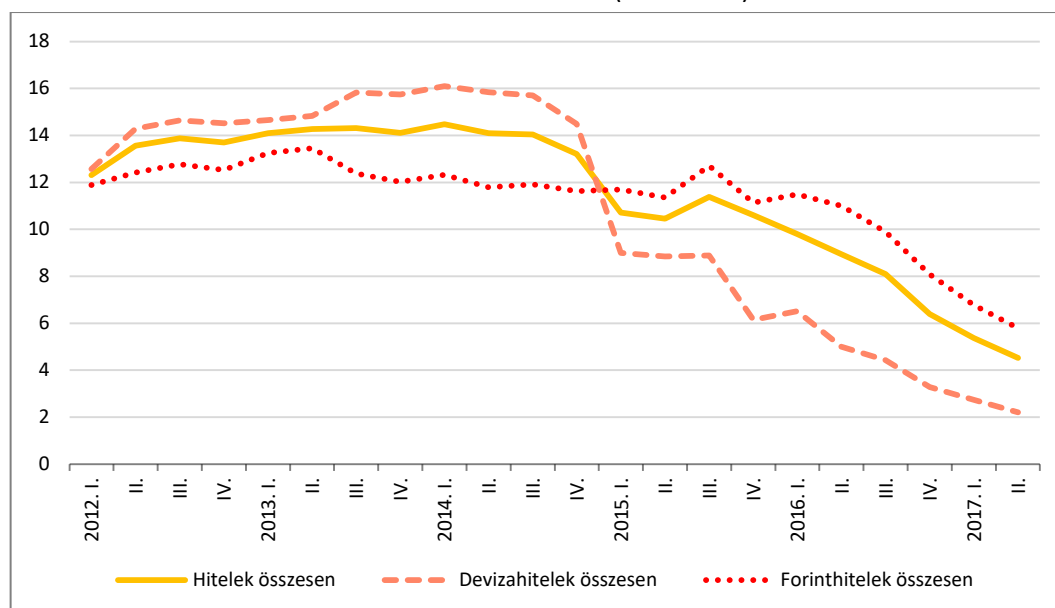
22. ÁBRA: A VÁLLALATOKKAL LEBONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT NETTÓ ÉRTÉKE (MILLIÁRD FT ÉS MILLIÁRD EURÓ)



Forrás: MNB, EKB

Az MNB hitelintézeti szektorról szóló negyedéves időszora alapján 2017 II. negyedévében összességében a lakossági és a vállalati szegmensben is csökkent a 90 napon túli késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. A vállalati szegmensben elsősorban a leírt tőkekövetelések és az eladott nem teljesítő követelések állománycsökkentő hatása miatt csökkent 0,7 százalékponttal, 4,2 százalékra a nem teljesítő hitelek aránya, míg a lakosságnál a nettó jövedelmek jelentős növekedése és a nem teljesítő hitelportfóliók eladása is hozzájárult az NPL-ráta 1,4 százalékpontos csökkenéséhez, amely így 2017. június végén 9,8 százalékot tett ki.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az MNB előzetes adatai szerint 2017 első fél évében 393,4 milliárd forint adózás előtti és 362,9 milliárd forint adózás utáni nyereséget jelentett a bankszektor. Ezzel szemben egy évvel korábban a bankszektor az adatok alapján 360,1 milliárd forintos adózás előtti és 343,5 milliárd forintos adózás utáni nyereséget ért el. A bankadó kulcsának csökkentése is hozzájárult a nyereség növekedéséhez. Az előző év azonos időszakához képest csökkent a kamateredmény, míg nőtt a jutalékeredmény. Előbbi a csökkenő kamatkörnyezetben a zsugorodó kamatmarzsok mellett a jelentősen olcsóbb forrásoknak köszönhetően 5,8 százalékkal alacsonyabb, míg utóbbi 11,6 százalékkal nagyobb volt az előző év azonos időszakának eredményénél. A bankok tőkeellátottsága 2017 második negyedévében felfelé módosult, hiszen a tőke megfelelési mutató az előző negyedévhez képest 0,1 százalékponttal, 21,4 százalékra nőtt. A hitelintézetek szavatoló tőkéje 77,4 milliárd forinttal (3629,6 milliárd forint) emelkedett, miközben a kockázatokkal korrigált mérlegfőösszeg 1,5 százalékkal nőtt, és 2017. június 30-án 16 929 milliárd forintot tett ki.

Az NHP (Növekedési Hitelprogram) III. programot 2017. március végével a hazai jegybank kivezette. Az MNB 2015 őszén indította el a Piaci Hitelprogramot (PHP-t), amelynek keretében a bankok csaknem 200 milliárd forintos vállalatot tettek a hazai kkv-hitelállományuk növelésére. A program eredményesnek bizonyult, mivel a hitelintézetek 2016-ban 50 százalékkal túlteljesítették vállalásaikat – azaz 300 milliárd forinttal növelték kkv-hitelállományukat. Az első szakaszban a bankoknak nem volt lehetőségük hitelezési vállalásaik emelésére. Annak érdekében, hogy a bankok hitelezési vállalásaikat emelni tudják, a Monetáris Tanács a Piaci Hitelprogram második szakaszának elindításáról határozott. A második szakaszban az MNB továbbra is a korábban alkalmazott kockázatkezelő (feltételes kamatcsere) és likviditáskezelő (a kötelező tartalékolás szintjét

meghaladó mértékű kamatozó betét elhelyezése) eszközeit ajánlja fel a bankoknak. A PHP második szakaszában a jegybanki eszközök csak korlátozott mértékben állnak a bankok rendelkezésére. A feltételes kamatcsereügyletek keretösszege 300 milliárd forint, míg a preferenciális betétállomány keretösszege 150 milliárd forint. Az egyedi banki vállalások emelése érdekében a PHP második szakaszában a kiemelkedő arányú hitelnövelést vállaló bankok arányaiban nagyobb mértékben részesülnek a preferenciális betéti eszközből. A hitelezési vállalások – a PHP második szakaszát jelentő 2017. július 6-i tenderen – bankrendszer szinten 34 százalékkal emelkedtek (170 milliárdról 227 milliárd forintra). A tenderen összesen kilenc bank vett részt, amelyeket figyelembe véve összesen 58 százalékos volt a hitelezési állomány növekedése. A kilencből három banki ajánlatnál a vállalt hitelállomány növekedése 100 százalék volt. A dinamikus vállalatot tevő bankok nagyobb arányban részesülnek a preferenciális betételhelyezésből, amelyre a bankoknak 2017. augusztustól már lehetőségük van.

Az MNB 2017. június 1-től hirdette meg a bankok részére azt a lehetőséget, hogy a lakossági hiteleknel fogyasztóbarát hitel megjelölésre, minősítésre pályázhassanak. A fogyasztóbarát hitel megjelölés azt jelenti, hogy szemben a jelenlegi hitelek zömével a bankok által alkalmazott kamatfelár 3,5 százalékpontban maximált (ez jelenleg Magyarországon átlagosan 4,7 százalékpont, ami a legmagasabb az EU-ban). A bankok számára a fogyasztóbarát megjelölésű hitel nyújtása ugyan nem kötelező, de versenyhátrányba kerül az a bank, amelyik nem vezeti be ezt a terméket. Ezt felismerve számos bank már pályázott a minősítésre, és az MNB tájékoztatása szerint néhány (Erste Bank, K&H Bank, MKB Bank, OTP Jelzálogbank, Raiffeisen Bank és a CIB Bank) már megkapta az engedélyt.

Külső finanszírozási képesség

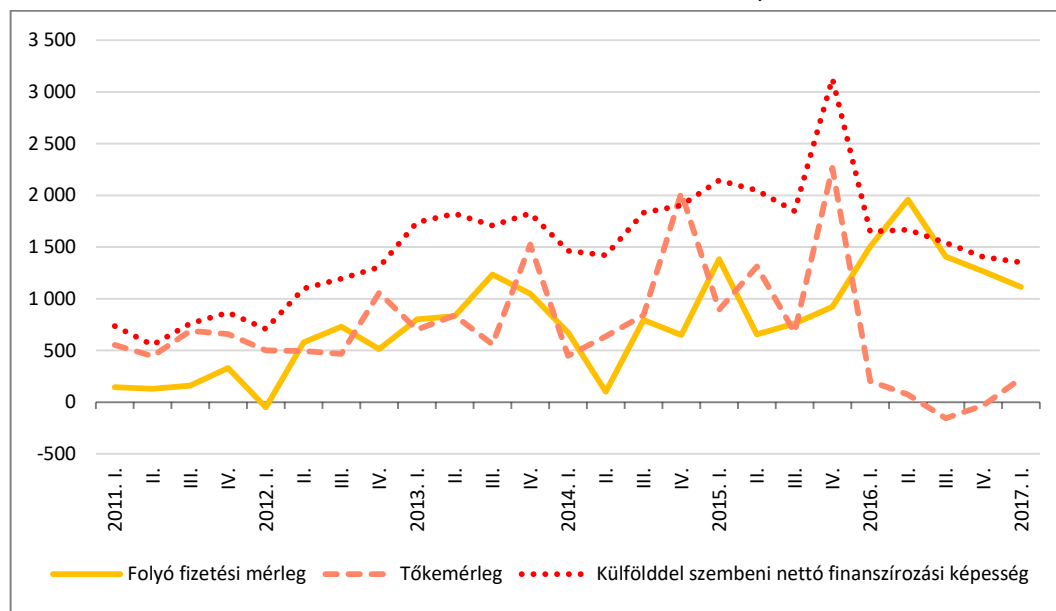
A folyó fizetési mérleg szezonálisan kiigazított egyenlege 2017 I. negyedévében 152 millióval, 1115 millió euróra csökkent az előző negyedévhez képest. Az áruforgalom és a szolgáltatások szezonálisan kiigazított egyenlege a vizsgált időszakban (351 millió euróval, 2479 millió euróra) csökkent. Emellett azonban az elsődleges jövedelmek negatív egyenlege 67 millió euróval nőtt, és 1093 millió euró lett, míg a másodlagos jövedelmek passzívuma 220 millióval, 304 millió euróra csökkent.

A tőkemérleg nyers egyenlege (szezonálisan nem kiigazítható) 259 millióval, 228 millió euróra emelkedett.

Az EU-transzferek beáramlásának adatát vizsgálva látható, hogy összesen 242 millió euró volt az Európai Unióval szembeni egyenleg 2017 I. negyedévében, ami az elsődleges és a másodlagos jövedelmek, valamint a tőkemérleg EU-val szembeni egyenlegeiből áll össze, és nagymértékű csökkenést mutat a 2016. IV. negyedéves adathoz képest. A folyó és a tőkemérleg együttes egyenlegéből számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség 1358 millió euróra nőtt, a szezonális hatások kiszűrésével ez a mutató 1352 millió

eurót tett ki, ami a negyedéves GDP 5 százaléka. A finanszírozási képesség előző negyedévhez képest bekövetkezett csökkenésében elsősorban az EU-tól kapott transferek csökkenése játszott szerepet, ami a költségvetési ciklusváltással magyarázható.

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



Forrás: MNB

A Magyarországra irányuló legnagyobb FDI-beáramlás az európai országok közül Ausztriából valósult meg 2017 első negyedévében 334,5 millió euró értékben. A második legtöbb Hollandiából (236,8 millió euró), a harmadik Írországból (203,3 millió euró) érkezett. Az ágazati bontást tekintve a legnagyobb hozzájárulása az FDI bevonzásánál ebben a negyedévben a kereskedelem és javítás ágazatnak (396,1 millió euró) volt.

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

A befektetés régiója	2016. I. név.	2016. II. név.	2016. III. név.	2016. IV. név.	2017. I. név.
Európa	616,4	32,5	1050,4	1857,9	-127,6
Amerika	251,8	-341,6	194,1	-329	658
Ázsia	-2,3	151,6	124,1	4,6	38,9
Afrika	-6,9	2,8	-3,1	8,9	25,2
Ausztrália és Óceánia	-7,1	-4,9	40,2	1,8	2,8
Nemzetközi szervezetek	0,1	0,1	107,3	0,1	0,4
Nem azonosított	34,9	-205,3	43,0	49,0	76,3
Összesen	887,0	-364,8	1556,0	1 593,3	674,0

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 337,8 millió eurót tett ki, tehát a nettó FDI-beáramlás mértéke 2017 I. negyedévében 336,2 millió euró volt.

Az előző negyedévek tendenciájával ellentétben a nemzetgazdaság bruttó adósságállománya növekedett. Ennek értéke 2017 I. negyedévének végén 79,4 milliárd eurót tett ki, ami 1,2 milliárd euróval magasabb az előző negyedévi adatnál. Ez az emelkedés elsősorban annak köszönhető, hogy a II. és III. negyedévben lejártak a deviza államkötvények, amelyeket az állam forint állampapírok kibocsátásával váltott ki már az első negyedévben. Ha ezt az előző év első negyedéves adatával vetjük össze, akkor 1,6 milliárd euró mértékű csökkenés figyelhető meg.

A pénzügyi számlák adatai szerint az alulról⁴ számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség a GDP 2,8 százalékát tette ki a 2017 első negyedévével záruló elmúlt egy évben, ami csökkenést jelent a 2016 negyedik negyedévével záruló időszakhoz képest. Az MNB adatai szerint 2017 első negyedévében az államháztartás finanszírozási helyzete nem változott, és a GDP –1,8 százalékán zárt. A háztartási szektor nettó finanszírozási képessége 0,3 százalékponttal, 4,3 százalékra mérséklődött. A nem pénzügyi vállalatok nettó finanszírozási képessége kismértékben csökkent, és a GDP –1,0 százalékán zárt a vizsgált időszakban.

A háztartások ebben a negyedévben legnagyobb mértékben (242,4 milliárd forinttal) az állampapír-megtakarításukat növelték, ezen belül is a hosszú lejáratú papírok iránt mutatkozott a nagyobb kereslet. Emellett növekedett a tőzsdei részvények és az egyéb tulajdonosi részesedések állománya is, mely utóbbiban szerepet játszott, hogy a korlátozott felelősségű társaságok tulajdonosainak egy része az első negyedévben hajtotta végre a kötelező törzstőkeemelés⁵. Ebben a negyedévben tovább bővült a biztosítástechnikai tartalékok állománya, mely növekedés elsősorban a nem életbiztosítási díjtartalékokat érintette. Ezzel egyidejűleg több pénzügyi eszközben is csökkentették befektetéseiket a háztartások. Mérséklődött a készpénz- és betétállomány, nettó eladás volt a jellemző a hitelintézeti kibocsátású kötvények és a befektetési jegyek esetében is.

A háztartások hitelállománya az első negyedévben alig változott. A hitelintézetekkel és a külfölddel szemben fennálló tartozás esetében kismértékű nettó hiteltörlesztés volt

⁴ 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.

⁵ A 2014. március 15-ét megelőzően a cégjegyzékbe bejegyzett, valamint bejegyzés alatt álló azon korlátozott felelősségű társaságokat érinti az előírás, amelyek jegyzett tőkéje nem éri el a hárommillió forintot.

jellemző, az egyéb pénzügyi közvetítőktől és a nem pénzügyi szektoroktól felvett hitelek állománya pedig némileg emelkedett.

A külföld pozícióját tekintve ebben a negyedévben mind a követelések, mind a kötelezettségek állománya emelkedett, de ez utóbbi valamivel nagyobb mértékben. A külföldiek pénzügyi eszközei közül legnagyobb mértékben a nem pénzügyi vállalatokkal szemben fennálló követeléseik emelkedtek, ami főleg az egyéb tulajdonosi részesedések és a kereskedelmi hitelek instrumentumokat érintette, ezt azonban részben ellensúlyozta a szektornak nyújtott hitelek csökkenése. Ebben a negyedévben jelentős mértékben emelkedett tranzakcióból adódóan a hitelintézeteknél elhelyezett betétek állománya, és a banki kibocsátású kötvényeknél is nettó vásárlás volt megfigyelhető, miközben a tulajdonukban lévő állampapírok esetében a nettó eladás volt a jellemző.

A várható makrogazdasági és fiskális pálya (2017)

Feltevéseink alakulása

Legújabb prognózisunkban kismértékben ismét felfelé módosítottuk a külső keresletre vonatkozó várakozásainkat. Ehhez elsősorban az Európai Unió kedvező második negyedéves növekedési adatai járultak hozzá. Így az Európai Unió növekedése a korábban vártnál 0,1–0,2 százalékponttal kedvezőbben alakulhat, és így a 2,1 százalékot is meghaladhatja. A bővülés tehát a 2016-ban mért 1,9 százalékos szintet az idén felülmúlhatja. A következőkben bemutatjuk, hogy legfrissebb előrejelzésünk szerint hogyan alakulhat legfontosabb külkereskedelmi partnereink 2017-es növekedése.

Hazánk legfontosabb külkereskedelmi partnere továbbra is Németország: a második negyedévben a termékek kivitelének 26,8, míg a szolgáltatások exportjának 17,7 százaléka irányult Németországba. A nyers adatok szerint a német növekedés a második negyedévben jelentősen lassult: az első negyedév 3,2 százalékos bővülése után az április és június közötti időszakban a mutató értéke már csak 0,8 százalék volt. Érdemes azonban megjegyezni, hogy a szezonálisan kiigazított adatok szerint a növekedés az első negyedévben 1,9, míg a másodikban 2,1 százalék volt. E két adatot figyelembe véve legfontosabb exportpiacunk idei növekedését kismértékben, 0,2 százalékponttal lefelé korrigáltuk.

Hasonlóan ellentmondásos képet mutatnak az Egyesült Királyság adatai. Míg a nyers mutató szerint a növekedés az első negyedéves 0,8 százalékról 1,8 százalékra gyorsult, addig a szezonálisan kiigazított adatok szerint a növekedés 2,0 százalékról 1,7 százalékra lassult. Az Egyesült Királyság esetében továbbra is hangsúlyozni kell a jövő bizonytalanságát: a Brexittel kapcsolatos tárgyalások lassan haladnak, egyre nő annak a valószínűsége, hogy az unióból való kilépés után közvetlenül nem lesz például kereskedelmi megállapodás az Egyesült Királyság és az Európai Unió között. Ennek növekedésre gyakorolt hatását ugyanakkor nehéz előzetesen megbecsülni, és a hatások nagy része vélhetően már az előrejelzési horizonton túl jelentkezik. Mindezen tényezőket figyelembe véve a brit gazdaság idei növekedése a korábban vártnál némileg magasabb, 1,5 százalék körüli lehet.

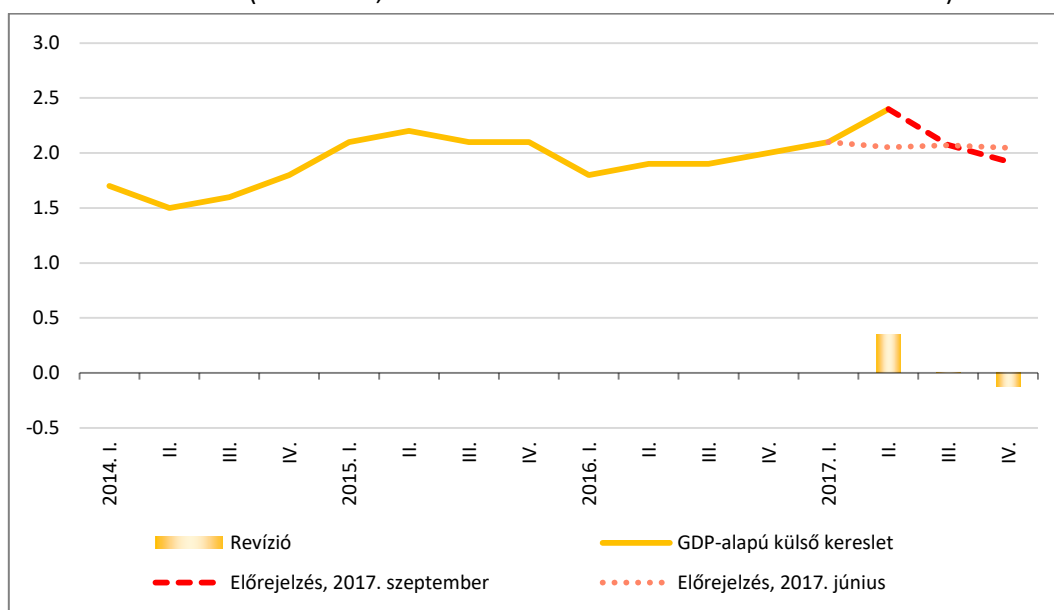
A francia gazdaság növekedése a második negyedévben is elmaradt az uniós átlagtól. A nyers adatok szerint a növekedés 1,5 százalékról 1 százalékra lassult, míg a szezonálisan kiigazított adatok az első negyedéves 1,1 százalékos növekedés után a második negyedévben 1,7 százalékos bővülést mutattak. A francia gazdaság jövőjét nagyban meghatározhatják Macron reformjai, amelyeknek célja a gazdaság növekedésének gyorsítása és a munkanélküliség csökkentése. Kérdés, hogy ezeket mikor vezetik be, és hogy hatásuk mikor jelentkezik. Várakozásaink szerint a francia gazdaság növekedése az idén kismértékben 1 százalék felett alakulhat.

A második negyedévben egyetlen uniós gazdaság teljesítménye sem csökkent az előző év azonos időszakához képest. Még Görögországnak is sikerült növekedést elérnie, melynek mértéke az első negyedéves 0,6 százalék után a második negyedévben 0,7 százalék lett, míg a szezonálisan kiigazított adatok szerint a bővülés rendre 0,4, illetve 0,8 százalék volt. Várakozásaink szerint a görög gazdaság az idén 1 százaléknál némileg kisebb mértékben bővíülhet.

A kelet-közép-európai régió országainak növekedése továbbra is meghaladja az uniós átlagot. A nyers adatok szerint a második negyedéves bővülés Csehországban 3,4, Lengyelországban 4,4, Romániában 5,9, míg Szlovákiában 3,3 százalék volt. A szezonálisan kiigazított adatok rendre 4,7, 4,4, 5,7, illetve 3,1 százalékos növekedést mutatnak. Várakozásaink szerint régióink az év egészében is az uniós átlag fölött teljesít majd: Csehország növekedése 3,5 százalék körül, Lengyelországé 4 százalék körül, míg Szlovákiáé 3,2 százalék körül alakulhat.

Az Európai Unión kívüli lényegesebb külkereskedelmi partnereink közül Kína növekedése lehet idén is legmagasabb, várakozásaink szerint a 7 százalékos szintet alulról közelítheti. A világ legnagyobb gazdasága, az Egyesült Államok növekedése a korábbiaknál gyorsabb volt az első két negyedévben, így felfelé módosítottuk a növekedésre vonatkozó prognózisunkat is: előrejelzésünk szerint az amerikai növekedés idén 2,5 százalék körül alakulhat. Lelassult ugyanakkor Svájc növekedése, amely a második negyedévben éves összehasonlításban mindössze 0,3 százalékot tett ki, így lefelé korrigáltuk az éves növekedésre vonatkozó prognózisunkat is. Úgy Oroszország, mint Ukrajna növekedése 2 százalék felett volt a második negyedévben, ám várakozásaink szerint a növekedési ütem az év egészében csak Ukrajnában haladhatja meg a 2 százalékos szintet.

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



Forrás: Századvég-számítás

Bár 2017 második negyedében a Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) adatai szerint a globális olajpiacon a kereslet napi 400 ezer hordóval meghaladta a kínálatot – aminek köszönhetően a felépült historikusan magas tartalékszint is apadásnak indult –, a Brent típusú olaj ára hordónként 55 dollárról a 45 dolláros szintig esett. Július, illetve augusztus folyamán a jegyzésár korrekciója volt megfigyelhető, amely augusztus végére hordónként 52 dollárig emelkedett. Összességében megállapítható, hogy dacára a Kőolaj-exportáló Országok Szervezete (OPEC) által koordinált, összehangolt kitermeléscsökkentésről szóló megállapodásnak, a kereslet az elmúlt évekhez hasonló mértékű bővülésének, valamint a dollárfolyam jelentős gyengülésének⁶ köszönhetően a Brent-ár 2017 első nyolc hónapjában nem lépett ki tartósan a 45–55 dolláros sávból.

Az IEA 2017. augusztusi olajpiaci jelentése^{7,8} szerint a globális olajkínálat júliusban napi 520 ezer hordóval meghaladta a júniusit, éves bázison pedig napi 500 ezer hordós kínálatbővülés következett be. Az olajkitermelés ezzel már három egymást követő hónapban emelkedett havi összevetésben. A kínálat júliusi növekedése közelítőleg fele-fele arányban oszlott meg az OPEC-tagok és a szervezeten kívüli országok között. Bár a kőolajkartell részéről sem teljes a kitermeléscsökkentésről szóló megállapodás betartása, több meghatározó kitermelő az olajpiaci egyensúly helyreállítása, ezáltal az árak emelkedésének kiváltása érdekében további intézkedéseket helyezett kilátásba. Szaúd-Arábia és az Egyesült Arab Emírségek a kőolaj exportjának jelentős csökkentéséről hozott döntést, míg Nigéria jelezte, hogy kitermelési szintjének helyreállítását követően kész csatlakozni a korlátozó megállapodáshoz.

Az IEA várakozása szerint az OPEC-en kívüli országok kőolaj-kitermelése az alacsony árak ellenére dinamikusan fog bővülni a következő másfél évben. A prognózis alapján az OPEC-en kívüli országok együttes olajkitermelése 2017-ben napi 700 ezer hordóval növekedhet éves összevetésben. A növekedés 70–85 százalékát várhatóan az USA adja. A globális olajkereslet 2017-ben napi 1,5 millió hordóval haladhatja meg az előző évit, azaz a keresleti dinamika stabil marad.

A piaci szereplők és az elemzőházak legfrissebb előrejelzéseikben lefelé módosították az olajra vonatkozó várakozásaikat, a konszenzus 2017-re átlagosan 50–55 dolláros hordónkénti árat vetít előre. A határidős indexek alapján 2017 végére 52–53 dolláros hordónkénti ár valószínűsíthető

⁶ Az EUR/USD keresztárfolyam a 2017. januári 1,06-ról augusztusra 1,19 fölé emelkedett, ami a dollárban denominált olaj árának növekedését támogató hatás.

⁷ IEA: Oil Market Report, 11 August 2017. <https://www.iea.org/oilmarketreport/omrpublic/> (letöltés: 2017. szeptember 1.).

⁸ IEA: Oil Market Report Tables, 11 August 2017. <https://www.iea.org/media/omrreports/tables/2017-08-11.pdf> (letöltés: 2017. szeptember 1.).

4. táblázat: A Brent típusú kőolaj árának alakulása a határidős árak alapján

Időszak	Brent-ár
2017Q1	53,3
2017Q2	49,1
2017Q3	51,5
2017Q4	52,6

Forrás: Reuters, Századvég-számítás

A fundamentális szempontok alapján előrevetített stabil árat több jelentős kockázat terheli. Egyfelől a világ legnagyobb kőolajtartalékával, de magas kitermelési költséggel rendelkező Venezuela, illetve annak állami olajvállalata a csőd szélén áll. A vállalat bedőlése az olajár ugrásszerű emelkedését eredményezhetné. Másfelől a Harvey hurrikán pusztítása nyomán az USA olajfinomító kapacitásának mintegy 24 százalékát üzemben kívül helyezték. Ennek az árakra gyakorolt hatása egyelőre nem jelentkezett.

A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés

2017 II. negyedévében a magyar GDP növekedése az előző negyedévben mért 4,2 százalékos szinttől elmaradva 3,2 százalékot tett ki, míg a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint a növekedés az előző év azonos időszakához viszonyítva 3,5 százalékos volt. Ez tehát azt jelenti, hogy a növekedés némileg elmaradt az elemzői várakozásoktól.

A II. negyedévben – az előző negyedévhez hasonlóan – a vártnál kedvezőbben alakult a külső kereslet. Az Európai Unió növekedése a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint 2,4 százalék volt. Ugyanakkor a kedvezőbb külső kereslet ellenére az export a vártnál kisebb mértékben, mindössze 3,5 százalékkal bővült. A gyengébb bővülést elsősorban a szolgáltatások exportjának vártnál kisebb volumene okozta. A II. negyedévben a külkereskedelmi egyenleg alakulása visszafogta a gazdaság növekedését, amelyhez az export szerény növekedése mellett az import 5,1 százalékos bővülése is hozzájárult, amely a belső kereslet növekedése miatti nagyobb importigénynek köszönhető.

A korábban vártnál kedvezőbb külső kereslet és a II. negyedéves gyengébb exportteljesítmény hatására összességében lefelé, 7,7 százalékról 6,6 százalékra módosítottuk az export volumenének növekedésére vonatkozó előrejelzésünket. Az említett tényezők mellett az export növekedésének előrejelzésekor figyelembe vettük azt is, hogy a beruházások nyomán új kapacitások jönnek létre a gazdaságban, illetve az infrastrukturális helyzet is javul, amelyek összességében az export növekedését segítik elő. Ugyanakkor az export korábban vártnál gyengébb dinamikája miatt az import növekedésére vonatkozó várakozásainkat is mérsékeljük, tekintettel a magyar termékexport jelentős importtartalmára. Így 2017-ben az import volumene a korábban várt 9,3 százalék helyett

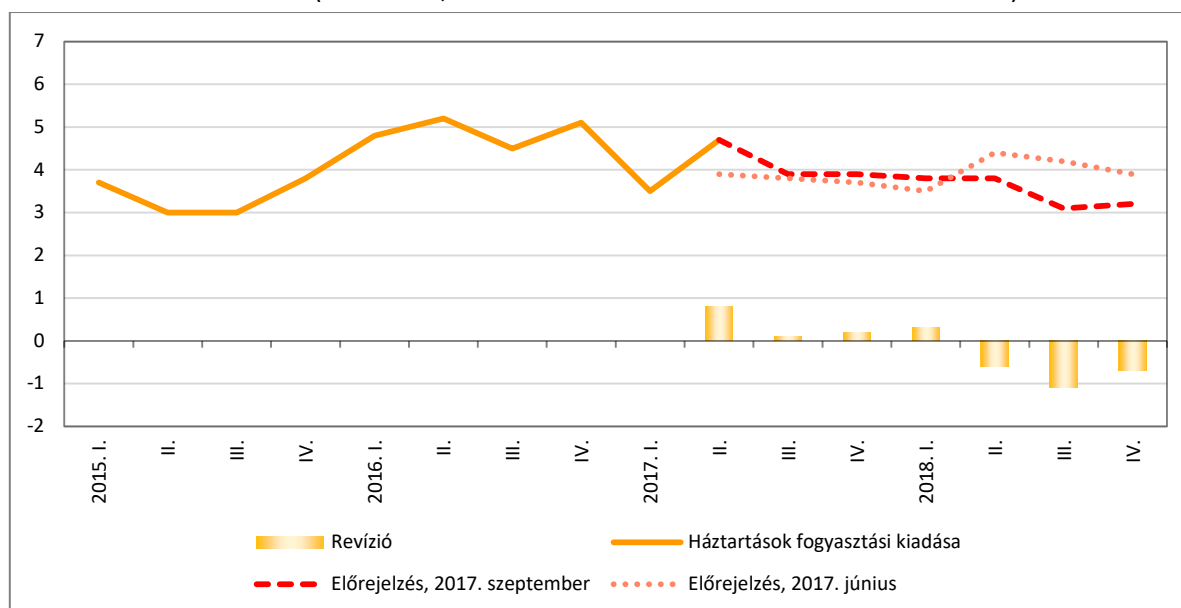
8,5 százalékkal nőhet. Ez azt jelenti, hogy az idei évben a külkereskedelmi egyenleg alakulása várhatóan fékezi a magyar gazdaság növekedését.

Az export alakulásánál érdemes röviden összefoglalni a megjelenő kockázatokat is. Bár az export kapcsán elsősorban a külső kereslet változásait szokás számba venni a kockázatok között, de a járműgyártás hektikus teljesítménye (hosszabb-rövidebb ideig tartó leállások) is kockázatot jelentenek ebből a szempontból. A külső kereslethez kapcsolódó kockázatok negyedévről negyedévre csak kismértékben változnak. Ezek közül legfontosabb kiemelni a Brexittel kapcsolatos bizonytalanságot, az olasz bankrendszer problémáit, valamint Trump és Macron gazdaságpolitikájának alakulását.

A háztartások fogyasztási kiadásai a II. negyedévben a várakozásokat meghaladó mértékben, 4,7 százalékkal növekedtek, ami meghaladja az I. negyedév 3,5 százalékos bővülését is. Ez azt is jelenti, hogy a bérnövekedés folytán emelkedő rendelkezésre álló jövedelmükből a háztartások az előző negyedévesnél nagyobb részt költöttek el, bár fontos azt is hangsúlyozni, hogy a II. negyedévben a reálbérek növekedése jóval nagyobb volt, mint az első negyedévben: míg az április és június közötti időszakban a reálbérek emelkedése 11,7 százalék volt, addig az első negyedévben ennél alacsonyabb, 8,2 százalék, ami azonban így is kiemelkedő. Ugyanakkor a nyugdíjak vásárlóereje az első fél évben csökkent, mivel az infláció a kormányzat által az egész évre tervezettnél magasabban alakult. Ezt az utolsó negyedévben korrigálja majd a kormányzat, így a nyugdíjasok rendelkezésre álló jövedelme akkor növekszik majd, ami a fogyasztásban is megjelenhet.

A II. negyedéves, vártnál kedvezőbb fogyasztási adatok, illetve az előre jelzettnél is nagyobb béremelkedés eredményeként a fogyasztás növekedésének idei dinamikájára vonatkozó előrejelzésünket felfelé korrigáltuk, és így 4,0 százalékos bővülésre számítunk. A fogyasztás növekedése a javuló munkaerőpiaci helyzethez (növekvő foglalkoztatás és bérek) köthető, tehát nem a lakosság túlzott eladósodásának eredménye, szemben a válság előtti időszakkal. A reálbérek várhatóan 10 százalék feletti idei növekedéséhez több tényező is hozzájárul: egyrészt a minimálbér és a garantált bérminimum 15, illetve 25 százalékos emelése, a közszféra bérrendezései, a szociális hozzájárulási adó 5 százalékpontos csökkentése, valamint az egyre több vállalkozást sújtó munkaerőhiány.

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



Nyers adatokból számított volumenindexek. Forrás: KSH, Századvég-számítás

A beruházások alakulása a II. negyedévben is meghaladta a várakozásunkat, így a bruttó állóeszköz-felhalmozás volumenére vonatkozó előrejelzésünket ismét felfelé korrigáltuk, így idén a növekedés e területen a korábban várt 17,2 helyett 19,1 százalékos lehet. A beruházások nagymértékű növekedéséhez egyaránt hozzájárul a versenyszféra, valamint az állam beruházásainak növekedése. Az utóbbi elsősorban az új uniós költségvetési ciklushoz kapcsolódó források felhasználásának beindulásához köthető: míg 2016-ban az előző költségvetési ciklushoz kapcsolódó források kifutása visszavetette a beruházások volumenét, addig az idei évben az új uniós költségvetési ciklushoz kapcsolódó beruházások már elősegítik a növekedést. Ugyanakkor érdemes röviden kitérni a beruházások alakulását övező kockázatokra is. Ennek kapcsán egyrészt az építőipart egyre nagyobb mértékben sújtó munkaerőhiányt érdemes kiemelni, illetve azt, hogy állami beruházások esetében a vártnál drágább ajánlatok beérkezése és ennek kapcsán a finanszírozási problémák csúszást okozhatnak a beruházások végrehajtásában (például 3-as metró felújítása).

A kormányzati kiadások a II. negyedévben is a várakozásoknál alacsonyabbak voltak. Az első negyedéves 6,0 százalékos visszaesés után a kormányzati kiadások volumene a második negyedévben 1,8 százalékkal csökkent. Ennek megfelelően lefelé korrigáltuk a kormányzati kiadások alakulására vonatkozó előrejelzésünket, és így idén a kormányzati kiadások volumenének 1,5 százalékos csökkenésére számítunk.

A GDP növekedésére vonatkozó előrejelzésünkben nem módosítottuk előző negyedéves prognózisunkat, így 2017-re továbbra is 3,8 százalékos növekedést várunk. A növekedéshez

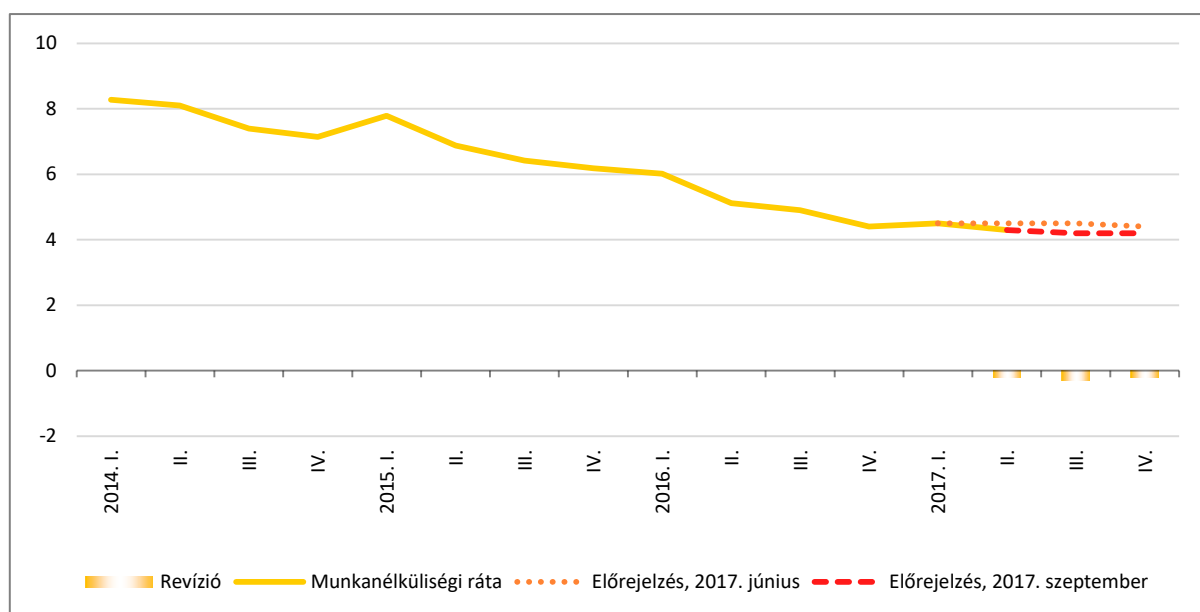
elsősorban a fogyasztás és a beruházások bővülése járulhat hozzá. A külkereskedelmi egyenleg hatása a növekedésre 2017-ben negatív lesz.

A GDP növekedését számtalan kockázat övezi, melyek között egyaránt találunk pozitív és negatív kockázatokat. A kockázatok negyedévről negyedévre csak kismértékben változnak. A legfontosabb kockázati tényezők, amelyek a magyar gazdaság teljesítményének alakulását befolyásolják, a következők:

- A külső kereslet alakulása: a vártnál nagyobb növekedést okozhat Macron és Trump adócsökkentési politikájának gazdaságélénkítő hatása, míg fékezheti a növekedést az Európai Unió gazdaságának esetlegesen lassabb növekedése például a Brexit hatásai miatt.
- Az olajár változása: a magyar gazdaság az olajat külföldről szerzi be, így az olaj árának emelkedése drágítja a termelést és rontja a magyar vállalkozások versenyképességét, tehát lassítja a növekedést. Ezzel szemben az alacsonyabb olajár a magyar gazdaság nagyobb növekedéséhez vezethet.
- A mezőgazdasági termelés szintje: a mezőgazdaság rendkívüli mértékben ki van téve az időjárásnak. Az átlagosnál jobb vagy rosszabb időjárás jelentősen javíthatja vagy ronthatja az ágazat teljesítményét. Szintén csökkentheti az ágazat kibocsátását a különböző állatbetegségek megjelenése.
- A járműiparban tapasztalható leállások: a járműipar a magyar feldolgozóipar legfontosabb ágazata, teljesítménye jelentős mértékben meghatározza a GDP alakulását. Egy-egy hosszabb-rövidebb ideig tartó, például modellváltás vagy karbantartás miatt bekövetkező leállás érezhető mértékben visszafogja az ipari termelést, illetve a GDP-t.
- Munkaerőhiány: a Magyarországon tapasztalható munkaerőhiány egyre több ágazatot érint, miközben még mindig jelentős munkaerő-tartalék található az országban. A munkaerőhiány súlyosan érinti például az építőipart, így nehezíti és drágítja a beruházások végrehajtását is. A munkaerőhiányon enyhíthet a munkaerő-tartalék aktivizálása, amihez azonban sok esetben képzés szükséges.

A munkaerőpiacra vonatkozó előrejelzésünk a kedvező adatok következtében az előző negyedéves prognózisunkhoz képest javult. Várakozásaink szerint a foglalkoztatás 2017-ben 4,42 millió fő fölé emelkedik, amely közel 70 ezerrel magasabb a 2016-os értékénél. Ez 20 ezer fővel nagyobb a júniusi előrejelzésünkben szereplőnél, amelynek oka a nyugdíjas-szövetkezetek bevezetése, amely a nyugdíjasok újbóli megjelenését segíti elő a munkaerőpiacon.

27. ÁBRA: A MUNKANÉLKÜLISÉGI RÁTÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK

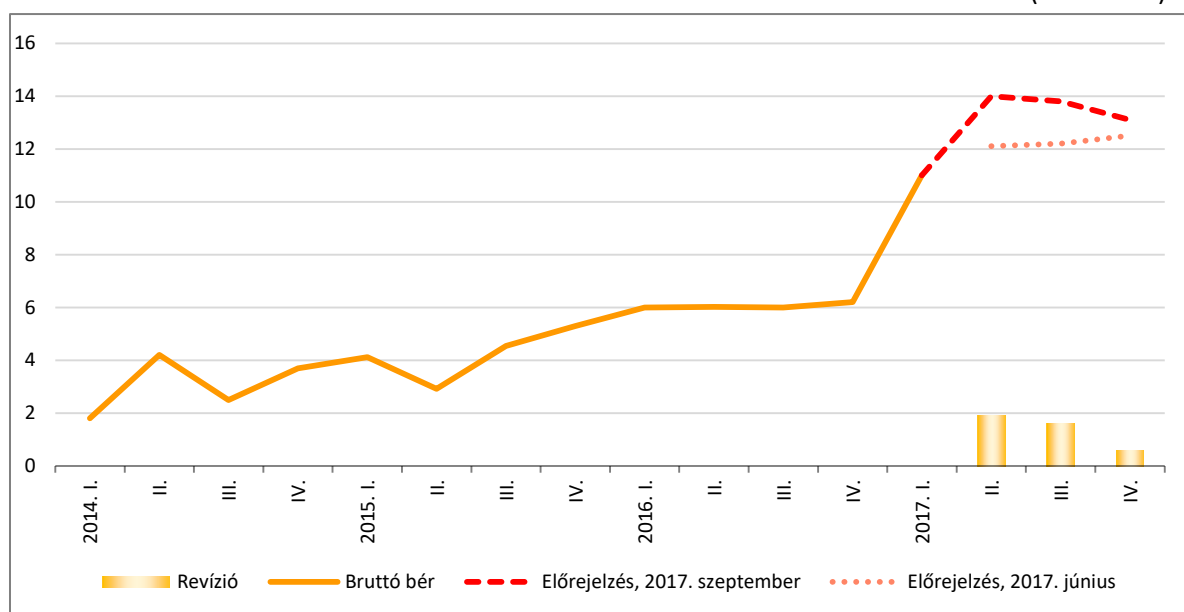


Forrás: Századvég-számítás

Előrejelzésünk szerint az aktivitás szintje a dinamikusan emelkedő béreknek köszönhetően tovább emelkedik, azonban a demográfiai korlátok következtében a foglalkoztatásnál kissé lassabb ütemben, 2017-ben 31 ezer fővel. Ezen hatások alapján a munkanélküliek számának további csökkenését várjuk az előrejelzési horizontunkon. Ennek eredményeképp a munkanélküliségi ráta 2017-ben 4,3 százalékra mérséklődik. Ez éves átlagban 198 ezer munkanélkülit jelent.

Várakozásaink szerint a nettó bérek idén 13 százalékkal emelkedhetnek. A bérekre ható kedvező tényezők közül 2017-ben ki kell emelnünk az egyre több ágazatot (pl.: kiskereskedelem, feldolgozóipar, IT) érintő munkaerőhiány bérfelhajtó hatását, a közszférában végrehajtandó béremeléseket (például: pedagógusok, rendvédelmi és egészségügyi dolgozók), a minimálbér 15 százalékos, illetve a garantált bérminimum 25 százalékos emelését, valamint a szociális hozzájárulási adó 5 százalékpontos csökkentését. Az inflációs folyamatokat is figyelembe véve a nettó reálbérek idén 10,4 százalékkal nőhetnek, ami tovább javítja a bérből élő háztartások relatív jövedelmi helyzetét.

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

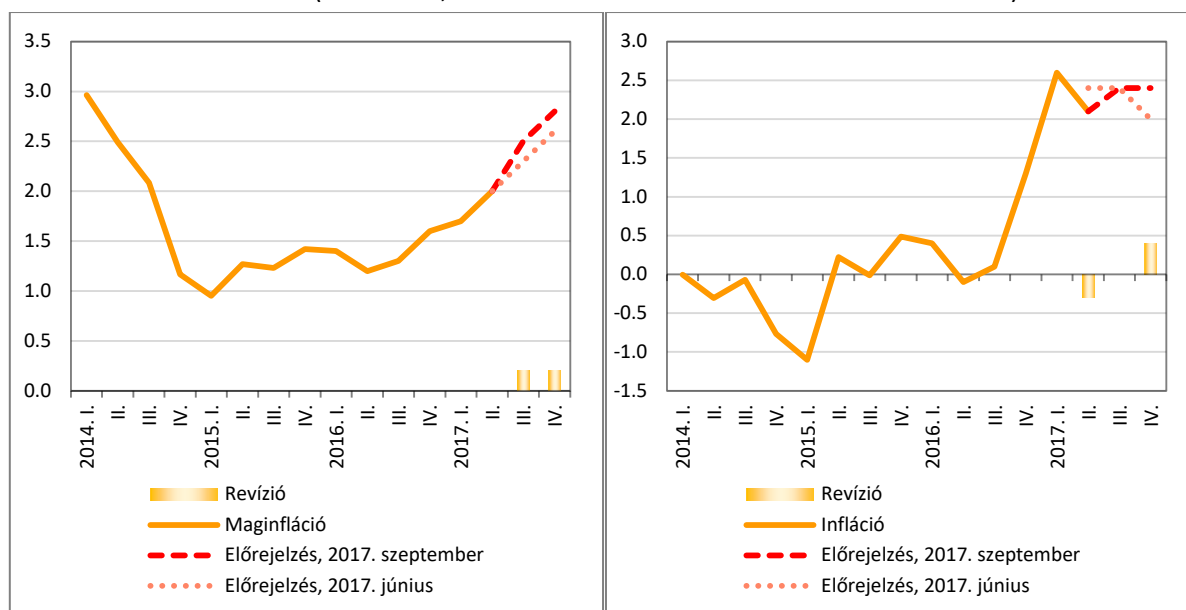


Forrás: KSH, Századvég-számítás

Az infláció az elmúlt időszakban a várakozásoknál némileg visszafogottabban alakult, ugyanakkor augusztusban ismét növekedésnek indult. A második negyedéves 2,1 százalékos átlagos emelkedés után az árak júliusban is 2,1 százalékkal nőttek, majd augusztusra az infláció 2,6 százalékra gyorsult. Az infláció augusztusi növekedéséhez leginkább az élelmiszerek, a szeszes italok és dohányárak, illetve az üzemanyagok árának emelkedése járult hozzá. A II. negyedév vártnál alacsonyabb inflációja és a gyorsuló augusztusi pénzromlás nyomán nem változtattunk az inflációra vonatkozó előrejelzésünkön, azaz idénre 2,4, jövőre 3,0 százalékos pénzromlást valószínűsítünk. Ez tehát azt jelenti, hogy az infláció éves átlagban mindkét évben az MNB 2 és 4 százalék közötti inflációs célsávjában tartózkodhat, és jövőre tartósan elérheti az MNB inflációs célját.

A maginflációra vonatkozó előrejelzésünk 2017-re alig változott: a korábban várt 2,2 százalék helyett az idénre 2,3 százalékos maginflációt várunk.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Fontos hangsúlyozni, hogy az infláció alakulását is számtalan kockázat övezi. Ilyen az olajárak már említett alakulásán kívül az euróárfolyam és a külső inflációs környezet alakulása, de befolyásolja az inflációt a minimálbér és a garantált bérminimum emelése is, hiszen ez növeli a vállalatok költségeit és a lakosság keresletét az egyes termékek és szolgáltatások iránt.

Előző negyedéves előrejelzésünkhöz hasonlóan most is azt várjuk, hogy az infláció a jegybanki célsávon belül lesz 2017-ben, de a céltól elmarad. Ennek megfelelően – a negatív reálkamatok ellenére is – a jegybank várhatóan változatlanul hagyja az alapkamatot, sőt kommunikációja alapján további nem konvencionális lazítás is várható.

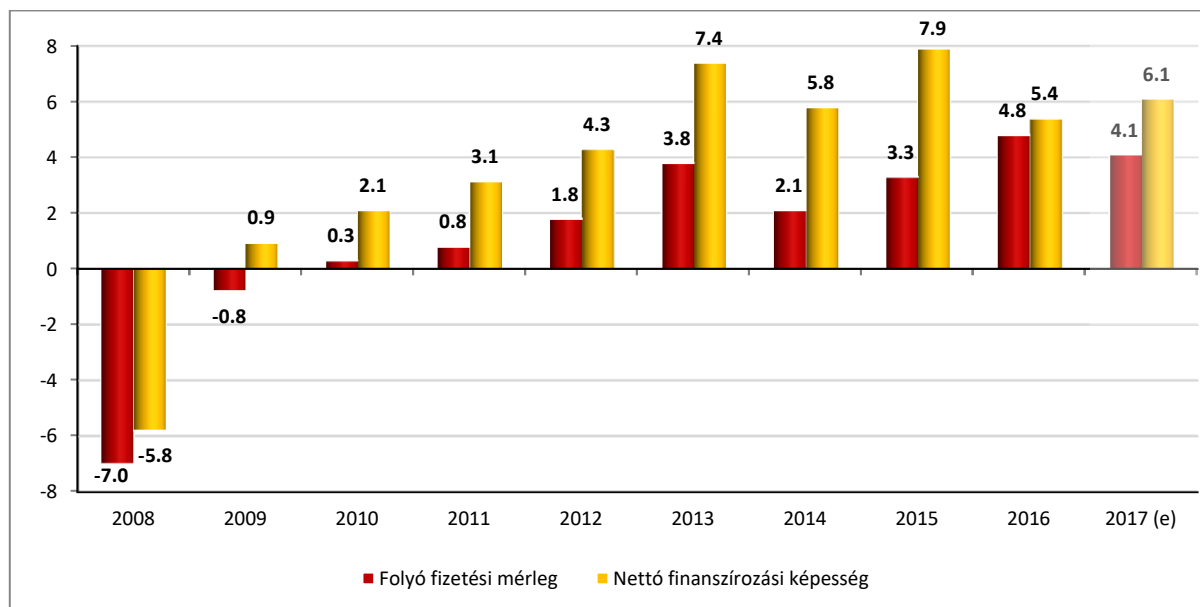
Az alapkamat emelése várakozásaink szerint legkorábban 2018 végén következhet be. Bár a jegybank jelenleg a monetáris kondíciók tartós fenntartását kommunikálja, ám nyilvánvalóan a kamatpálya alakulását nagymértékben befolyásolja az infláció alakulása mellett az Európai Központi Bank monetáris politikája, illetve a hazai gazdaság teljesítménye is. Az Európai Központi bank egyelőre nem kezdett bele a monetáris szigorításba, és véleményünk szerint amíg ez nem történik meg, a magyar szigorítás megkezdése sem várható. Bár az amerikai jegybank szerepét betöltő Fed már több lépésben emelte a kamatot, Európában még csak a cseh jegybank kezdett monetáris szigorításba.

A külső egyensúly várható alakulása

Új előrejelzésünkben a II. negyedéve, a vártnál gyengébb exportteljesítmény nyomán mérsékeljük a kivitel 2017-es növekedésére vonatkozó várakozásainkat annak ellenére is, hogy a külső kereslet a vártnál kedvezőbben alakulhat. Így a korábbi 7,7 százalékos helyett

már csak 6,6 százalékos bővülésre számítunk figyelembe véve a beruházások hatásait is. Az export korábban vártnál kisebb növekedése nyomán mérsékeljük az import bővülésére vonatkozó várakozásainkat is, így a korábbi 9,3 százalék helyett már csak 8,5 százalékos növekedésre számítunk. Így mint azt az előrejelzésünk ismertetésekor láthattuk, a külkereskedelmi egyenleg a gazdasági növekedéshez negatívan járulhat hozzá a dinamikusan növekvő belső kereslet importigénye miatt.

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



Megjegyzés: A 2017. évi érték a Századvég előrejelzése. Forrás: Eurostat, Századvég-számítás

Össességében a 2017. évre 6,1 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet prognosztizálunk, míg a folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP 4,1 százalékát teheti ki.

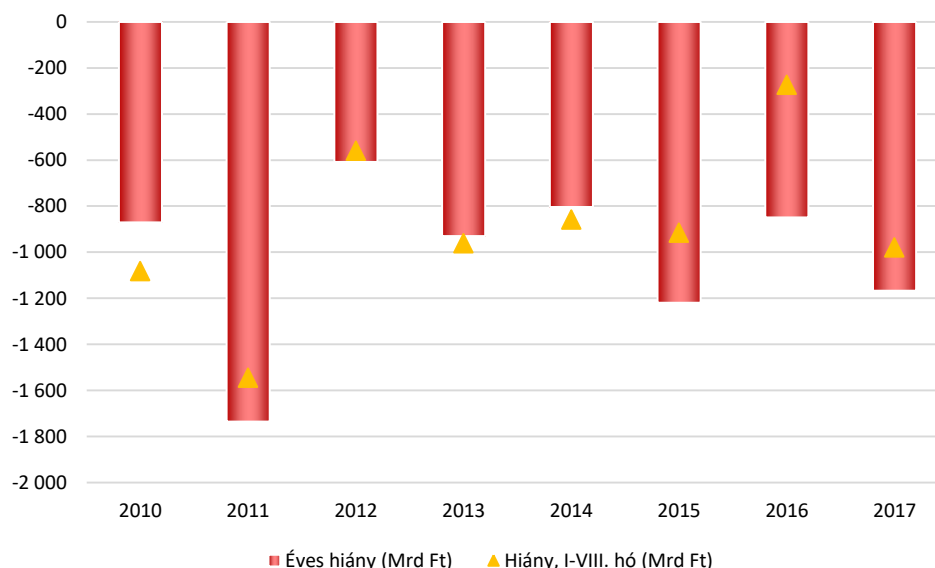
Az államháztartási helyzet prognózisa

2017 első nyolc hónapjában az államháztartás központi alrendszerének halmozott hiánya 979,9 milliárd forintot tett ki. Ezen belül a központi költségvetés 1019 milliárd, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 71,7 milliárd forint deficittel zártak, az elkülönített állami pénzalapok pedig 110,8 milliárd forint többletet értek el. A halmozott hiányhoz augusztus a maga 163,1 milliárd forintos hiányával járult hozzá. Az első nyolc hónap egyenlegét egyrészt a kedvező gazdasági folyamatok és a tavalyi év novemberében megkötött hatéves bérmegállapodás adóbevétel-generáló hatása, másrészt az uniós projektekhez kapcsolódó kifizetések határozták meg.

A Nemzetgazdasági Minisztérium által közzétett rövid ismertetés szerint január és augusztus között az uniós projektekkel összefüggő kifizetések tovább emelkedtek, ezek növekedése pedig erős befolyással van a költségvetés jelenlegi egyenlegére. A sikeres

projektmegvalósítás érdekében a hazai költségvetés megelőlegezi a kifizetéseket, azonban ezeket a forrásokat az Európai Unió csak később utalja át hazánk számára, ami miatt ideiglenesen megemelkedik a hiány. Az uniós forráskifizetések elérték a 1324,6 milliárd forintot, amely a tavalyi összegnek már közel a duplája.

31. ÁBRA: A KÖZPONTI ALRENDSZER ELSŐ NYOLC HAVI HIÁNYÁNAK ALAKULÁSA 2010 ÉS 2017 KÖZÖTT



Forrás: NGM, MÁK

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

Bevételek

A központi alrendszer első hét havi halmozott bevétele 6687,5 milliárd forint volt, mely 878,2 milliárd forinttal (15,1 százalékkal) haladja meg a tavalyi év júliusáig beérkező összeget. A bevételek nagyobb mértékű beáramlása főképp a központi költségvetés többletbevételeiből fakad (856 milliárd forint), ezenkívül az elkülönített állami pénzalapok bevételei az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva 23 milliárd forinttal magasabban, míg a társadalombiztosítási alapok 1 milliárd forinttal alacsonyabban teljesültek.

A bázisév azonos időszakához viszonyítva a **gazdálkodói szervek befizetései** 1,1 százalékkal (8,8 milliárd forinttal) emelkedtek, ami mögött több hatás egyidejű érvényesülése húzódik meg. A tavalyi év azonos időszakához viszonyítva

- az egyéb központosított bevételek 8,1 százalékos (20,3 milliárd forint);
- a bányajáradék 14,2 százalékos (2,2 milliárd forint);
- a kisadózók tételes adója 38,2 százalékos (15,1 milliárd forint);
- a kisvállalati adó 51,3 százalékos (4,9 milliárd forint) növekedést produkált.

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

A bázisidőszakhoz viszonyítva csökkentek:

- a társaságiadó-bevételek 6,8 százalékkal (19,3 milliárd forint);
- és 21,4 százalékkal (8,4 milliárd forint) az egyszerűsített vállalkozási adó bevételei is.

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

Tekintetbe véve a gazdálkodószervezetek befizetésére vonatkozó változásokat, a módosított előirányzatot alulbecsültnek tartjuk, 4 milliárd forintos pozitív kockázatot azonosítunk. Az alábbi három hatást számszerűsítettük előrejelzésünkben:

- ***A 2016. évi becslésünk kivetítéseképp az egyéb központosított bevételek sort 23 milliárd forinttal felfelé korrigáltuk.***
- ***Az alacsony teljesülés miatt a játékadó soron az előirányzat 7 milliárd forintos alulteljesülésére számítunk.***
- ***A kisvállalati adónemek (kata, kiva) átalakításának hatására az adónemek között átrendeződés indult el. Várakozásaink szerint az egyszerűsített vállalkozói adóból várható bevételek 12 milliárd forinttal alacsonyabban teljesülnek majd, mint a módosított előirányzat tervszáma.***

A fogyasztásiadó-bevételek a tavalyi év azonos időszakához képest 6,6 százalékkal (165,1 milliárd forint) emelkedtek. Az általános forgalmi adóra egyidejűleg két ellentétes

irányú változás fejt ki hatását. Az elmúlt évek fogyasztásbővülése idén is folytatódik, ami egyrészt a foglalkoztatotti létszám növekedésének, másrészt a reálbérek gyors ütemű emelkedésének köszönhető. A fogyasztásbővülés adóbevétel-generáló hatását ellensúlyozzák az idei évben bevezetett adókulcscsökkentések. 2017-ben több termékkört érintő áfakulcscsökkentés lépett hatályba, így 27-ről 18 százalékra mérséklődött az éttermi étkezés és az internetszolgáltatás áfakulcsa, 5 százalékra pedig a friss tej, a baromfi és a tojás adókulcsa. A gyakorlati tapasztalatok alapján az adóteher-csökkenést kezdetben közel teljesen a fogyasztók élvezik, majd a fogyasztói ár lassan emelkedik. Így összességében az adókulcscsökkenést egy kisebb fogyasztásélénkülés és adóbevétel-kiesés kíséri.

A két hatás az általános forgalmi adó beáramlásában is nyomon követhető, a sor 8,3 százalékkal (147,9 milliárd forint) múlja felül a bázisidőszaki bevételeket, itt tehát a gazdaság fehéredése is tapasztalható.

Más a helyzet a jövedéki adó során, ahol az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva csupán 0,7 százalékkal (4,1 milliárd forinttal) emelkedtek a költségvetés bevételei. Az alacsony teljesülést több összetevő alakította ki: a dohánytermékek után befolyó bevételek csökkenése a jogszabályváltozásra adott piaci reakciók eredménye; az üzemanyagok forgalmának emelkedése és a bevezetett adómérték-emelkedés együttes hatásaként az üzemanyagok utáni befizetések emelkedtek; míg az egyéb termékeknél a növekedést a népegészségügyi termékadót érintő törvényi változások miatti készletezési hatás okozza.

A fogyasztásiadó-bevételek esetében negatív kockázatot prognosztizálunk, várakozásaink szerint az éves teljesülés 47 milliárd forinttal alulmúlhatja a módosított előirányzatot. Az általános forgalmi adó és a jövedéki adó esetében is az elmúlt évi teljesüléseket vetítettük ki az idei év egészére, majd a kapott eredményt az idén bevezetett intézkedéssel korrigáltuk.

- ***A fogyasztásbővülés adóbevétel-generáló hatása mellett figyelembe kellett vennünk a több termékkört érintő áfakulcscsökkentést is. A kormányzati várakozásoknál intézetünk alacsonyabb fogyasztásbővülést jelzett előre, ezért 2017-ben az áfabevételek 34 milliárd forintos alulteljesülését várjuk.***
- ***A jövedéki adó esetében emelés történt.***
 - ***Az új szabályozás értelmében, ha a kőolaj világpiaci ára az 50 dolláros küszöbérték alá csökken, akkor automatikusan magasabb jövedéki adó terheli az üzemanyagokat: a gázolaj közterhe literenként 10, a benziné 5 forinttal lesz nagyobb. Eszerint az idei év első negyedévében a magasabb adókulcs lépett életbe, majd a kőolaj átlagárának felemelkedés miatt a második és harmadik negyedévben az alacsonyabb adómérték vált érvényessé.***
 - ***A dohánytermékek jövedéki adóját 2017 végéig három lépésben, összesen 29 százalékkal kell megemelni uniós előírások miatt, ezért***

2018 januárjától a jelenlegi 15 700 forint/ezer szál tételes adó 16 200 forintra emelkedik, a minimumadó az ezerszálankénti 28 400-ról 28 800 forintra nő.

A jövedéki adó módosított előirányzatát – figyelembe véve az első hét havi adatokat és az olajárváltozásra adott előrejelzésünket – 21 milliárd forinttal felülbecsültnek tartjuk.

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

A lakosság befizetéseinél, hasonlóan a fogyasztási adókhoz, szintén folytatódik az előző év kedvező gazdasági trendje. A növekvő foglalkoztatásnak és az emelkedő bruttó béreknek köszönhetően a lakosság befizetése 10,7 százalékkal (119 milliárd forint) magasabban teljesülnek az egy évvel korábbi értéknél.

Az idei évben folytatódott a családi adókedvezmény emelése – a két gyermek után járó összeg (gyermekenként) havi 12,5 ezerről 15 ezer forintra emelkedett. Az intézkedés személyi jövedelemadót csökkentő hatását ellensúlyozza a minimálbér és a garantált bérminimum emelésének, valamint a jelentős, 10 százalék feletti átlagbér-emelkedésnek az adóbevétel-generáló hatása. Összességében az előirányzat módosítása után a lakossági befizetéseknél, kifejezetten a személyi jövedelemadó során, 42,5 milliárd forinttal több bevételre számítunk.

2016 utolsó negyedében két olyan gazdaságpolitikai intézkedést is elfogadott a kormányzat, ami a feszes munkaerőpiacnak köszönhetően a foglalkoztatást kevésbé, míg a bruttó béreket erőteljesen érinti. Ezek szerint 2017-ben a minimálbér 15, a garantált bérminimum 25 százalékkal emelkedett, és a szociális hozzájárulási adó – a korábbi 27-ről – 5 százalékponttal csökkent. Egyrészt a fennálló munkaerőpiaci helyzet miatt nem kell a munkanélküliség jelentős emelkedésére számítani, inkább a megnövekvő bérkülönbségek miatt a közfoglalkoztatottak nagyobb arányú átlépésére a versenyszférába. Másrészt kutatásaink szerint a bérintézkedéseknek köszönhetően azokra is hatással lesz a minimálbér és a garantált bérminimum emelése, akiket közvetlenül nem érint egyik sem, vagyis a bérek a magasabb bérkategóriákban is érdemben emelkedhetnek. Tehát a foglalkoztatotti létszám bővülésével és a munkaerőpiac kismértékű átrendeződésével a bruttó bérek erőteljes emelkedése növeli a szociális hozzájárulási adó alapját, míg annak kulcsa 22 százalékra csökkent. A két hatás eredőjeként 2017-re összesen 28 milliárd forint kiesést prognosztizálunk a szociális hozzájárulási adó éves módosított előirányzatához képest.

Kiadások

A központi alrendszer augusztus havi halmozott kiadása 7531,2 milliárd forint összegben teljesült, ez 1136,1 milliárd forinttal (17,8 százalékkal) magasabb, mint az elmúlt év azonos időszakában. Az emelkedés legnagyobb részét a központi költségvetés, azon is belül a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok könyvelték el.

Az **egyedi és normatív támogatások, a közszolgálati műsorszolgáltatás és a szociálpolitikai menetdíj-támogatás** kiadása közel azonos az elmúlt év júliusáig kifizetett nagyságával. A lakásépítési támogatások 24,7 milliárd forinttal emelkedtek (37,9 százalékos növekedés), ami a 2016 januárjában megújult családok otthonteremtési kedvezménye magyaráz.

A **Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap kiadásai** éves összehasonlításban 4,4 százalékot zsugorodtak. A családi támogatások változatlanok, míg a korhatár alatti ellátások alsora a bázisidőszakhoz képest 16,2 milliárd forinttal (22,7 százalékkal) csökkent. A csökkenés az ellátásra jogosultak számának mérséklődésével magyarázható, mivel a kedvezményezettek egyre nagyobb hányada tölti be az öregségi nyugdíj korhatárát.

A **központi költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai** az év első hét hónapjában 740,7 milliárd forinttal (27,4 százalék) haladták meg a bázisidőszaki értéket. Ezen belül a költségvetési szervek nettó saját kiadásai 295,2 milliárd forinttal, míg az EU-támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadások 445,5 milliárd forinttal haladták meg az elmúlt év első hét hónapjának kifizetéseit. Az uniós támogatások hazai kifizetésénél és elszámolásánál Magyarország olyan szabályrendszert állított fel, amely leginkább kedvező a forrásfelhasználásra jogosult vállalkozások és szervezetek számára. Ezért a projektek megvalósításának mielőbbi megkezdése és sikeres befejezése érdekében a kifizetéseket a hazai költségvetés megelőlegezi, ami a költségvetés számára ideiglenesen jelentős kiadás. A magas nettó kiadás hatását kompenzálja, hogy a kifizetések egy része a központi szervek, valamint az önkormányzatok részére folyósított előleg kifizetése volt, így azoknak nincs hatása az államháztartás pénzforgalmi egyenlegére (az önkormányzatoknak fizetett előlegek ugyanakkor növelik a központi költségvetés pénzforgalmi hiányát). A kormányzati szektoron belülre utalt előlegek (így például az önkormányzatok számlájára utaltak) eredményszemléletben sem minősülnek kiadásnak, így azok nem befolyásolják az ESA-egyenleget.

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

- **Ennek értelmében a központi költségvetési intézmények és fejezetek nettó saját kiadásaira vonatkozó prognózisunk 248 milliárd forinttal alacsonyabb a költségvetési törvény előirányzatánál. Az előirányzatokhoz képest mi is többletkiadást feltételezünk egyes felülről nyitott fejezeti kiadásoknál (a szociális és**

közoktatási humánszolgáltatások támogatásánál), továbbá számoltunk a NAV-nál fizetendő célprémiumok kifizetésével. Jelentősen csökkentik ugyanakkor a nettó saját kiadást a fejezeteknek kifizetendő uniós előlegek, valamint az előlegek miatt a tervezettnél alacsonyabb saját forrású önrészkiadások. Fontos, hogy az uniós támogatások alacsonyabb felhasználása mérsékli a pénzforgalmi elszámolásokhoz kapcsolódó pozitív eredményszemléletű korrekciók mértékét, így az ESA szerinti kiadásmegtakarítás alacsonyabb lesz a pénzforgalomban jelentkező kiadásmegtakarításnál.

- *Az uniós programokhoz kötődő nettó pénzforgalmi kiadásra vonatkozó prognózisunk szerint a törvényi előirányzat akár 377 milliárd forinttal túlteljesülhet. Prognózisunk alacsonyabb bevételt és magasabb kiadást tartalmaz. Az alacsonyabb bevétel oka, hogy várakozásunk szerint a kifizetéseken belül az előlegek aránya a teljes kifizetés 50 százaléka körül alakulhat, és ezeknek a tényleges felhasználásáig nem várható a kiadások pénzügyi rendezése az EU részéről.*

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

Nyugdíjkiadások: az üzemanyagárak hosszú ideig tartó stagnálás, illetve csökkenés után az elmúlt évben emelkedésnek indultak, ez és egyéb külső és belső hatások eredményeként makrogazdasági előrejelzésünk magasabb inflációt tartalmaz (2,4 százalék), mint az a makrogazdasági alappálya (1,6 százalék), ami a költségvetést megalapozza. Mivel az állam vállalja a nyugdíjjövedelmek vásárlóerejének megtartását, ezért az inflációs előrejelzésen alapszik a költségvetésben előirányzott nyugdíjkiadás összege. Továbbá a kormányzati és kutatóintézetünk gazdasági növekedési előrejelzése is eltér (kormányzat: 4,1 százalék; Századvég: 3,8 százalék), ami módosítja a nyugdíjprémiumra vonatkozó várakozásainkat. Egyrészt a különböző inflációs előrejelzésünk, másrészt az eltérő nyugdíjprémiumvárakozások miatt összességében **prognózisunk az előirányzatnál 12 milliárd forinttal magasabb nyugdíjkiadást vár.**

Start Munkaprogram: a szociális hozzájárulási adó alakulásánál már bemutatott munkaerőpiaci folyamatoknak köszönhetően előrejelzésünkben a közfoglalkoztatottaknak az elmúlt éveknél nagyobb arányú átlépését várjuk a versenyszférába. Ennek köszönhetően a költségvetésnek megtakarítása keletkezik a **Start Munkaprogram kiadásai során**, amit az év egészére **95 milliárd forintnyi pozitív kockázatként határoztunk meg.**

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

Kamategyenleg

A kamatbevételek az év első hét hónapjában 63,6 milliárd forintos szintet értek el, a kamatkiadások pedig 660,7 milliárd forintot tettek ki, így a nettó kamatkiadás összességében 597,1 milliárd forinton állt. A halmozott júliusi kamategyenleg 3,2 milliárd forinttal lett magasabb az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva, ami a kamatfizetések éven belüli eltérő lefutásával magyarázható.

Az államadósság forint–deviza arányából és a fix–változó arányból készített becslésünk mellett figyelembe vette intézetünk a megújuló kötvényeket és a teljes hátralévő futamidőt, így 2017-re 30 milliárdos nettó kamatkiadás-emelkedést várunk a módosított előirányzathoz képest.

Egyenleg és államadósság

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

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

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	4	0,01%
Fogyasztási adók	–47	–0,13%
Lakossági befizetések	42,5	0,11%
Szociális hozzájárulási adó	–28	–0,08%
Bevételi oldali kockázatok	–28,5	–0,08%
Szociálpolitikai menetdíj-támogatás	–10	–0,03%
Nyugdíjkiadások	12	0,03%
Start Munkaprogram	–95	–0,26%
Költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai	129	0,35%
Nettó kamatkiadások	30	0,08%
Kiadási oldali kockázatok	66	0,18%
Központi alrendszer egyenlege	–94,5	–0,25%
Önkormányzati alrendszer egyenlege	442	1,19%
ESA-híd	–131	–0,35%
Összesen	216,5	0,58%

Forrás: Századvég-számítás

2016-tól az államadósságnak már nemcsak az Alaptörvénybe foglalt, változatlan árfolyamon számolt, bruttó GDP-arányos ráta csökkenésének kell megfelelnie, hanem az Európai Unió egyhuszados szabályának is eleget kell tennünk. Ennek a szabálynak az értelmében az államadósság teljes hazai össztermék 60 százalékát meghaladó részének egyhuszadával kell csökkenteni a GDP-arányos államadósságot. Intézetünk előrejelzése szerint a 2016. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re és a költségvetési hiányra vonatkozó, a KESZ-állomány 2016. december 31-i szintjével kalkulálva – 2017 végére a GDP 71,9 százalékára csökkenhet. Ez a fent említett államadósság-szabályok mindegyikének eleget tesz.

Táblázatok

6. táblázat: Előrejelzés negyedéves bontásban

	2016		2017			
	éves	I.	II.	III.	IV.	éves
Bruttó hazai termék (volumenindex)	2,0	4,2	3,2	3,8	3,8	3,8
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)	4,9	3,5	4,7	3,9	3,9	4,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)	-15,5	28,4	21,2	10,4	16,2	19,1
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	5,8	9,4	3,5	6,3	7,3	6,6
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	5,7	10,0	5,1	8,3	10,6	8,5
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	9,7	2,2	2,7	2,7	1,7	9,2
Fogyasztóiár-index (%)	0,4	2,6	2,1	2,4	2,4	2,4
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Munkanélküliségi ráta (%)	5,1	4,5	4,3	4,2	4,2	4,3
A bruttó átlagkereset alakulása (%)	6,1	11,0	14,0	13,8	13,1	13,0
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	5,5					4,1
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	5,5					6,1
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-1,8					-1,8
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)	1,9	2,1	2,4	2,1	1,9	2,1

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

7. táblázat: Az előrejelzés változása az előző negyedévhez képest

	2017		
	2017. június	2017. szeptember	változás
Bruttó hazai termék (volumenindex)	3,8	3,8	0,0
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)	3,7	4,0	0,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)	17,2	19,1	1,9
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	7,7	6,6	-1,1
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	9,3	8,5	-0,8
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	9,6	9,2	-0,4
Fogyasztóiár-index (%)	2,4	2,4	0,0
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	0,9	0,9	0,0
Munkanélküliségi ráta (%)	4,5	4,3	-0,2
A bruttó átlagkereset alakulása (%)	12,0	13,0	1,0
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,1	4,1	0,0
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	6,2	6,1	-0,1
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-2,4	-1,8	0,6
GDP-alapon számított külső kereslet	2,0	2,1	0,1

Forrás: Századvég-számítás