

Elemzés és előrejelzés a magyar gazdaság és a külgazdaság legfontosabb folyamatairól

2018. március

© 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 és Verba Zoltán.

Az előrejelzéshez felhasznált adatbázist március 7-én zártuk le.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	1
Nemzetközi környezet	9
A globális konjunktúra alakulása	9
Munkaerőpiac	13
Monetáris kondíciók alakulása	16
Pénzügyi folyamatok	17
Az infláció alakulása	21
Fiskális politika.....	23
A magyar gazdaság jelenlegi helyzete.....	26
A hazai növekedés alakulása	26
Munkaerőpiaci folyamatok	31
Infláció	34
Monetáris és pénzpiaci kondíciók	38
Hitelezési helyzet.....	43
Külső finanszírozási képesség.....	47
A 2017-es költségvetési folyamatok	50
Bevételek.....	51
Kiadások	52
Kamat egyenleg és államadósság.....	54
A várható makrogazdasági és fiskális pálya (2018).....	56
Feltevéseink alakulása	56
A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés	59
A külső egyensúly várható alakulása.....	64
Az államháztartási helyzet prognózisa	65
Bevételek.....	66
Kiadások	68
A központi költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok alakulása	69
Kamat egyenleg.....	71

Egyenleg és államadósság	71
Táblázatok	73

Vezetői összefoglaló

2017 negyedik negyedében az Európai Unió gazdaságának teljesítménye 2,6, míg az Egyesült Államoké 2,5 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. 2017 egészét véve az Európai Unió 2,4, míg az Egyesült Államok 2,3 százalékkal bővült 2016-hoz képest. A beruházások növekedést támogató szerepe az Európai Unióban ismét emelkedett, az USA-ban pedig továbbra is jelentős maradt.

Az erőteljes konjunktúra révén kiemelkedő mértékben, 313 ezer fővel nőtt a foglalkoztatottak száma az USA-ban februárban, azonban a 4,1 százalékos, 17 éves mélypontra lévő munkanélküliség már nem csökkent a 0,3 százalékponttal 63 százalékra emelkedő aktivitási ráta miatt. Új történelmi rekordra nőtt a foglalkoztatottak száma és a foglalkoztatási ráta úgy az Európai Unióban, mint az eurózónában (utóbbi rendre 67,8, illetve 66,5 százalék a 15-64 éves korosztályban a harmadik negyedévben).

Jerome Powell váltotta a Fed élén Janet Yellent, azonban várhatóan elődje politikáját folytatja majd, így idén három kamatemelésre lehet számítani az USA jegybankjától. Ismét kamatot emelt a Cseh Nemzeti Bank, míg a román jegybank idén már kétszer emelt kamatot az egyre növekvő, januárban már 4,3 százalékos infláció megfékezése érdekében. A DAX és a Dow Jones Industrial Average index is történelmi csúcsra emelkedett a negyedik negyedévben: előbbi a 13 ezer pontos, utóbbi a 25 ezer pontos határt lépte át. Ezt követően azonban mindkét mutató csökkenésnek indult: a DAX esetében a Deutsche Bank jelentős veszteségről beszámoló negyedéves jelentése, míg az amerikai tőzsdénél a kormányhivatalok működését finanszírozó törvénytervezet elfogadásának elhúzódása, az acélra és az alumíniumra bevezetett vámok, illetve a Fed jövőben várható kamatemelése álltak a háttérben. Az amerikai inflációs ráta 2,1, míg az európai uniós 1,6 százalékon állt januárban.

Eltérő költségvetési politika várható a világ legnagyobb gazdaságaiban az IMF előrejelzése szerint. Az eurózónában és Japánban várhatóan folyamatosan csökken majd a költségvetési hiány és így az államadósság, míg Kína és az USA esetében mindkét mutatónál növekedést prognosztizál a Valutaalap.

A magyar gazdaság 2017 negyedik negyedében 4,4 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva a nyers és 4,9 százalékkal a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint. A tavalyi év egészét tekintve a növekedés a nyers adatok szerint 4,0, míg a kiigazított adatok szerint 4,2 százalékos volt. Termelési oldalról a mezőgazdaság kivételével minden ágazat hozzájárult a növekedéshez. A mezőgazdaság teljesítménye az erős bázisidőszaki adat és az időjárás változékonysága miatt 11,5 százalékkal csökkent, és így 0,4 százalékponttal lassította a növekedést. A GDP bővüléséhez legnagyobb mértékben, 2,0 százalékponttal a szolgáltató ágazatok járultak hozzá. Ezen belül is 5 százalék feletti

mértékben nőtt a kereskedelem, a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás ágazatok, az információ és kommunikáció ágazat, a szállítás és raktározás, a szakmai, tudományos, műszaki és művészeti ágazatok hozzáadott értéke. Az ipar hozzáadott értéke 2,9, az építőipar 35,5 százalékkal növekedett, amivel 0,6, illetve 1,4 százalékponttal járultak hozzá a gazdaság növekedéséhez. Az építőipar esetében a jelentős bővülést a gyenge bázisidőszaki adat mellett az uniós támogatásokból finanszírozott, illetve a versenyszférában végbemenő projektek, valamint az 5 százalékra csökkentett lakásáfa és a családi otthonteremtési kedvezmény is elősegítették. Az építőipar növekedése várhatóan 2018-ban is fennmarad, hiszen az ágazat szerződésállományának volumene az év végén 129,5 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban.

Felhasználási oldalról a IV. negyedévben is a háztartások fogyasztási kiadásának 5,6 százalékos, illetve a bruttó állóeszköz-felhalmozás 13,1 százalékos bővülése segítette elő a növekedést, 2,6, illetve 2,9 százalékponttal hozzájárulva ahhoz. A fogyasztás bővülését a családok rendelkezésre álló jövedelmének bővülése okozta (tehát a válság előtti időszakkal szemben nem a túlzott hitelfelvétel), amelyet egyaránt elősegített a rekordalacsony munkanélküliség és a 10 százalék feletti reálbér-növekedés. A növekvő belföldi kereslet hatására az import bővülése (9,7 százalék) ismét meghaladta az exportét (8,3 százalék), így a külkereskedelmi egyenleg alakulása 0,5 százalékponttal lassította a növekedést. Ezen belül azonban eltérő kép látszik a termékek és a szolgáltatások esetében: míg a termékek egyenlege romlott, addig a szolgáltatásoké javult, így miközben a termékek külkereskedelme 2,0 százalékponttal lassította a növekedést, addig a szolgáltatásoké 1,5 százalékponttal gyorsította azt. Így 2017-ben a nettó export értékének 75,9 százaléka kötődött a szolgáltatásokhoz. A IV. negyedévben jelentősen, 8,8 százalékkal emelkedett a közösségi fogyasztás volumene is.

Tovább javult a munkaerőpiaci helyzet a IV. negyedévben. A foglalkoztatottak szezonálisan kiigazított száma egy negyedév alatt 18 ezerrel, 4,44 millió főre emelkedett. A munkanélküliek aránya a szezonálisan kiigazított adatok alapján újabb mélypontra, 3,9 százalékra, míg létszámuk 180 ezer főre csökkent. 2017 egészében a munkanélküliségi ráta 4,2 százalék volt, ami 0,9 százalékpontos csökkenést jelent az előző év azonos időszakához képest. Tovább csökkent a közfoglalkoztatottak száma: a negyedik negyedévben már csak 152 ezren dolgoztak a Start munkaprogramokban. A munkaerőhiánynak, a közszféra bérrendezéseinek és a hatéves bérmegállapodásnak köszönhetően a nettó bérek 13,1 százalékkal emelkedtek az utolsó negyedévben az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az infláció hatását is figyelembe véve a nettó reálkereset 10,4 százalékkal bővült a negyedik negyedévben, míg éves szinten 10,6 százalékkal, amelyre 2002 óta nem volt példa.

2017 utolsó negyedévében is folytatódott az árak emelkedése a gazdaságban: októberben 2,2, novemberben 2,6, decemberben pedig 2,2 százalékkal növekedtek a fogyasztói árak.

2018 első két hónapjában rendre 2,1 és 1,9 százalék volt az infláció az előző év azonos időszakához viszonyítva. 2017 egészében az infláció 2,4 százalékos volt, vagyis elmaradt a jegybank 3 százalékos céljától. Az infláció alakulásához hozzájárult a Kőolaj-exportáló Országok Szervezetének (OPEC) tagországai és a többi olajexportáló állam által kötött szerződés, amelynek következtében a negyedik negyedévben az üzemanyagárak átlagosan 2,6 százalékkal nőttek az előző év azonos időszakához képest. Az árak növekedését hajtotta a jövedékiadó-emelések következtében 10,6 százalékkal emelkedő dohánytermékár, valamint az élelmiszereknél mért 3,4 százalékos árnövekedés is. A bevezetett áfacsökkenések nyomán a 2016. negyedik negyedévi értékekhez képest mérséklődött a baromfihús, valamint az internet ára 2017 utolsó negyedévében, azonban a tojás, az éttermi szolgáltatás és a tej árában nem látható az intézkedés hatása. A tojás ára a negyedik negyedévben 22,3 százalékkal volt magasabb, mint az előző évben, amelynek hátterében az európai madárinfluenza-járvány kitörése, valamint az augusztusban kirobbanó fipronilbotrány hatására kialakult tojáshiány áll. Magyarországon februárban 37,1 százalékkal volt magasabb a tojás ára, mint az előző év azonos időszakában. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció az utolsó negyedévben 2,3 százalékon állt, míg a nyers maginfláció 2,7 százalékot tett ki a negyedik negyedévben, az év egészében pedig 2,7 százalékot. A jegybank kommunikációja alapján az infláció 2019 elején éri el a kitűzött 3 százalékos célt, amelyet továbbra is nem konvencionális eszközök alkalmazásával (devizaswap-tender, PHP, aszimmetrikus kamatfolyosó, célzott jelzáloglevél-vásárlások, feltétel nélküli, monetáris politikai célú kamatcsere-eszköz tenderek, mennyiségi korlát a három hónapos betétállományra) kívánnak támogatni.

A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa a tél folyamán mindhárom kamatdöntő ülésén egyaránt változatlanul (0,9 százalékon) hagyta az irányadó kamatát. A hazai jegybank szeptemberi deklarációjának megfelelően a 3 hónapos jegybanki betét 2017. december végén elhelyezhető, maximális szintjén, 75 milliárd forinton zárt. A jegybank korábban jelezte, hogy a likviditás finomhangolása érdekében a devizaswapok állományát növelni fogja, és futamidejét kiterjesztik a 6, 12 hónapos futamidővel. A magyar jegybank Monetáris Tanácsa novemberi döntése értelmében a hitelfelvevők kamatkockázatát is mérsékelni igyekszik. Ebből a célból a Monetáris Tanács feltétel nélküli, 5 és 10 éves futamidejű, monetáris politikai célú kamatcsereeszközt (MIRS) (változó kamatozást cserél fix kamatozásúra) vezetett be, amelynek 2018 első negyedévére vonatkozó keretösszegét 300 milliárd forintban határozta meg. Az MNB egy célzott programot is indított február végén, amelyben jelzálogleveleket vásárol. A fő cél a hosszú kamatperiódusú lakossági jelzáloghitelek arányának növelése és ezáltal a pénzügyi stabilitás javítása.

Az első intézkedés célja a meglehetősen nagy forintlikviditás kiszorítása a 3 hónapos jegybanki betétből, és ezzel egy időben a hosszabb futamidejű állampapírok hozamainak csökkentése a MIRS révén megjelenő nagyobb kereslet miatt. További cél az is, hogy a

referenciahozamok (BUBOR) szintjének mérséklésén keresztül a vállalati és a lakossági hitelek költségei csökkenjenek.

Magyarország befektetői megítélése vegyesen alakult a 2017. december elejétől 2018. március elejéig tartó időszakban: csökkent a CDS-felár (95 bázispontról 84 bázispontra), emelkedett a 10 éves állampapírhozam (2,08-ról 2,69 százalékra), a forint azonban gyengült a svájci frankkal (268-ról 272 forintra), stagnált az euróval (314 forinton) és erősödött a dollárral (264-ről 258 forintra) szemben. Fontos kiemelni még, hogy ebben a negyedévben az ÁKK ismét több alkalommal negatív hozam mellett bocsátott ki diszkontkincstárjegyet, azaz az aukción a befektetők fizettek a költségvetés finanszírozásáért.

Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 2017 végén 27 359 milliárd forint volt, amely a GDP 71,65 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 73,9 százalék után.

Az elmúlt időszakban a Standard and Poor's és a Fitch a meghirdetett időpontokban (2018. február 16-án, illetve 2018. március 9-én) nem változtatott a magyar államkötvények hitelminősítésén, azaz megerősítette a jelenlegi besorolást. A piac nem várt felminősítést a jelenlegi, befektetésre javasolt kategória legalsó szintjéről. Így a döntések miatt nem alakult ki jelentősebb hozamváltozás a másodlagos piacon.

Az államadósság devizaaránya (a lejáró és forintban megújuló devizakötvények miatt) kismértékben csökkent, mivel a 2017. október végi 23 százalék után 2018 januárjának végén 21 százalékot tett ki, és az ÁKK 2018. évi finanszírozási tervében meghatározott (és a 2017. évi tervhez képest nem változtatott) 15–25 százalékos sávban tartózkodott.

Magyarország továbbra is megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, hiszen a rövid lejáratú devizatartozás szintjénél jelentősen magasabb (1,19-szoros) a jegybanki devizatartalékok szintje.

A folyó fizetési mérleg pozitív egyenlege és a külföldiek által hazai fizetőeszközben tartott állampapírok állományának növekedése erősítette, a jegybank nem konvencionális lazítása gyengítette a vizsgált időszakban (2017. december eleje – 2018. március eleje) a hazai valuta árfolyamát. Mindezek eredményeként a forint kurzusa az euróval szemben a december elejei 314 forintról március elejére jóformán stagnált.

A vállalati hitelek állománya 119 milliárd forinttal (6498 milliárdra) nőtt, míg a lakossági hitelek állománya 42 milliárddal, 5814 milliárdra csökkent. A lakossági hiteleken belül azonban a lakáscélú hitelállomány 40 milliárd forinttal, 3047 milliárdra nőtt. A következő időszakok egyik központi kérdése lesz, hogy vajon mikor mondhatjuk majd a lakossági lakáscélú hitelezés felfutásakor, hogy már kezdenek rendszerszintű kockázatok felépülni. A jegybanknak rendelkezésére állnak a megfelelő eszközök (pl. adósságfék-szabály szigorítása), amelyek alkalmasak a túlzott hitelezés kialakulásának elkerülésére. Jelenleg a lakossági lakáscélú hitelállomány még csak a 2015. szeptemberi értéket közelítette meg.

Az MNB előzetes adatai szerint 2017. év egészében 694,0 milliárd forint adózás előtti és 632,4 milliárd forint adózás utáni nyereséget jelentett a bankszektor. Ezzel szemben egy évvel korábban a bankszektor az adatok alapján 515,2 milliárd forintos adózás előtti és 443,0 milliárd forintos adózás utáni nyereséget ért el. A bankadó kulcsának csökkentése is hozzájárult a nyereség növekedéséhez. Az előző évhez képest csökkent a kamat-, míg nőtt a jutalékeredmény.

A folyó fizetési mérlegen belül az áruk és szolgáltatások (szezonálisan kiigazított) egyenlege 2017 harmadik negyedévében az előző negyedévhez képest 606 millió euróval, 1130 millióról 524 millió euróra csökkent, míg éves összevetésben 2118 millió euróról 1372 millió euróval mérséklődött. A jövedelemkiáramlás mértéke kismértékben nőtt, míg az EU-transzferek beáramlása markánsan csökkent negyedéves bázison. Idén a tartósan magas fogyasztás, az erősebb beruházások indukálta élénkebb importkereslet és a világgazdaság jelentősebb növekedése miatti nagyobb exportkereslet, valamint a megvalósult beruházások miatti magasabb export eredményeként, valamint a tőkemérleg javulása miatt a nettó finanszírozási képesség növekedését várjuk. Ezt elsősorban az előző évinél magasabb EU-s források okozzák. 2018-ra 6,9 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet becslünk.

Az előzetes pénzforgalmi adatok szerint az államháztartás központi alrendszere 2017-ben 1973,9 milliárd forintos hiánnyal zárt. A központi költségvetés 1904,2 milliárd forintos hiányt, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 142,2 milliárd forintos hiányt, az elkülönített állami pénzalapok 72,5 milliárd forintos többletet halmoztak fel. 2017-ben a központi költségvetés befolyó bevételeit a kedvező reálgazdasági folyamatok, a hatéves bérmegállapodás keretében bevezetett intézkedések adóbevétel-generáló hatása, valamint az uniós projektekhez kapcsolódó kifizetések és előfinanszírozások határozták meg. Ezt alátámasztja, hogy a központi költségvetés halmozott adóbevétele 607 milliárd forinttal haladta meg a 2016. évi eredményt. 2016-ról 2017-re a fogyasztáshoz kapcsolt adók (például ÁFA, jövedéki adó) 5,8, a lakosságtól származó befizetések (például személyi jövedelemadó, illetékbefizetések) 2,4 százalékkal nőttek, míg a gazdálkodószervek befizetései (például társasági adó) 1,8 százalékkal alacsonyabb szinten teljesültek. A fogyasztáshoz kapcsolt adók esetében az általános forgalmi adóból származó bevétel 235 milliárd forinttal (7,1 százalékkal) haladta meg az előző évi teljesülés értékét. A lakosságtól származó befizetéseken belül a személyi jövedelemadóból származó bevétel 11,8 százalékkal (202,3 milliárd forinttal) meghaladta a megelőző évi bevételt, ami a magasabb bérek miatti befizetésnövekedésnek volt köszönhető. A gazdálkodó szervezetek alulteljesítésében jelentős részben volt érezhető a társasági adóbevételeket érintő, 2017-től hatályos, egységesen 9 százalékos adókulcs alapján meghatározott alacsonyabb adóelőleg-kötelezettség. Az év egészét a várakozásokon felül teljesülő bevételek és kiadások jellemezték. A viszonylag magas pénzforgalmi hiány kialakulásában jelentős szerepet játszott az európai uniós programok előfinanszírozása. A magyar állam hozzávetőleg 1000 milliárd forinttal előlegezte

meg az európai uniós projekteket. Az év végére tervezett (módosított) hiánycélnál 807,5 milliárd forinttal (69,2 százalékkal) magasabb szinten alakult a pénzforgalmi hiány. Figyelembe véve a helyi önkormányzatok egyenlegének alakulását, valamint az ESA-hídra vonatkozó becslést, az államháztartás ESA-hiánya a GDP 2,1 százaléka körül alakult.

Legfrissebb prognózisunk szerint 2018-ban a magyar gazdaság a korábban 4,1 százalékkal növekedhet. A növekedést ban elsősorban a fogyasztás és a beruházások növekedése segítheti elő. 2018-ban a lakossági fogyasztás 4,8 százalékkal bővülhet: a negyedik negyedévben a lakosság már jelentősebb mértékben elkezdte növelni a költéseit, amelyeket a megemelt bérekből tud finanszírozni, ugyanakkor a nyugdíjasok esetében a novemberi nyugdíjemelés és nyugdíjprémium is segítette a fogyasztás bővülését. A reálbérek jelentős növekedése 2018-ban is nagyban növeli a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét. Ezt segíti elő idén a minimálbér és a garantált bérminimum 8, illetve 12 százalékos emelése, valamint a szociális hozzájárulási adó 2,5 százalékpontos csökkentése. A fogyasztás 2018-as dinamikus növekedését támasztja alá a kiskereskedelmi forgalom volumenének januári 7,5 százalékos bővülése is.

A beruházások növekedése várakozásunk szerint 2018-ban 7,2 lehet. A 2019-es beruházások kapcsán kockázatot jelent az, hogy a lakásépítések kedvezményes áfakulcsa csak 2019 végéig van érvényben, így a lakásépítések várhatóan lekötik majd az építőipar kapacitását, tehát más beruházásokra is negatívan hat az áfacsökkentés esetleges kifuttatása. Emiatt, valamint a lakásállomány minőségének javítása és az építkezések hosszú átfutási ideje miatt javasolható az áfacsökkentés meghosszabbításának mielőbbi eldöntése. A beruházások alakulása kapcsán ugyanakkor kockázatot jelent a munkaerőhiány is.

A 2017-es év magas beruházási volumene és ennek várható fennmaradása elősegíthetik a termelés volumenének és hatékonyságának növekedését. Így az export 2018-ban várhatóan 5,7 százalékkal bővül majd. Az import növekedése 6,0 százalékos lehet előrejelzésünk szerint. Így 2018-ban a külkereskedelmi egyenleg a belső kereslet növekvő importigénye miatt még nem tud érdemben hozzájárulni a gazdaság növekedéséhez.

A GDP növekedésére vonatkozó várakozásainkat a következő fő kockázati tényezők befolyásolják:

- A mezőgazdaság teljesítményének alakulása: Magyarországon a mezőgazdaság teljesítménye az időjárás alakulásának függvényében meglehetősen volatilis, így a kedvezőbb időjárás kedvezőbb gazdasági teljesítményt, a kedvezőtlenebb rosszabb gazdasági teljesítményt eredményez.
- A külső kereslet alakulása: a Brexit-tárgyalások körüli bizonytalanság mellett az újonnan felálló olasz és német kormány gazdaságpolitikája, valamint Trump protekcionista lépései jelenthetnek kockázatot a növekedés alakulására.

- *Az új magyar Kormány gazdaságpolitikája: kockázatot jelent, hogy folytatódik-e a jelenlegi gazdaságpolitika, vagy az újonnan felálló kabinet más irányú lépéseket hoz.*
- *A munkaerőpiaci folyamatok alakulása: a magas növekedés fenntartásához egyrészt szükség van a foglalkoztatottak számának további bővítésére (és így a munkaerőhiány kezelésére), továbbá a dinamikus bérnövekedés fenntartására.*
- *Az olajár alakulása: a magasabb olajár nagyobb inflációhoz és alacsonyabb növekedéshez vezet.*

Előrejelzésünk alapján a munkaerőpiac növekedése idén is folytatódik. A foglalkoztatottak száma 4,45 millió főre emelkedhet. Ezzel párhuzamosan a munkanélküliségi ráta 4 százalék alá, 3,7 százalékra csökkenhet. A bérekre ható kedvező tényezőket figyelembe véve a nettó átlagkereset a tavalyinál lassabb ütemben, de továbbra is kiemelkedő mértékben, 9,2 százalékkal nőhet idén. Az infláció hatását is figyelembe véve ez 6,4 százalékos reálbérnövekedést jelent.

Előrejelzésünk szerint az infláció 2018-ban is elmaradhat a jegybanki céltól, 2,6 százalék lehet. A Magyar Nemzeti Bank inflációs célját csak 2019-ben érheti el tartósan.. A maginfláció nagysága idén 2,8 százalékos lehet. Az alacsony inflációhoz elsősorban a mérsékelt külső inflációs környezet járul hozzá, ugyanakkor a bérek dinamikus emelkedése a 2017-es tapasztalatok alapján csak kismértékben eredményezi az árak növekedését.

Előrejelzésünk szerint a Magyar Nemzeti Bank 2019 végéig nem változtat az alapkamaton, tekintettel az Európai Központi Bank szintén fennmaradó, laza monetáris politikájára. Az EKB esetében egyelőre annak ellenére sem várunk szigorítást, hogy az amerikai jegybank mellett például már a cseh és a román jegybank is szigorított monetáris politikáján. Amennyiben a magyar monetáris politika a szigorítás mellett dönt, akkor is először a nem konvencionális eszközök kivezetése várható, nem pedig az alapkamat emelése.

2018 első két hónapjában az államháztartás központi alrendszere 526,6 milliárd forint pénzforgalmi hiánnyal zárt. A központi alrendszer eredménye a központi költségvetés 599,5 milliárd forintos hiányából, illetve a társadalombiztosítás pénzügyi alapjainak 52,8 milliárd forint értékű és az elkülönített állami pénzalapok 20,1 milliárd forintos többletéből adódott. A hiány az uniós programok előfinanszírozása következtében alakult viszonylag magas szinten, ugyanis az idei uniós kifizetések az első két hónapban 492 milliárd forint értékben teljesültek, míg ezalatt mindössze 17,9 milliárd forint uniós bevétel érkezett a költségvetésbe. Az idei költségvetést egyrészt várhatóan továbbra is a kedvező gazdasági trendek jellemzik, a folyamatosan csökkenő munkanélküliség és az emelkedő reálbérek támogatják a hazai gazdasági szereplők fogyasztását és beruházásait, ami jelentős adóbevétel-generáló hatással jár. Másrészt a hatéves bér- és adómegállapodás értelmében az idei évben is tovább folytatódnak az adó- és járulékcsökkentések, így a szociális hozzájárulási adó 2,5 százalékponttal, 19,5 százalékra csökken, emellett tovább emelkedik a minimálbér (8 százalékkal) és a garantált bérminimum (12 százalékkal). A két hatás

eredőjeként – az előirányzathoz viszonyítva – a lakossági befizetések esetében 15,4 milliárd forinttal, a gazdálkodó szervek befizetéseinél 6,6 milliárd forinttal több, a fogyasztási adók során pedig 11,5 milliárd forinttal kevesebb bevételt várunk. Összegezve prognózisunkat 10,5 milliárd forinttal nagyobbra becsüljük a bevételi oldalt, mint ahogy az a hatályos előirányzatban szerepel. A kiadási oldalon ezzel szemben 63,7 milliárd forintnyi többletkiadásra számítunk, ami a korrekciós tételeken kívül több intézkedés várható költségvetési hatásának eredménye. A minimálbér és a garantált bérminimum további növelésének hatásaként azt várjuk, hogy a közfoglalkoztatottak a korábbinál nagyobb mértékben lépnek majd át a versenyszférába, ami csökkenti a Start munkaprogram kiadásait. 2018 márciusában a Kormány a téli fogyasztási időszakban bekövetkező fogyasztásnövekedés finanszírozását segítő juttatásról (ún. téli rezsicsökkentésről) döntött a lakossági fogyasztók részére, ami várhatóan 40 milliárd forinttal növeli a kiadásokat. A kedvező gazdasági folyamatokra tekintettel az idősügyi tanács javaslatára a Kormány 10 000 forintos Erzsébet-utalványt juttat a nyugdíjasoknak 2018 márciusában, amely várhatóan 27 milliárd forint többletkiadást eredményez a költségvetésben.

Össességében a kormányzati tervekben szereplő, a GDP 2,4 százalékát kitevő deficit alatti, 2,3 százalékos hiánnyal számol intézetünk. Ez azt is jelenti, hogy az idei év lehet zsinórban a hetedik, amikor országunk teljesíteni tudja a 3 százalék alatt költségvetési deficit célt. A 3 százalékos hiánycél elérésére ezt megelőzően utoljára 2000-ben volt példa. A GDP-arányos bruttó államadósság tekintetében 70,1 százalékos szintet várunk.

1. táblázat: A főbb makrogazdasági változók várható alakulása

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

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

Nemzetközi környezet

A globális konjunktúra alakulása

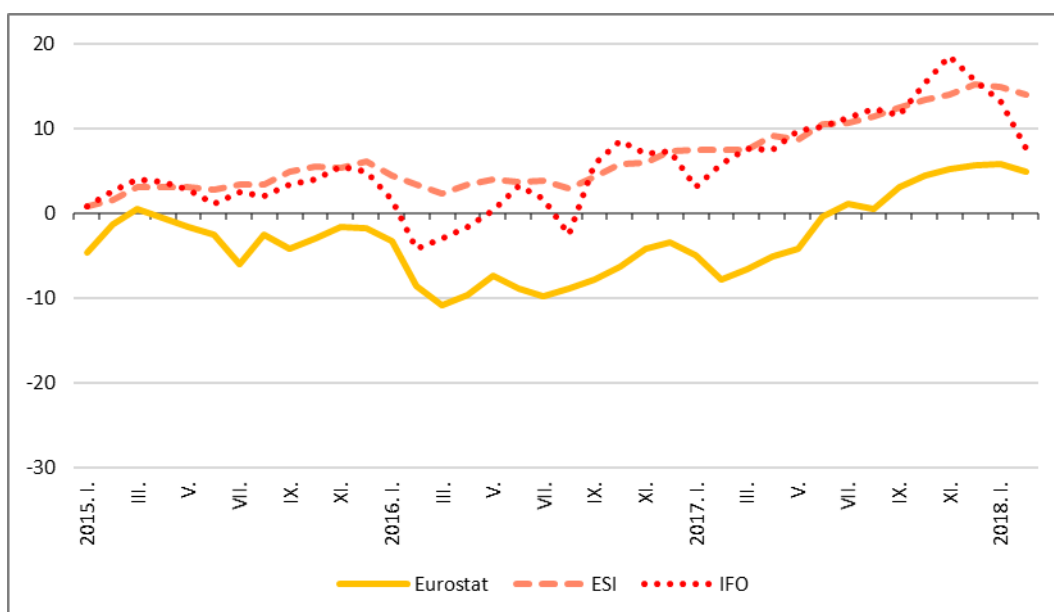
Az eurózóna, valamint az Európai Unió gazdasága is 0,6 százalékkal növekedett 2017 utolsó negyedében az előző negyedévhez képest. Az unió gazdasága az utóbbi öt negyedévben 0,6–0,7 százalékkal bővült negyedéves alapon, így a bázishatás következtében a gazdasági növekedés éves rátái a következő hónapokban is kiegyensúlyozottak maradhatnak. Az éves alapon mért bővülési ütem a negyedik negyedévben az Európai Unióban 2,6, míg az eurózónában 2,7 százalékot tett ki a szezonálisan és naptárhatástól megtisztított adatok alapján. 2017 egészét véve az eurózóna gazdasága 2,3, míg az Európai Unióé 2,4 százalékkal bővült 2016-hoz képest.

Az Európai Unió növekedési üteme nem változott jelentősen 2017 harmadik és negyedik negyedéve között, annak szerkezete azonban kismértékben módosult. 2017 utolsó negyedében mérséklődött a fogyasztás növekedést támogató szerepe: a fogyasztás GDP-növekedéshez való hozzájárulása 1,14 százalékponttól 1,01 százalékpontra csökkent. A beruházások hozzájárulása ezzel szemben emelkedett 2017 utolsó három hónapjában, és a harmadik negyedéves 0,47 százalékponttól 0,63 százalékpontra nőtt. A következő negyedévekben is az állóeszköz-felhalmozás GDP-növekedésben betöltött szerepének növekedése várható, köszönhetően a Juncker-tervnek nevezett beruházásösztönző csomag kibővítésének és az új uniós költségvetési ciklus gazdaságösztönző támogatásaiból megvalósuló beruházások felfutásának. A kormányzati költségek növekedési hozzájárulásában kismértékű emelkedést figyeltek meg: 0,25 százalékponttól 0,28 százalékpontra nőtt, amely részben a fentebb is vázolt új költségvetési ciklusnak tudható be. Összességében a belső tétel 1,92 százalékos gazdasági növekedést indukálnak. Pozitív volt a hozzájárulása a gazdaság bővüléséhez a nettó exportnak is: 2017 negyedik negyedében 0,68 százalékponttal járult hozzá az unió gazdaságának növekedéséhez. Akárcsak a japán gazdaságban, az unió gazdasági bővülését is támogatta a kivitel.

Tagállami szintre lebontva, a közép-európai tagállamok többsége az uniós átlagot meghaladó mértékben bővült a negyedik negyedévben: szezonálisan kiigazított adatok alapján a visegrádi államok közül Magyarország és Szlovákia bővülési üteme emelkedett (rendre 1,3 és 0,9 százalékra), míg Lengyelországé és Csehországé mérséklődött (rendre 1,0 és 0,5 százalékra). 1,8 százalékpontos emelkedésével a legnagyobb mértékben a dán és az észt gazdaság bővült (rendre –0,8 százalékról 1,0 százalékra és 0,4 százalékról 2,2 százalékra), míg Románia növekedési üteme jelentős mértékben lassult az előző negyedévben mérthez képest (1,8 százalékponttal, 0,6 százalékra). Hazánk szezonálisan kiigazított növekedési rátáját az észt (2,2 százalék) és a litván (1,4 százalék) gazdaságé

haladta meg. Az előző év azonos időszakához képest Csehország gazdasága 5,2, Magyarországé 4,9, Lengyelországé 4,3, míg Szlovákiáé 3,5 százalékkal bővült. 2017 egészét tekintve Csehország gazdasága 4,3, Magyarországé 4,0, Lengyelországé 4,6, míg Szlovákiáé 3,4 százalékkal nőtt. A 2004 után csatlakozott három államnak a két negyedév között vett, valamint az előző év azonos időszakához viszonyított gazdasági növekedési rátája is csökkent. Az unió legnagyobb gazdaságai közül a német, az olasz és a brit bővülési üteme 0,1 százalékponttal mérséklődött: a német növekedési ütem 0,6, az olasz 0,3, míg a brit 0,4 százalékot tett ki negyedéves alapon. A magyar kivétel szempontjából kulcsfontosságú német gazdaság növekedési rátája éves alapon nézve 2,7 százalékról 2,9 százalékra emelkedett.

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



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

Az unió gazdasági hangulatváltozását mérő főbb indexek értéke csökkent az elmúlt két hónapban, amely alapján a következő negyedévekben megtorpanhat az európai gazdaság eddig tapasztalt, visszafogott növekedése (1. ábra). Az euróövezet gazdasági hangulatindexe (ESI) a negyedik negyedévben 13,5-ről 17 éves csúcsra, 15,3 pontra nőtt, majd februárra 14,1 százalékra mérséklődött. Az Eurostat euróövezeti bizalmi indexe 2017 negyedik negyedévében és 2018 első hónapjában is tovább emelkedett, egészen 5,8 százalékig, amely historikus csúcs ezen mutató tekintetében, azt követően azonban februárban 5,0 százalékra visszaesett az értéke. A német gazdaság üzleti hangulatváltozását kifejező Ifo-indikátor jelentősen mérséklődött: a novemberi 18,6 százalékról 2018 februárjára 7,7 százalékig csökkent. Ilyen alacsony értékre tavaly óta nem volt példa.

Szemben a kismértékű pesszimizmusra okot adó hangulatindexekkel az OECD legfrissebb előrejelzése az uniós tagállamok növekedését prognosztizálja: idénre 2,2, jövőre pedig 1,9 százalékos növekedést várnak az eurózónában. A növekedés motorja továbbra is a GDP közel 55 százalékát kitevő fogyasztás maradhat, miközben a beruházások is gyorsulnak a csökkenő bizonytalanság és a kedvező finanszírozási feltételek következtében. A privát fogyasztás bővülési üteme 1,5 százalékot tehet ki 2018-ban, melyet a gyenge bérnövekedési ütem magyarázhat. Az állam fogyasztási kiadásai 1,3 százalékkal nőhetnek 2018-ban, míg az állóeszköz-felhalmozás volumene 3,7 százalékkal növekedhet. Utóbbi háttérben a Juncker-tervnek nevezett uniós beruházásösztönző program és a 2014–2020 között rendelkezésre álló, az Európai Strukturális és Beruházási Alapokból finanszírozott uniós források gyorsuló lehívása áll. A következő években is dinamikusan bővíthet az eurózána külkereskedelmi volumene, míg a nettó export gazdasági növekedést támogató szerepe közel semleges maradhat idén és jövőre is.

2017 negyedik negyedében szezonálisan kiigazítva 2,5 százalékkal bővült az **Egyesült Államok** gazdasága az előző év azonos időszakához képest, így a gazdaság növekedési üteme az Európai Unió 2,6 százalékos növekedési rátájának közelében alakult. A növekedést leginkább a fogyasztás és a beruházások bővülése hajtja: az amerikai gazdaságpolitikai döntéshozatalban gyakrabban használt negyedévek közötti növekedési ráta a fogyasztás esetében 1,0, míg a beruházásoknál 0,9 százalékot tett ki. Ez évesítve 3,8, illetve 3,5 százalékos bővülést jelent.¹ 2016-hoz viszonyítva az USA gazdasága 2,3 százalékkal növekedett 2017 egészében.

A lakossági fogyasztás bővülését főleg a tartós fogyasztási javak forgalmának negyedéves alapon vett, évesített 13,8 százalékos emelkedése magyarázza, de az utolsó negyedévben pozitív volt a nem tartós javak és a szolgáltatások hozzájárulása is (rendre 2,3-ről 4,3 százalékra, valamint 1,1-ről 2,1 százalékra emelkedett). Éves alapon mérve mind a tartós, mind a nem tartós javak forgalombővülése támogatta a fogyasztás növekedését: rendre 7,4 és 3,0 százalékos emelkedést tapasztaltak. A tartós fogyasztási cikkek volumenének növekedését a folyamatosan emelkedő lakossági bizalmi indikátorok is előrevetítették. A kormányzati költségek volumene negyedéves alapon jelentős mértékben növekedett: 0,7 százalékkal volt magasabb a kormányzat kiadása a harmadik negyedévhez képest. Éves alapon mérve is 0,7 százalékkal nőttek a kormányzat költségei.

Az éves alapon mért beruházási volumen a négy negyedéves növekedés után 2017 utolsó negyedében kismértékben lassult: 4,5 százalékról 3,3 százalékra. A ráta főleg az üzleti célú beruházások három éve nem látott mértékű, éves alapon vett bővülésének

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 negyedik negyedéve között 2,5 százalékkal bővült, miközben a 2,5 százalékos évesített rátát a 2017 harmadik és negyedik negyedévének reálkibocsátása közötti, 0,6 százalékos negyedéves növekedés indukálta.

eredménye, melyen belül az eszközökbe történő befektetések volumene 8,9 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 elmarad az elmúlt években nemegyszer 10 százalék feletti értékétől, a beruházási volument ismét a középtávú gazdasági növekedés szempontjából meghatározó, üzleti célú befektetések növelik. 2017 negyedik negyedévében gyorsult mind az amerikai kivitel, mind a behozatal növekedésének üteme, és négy negyedév óta először az export bővülési üteme meghaladta az importét. Az exporton belül jelentős mértékben nőtt az árukivitel, de emelkedett a szolgáltatások növekedési rátája is. Az importon belül az áruk behozatala nagymértékben növekedett, míg a szolgáltatásoké lassult.

A negyedik negyedévben tovább növekedett **Japán** gazdasága: az éves alapon mért ráta a harmadik negyedéves 1,9 százalékról 2,0 százalékra emelkedett. A japán gazdaság így már nyolc negyedéve folyamatosan bővül. A bővülést továbbra is jelentősen támogatja a belső kereslet, a beruházás és a nettó export magas hozzáadott értéke: ezek rendre 1,6, 0,5 és 0,5 százalékpontot magyaráznak a növekedési rátából. A szigetország exportvolumenének bővülési üteme 2017 utolsó negyedévében stagnált: az előző negyedévi 6,9 százalékot követően ebben a negyedévben 6,8 százalékot tett ki. 2017 egészét nézve a japán gazdaság 1,7 százalékkal növekedett az előző évhez képest.

A növekedés belső tételei közül a lakossági fogyasztás 0,6 százalékponttal járult hozzá a gazdasági bővülés üteméhez: a GDP 60 százalékát kitevő fogyasztás éves alapon mérve 1,1 százalékkal növekedett, főként a tartós fogyasztási cikkek iránt növekvő kereslet miatt. Az üzleti célú beruházások, valamint a készletek változása is 2017 utolsó negyedévében 0,5 százalékponttal növelték a gazdasági bővülést. A lakásépítési volumen az előző negyedéves mérsékelt bővülést követően 2,4 százalékkal mérséklődött. Az üzleti célú beruházások volumenbővülése 3,5 százalékot tett ki 2017 utolsó három hónapjában. A kormányzati kiadások kismértékben emelkedtek 2017 negyedik negyedévében: 0,7 százalékos emelkedést figyeltek meg. Éves alapon az állami beruházások 1,3, míg a kormányzati kiadások 0,4 százalékkal emelkedtek. A két tétel együttesen 0,2 százalékponttal járult hozzá a gazdaság növekedési üteméhez.

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

Ország	2017. I.	2017. II.	2017. III.	2017. IV.
Euróövezet	2,1	2,4	2,8	2,7
Európai Unió	2,2	2,5	2,8	2,6
Ausztria	2,6	2,9	3,5	3,6
Csehország	3,0	4,6	5,1	5,2
Egyesült Királyság	2,0	1,8	1,8	1,4
Franciaország	1,2	1,9	2,3	2,5

Hollandia	2,6	3,8	3,2	3,4
Lengyelország	4,4	4,3	5,2	4,3
Magyarország	3,9	3,7	4,1	4,9
Németország	2,1	2,3	2,7	2,9
Olaszország	1,3	1,6	1,7	1,6
Románia	5,8	6,1	8,5	7,0
Spanyolország	3,0	3,1	3,1	3,1
Szlovákia	3,1	3,4	3,5	3,6
Egyesült Államok	2,0	2,2	2,3	2,5
Japán	1,4	1,5	1,9	2,0

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

Munkaerőpiac

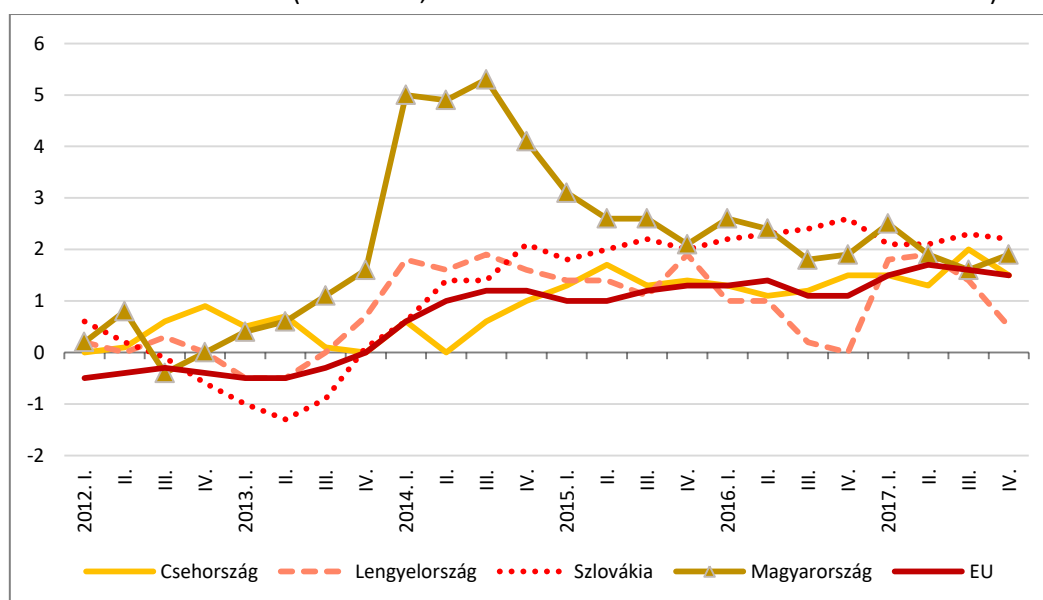
A várakozásoknál sokkal nagyobb ütemben, 313 ezer fővel bővült a nem mezőgazdaságban foglalkoztatott munkavállalók száma februárban az USA-ban, miközben az elmúlt három hónapban átlagosan 242 ezer fővel bővült a foglalkoztatás, amely erőteljes konjunktúrára utal. Kiemelkedő mértékben, 61 ezer fővel nőtt az építőiparban foglalkoztatottak száma, amely az elmúlt 11 év legkedvezőbb adata. A munkanélküliségi ráta azonban nem csökkent tovább, februárban is 17 éves mélypontra, 4,1 százalékon állt. Területi bontásban azonban jelentős eltérések adódnak az USA-ban is, Alaszkában 7 százalék, Új-Mexikóban és Washingtonban pedig 6 százalék fölötti munkanélküliségi rátát mértek 2017-ben, míg több államban a 3 százalékot sem éri el az állástalanok aránya. A változatlan munkanélküliségi ráta oka, hogy jelentős mértékben, 0,3 százalékponttal, 63 százalékra nőtt az aktivitási ráta februárban, ez azonban továbbra is elmarad a válság előtti 66 százalékos átlagos értéktől. Az átlagos órabérek, elmaradva az elemzői várakozásoktól, 0,1 százalékkal emelkedtek januárhoz viszonyítva, míg az előző év azonos időszakához képest 2,6 százalékkal. Ez lassabb ütem a januári 2,9 százalékos növekedéséhez viszonyítva, ami kisebbfajta tőzsdei összeomlást okozott február elején. A lassabb béremelkedés lassabb inflációt jelez előre, így a befektetők félelme az idej négy kamatemelés iránt csökkenhetett, így a februári munkaerőpiaci adat nem okozott tőzsdei pánikot, szemben a januári közléssel.

A legfrissebb adatok alapján kismértékben lassult az európai foglalkoztatotti állomány bővülése: 2017 utolsó negyedében éves alapon 1,5 százalékkal bővült a foglalkoztatottak száma az Európai Unióban, míg az eurózónában némiképp gyorsabb ütemben, 1,6 százalékkal. Ennek köszönhetően mindkét gazdaságban rekordot döntött a foglalkoztatottak száma a negyedik negyedévben. A tagállamok közül Máltán (6,1 százalék), Észtországban (5,9 százalék) és Horvátországban (3,8 százalék) nőtt leggyorsabb ütemben a foglalkoztatás. Az előző negyedévhez hasonlóan Litvánia volt az egyetlen tagország, ahol csökkent (–0,5 százalék) a foglalkoztatottak száma az előző év azonos időszakához viszonyítva. A magas, 10 százalék feletti munkanélküliségi rátával rendelkező tagországok közül Görögországban 2,7, Spanyolországban 2,6, míg Olaszországban 0,9 százalékkal nőtt a

foglalkoztatottak száma. Az unió munkaerőpiacának bővülését az előző negyedévekhez hasonlóan a szolgáltató szektor folyamatosan növekvő foglalkoztatása magyarázza, ám az unió nagyobb nemzetgazdasági ágai közül a mezőgazdaság kivételével (–0,7 százalék) minden ágazatban, még az elmúlt negyedévek során csökkenő foglalkoztatást mutató pénzügyi, biztosítási tevékenység ágazatban (0,6 százalék) is nőtt a foglalkoztatás. Az előző negyedévhez hasonlóan a leggyorsabb mértékben az információ és kommunikáció, valamint az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység ágazatban nőtt a foglalkoztatottak létszáma rendre 2,3, illetve 3,4 százalékkal.

Tovább csökkent a munkanélküliségi ráta az Európai Unióban, januárban már csak az aktívak 7,3 százaléka nem rendelkezett álláshellyel, ami 0,8 százalékpontos csökkenés 2017 első hónapjához viszonyítva. Ezzel szemben az eurózóna munkanélküliségi rátája gyorsabban, 1 százalékponttal csökkent: egy év alatt 8,6 százalékra a 15–74 éves korosztályban a szezonálisan kiigazított adatok alapján. Azonban továbbra is jelentős eltérés mutatkozik az egyes tagállamok között. Csehországban (2,4 százalék), Máltán (3,5 százalék), Németországban (3,6 százalék) és Magyarországon (3,8 százalék) nem éri el a 4 százalékot a munkanélküliek aránya. Ezzel szemben Cipruson 2011 óta, Horvátországban pedig 2009 óta most először csökkent ugyanez az arány 10 százalék alá, míg Olaszországban (11,1 százalék), Spanyolországban (16,3 százalék), valamint Görögországban (20,9 százalék novemberben) továbbra is jelentős gondot okoz az állástalanok helyzete.

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



Forrás: Eurostat

A visegrádi országok közül csak Magyarországon nem csökkent a foglalkoztatottak számának növekedési üteme a negyedik negyedévben, azonban az előző évhez képest mért 1,9 százalékos ráta csupán a második legmagasabb a régióban. Az előző negyedévhez

hasonlóan éves alapon az utolsó negyedévben is Szlovákiában nőtt leggyorsabban a foglalkoztatás, azonban annak üteme 0,1 százalékponttal, 2,2 százalékra csökkent. A foglalkoztatás bővülésének köszönhetően Szlovákiában történelmi mélypontra, 7,5 százalékra csökkent a munkanélküliek részaránya januárban, ami 1,2 százalékponttal alacsonyabb az előző év azonos időszakában mért értéknél.

A leglassabb ütemben éves alapon Lengyelországban (0,5 százalék) nőtt a foglalkoztatás, ez 0,9 százalékpontos visszaesés az előző negyedévhez képest, és a legnagyobb a tagállamok között. A lassabb foglalkoztatásnövekedés oka Lengyelországban a nyugdíjkorhatár csökkentése volt. Tavaly október elseje óta a nők a korábbi 67 helyett már 60 évesen, míg a férfiak 65 évesen mehetnek nyugdíjba, aminek köszönhetően feltehetően többen döntöttek a munkaerőpiacról való kilépés mellett. A lassabb foglalkoztatásbővülés ellenére tovább, 4,5 százalékra csökkent a munkanélküliségi ráta Lengyelországban. Csehországban a foglalkoztatottak száma 1,5 százalékkal emelkedett az utolsó negyedévben az előző év azonos időszakához viszonyítva. Ennek köszönhetően januárban az aktív munkavállalók csupán 2,4 százaléka nem rendelkezett álláshellyel, ami 1 százalékpontos csökkenés a 2017 eleji állapothoz viszonyítva, azonban minimálisan, 0,1 százalékponttal magasabb a decemberi rekordot jelentő mélypontnál. A cseh gazdaság helyzetét rontja, hogy a harmadik negyedéves 66,1 százalékos aktivitási rátájával kiemelkedik a régiós országok közül, vagyis kevesebb munkaerő-tartalékkal rendelkezik, azonban Németország (69,8 százalék) vagy Svédország (73,5 százalék) aktivitási rátájától elmarad.

Az Európai Bizottság legfrissebb téli előrejelzésében a rekordmagas foglalkoztatást emeli ki az eurózónában, azonban a ledolgozott munkaórák száma közel 3 százalékkal elmarad a válságot megelőző értékétől. Ez a részmunkaidőben foglalkoztatottak számának növekedésével magyarázható, akiknek egy része alulfoglalkoztatott, vagyis nem önszántóból dolgozik részmunkaidőben, illetve arra enged következtetni, hogy kihasználatlan kapacitások lehetnek az eurózónában. A vállalkozások foglalkoztatásra vonatkozó várakozásai az iparban 30 éves, míg a szolgáltatás szektorban 17 éves rekord közelében álltak az utolsó negyedévben, vagyis a foglalkoztatás növekedése az eurózónában tovább folytatódhat.

Kedvező munkaerőpiaci folyamatokat vetít előre márciusi előrejelzésében az Európai Központi Bank. Az EKB előrejelzése szerint a tavalyi 9,1 százalékról idén 8,3 százalékra, majd 2020-ig fokozatosan 7,2 százalékra csökkenhet a munkanélküliségi ráta az eurózónában. Azonban lassuló foglalkoztatásbővüléssel számolnak az előrejelzési horizonton. A jegybank véleménye szerint a foglalkoztatás 1,7 százalékos tavalyi növekedése nagyrészt egyszeri tényezők, egyes országok fiskális lazításának eredménye, míg a következő években az állami szféra leépítéseivel is számolni kell a tagállamok egy részében, így a foglalkoztatás idén 1,4 százalékkal növekedhet, amely ütem 2020-ig folyamatosan 0,8 százalékra csökkenhet. Az EKB emellett kiemeli, hogy a következő években az eurózóna egészét jellemző kedvezőtlen demográfiai folyamatok miatt a kínálat szabhat határt a foglalkoztatás bővülésének.

Az egyre feszesebb munkaerőpiac következtében gyorsuló béremelkedést vár az EKB márciusi előrejelzésében, a 2017-es 1,6 százalékos bérnövekedés 2020-ig 2,7 százalékra gyorsulhat. Ezzel párhuzamosan a munkatermelékenység 0,8–1 százalékkal növekedhet a következő 3 évben. A bérek növekedésére kedvezően hat az emelkedő infláció azokban az országokban, ahol az éves béremelkedés a fogyasztói árak függvénye. Emellett a jegybank kiemeli, hogy a válság után hozott intézkedések (pl. bérbefagyasztás az állami szférában) a kedvező gazdasági környezet következtében kifuthatnak.

Monetáris kondíciók alakulása

Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa nem változtatott kamatkondícióin az elmúlt negyedév során, így az irányadó eszköz kamatlába továbbra is 0 százalék, míg a bank refinanszírozási és betéti kamatlába rendre 0,25 és –0,4 százalékon áll. A márciusi döntéshez kapcsolódó közleményből, a korábbiaktól eltérően kikerült az eszközvásárlási program kerete növelésének lehetősége, azonban a meghosszabbíthatósága nem. A jelenlegi ütemezés szerint a jegybank idén szeptember végéig vásárol havonta 30 milliárd euró értékben állampapírokat és vállalati kötvényeket az eurózóna tagállamaiban. Az EKB legfrissebb előrejelzésében kismértékben javított GDP-előrejelzésén, így az idei évre 2,4 százalékos növekedéssel számol az eurózónára vonatkozóan, ami 2020-ig 1,7 százalékra lassulhat. Csökkentette inflációs előrejelzését a jegybank, idén és jövőre 1,4 százalékos, míg 2020-ra 1,7 százalékos, a jegybanki 2 százalékos cél alatti inflációt vár az eurózónában. Figyelembe véve a céltól elmaradó inflációt és a közleményt, amely szerint az alacsony kamatok jóval az eszközvásárlási programok kifutása után is fennmaradnak, 2019 végéig nem várunk kamatemelést az Európai Központi Banktól.

A Fed Nyílt Piaci Bizottsága (FOMC) március 21-ei ülésén a várakozásoknak megfelelően emelte irányadó rátáját, így az immár az 1,5–1,75 százalékos sávban áll. A jegybank javította a GDP-re vonatkozó előrejelzését: a korábbi 2,5, illetve 2,1 százalékos növekedés helyett 2,7, illetve 2,4 százalékos növekedéssel számol idén és jövőre. Az inflációs előrejelzésén nem változtatott a jegybank, idénre továbbra is 1,9 százalékos, míg jövőre a jegybank céllal megegyező 2 százalékos inflációt prognosztizál, míg a munkanélküliségi ráta idén 3,8 százalékra, jövőre pedig 3,6 százalékra csökkenhet jóval a teljes foglalkoztatásnak tekintett 5 százalékos szint alá. A korábbi terveknek megfelelően január óta a Fed havonta 12 milliárd dollárral csökkenti az állampapírok és 8 milliárd dollárral a jelzálog-fedezetű értékpapírok állományát, amelyet az eszközvásárlási programok során halmozott fel a bankszövetség. Február 3-án lejárt Janet Yellen megbízatása a Fed élén, őt a Donald Trump által jelölt, de a demokraták által is támogatott Jerome Powell követi, aki negyven éve az első nem közgazdász jegybankelnök. Szakértők szerint Jerome Powell az elődei politikáját követi majd, így nagy változásokra a Fed tevékenységében nem számíthatunk, és várhatóan idén további két kamatemelés mellett változatlan ütemben (az idei utolsó negyedévig

negyedévente 10 milliárd dollárral nagyobb mértékben, majd onnantól havonta 50 milliárd dollár értékben) csökken majd a 4400 milliárd dolláros mérlegfőösszeg.

Nem változtatott irányadó rátáján a Bank of England az elmúlt negyedév során, így az alapkamat továbbra is 0,5 százalék az Egyesült Királyságban. Azonban a március 22-ei ülésén a kilenc döntéshozó közül ketten az alapkamat emelése mellett szavaztak. A jegybank előrejelzése szerint a következő években lassú, 2 százalék alatti GDP-növekedés jellemezheti a gazdaságot, míg az infláció rövid távon 3 százalék fölött alakulhat, és csak 2021-ben közelíti majd meg ismét a 2 százalékos jegybanki célt, elsősorban a Brexit kedvezőtlen hatásai miatt.

Február eleji ülésén ismét emelte irányadó rátáját a Cseh Nemzeti Bank, amely így már 0,75 százalékon áll, emellett változtatott a kamatfolyóson is, a korábbi 0,05–1 százalékos sáv helyett immár 0,05 és 1,5 százalék a kamatfolyosó alja és teteje. Emellett javította a jegybank a GDP előrejelzését: a korábbi 3,4 százalék helyett 3,6 százalékos növekedést vár idén, amelyet 2019-ben 3,2 százalékos bővülés követhet. Ezzel szemben az infláció idén a jegybanki cél fölött alakulhat, és csak 2019 elején csökken majd 2 százalék alá.

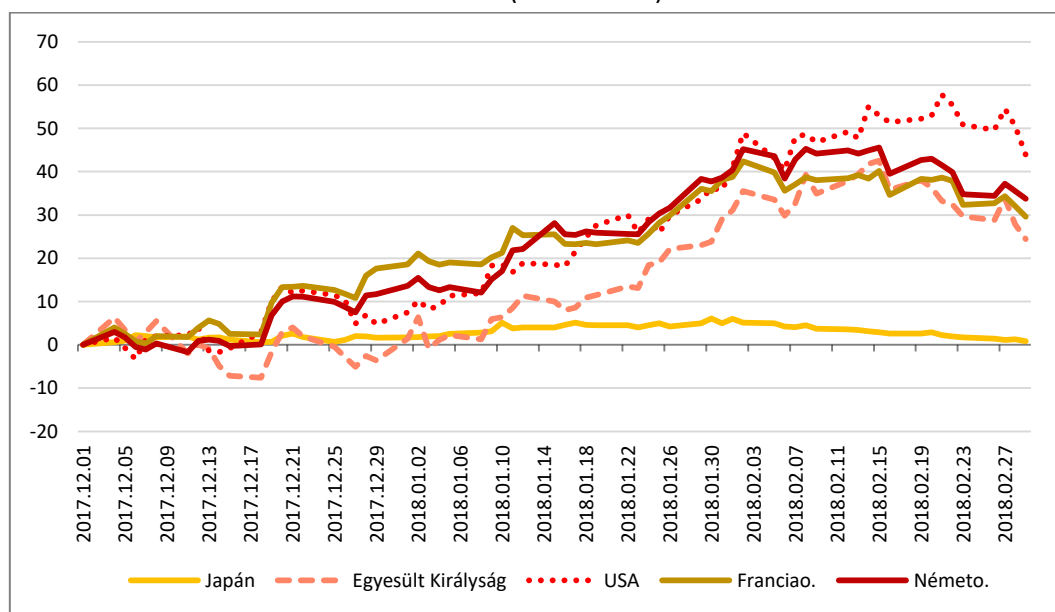
Nem változtatott a monetáris kondíciókon a Lengyel Nemzeti Bank a negyedév során, így az alapkamat továbbra is 1,5 százalék Lengyelországban. Ugyanakkor a jegybank jelentősen, 0,5, illetve 0,6 százalékponttal javította növekedési várakozásait 2018-ra és 2019-re (rendre 4,2, illetve 3,8 százalékra) a kedvező nemzetközi és hazai folyamatok következtében. Ezzel szemben kismértékben, 2,1 százalékra csökkentette idei inflációs előrejelzését a jegybank, aminek köszönhetően csak 2019-ben érheti el a jegybanki 2,5 százalékos inflációs célt a pénzromlás üteme. A román jegybank február 7-én, idén második alkalommal emelte irányadó rátáját 25 bázisponttal, immáron 2,25 százalékra. A lépés indoka volt, hogy a tavaly decemberi 3,3 százalékos inflációt követően januárban 4,3 százalékos pénzromlási ütemet mértek Romániában, ami a jegybank előrejelzése szerint az év közepéig 5 százalék fölé emelkedhet, és csak 2019-ben térhet vissza a jegybank 1,5–3,5 százalékos célsávjába. Az inflációt Romániában a minimálbér emelése és a közsféra béremelései által fűtött fogyasztás hajtja. Idén a bruttó minimálbér 31 százalékkal 1900 lejre emelkedett Romániában, azonban idéntől a társadalombiztosítási járulékokat már a munkavállalók fizetik, így a nettó minimálbér mindösszesen 9,1 százalékkal emelkedett keleti szomszédunknál.

Pénzügyi folyamatok

Az EKB legfrissebb, januári hitelezési körképe alapján az eurózónában 2017 negyedik negyedévében a várakozásoknál jobban enyhültek a lakáscélú lakossági hitelek nem kamatjellegű hitelezési feltételei (önrész, garancia). A vártakkal ellentétben az egyéb felhasználási célú lakossági hitelek kondíciói az előző negyedévhez képest közel változatlanok maradtak, míg a vállalatok hitelezési feltételei a várakozásoknak megfelelően

nem változtak. A bankok önbevallása alapján készülő felmérés szerint az eurózóna tagállamai közül Németországban enyhültek a vállalati hitelezés feltételei, míg Olaszországban szigorítás ment végbe. Változatlanok maradtak ellenben a feltételek Franciaországban, Spanyolországban és Hollandiában. A bankok előrejelzése alapján 2018 első negyedében mindhárom szegmens esetében (vállalati, lakáscélú, egyéb felhasználási célú hitelek) enyhülés várható a hitelezés feltételeiben. Az eurózóna bankrendszere a negyedik negyedében is a hitelkereslet további élénküléséről számolt be a vállalkozások esetében, amelyet főleg a beruházások növekedése, a kamatlábak átlagos szintje, valamint a készletek és a forgótőke magyarázott. A lakossági hitelezés háttérében jellemzően az alacsony kamatszint, a kedvező lakáspiaci kilátások és a fogyasztói bizalom álltak. Az európai piacokon lévő jelentős likviditás, valamint az EKB -0,4 százalékos betéti kamatlába következtében az eurózóna bankjai közötti egynapos kölcsönügyletek kamatlábát kifejező EONIA, valamint a három hónapos euró LIBOR kamatlába is negatív, -0,3 és -0,4 százalék közötti tartományban tartózkodott október és december között.

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

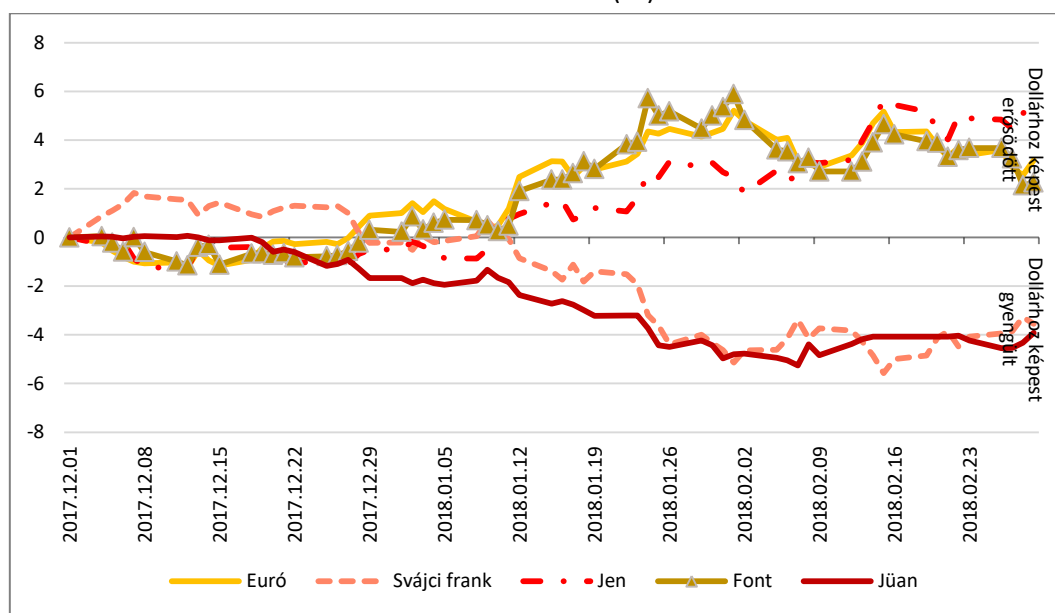


Forrás: Thomson Reuters, Századvég-szerkesztés

Az elmúlt három hónapban jellemzően növekvő trend volt megfigyelhető a kötvénypiacokon az elvárt hozam tekintetében (3. ábra). A japán 10 éves állampapírhozam kismértékben növekedett, ám értéke továbbra sem éri el a 10 bázispontot, amelyet továbbra is a jegybank nem konvencionális monetáris politikája miatt a japán bankrendszerben lévő, jelentős mennyiségű likvid forrás magyarázhat. December és február között a legnagyobb mértékben, 57,8 bázisponttal az Egyesült Államok 10 éves hozama nőtt, míg a legnagyobb csökkenést a brit állampapírhozamok könyvelhették el a vizsgált országok közül. Az elvárt hozam az Egyesült Államok államkötvényeivel 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 kincstár az újonnan kibocsátott értékpapírok magasabb kamatláb melletti értékesítésére kényszerítheti: mindkét hatás a referencia-kamatláb emelkedése irányába hat.

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

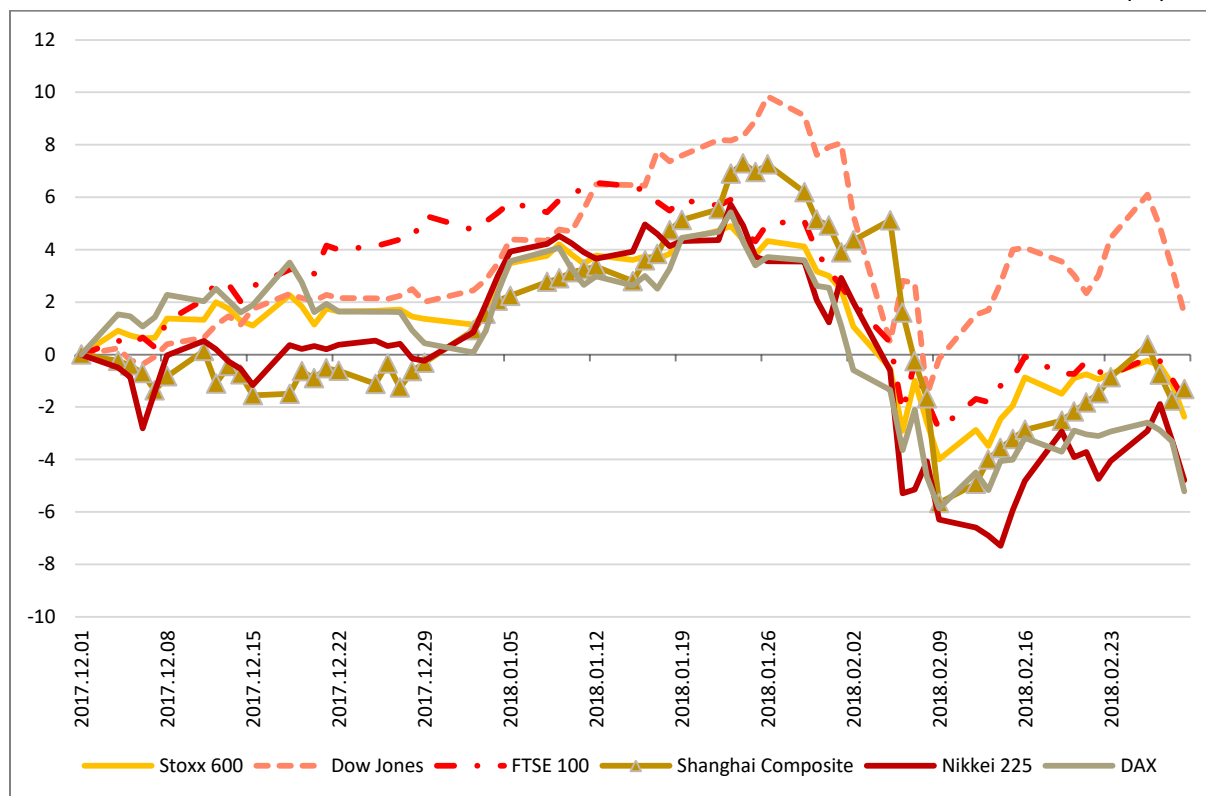


Forrás: Thomson Reuters, Századvég-számítás

December és február között a főbb lebegő árfolyamrendszerű valuták eltérő képet mutattak a dollárhoz viszonyítva: a jen, az euró és a font erősödött, míg a svájci frank és a jüan gyengült a vizsgált időhorizonton. Az euróárfolyam december elején az 1,2-es szint alatt állt a dollárral szemben, majd február végére 3,2 százalékkal erősödött, és egészen az 1,23-os szintig emelkedett. Az erős euróárfolyam az EKB nyilatkozata alapján kockázatot jelent az inflációs cél szempontjából, mivel az importárak csökkenésén keresztül negatívan hat az eurózóna inflációjára. A japán jen a vizsgált időhorizonton 5,5 százalékkal erősödött a dollárhoz képest. Megítélésünk szerint 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. 2017-ben a japán GDP 1,7 százalékkal nőtt, míg éves átlagban az infláció mindössze 0,4 százalékot tett ki. Ezek alapján a program nem érte el célját, így további folytatása nem indokolt – ez esetben viszont a jen/dollár árfolyam a 2017. decemberi 113-as értékéről várhatóan visszatér a

korábbi, 100 jen alatti értékéhez. A brit font az elmúlt hónapokban erősödést mutatott a dollárhoz képest, amely mögött a kilépési tárgyalások második fázisának beindulása állhat, azonban a tárgyalások elakadása miatt felmerült félelem a font gyengülésének irányába hathat a későbbiekben.

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



Forrás: Thomson Reuters, Századvég-számítás

2017 negyedik negyedében a DAX és a Dow Jones Industrial Average index is történelmi csúcstól döntött: a német DAX index 13 ezer pont, míg a Dow Jones 25 ezer pont fölé emelkedett. Ezt követően azonban mindkét tőzsde csökkenésnek indult. A DAX eséséhez jelentős mértékben hozzájárult a Deutsche Bank negyedéves gyorsjelentése, amelyben az elemzői várakozásokat majdnem kétszeresen meghaladó veszteségről számoltak be. Az amerikai tőzsdékre először a kormányzat leállításának veszélye, majd az acélra és az alumínium importjára kivetett 25 és 10 százalékos vám bejelentése, végül a Fed kamatdöntő üléséről közzétett jegyzőkönyv gyakorolt negatív hatást, amelyben további kamatemeléseket valószínűsítettek. Az ázsiai indexek vegyes képet mutattak a vizsgált negyedévben: annak elején még növekedtek, majd esni kezdtek. Ennek háttérében a jelentős árfolyam-elmozdulások álltak: a Nikkei 225 9,9, a Shanghai Composite index pedig 8,0 százalékkal csökkent. A vizsgált időhorizont végén az európai tőzsdék is esésbe váltottak: a Stoxx 600 6,9, míg az FTSE 100 7,2 százalékkal csökkent. A jelentős esést a Brexit-tárgyalások elakadása

miatti félelem váltotta ki, valamint Donald Trump bejelentése az acél és az alumínium importjának vámjáról.

Az infláció alakulása

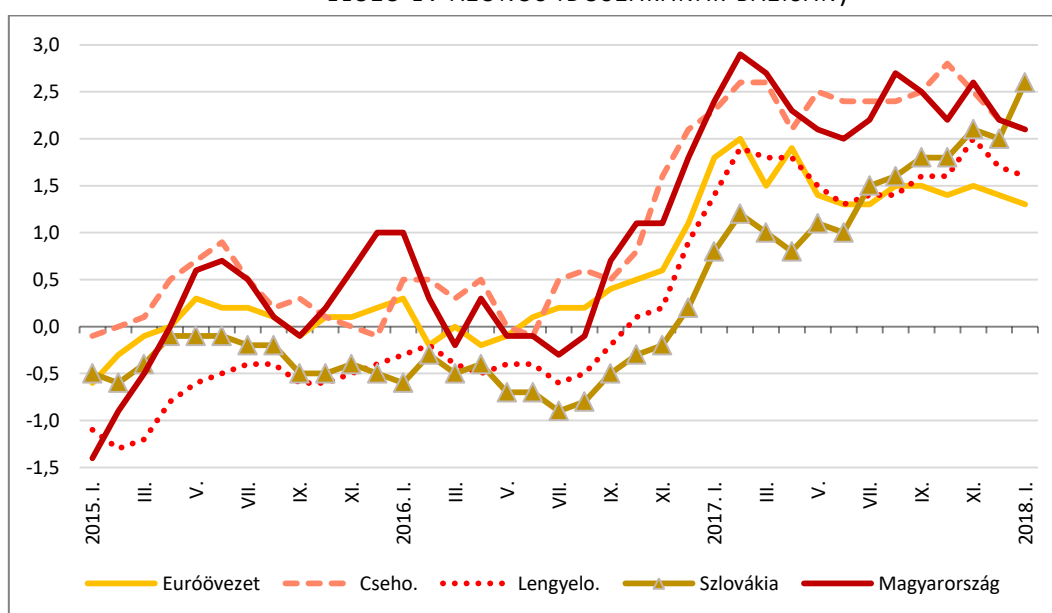
A negyedik negyedévben az inflációs folyamatokat alapvetően meghatározó világpiaci olajár enyhén növekvő trendet mutatott. A benchmarkként használt Crude kőolaj hordónkénti világpiaci ára december és február között 58 dollárról 60 dollárra emelkedett, így enyhén magasabb volt, mint a harmadik negyedévben. Bár az olajárak emelkedésnek indultak, azonban a befektetők továbbra is kételkednek a Kőolaj-exportáló Országok Szervezete (OPEC), valamint a kartellben részt vevő további olajkitermelő államok megállapodásának sikerét illetően. Az OPEC és a többi olajtermelő ország 2016-ban kartellmegállapodást kötött a termelésük leszorításáról, hogy ezáltal növeljék az olaj világpiaci árát. Az elmúlt hónapokban úgy tűnt, a termelés csökkentés eléri a célját, azonban az Egyesült Államok Energiainformációs Hivatala jelentése szerint a negyedik negyedévben is tovább nőtt az amerikai kibocsátás: a szeptemberi 9,8 millió hordóról decemberre 10 millió hordóra. Idén pedig már elérheti az orosz 11 millió hordós napi kitermelési szintet is. Az OPEC közzétett adatai alapján a napi kitermelése az októberi 32,6 millió hordóról decemberre 32,4 millió hordóra csökkent. Negatív kockázatként jelentkeznek még a Fed idénre beharangozott kamatemelései is, mivel, ha ezek támogatják a gyengélkedő dollárt, az további nyomást helyezhet az olajárakra. Amennyiben a dollár erősödésnek indul, az még nagyobb termelésre ösztönzi az olajexportáló vállalatokat, és a kínálat emelkedésével az olajárak ismét csökkenésnek indulhatnak.

A negyedik negyedévben viszonylag stabilan alakult az amerikai fogyasztóiár-index: októberben 2,0, novemberben 2,2, decemberben pedig 2,1 százalékos inflációs rátát regisztráltak az **Egyesült Államokban**. 2018 első hónapjára nem változott az infláció nagysága: januárban is 2,1 százalékon állt a ráta. Az előző év azonos időszakához viszonyítva 5,5 százalékkal nőtt az energia ára januárban, azon belül az üzemanyagárak átlagosan 22,5, a propán, kerozin és tűzifa ára pedig 9,0 százalékkal emelkedett. A fogyasztói kosár főbb tételei közül a nem élelmiszer jellegű termékek ára emelkedett, annak ellenére, hogy a tartós fogyasztási cikkek ára visszaesett. A jelentős súlyt képviselő élelmiszerárak átlagosan 1,7 százalékkal növekedtek éves alapon, míg a szolgáltatások árindexe a teljes inflációs rátát meghaladó mértékben, 2,6 százalékkal nőtt. A feldolgozatlan élelmiszer- és energiaáraktól szűrt maginflációs ráta a negyedik negyedévben is elmaradt az inflációs rátától: októberben 1,8 százalékon állt, majd novemberben 1,7 százalékra csökkent. Ezt követően decemberre ismét 1,8 százalékos szintre emelkedett, és januárban is ott maradt. A jelenlegi inflációs folyamatok teret engednek a Fed további kamatemelésének.

Az **Európai Unióban** és az **euróövezetben** is, akárcsak az Egyesült Államokban, stabilan alakult az inflációs ráta a negyedik negyedévben. Az unióban októberben 1,7 százalékos

inflációs rátát regisztráltak, amely novemberben 1,8 százalékra emelkedett, majd decemberre 1,7 százalékra csökkent. Januárban ismét 0,1 százalékpontos mérséklődés ment végbe. Az euróövezetben is hasonló tendencia bontakozott ki: az októberi 1,4 százalékos ráta novemberre 1,5 százalékra nőtt, majd decemberre 1,4, januárra pedig 1,3 százalékra csökkent. A tagállamok inflációs mutatói között jelentős különbségek figyelhetők meg: januárban valamennyi balti államban 3,5 százalék feletti inflációs rátát regisztráltak. Ezzel szemben Dániában, Írországban, Görögországban, Spanyolországban és Finnországban 1 százalék alatti fogyasztóiár-indexet mértek. A fogyasztói kosáron belül a háztartási energiaárak éves változása az Európai Unióban 2,5, míg az euróövezetben 2,2 százalékra mérséklődött januárra, amely így jelentősen elmarad a korábbi, magas értékektől. A feldolgozatlan élelmiszer- és energiaáraktól szűrt maginfláció az unióban 1,5, az euróövezetben pedig 1,2 százalékot tett ki januárban, amely kismértékű emelkedés 2017 utolsó három hónapjához képest. Ezek alapján az inflációs ráta meghaladja az EKB 2 százalékos inflációs célját, míg a maginflációs mutató jelentős mértékben elmarad tőle. Mindez lassíthatja az EKB eszközvásárlási programjának kifuttatását.

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



Forrás: Eurostat

Akárcsak az euróövezetben, a **visegrádi országok** többségében is kismértékű csökkenés következett be a januári inflációs rátában. Hasonló mondható el a régió többi országáról is. Csehországban októberben 2,8, novemberben 2,5, míg decemberben 2,2 százalékot tett ki az infláció. A januári cseh fogyasztóiár-index 2,1 százalék volt, vagyis az inflációs ráta ismét megközelítette a cseh központi bank által kitűzött 2 százalékos célértéket. Lengyelországban az októberi 1,6 százalékos infláció novemberre 2,0 százalékra emelkedett, majd decemberben 1,7 százalékra csökkent. Januárban 1,6 százalékra mérséklődött a lengyel

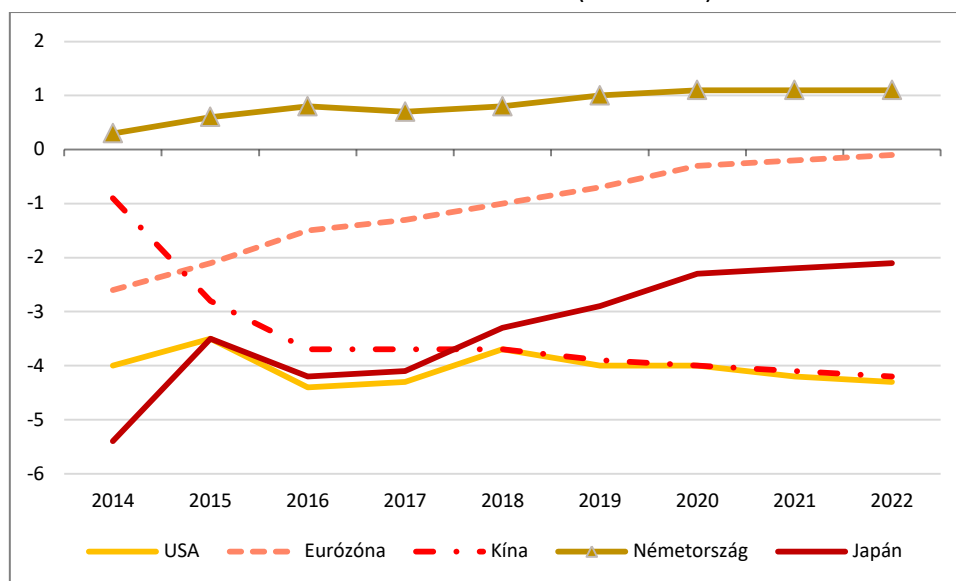
inflációs ráta. Szlovákia esetében októberben 1,8, novemberben 2,1, decemberben pedig 2,0 százalékos inflációt mértek, amely aztán januárban 2,6 százalékra emelkedett. A magyar inflációs ráta az MNB monetáris politikája által kedvezőnek tartott, 2–4 százalék közötti sávban tartózkodott. A régiós átlagot meghaladó szlovák fogyasztóiár-indexet az élelmiszerek és a hazai szolgáltatások árának jelentős mértékű emelkedése magyarázza. A maginflációs ráta is enyhén csökkent a visegrádi államok többségében: Csehországban a 2017. decemberi 2,5 százalékról 2018 januárjára 2,2 százalékra, Magyarországon 2,5 százalékról 2,4 százalékra, míg Szlovákiában 2,4 százalékról 2,3 százalékra csökkent. Lengyelország maginflációs mutatója ellenben 2017 decembere és 2018 januárja között 1,3 százalékról 1,4 százalékra emelkedett.

Az OECD legfrissebb előrejelzése alapján az euróövezet inflációs rátája az idén várhatóan 1,5, míg a lassanként emelkedő bérek következtében jövőre 1,7 százalékos lehet. Így tehát az euróövezet inflációja 2019-ben sem éri majd el az EKB által kitűzött célt, amelynek hátterében az elégtelen munkaerő-kínálat, a gyenge termelékenységnövekedés és az alacsony inflációs várakozások állnak.

Fiskális politika

Az IMF októberi fiskális jelentésében eltérő tendenciát vetít előre a költségvetési folyamatokra vonatkozóan a világ vezető gazdaságaiban. Japánban és az eurózónában várhatóan folyamatosan javul majd a költségvetés egyenlege, előbbi esetén a hiány 2022-re megközelítheti a GDP 2 százalékát, míg utóbbi esetén az IMF közel egyensúlyi költségvetést vetít előre 2022-re, köszönhetően elsősorban az időszak során végig szufficites költségvetést felmutató Németországnak. Ezzel szemben az USA-ban és Kínában az IMF előrejelzése szerint folyamatosan romolhat a költségvetés helyzete, így a költségvetési hiány tartósan a GDP 4 százaléka felett alakulhat mindkét gazdaságban. Kína esetében a romló költségvetési egyenleget az IMF a szociális ellátórendszer és védőháló kiterjedésével magyarázza, amelyet még a 2013-as Harmadik Plénumon fogadott el a Kínai Kommunista Párt. Ezzel szemben az USA esetében az IMF még nem vette figyelembe a tavalyi új adótörvények (*Tax Cuts and Jobs Act*) hatásait és az idejű költségvetési tervezetet, amelyek egyaránt ronthatják az ország költségvetési egyenlegét, így várhatóan a következő években a nagy gazdaságok közül messze az USA mutatja majd fel a legmagasabb hiányszámot.

7. ÁBRA: A KÖLTSÉGVETÉSI EGYENLEG ALAKULÁSA A GDP ARÁNYÁBAN A VILÁG LEGNAGYOBB GAZDASÁGAIBAN (SZÁZALÉK)



Forrás: IMF Fiscal Monitor 2017 October

A költségvetési hiányhoz hasonlóan az államadósság alakulásában is eltérő pályák várhatók a világ legnagyobb gazdaságaiban. Az eurózánaiban a 2017-es 87,4 százalékról 76,3 százalékra csökkenhet az államadósság GDP-arányos értéke, köszönhetően elsősorban Németországnak, ahol közel 15 százalékponttal, 50 százalékra csökkenhet 2022-ig a mutató értéke. De a többi, magas államadósság szinttel rendelkező tagállam (Ciprus, Görögország, Olaszország, Portugália) esetében is 10 százalékpont feletti csökkenést valószínűsít az IMF. Japán esetében a GDP 240 százalékán tetőzhetett az államadósság 2017-ben, amely az IMF várakozásai szerint 6 százalékponttal csökkenhet 2022-ig, azonban, mivel a japán államadósság jelentős részben a lakosság, illetve a Bank of Japan kezében van, jelentős finanszírozási kockázat továbbra sem merül fel a távol-keleti országban. Kínában ezzel szemben az IMF számításai szerint közel 15 százalékponttal növekedhet az államadósság 2022-ig, a GDP 62 százaléka fölé. Az USA-ban ellenben várhatóan stabilan a GDP 110 százaléka alatt maradhat az államadósság GDP-arányos értéke, azonban a fent említett tényezők miatt ez első becslésnek tekinthető.

A visegrádi országok közül Csehországban az IMF várakozásai szerint 2022-ig folyamatosan fennmarad majd a szufficites költségvetés, míg Szlovákiában 2021-re sikerül elérni az egyensúlyi költségvetést. Ezzel szemben Lengyelországban csak az előrejelzési horizont végére sikerül majd 2 százalékpont alá csökkenteni a költségvetés hiányát, míg hazánk esetében az IMF tartósan 2,5 százalék körüli hiánnyal számol. Azonban hozzá kell tennünk, hogy az IMF az utóbbi években jelentősen a tényleges hiányszámok feletti egyenleget jelzett előre Magyarországra vonatkozóan. Szlovákiában és Csehországban a kedvezőbb költségvetési pálya révén gyorsabb ütemben, 6–7 százalékponttal, 43,3, illetve 25,4 százalékra csökkenhet az államadósság a GDP arányában, míg Lengyelországban és

Magyarországon lassabb ütemben, 2–3 százalékponttal, 51,3, illetve 68,7 százalékra 2022 végéig. Hazánk esetében ez az elmúlt évek államadósság-folyamatait figyelembe véve nem tűnik reális feltételezésnek. A régiós országok közül ki kell emelnünk még Romániát, amely az IMF becslése szerint a GDP 4 százalékát tartósan meghaladó költségvetési hiánya révén az egyetlen uniós tagország lesz, amelynek államadóssága a vizsgált időszakban emelkedni fog, 8 százalékponttal, a GDP 46,9 százalékára 2022-ig.

Az IMF-hez hasonló költségvetési pályát vetít előre az Európai Központi Bank márciusi előrejelzésében. Az eurózóna költségvetési hiánya a 2017-es 1 százalékról 0,3 százalékra csökkenhet az évtized végéig, míg a ciklikus komponenstől és az egyszeri hatásoktól megtisztított strukturális egyenleg $-0,9$ és -1 százalék között mozoghat a következő években. Az EKB előrejelzése szerint a következő években a fiskális politika semleges hatású lehet a gazdasági növekedésre, az adó és a szociális hozzájárulás tervezett csökkentését a kormányzati kiadások visszafogása ellensúlyozhatja a tagállamokban. A kedvező költségvetési folyamatok következtében a jegybank csökkentette az államadósságra vonatkozó várakozásait. A GDP-arányos államadósság a 2017-es 86,7 százalékról 79,7 százalékra csökkenhet 2020-ig.

A magyar gazdaság jelenlegi helyzete

A hazai növekedés alakulása

2017 negyedik negyedévében a magyar gazdaság teljesítménye 4,4 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit a nyers, és 4,9 százalékkal a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint. A magyar gazdaság IV. negyedéves teljesítménye mind a nyers, mind a szezonálisan kiigazított adatok szerint felülmúlja az unió teljesítményének átlagát (2,4, illetve 2,6 százalék). A viseigrádi országok teljesítményét figyelembe véve a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint csupán Csehország növekedése volt magasabb (5,2 százalék), míg Szlovákiáé (3,5 százalék) és Lengyelországé (4,3 százalék) elmaradt hazánkétól. 2017 egészét tekintve Magyarország gazdasági növekedése a nyers adatok alapján 4,0 százalékos, míg a kiigazított adatok alapján 4,2 százalékos volt.

A GDP felhasználási oldalán a IV. negyedévben a bruttó állóeszköz-felhalmozás 13,1 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban. A növekedés a 2014–2020-as uniós költségvetési ciklus forrásaiból finanszírozott fejlesztéseknek, a vállalkozások kapacitásnövelésének, valamint a lakás- és egyéb ingatlanberuházások növekedésének eredménye. A készletváltozást is figyelembe véve a bruttó felhalmozás volumene 4,4 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban. A IV. negyedévben tehát a készletváltozás szerepe jelentős volt a GDP-növekedésben, 2,0 százalékponttal lassította azt.

A IV. negyedévben az ágazatok többségében nőtt a beruházások volumene éves összehasonlításban. Ez alól csupán a mezőgazdaság (–3,9 százalék), a kereskedelem (–8,8 százalék), az információ, kommunikáció ágazat (–2,5 százalék) és az adminisztratív ágazat jelentett kivételt (–0,8 százalék). A kereskedelem esetében a csökkenés a bázisidőszak magas értékével magyarázható, amelyet nagy értékű áruházfelvételek magyaráztak. A beruházások legnagyobb mértékben a közigazgatásban (78,4 százalék), az oktatásban (71,9 százalék) és az egészségügyben (59,3 százalék) nőttek az uniós forrásból megvalósuló fejlesztéseknek köszönhetően. Az oktatási beruházások elsősorban a felsőoktatáshoz, míg az egészségügyi beruházások a fekvőbeteg-ellátáshoz kapcsolódtak. Jelentősen, 52,5 százalékkal nőttek a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás ágazat beruházásai is a szállodaépítéseknek és -felújításoknak köszönhetően. A pénzügyi, biztosítási ágazatban a beruházások volumene 26,5 százalékkal növekedett, ami bankfiók felújításával és számítógépek beszerzésével magyarázható a KSH tájékoztatója szerint. A feldolgozóipar beruházásai mérsékelten, 1,9 százalékkal bővültek, de az összes beruházás kétharmada a járműgyártáshoz kapcsolódik. Az ingatlanügyletkező ágazat beruházásainak 39,7 százalékos növekedéséhez a lakásépítések bővülése mellett az üzleti célú ingatlanfejlesztések is hozzájárultak.

A beruházások több mint fele a legalább 50 főt foglalkoztató vállalkozásokhoz kötődik. Esetükben a volumen a IV. negyedévben 3,1 százalékkal növekedett, míg a költségvetési szerveknél a növekedés 68,8 százalék volt.

A háztartások fogyasztási kiadásainak növekedése a IV. negyedévben még a korábbinál is dinamikusabbá vált, és így 5,6 százalékot tett ki. Tehát az év első felében végrehajtott béremelésekből (melyeket a munkaerőhiány mellett a minimálbér és a garantált bérminimum 15, illetve 25 százalékos emelése, a szociális hozzájárulási adó 5 százalékpontos csökkentése és az állami szféra bérrendezései eredményeztek) a lakosság egyre többet költött fogyasztásra az év végéhez közeledve. A háztartások rendelkezésre álló jövedelmének bővülését a bérek növekedése mellett a rekordalacsony munkanélküliség és az egyre magasabb foglalkoztatás is segítette. A háztartások fogyasztási kiadása tehát a IV. negyedévben 2,6 százalékponttal járult hozzá a gazdaság növekedéséhez.

A közösségi fogyasztás volumene az év utolsó negyedében 8,8 százalékkal volt magasabb, mint egy esztendővel korábban, amelynek köszönhetően 0,9 százalékponttal segítette elő a növekedést. Éves szinten a közösségi fogyasztás volumene 0,4 százalékkal csökkent. A végső fogyasztás a negyedik negyedévben 4,0 százalékponttal járult hozzá a növekedéshez. A beruházásokat is figyelembe véve a belföldi felhasználás 5,3 százalékkal növekedett, és így 4,8 százalékponttal járult hozzá a gazdaság növekedéséhez tavaly.

2017 utolsó negyedévében az export volumene 8,3 százalékkal, míg az importé 9,7 százalékkal bővült. Az áruforgalomban a kivitel bővülése 7,1 százalék, a szolgáltatásoknál 12,5 százalék volt, míg az import esetében a két mutató rendre 10,6, illetve 5,2 százalékot tett ki. A gazdaság növekedését a külkereskedelmi egyenleg alakulása összességében 0,5 százalékponttal lassította. Ezen belül a szolgáltatások külkereskedelmének növekedéséhez való hozzájárulása 1,5 százalékpont, míg a termékeké -2,0 százalékpont volt. A negyedik negyedévben a külkereskedelmi egyenleg 652 milliárd forintot tett ki, ami az előző év azonos időszakában mérténél 43 milliárd forinttal alacsonyabb, és 6,1 százalékos mérséklődést jelent. A külkereskedelmi egyenlegen belül 91,0 százalék kapcsolódik a szolgáltatásokhoz, míg az év egészében 75,9 százalék.

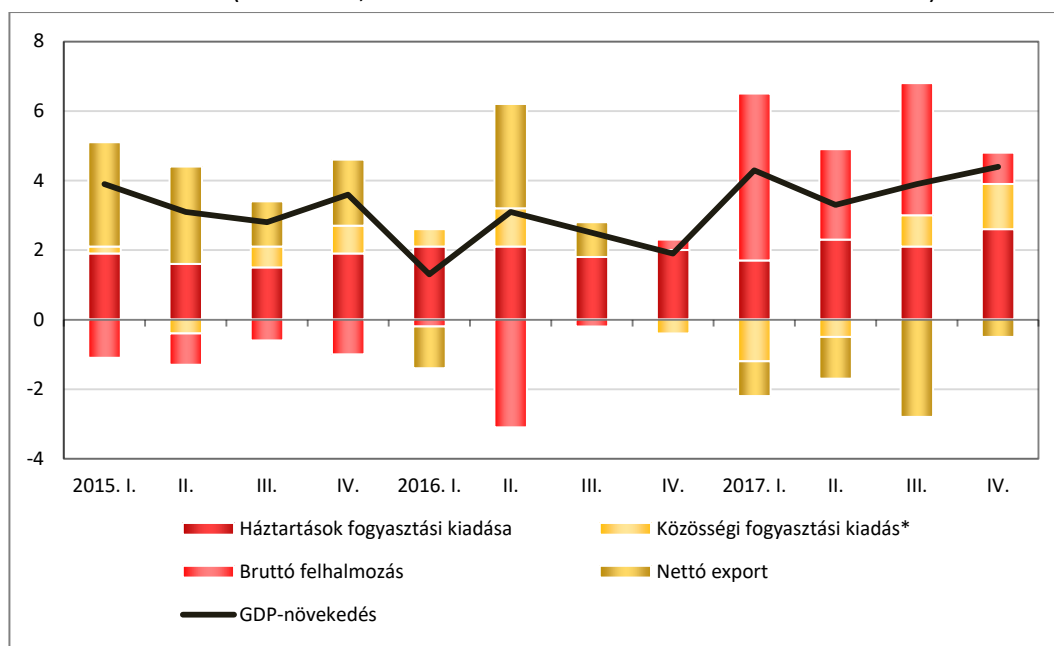
A negyedik negyedévben a külkereskedelmi termékforgalomban az élelmiszerek, italok, dohány exportjának volumene 0,4 százalékkal csökkent, míg importja 5,8 százalékkal nőtt. A nyersanyagok esetében a kivitel 1,4 százalékkal, a behozatal 12,8 százalékkal emelkedett. Az energiahordozók exportja 35,4 százalékkal, importja 8,7 százalékkal növekedett. A feldolgozott termékeknél az emelkedés rendre 8,2, illetve 11,1 százalék volt, míg a gépeknél és szállítóeszközöknél 4,2, illetve 6,5 százalék.

A szolgáltatások külkereskedelmi forgalmának folyó áras statisztikai alapján az export növekedése éves összehasonlításban 8,3 százalékra gyorsult, míg az importé 0,7 százalékra lassult a forintban számított adatok alapján. A bér munka exportjának értéke 3,4 százalékkal,

míg az importjának értéke 1,5 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban. A turizmus tekintetében a hazánkba érkező külföldiek 7,5 százalékkal költöttek többet, mint egy évvel korábban, míg a külföldre utazó magyarok kiadásai 5,6 százalékkal bővültek. A szállítási szolgáltatások exportja 12,3 százalékkal bővült, amelyen belül kiemelkedő a légi szállítás 18,6 százalékos növekedése és a csővezetékes szállítás és villamosenergia-átvitel 48,7 százalékos bővülése. Importoldalon a szállítási szolgáltatásoknál 3,0 százalékos csökkenést mértek, melyet a csővezetékes szállítás és villamosenergia-átvitel importjának 76,4 százalékos visszaesése valamint a légi szállítás 13,3 százalékos csökkenése okozott. Az üzleti szolgáltatások exportja 8,5 százalékkal növekedett, míg importja 3,9 százalékkal csökkent. Exportoldalon az egyes szolgáltatáscsoportok forgalma meglehetősen hektikusan alakult: a biztosítási szolgáltatások exportja 23,81-szorosára bővült (ezt vélhetően egy-két nagyobb káreseményhez kapcsolódó viszontbiztosítási díjbevétele okozza), a pénzügyi szolgáltatásoké 24,8 százalékkal, a számítástechnikai és információs szolgáltatásoké 13,6 százalékkal, a számviteli, könyvelési, könyvvizsgálói és adótanácsadói szolgáltatásoké 28,7 százalékkal, a kutatás-fejlesztési szolgáltatásoké pedig 11,9 százalékkal volt magasabb. Eközben az üzletviteli tanácsadás exportja 20,4 százalékkal, az építészeti, mérnöki, tudományos és egyéb műszaki szolgáltatásoké pedig 8,3 százalékkal csökkent. Az import esetében a nagyobb súlyú szolgáltatáscsoportok közül a szellemi tulajdon használatáért fizetett díjak értéke 1,6 százalékkal, a kutatás-fejlesztési szolgáltatások importja pedig 3,2 százalékkal növekedett, miközben az üzletviteli tanácsadás és PR-szolgáltatásoké 4,4 százalékkal csökkent. Az építészeti, mérnöki, tudományos és egyéb műszaki szolgáltatások importjának 62,4 százalékos csökkenését a magas bázisidőszaki adat magyarázza.

A külkereskedelmi termékforgalomban az exportárak 1,8 százalékkal, míg az importárak 1,6 százalékkal emelkedtek éves összevetésben.

8. 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

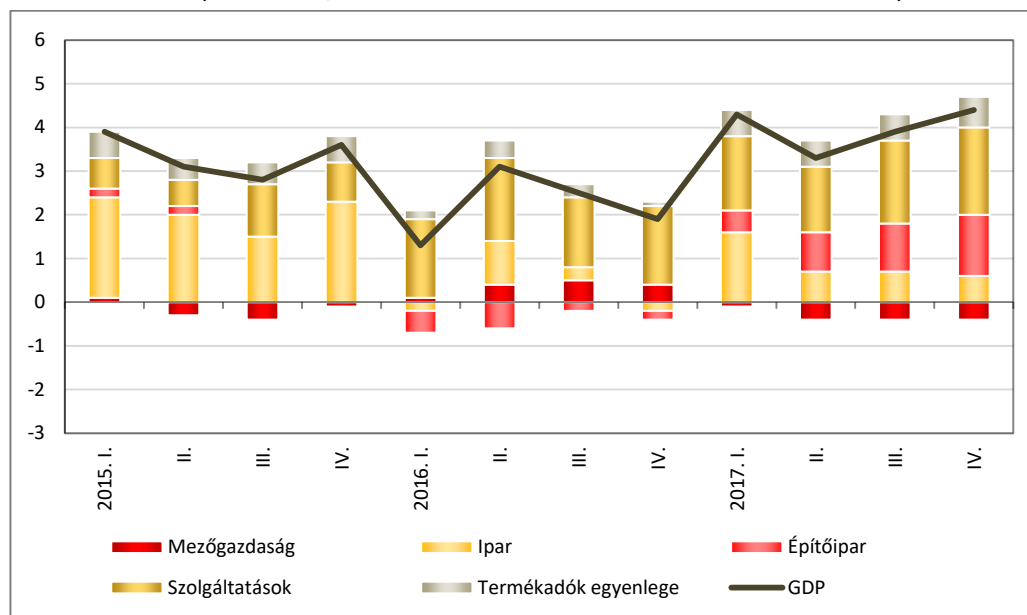
Bár az Eurostat üzleti és fogyasztói felmérése szerint a háztartások aggregált bizalmi indexe továbbra is negatív értékét vesz fel, tehát a lakosság inkább pesszimista helyzetének megítélésében, értéke érdemben növekedett úgy az előző negyedévhez, mint az előző év azonos időszakához képest. Míg a szezonálisan kiigazított értékek szerint 2017 utolsó negyedévében a mutató értéke $-11,2$ volt, addig egy évvel korábban $-15,9$, egy negyedévvel korábban pedig $-13,8$. Az előző negyedévhez képest a legnagyobb növekedés az ország elmúlt 12 havi gazdasági teljesítményét leíró indikátor esetében történt, ahol az emelkedés mértéke 5,2 indexpont volt.

Termelési oldalról a negyedik negyedévben a mezőgazdaság kivételével minden ágazat hozzájárult a gazdasági bővüléshez. A mezőgazdaság teljesítménye a negyedik negyedévben 11,5 százalékkal maradt el az erős bázisidőszaki értéktől, így 0,4 százalékponttal lassította a GDP növekedését.

Az ipar hozzáadott értéke 2,9 százalékkal nőtt az év utolsó negyedében az előző év azonos időszakához képest, és így 0,6 százalékponttal járult hozzá a gazdaság növekedéséhez. Az iparon belül jelentős súllyal bíró feldolgozóipar teljesítménye 3,6 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban. A szezonálisan kiigazított adatok szerint a vegyi anyag, termék gyártása kivételével ($-2,0$ százalék) minden ágazat termelése pozitívan változott az előző év azonos időszakához képest. A legnagyobb növekedés a fémalapanyag és fémfeldolgozási termék gyártása (14,8 százalék) ágazat esetében történt, de 10 százalék fölötti mértékben bővült a kocszgyártás, kőolaj-feldolgozás (10,2 százalék), a gyógyszergyártás (10,3 százalék) és a gumi, műanyag és nemfém ásványi termék gyártása (11,0 százalék) ágazatok termelése

is. A jelentősebb súlyú ágazatok közül az élelmiszeripar teljesítménye 2,7 százalékkal, a gépgyártásé 3,1 százalékkal, a járműgyártásé 4,3 százalékkal, a számítógépgyártásé pedig 4,7 százalékkal nőtt a negyedik negyedévben.

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



Forrás: KSH

Az építőipar teljesítménye a IV. negyedévben is jelentősen meghaladta az előző évi alacsony bázist, a hozzáadott érték növekedése 35,5 százalék volt. Ezzel az ágazat 1,4 százalékponttal járult hozzá a gazdaság növekedéséhez. A jelentős bővülést részben az állami beruházások uniós források miatti ciklikussága, részben a vállalkozások növekvő beruházásai, illetve a lakásépítések emelkedő száma okozza. Ez utóbbit nagyban segítette a lakásépítések áfakulcsának csökkentése, illetve a családi otthonteremtési kedvezmény. Az építőipari termelés értéke a negyedik negyedévben 39,6 százalékkal volt magasabb az épületek és 50,8 százalékkal az egyéb építmények esetében, mint egy évvel korábban. Ehhez azonban a volumen növekedése mellett az árak 9,8, illetve 4,1 százalékos növekedése is hozzájárult. A negyedik negyedévben a kiadott lakásépítési engedélyek számának növekedése megtorpant, és így az új engedélyek száma az előző év azonos időszakának kiugróan magas adatához képest 5,5 százalékkal csökkent. Eközben az épített lakások száma 35,6 százalékkal növekedett. Ezen belül a vállalkozások által épített lakások számában 32,2 százalékos, míg a természetes személyek által épített lakások számában 48,3 százalékos növekedés következett be. 2017 egészében az épített lakások száma 44,0 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi.

Az építőipar új szerződéseinek értéke 2017 negyedik negyedévében 88,3 százalékkal volt magasabb, mint egy esztendővel korábban, míg a december végi szerződésállomány volumene 129,5 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi. Ez alapján 2018-ban is

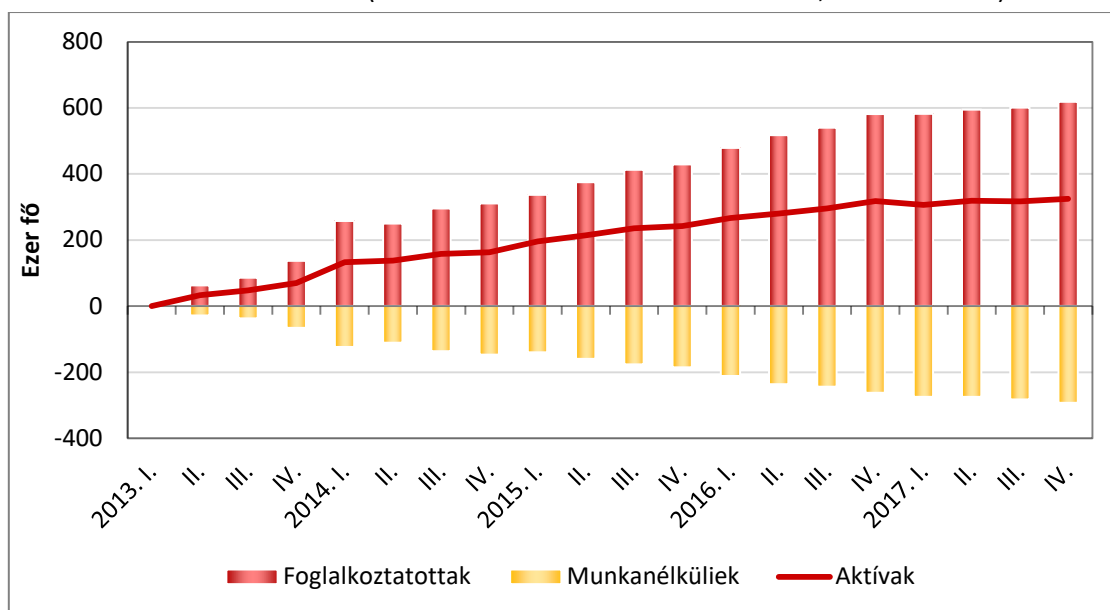
számíthatunk az építőipar teljesítményének növekedésére, feltéve, hogy az ehhez szükséges munkaerő rendelkezésre áll majd.

A szolgáltató ágazatok bővülése a III. negyedévhez hasonlóan 3,6 százalék volt. Ezzel a szolgáltatások teljesítménye 2,0 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. A szolgáltató ágazatokon belül folytatódott a kereskedelem, szálláshely-szoláztatás és vendéglátás ágazatok bővülése (6,6 százalék). Ezek növekedése 0,7 százalékponttal húzta felfelé a GDP-t a IV. negyedévben. A szállítás, raktározás ágazat teljesítménye 6,8 százalékkal nőtt, amivel így 0,4 százalékkal járult hozzá a gazdaság növekedéséhez. Az információ, kommunikáció, valamint a szakmai, tudományos, műszaki tevékenység, adminisztratív és szolgáltatást támogató ágazatok bővülése egyaránt 7,1 százalék volt, így a GDP növekedéséhez a két ágazat rendre 0,3, illetve 0,5 százalékponttal járult hozzá. A közigazgatás, oktatás és egészségügy együttes teljesítménye 2,5 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest, és így 0,4 százalékponttal fékezte a gazdasági növekedést.

Munkaerőpiaci folyamatok

Tovább javult a munkaerőpiaci helyzet 2017 utolsó negyedévében. A foglalkoztatottak szezonálisan kiigazított száma egy negyedév alatt 18 ezerrel, 4,44 millió főre emelkedett, míg éves összehasonlításban több mint 37 ezer fővel bővült. Ezzel egy időben az aktívák szezonálisan kiigazított száma az előző negyedévhez képest és éves szinten is 7 ezer fővel emelkedett. Ennek következtében 62,1 százalékra emelkedett a szezonálisan kiigazított aktivitási ráta a negyedév során a 15–74 éves korosztályban. A negyedév során a szezonálisan kiigazított foglalkoztatási ráta is tovább emelkedett, 59,7 százalékra, ami már csak 0,1 százalékponttal elmarad az Európai Unió második negyedéves átlagától (59,8 százalék a szezonálisan kiigazított adatok alapján).

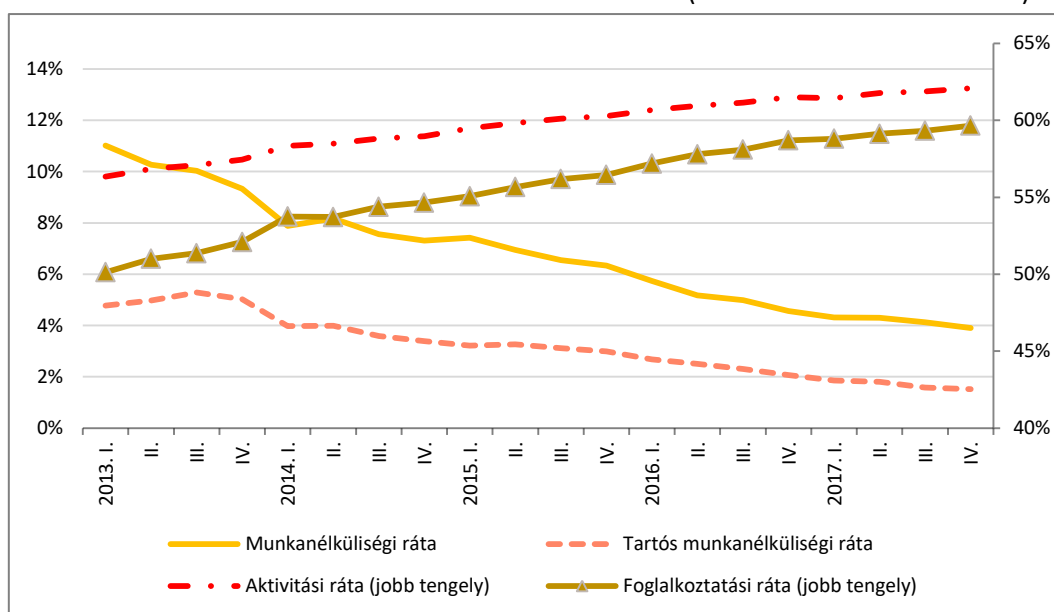
10. ÁBRA: AZ AKTIVITÁS, A FOGLALKOZTATOTTSÁG ÉS A MUNKANÉLKÜLISÉG NEGYEDÉVES ALAKULÁSA (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT ADATOK, 2013. I. = 0)



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 az előző negyedévhez képest 7 ezerrel, 3 millió 35 ezer főre emelkedett, amely az előző év azonos időszakához viszonyítva 41 ezer fős bővülést jelent. A növekedés leginkább a versenyszférához köthető, ahol negyedéves alapon 12 ezer, míg éves szinten 53 ezer fővel nőtt az alkalmazotti létszám. Ezzel szemben a költségvetési szférában az utolsó negyedévben 6 ezer fővel csökkent az alkalmazottak száma, amely éves szinten 35 ezer fős mérséklődést jelent. A közszféra létszámcsökkenése elsősorban a közfoglalkoztatáshoz köthető: az utolsó negyedévben már csupán 152 ezren dolgoztak a Start munkaprogramokban, ami 8 ezer fővel alacsonyabb a harmadik negyedéves és közel 48 ezer fővel a tavalyi utolsó negyedéves létszámadatnál. A teljes munkaidőben ledolgozott munkaórák száma 1,3 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva. A csökkenésben közrejátszott, hogy az idei utolsó negyedévben kevesebb munkanap volt. Ezzel szemben a részmunkaidőben ledolgozott órák száma 1,8 százalékkal nőtt, amely arra enged következtetni, hogy a vállalatok a munkaerőhiányt a részmunkaidős foglalkoztatással igyekeznek orvosolni.

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

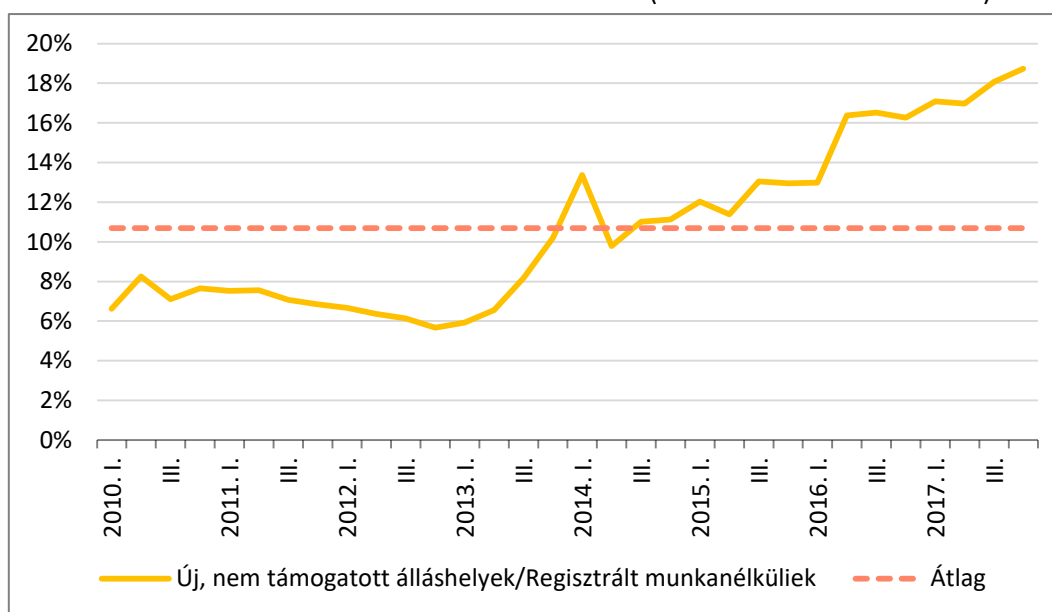


Forrás: KSH, Századvég-számítás

Az erős konjunktúra következtében tovább csökkent a munkanélküliek szezonálisan kiigazított száma 10 ezerrel, újabb mélypontra, 180 ezer főre, amely a rendszerváltás óta mért legalacsonyabb érték. Ez a jelenlegi aktivitási szint mellett 3,8 százalékos munkanélküliségi rátát jelent. A tartósan, legalább egy éve munkát keresők aránya kismértékben, 38,3 százalékról 38,8 százalékra emelkedett, azonban létszámuk közel 3 ezer fővel csökkent. Vagyis a negyedév során a munkaerőpiaci fellendülés következtében, ha kismértékben is, de a tartósan állástalanok száma is tovább csökkent.

A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat adatai alapján a regisztrált munkanélküliek szezonálisan kiigazított száma tovább csökkent, 6 ezerrel, 275 ezer főre, míg az új, nem támogatott álláshelyek száma kismértékben, 51 ezer fölé nőtt. Ennek köszönhetően tovább nőtt a munkaerőpiac feszességét jelző Beveridge-görbe értéke.

12. ÁBRA: A MUNKAERŐPIAC FESZESSÉGE (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat, Századvég-számítás

Az egyre feszebbé váló munkaerőpiacnak köszönhetően az utolsó negyedévben a bruttó bérek 13,1 százalékkal emelkedtek, míg éves szinten 12,9 százalékkal növekedtek a keresetek. Az átlagbér a közsférában nőtt gyorsabb ütemben, 14,8 százalékkal, míg a versenyszektorban 12,3 százalékos növekedést mértek egy év alatt. A bérek dinamikus emelkedésére a minimálbér 15, illetve a garantált bérminimum 25 százalékos emelése, a költségvetési szféra bérrendezései (egészségügyi, kulturális munkakörben dolgozók, állami szolgáltatók), a munkát terhelő járulékok csökkentése, valamint a munkaerőhiány gyakorolt hatást. A nettó átlagbér a bruttó bérekkel megegyező ütemben, 209 808 forintra emelkedett a negyedik negyedévben. Az utolsó negyedéves 2,3 százalékos inflációt is figyelembe véve a nettó reálbér 10,6 százalékkal emelkedett a negyedik negyedévben, míg éves szinten 10,4 százalékkal nőtt a reálkereset, amely 2002 óta a legmagasabb éves növekedési ütem.

Infláció

A negyedik negyedévben átlagosan 2,3 százalékkal növekedtek az árak az előző év azonos időszakához viszonyítva. Októberben 2,2, november 2,6, decemberben pedig 2,2 százalékos volt az infláció. Januárban 2,1, míg februárban 1,9 százalékos drágulást figyeltek meg a gazdaságban az előző év azonos időszakának eredményéhez képest. 2017 egészében az infláció 2,4 százalékos volt. Az infláció alakulásában jelentős szerepet játszik az olajárak változása. A magasabb ár érdekében a Kőolaj-exportáló Országok Szervezetének (OPEC) tagországai és az azon kívüli olajtermelők szerződést kötöttek a kitermelés leszorítására és így a kínálat mérséklésére. A negyedik negyedévben is folytatódott az olajárak emelkedése: az októberi hordónkénti 57,65 dollárról decemberre 64,09 dollárra emelkedett. A tendencia 2018 első hónapjában is folytatódott: januárban egy hordó olaj 69,08 dollárba került, amely

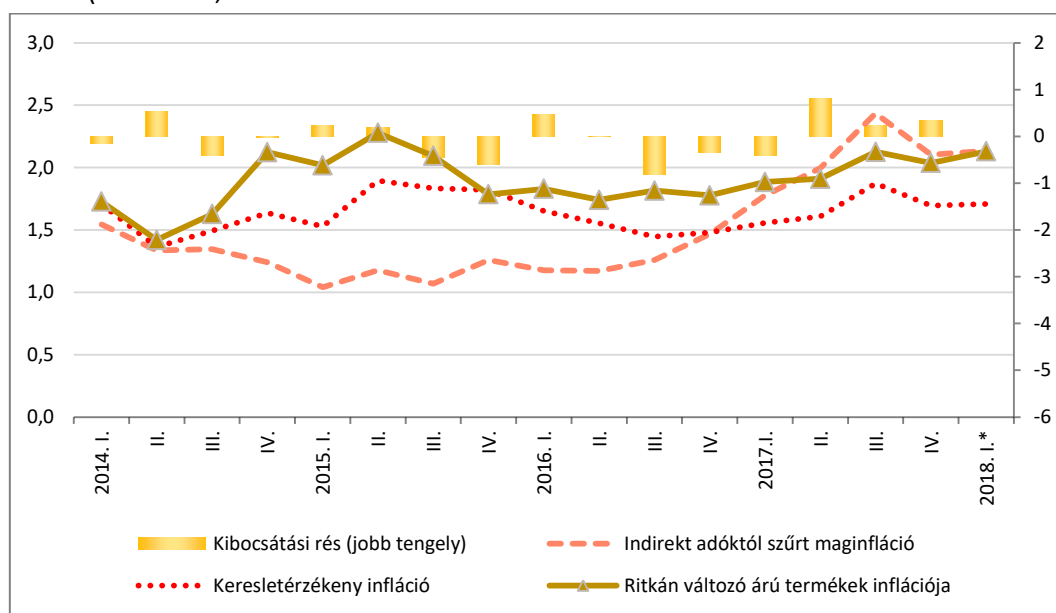
aztán februárra 65,73 dollárra mérséklődött. Ennek háttérében az Egyesült Államok Energiainformációs Hivatalának jelentése szerint az USA kitermelésének vártnál nagyobb emelkedése áll. Az egyre magasabb olajárral együtt az üzemanyagok ára októberben 1,3, novemberben pedig 5,9 százalékkal volt magasabb az előző év azonos időszakához képest. Decemberben – köszönhetően az előző évi magas bázisnak – mindössze 0,5 százalékkal nőttek az üzemanyagárak, míg januárban és februárban már mérséklődtek (rendre 1,3 és 2 százalékkal).

A 2016 szeptembere óta háromszor is megemelt jövedéki adó elkezdett megjelenni a dohánytermékek árában is: 2017 utolsó negyedében átlagosan 10,6 százalékkal volt magasabb a dohánytermékek ára, mint egy évvel korábban. Fékezően hatott ugyanakkor az inflációra a baromfihús áfájának 5, valamint az internet áfájának 18 százalékra csökkentése. A baromfihús ára 2017 negyedik negyedében átlagosan 12,6, míg a telefon és internetes szolgáltatás ára 4,4 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához képest. A friss tej, a tojás és az éttermi szolgáltatások áfájának csökkentése ellenére 2017 utolsó három hónapjában a tej ára átlagosan 1,6, a tojás ára 22,3, míg az éttermi szolgáltatásoké 5,2 százalékkal nőtt az egy évvel korábbihoz képest. A tojás árának drágulása mögött az év elején kitört európai madárinfluenza-járvány, illetve az augusztusban kirobbant fipronilbotrány játszanak meghatározó szerepet. A fenti két esemény az európai tojáskínálat jelentős visszaesését eredményezte, amelynek hatására az egész kontinensen megemelkedtek az árak. 2018 januárjában a tojás ára 48, míg februárjában 37,1 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakit. A friss tej esetében az áfacsökkentés hatása azért nem jelenik meg a tej árának változásában, mivel a friss tej az elfogyasztott tej mindössze 20 százalékát teszi ki.

A sertéshús ára 2017 negyedik negyedében átlagosan 5,2 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva. A háztartási energia ára 1,5 százalékkal növekedett az utolsó negyedévben, míg a tartós fogyasztási cikkek 0,2 százalékkal olcsóbbak lettek. Az előbbihez érdemben hozzájárult a tűzifa 12,4, valamint a palackos gáz 10 százalékos drágulása. Az utóbbi esetében pedig a használt személygépjárművek 5,7, a számítógépek, fényképezők és telefonok 4, illetve a tartós kulturális cikkek 3,5 százalékos árcsökkenése volt jelentős. A szolgáltatások ára átlagosan 1,2 százalékkal növekedett 2017 utolsó három hónapjában, amely kategórián belül a takarítás, mosogatás 7,4, a belföldi üdülés 6,7, míg a háztartási szolgáltatás 6,2 százalékkal lett drágább, a külföldi üdülés és a hírközlés pedig rendre 5,3 és 4,2 százalékkal kevesebbe került. Lassította továbbá a szolgáltatások árának növekedését a telefon- és internetszolgáltatások árának mérséklődése is. Az infláció mértéke a vizsgált negyedévben a jegybank által kitűzött 2–4 százalékos célsávon belül maradt, azonban a 3 százalékos célt továbbra sem érte el. Ennek háttérében az is meghúzódik, hogy a lakosság inflációs várakozása továbbra is historikusan alacsony szinten tartózkodik, ez pedig jelentős mértékben fékezi az árak növekedését.

2017 utolsó negyedében a kibocsátási rés továbbra is pozitív tartományban tartózkodott, vagyis a kibocsátás meghaladta a hosszú távú trend szerinti értékét. Előrejelzésünk szerint a kibocsátási rés stabilan pozitív tartományban marad, amely hosszabb távon keresletoldali inflációs nyomás kialakulásához vezethet. Ez növelően hathat a gazdaságban mért inflációra, azonban jelentős mértékű emelkedést nem generál az árszínvonalban.

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

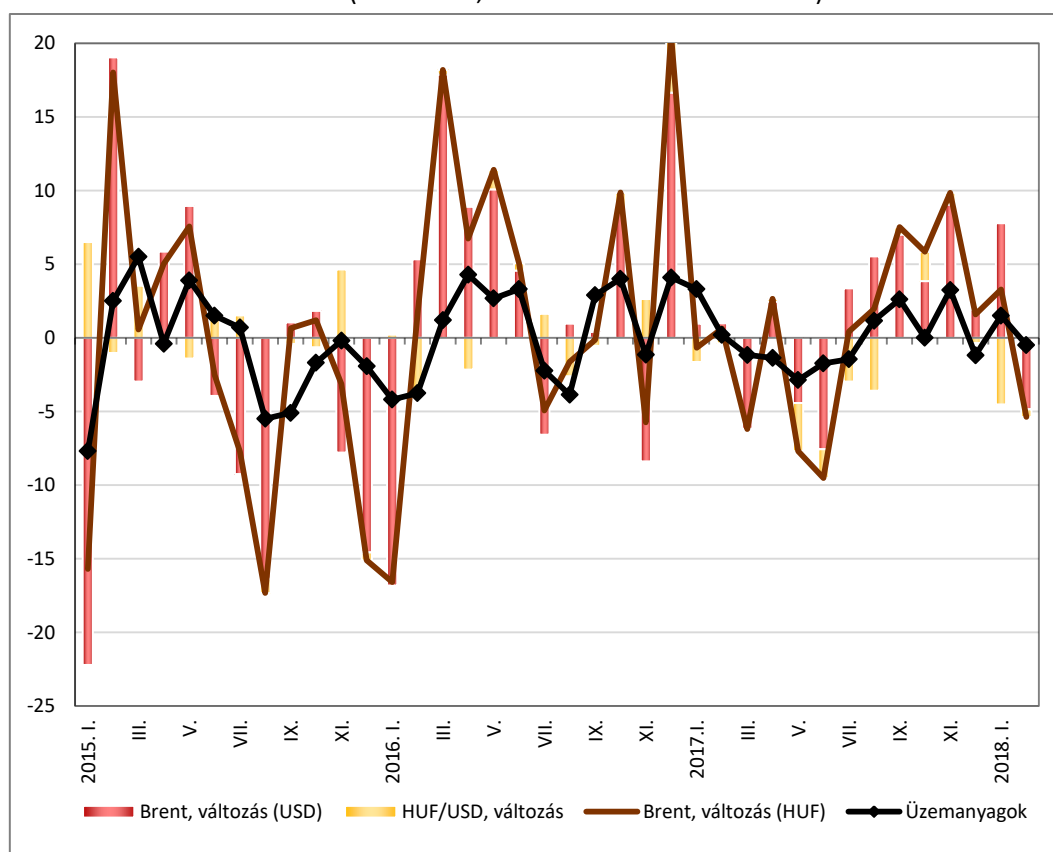


* Csak a január–februári adatot tartalmazza. Forrás: MNB, Századvég-számítás

A jegybank inflációs alapmutatói közül az indirekt adóktól szűrt maginfláció a negyedik negyedévben végig 2,3 százalékos szinten stagnált, míg a nyers maginfláció 2,7 százalék volt a negyedik negyedévben, az év egészében pedig 2,3 százalék. Ezt követően 2018 első két hónapjában 0,1-0,1 százalékponttal csökkent, így végül februárban 2,1 százalékon állt. A keresletérzékeny infláció októberben 1,8 százalékos szinten állt, majd ezt követően előbb 0,1 százalékponttal mérséklődött, utána pedig ugyanennyivel emelkedett, így a negyedév végére ismét 1,8 százalékon állt. Januárban ismét 0,1 százalékponttal csökkent az értéke, míg februárban nem változott, így 1,7 százalékot tett ki. A ritkán változó árú termékek inflációja októberben 2,0 százalékos volt. Novemberben és decemberben is 0,1 százalékkal nőtt a mértéke, így a negyedik negyedév végére 2,2 százalékra emelkedett. 2018 januárjában értéke stagnált, majd februárban visszatért az októberi szintjére. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció 2017 utolsó negyedében 2,1 százalékot tett ki, vagyis 0,3 százalékponttal elmaradt az előző negyedéves mértékétől. A keresletérzékeny infláció stagnált a harmadik és negyedik negyedév között, míg a ritkán változó árú termékek inflációja 0,1 százalékkal emelkedett, így értékük rendre 1,7 és 2,1 százalékon állt. A jegybank kommunikációja alapján az alapkamat változása nem várható.

A maginfláción kívüli tételek ára 2017 negyedik negyedében 2,0 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva. Ennek hátterében az áll, hogy az üzemanyagárak átlagosan 2,1 százalékkal voltak magasabbak az előző év azonos értékéhez képest, ami a Kőolaj-exportáló Országok Szervezetének (OPEC) tagországai és az azon kívüli olajtermelők által kötött szerződésnek az eredménye. Októberben 1,4, novemberben 3,9, míg decemberben 1,0 százalékkal volt drágább az üzemanyag az előző év azonos időszakában mérthez képest. Az olaj hordónkénti ára a negyedik negyedévben végig 60 dollár felett tartózkodott. Az áremelkedés januárban még tovább folytatódott, és elérte a hordónkénti 69 dolláros szintet, azonban az amerikai kitermelés vártnál nagyobb emelkedése miatt februárban már ismét mérséklődésnek indult, és 65,7 dollárra csökkent.

14. 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 utolsó negyedében átlagosan 5,5 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. A mezőgazdasági termelői árak a negyedik negyedévben 6,7 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához viszonyítva. Ehhez jelentősen hozzájárult a gyümölcsök 30,3, az állati termékek 17,7, valamint a gabonafélék 10,5 százalékos áremelkedése. Összességében véve tehát a maginfláción kívüli tételek ebben a negyedévben is az infláció növekedésének irányába hatottak.

Monetáris és pénzügyi kondíciók

Az EKB Kormányzótanácsa a 2018. március 8-i ülésén változatlanul hagyta a refinanszírozási műveletek irányadó 0,00 százalékos kamatlábát, valamint az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatlábának 0,25 százalékos, illetve –0,40 százalékos szintjét. A Kormányzótanács arra számít, hogy az EKB irányadó kamatai tartósan, a nettó eszközvásárlások horizontjánál jóval tovább a mostani szinteken maradnak.

A Kormányzótanács döntése értelmében a hagyományostól eltérő monetáris politikai intézkedéseket illetően az eszközvásárlási program keretében 2018 januárjától a nettó eszközvásárlások 30 milliárd eurós havi ütemben folytatódnak 2018. szeptember végéig, illetve szükség esetén ennél is tovább, mindenesetre addig, amíg a testület az inflációs pályának az inflációs céljával összhangban álló, tartós korrekcióját nem tapasztalja. Kikerült azonban a szövegből az eszközvásárlások esetleges növelésének lehetősége.

A Fed kamatokról határozó Nyílt Piaci Bizottsága (FOMC – Federal Open Market Committee) nem változtatott kamatkondícióin 2018. január 30–31-i ülésén, és az 1,25–1,5 százalékos célsávban hagyta azt.

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

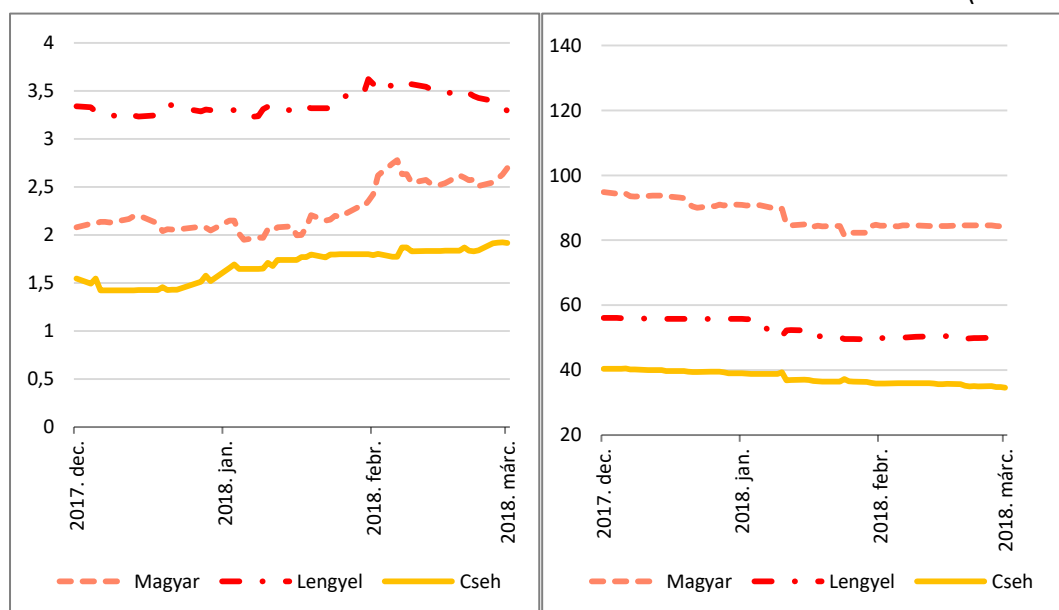
A jegybanki irányadó eszköz igénybevételének folyamatos szűkítése (300 milliárd forintról 75 milliárd forintra csökkentése, azaz maximum ennyit helyezhetett el a bankrendszer 3 hónapos betétként a jegybankban 2017. negyedik negyedév végéig) következtében feltehetően tovább erősödik majd a BUBOR (budapesti 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 és a lakossági lakáshitelek forrásköltségeinek csökkenése irányába mutatnak.

A magyar jegybank Monetáris Tanácsa novemberi döntése értelmében a hitelfelvevők kamatkockázatát igyekeznek mérsékelni. Ebből a célból a Monetáris Tanács feltétel nélküli, 5 és 10 éves futamidejű, monetáris politikai célú kamatcsereeszközt (MIRS) (változó kamatozást cserél fix kamatozásúra) vezet be, amelynek 2018 első negyedévére vonatkozó keretösszegét 300 milliárd forintban határozta meg. Az eszközt – amelynek vonatkozásában az MNB kiemelten veszi figyelembe a hazai és a nemzetközi hozamgörbék egymáshoz képesti pozícióját – az MNB a korábbi IRS-programjához hasonlóan kéthetente csütörtökön megrendezendő tendereken értékesíti. A korábbi jegybanki IRS-programokhoz képest stratégiai eltérés, hogy a MIRS használata nem feltételhez kötött, illetve ebből adódóan nincs mód az ügyletek MNB-vel történő lejárati előtti lezárására sem. Az első MIRS-tendereket nagy túlkereslet mellett 2018. január 18-án (75 milliárd forint értékben), február

1-jén (60 milliárd forint értékben), február 15-én (50 milliárd forint értékben) és március 1-jén (50 milliárd forint értékben) tartotta a jegybank.

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

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



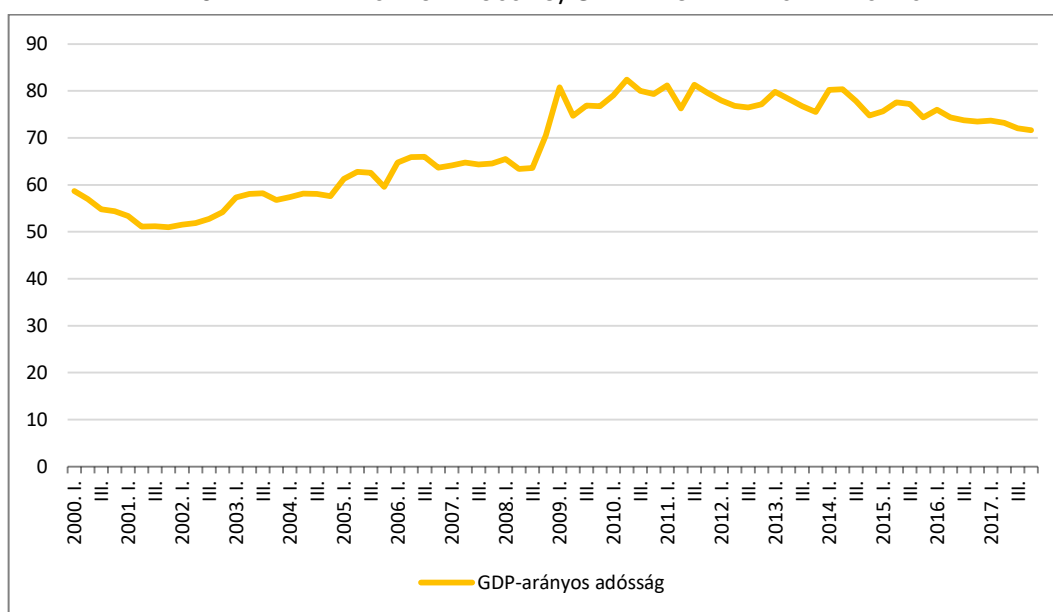
Forrás: Thomson Reuters

A folyó fizetési mérleg pozitív egyenlege és a külföldiek által hazai fizetőeszközben tartott állampapírok állományának növekedése erősítően, a jegybank nem konvencionális lazítása gyengítően hatott a vizsgált időszakban a hazai valuta árfolyamára. Mindezek eredményeként a forint kurzusa az euróval szemben a december eleji 314 forintról március elejére jóformán stagnált. A régió devizái közül a cseh korona árfolyama 0,4 százalékkal, míg a lengyel zloty 0,5 százalékkal erősödött az euróval szemben.

A 10 éves forint állampapírok piacán december elejéhez képest 62 bázisponttal (2,69 százalékra) emelkedett a hozam. Csehországban a 10 éves futamidejű állampapírok hozama 37 bázisponttal (1,92 százalékra) növekedett, míg Lengyelországban 5 bázisponttal (3,29 százalékra) csökkent. A magyar 10 éves állampapírok hozama annak ellenére marad tartósan a lengyel 10 éves állampapír hozama alatt, hogy a lengyel állampapírok besorolása a nagy nemzetközi hitelminősítői intézeteknél (S&P, Moody's, Fitch) több fokozattal jobb, mint a magyar állampapíroké. Az országhoz tartozó ötéves magyar CDS értéke 11 egységgel csökkent az elmúlt három hónap folyamán, amely így jelenleg 84 bázisponton áll. Mindeközben Csehországban 6 bázisponttal, 35 bázisponttra, míg Lengyelországban a kockázati megítélés e mutatója 7 egységgel, 49 bázisponttra mérséklődött.

Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 2017 végén 27 359 milliárd forint volt, amely a GDP 71,65 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 73,9 százalék után. A negyedik negyedévben a bruttó adósság 390 milliárd forintos emelkedésében az adósság leértékelődése 52 milliárd forintos, a tranzakciók pedig 338 milliárd forintos szerepet játszottak. Az Eurostat döntése alapján az Eximbank adósságát is figyelembe vevő számítás szerint a bruttó adósság a GDP 1,9 százalékaival magasabb, azaz 73,5 százalék volt, és 2,5 százalékponttal csökkent 2016 végéhez képest.

16. ÁBRA: A BRUTTÓ ADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA



Forrás: Eurostat, MNB

Az elmúlt időszakban a Standard and Poor's és a Fitch a meghirdetett időpontokban (2018. február 16-án, illetve 2018. március 9-én) nem változtattak a magyar államkötvények hitelminősítésén, azaz megerősítették a jelenlegi besorolást. A piac nem várta a pozitív kilátásúró a felminősítést a jelenlegi, befektetésre javasolt kategória legalsó szintjén. Így a döntések miatt nem alakult ki jelentősebb hozamváltozás a másodlagos piacon. A nagy nemzetközi hitelminősítők által korábban adott kilátásjavítás következménye a kedvező

tendencia folytatódása esetén a felminősítés lehet 1–1,5 éves időtávon belül, ami kismértékben tovább mérsékelheti a hosszú lejáratú állampapírok hozamát, ami az állami kamatkidadások csökkenését jelenti.

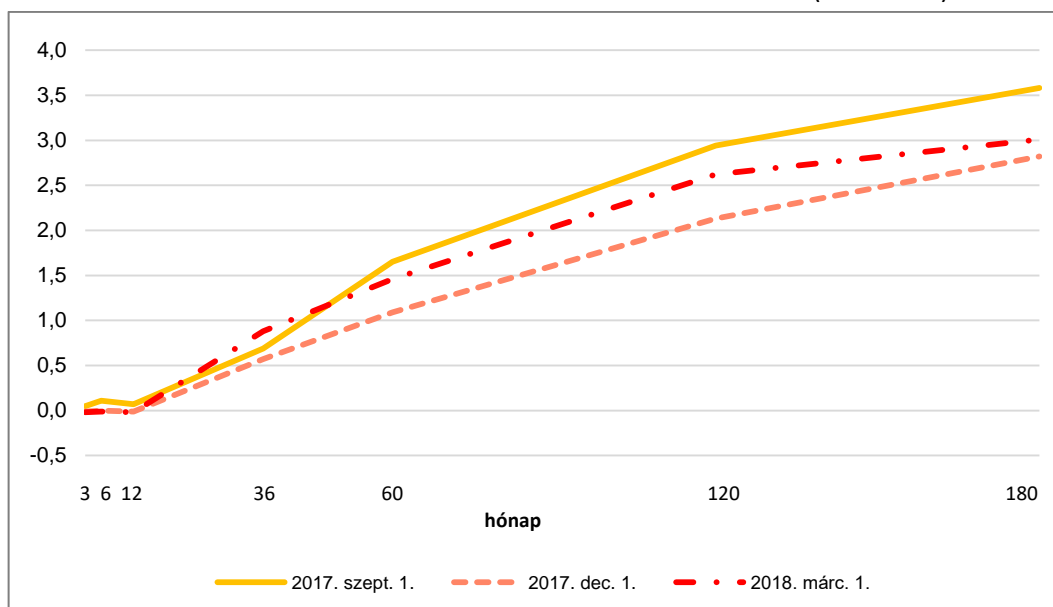
Az állampapírpiaci aukciókon elért hozamok az éven belüli futamidőkre (diszkontkincstárjegyek) jóformán stagnáltak, míg az éven túli határidőkre (államkötvények) emelkedtek. A diszkontkincstárjegyeknél a vizsgált időszak elejét és végét tekintve a 3 hónapos hozam 1 bázisponttal, 0 bázispontra csökkent, míg az egyéves hozam 1 bázisponttal, 1 bázispontra nőtt. Az államkötvények közül a 3 éves lejáratúnál 29 bázispontos, az 5 éves lejárat esetében 37 bázispontos, míg a 10 éves állampapíroknál 64 bázispontos hozamemelkedés következett be. A 3 éves hozam így 0,87 százalékra, az 5 éves 1,44 százalékra, míg a 10 éves 2,6 százalékra nőtt. A 15 éves állampapíroknál két alkalommal történt kibocsátás a vizsgált időszakban, az utóbbi (februári) hozama (3,43 százalék) 63 bázisponttal magasabban alakult a decemberi kibocsátásánál. A december elejétől 2018. március elejéig tartó időszakban összességében a diszkontkincstárjegyek és az államkötvények kibocsátása során is fordult elő olyan eset (előbbinél 3, míg utóbbinál 12 alkalommal), amikor az ÁKK a tervezettnél nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat, kisebb összegben hétszer (háromszor a 12 hónapos diszkontkincstárjegynél, kétszer a 3 hónapos diszkontkincstárjegynél és kétszer a 15 éves államkötvény-aukcióknál), de összességében mindkét értékpapírcsoportban a meghirdetethez képest markáns többletkibocsátás mutatkozott a december–márciusi időszakban.

A másodlagos állampapírpiacra a hozamok a jegybanki önfinanszírozási program folytatásaként értelmezhető lépéseknek (korábban a kötelező tartalékráta csökkentése és a 3 hónapos jegybanki betét limitjének fokozatos csökkentése, végül 75 milliárdnál a csökkentés leállítása) köszönhetően a rövid lejáratoknál továbbra is nagyon alacsonyak, esetenként negatívak. A hozamgörbe rövid futamidejű végén (3 hónapos futamidőre) 1 bázisponttal, a 6 hónapos lejáratra és az egyéves futamidőre is 1-1 bázisponttal csökkentek a hozamok. A hosszabb futamidőkön azonban a hozamok az alábbi mértékben emelkedtek: 31 bázispont (3 éves), 37 bázispont (5 éves), 49 bázispont (10 éves) és 19 bázispont (15 éves). Összességében a hozamgörbe a decemberi állapothoz képest jelentősen feljebb tolódtott és meredekebbé vált. Az emelkedő hosszabb lejáratú hozamok illeszkednek az általános, globális hozamemelkedési trendbe.

A határidős kamatmegállapodások (FRA) piacán a bankok 0,17 százalékon kötnek üzleteket szeptember elején (a december elejei 0,12 százalék után), azaz a jelenlegi, a jegybanki alapkamatnál 73 bázisponttal alacsonyabb kamattal induló, 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 0,01 százalék).

Az elmúlt időszakban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány március eleji értéke 25 milliárd forinttal csökkent a december végi értékéhez képest, és így 3450 milliárd forintot tett ki.

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



Forrás: ÁKK Zrt.

Az ÁKK 2018. évi finanszírozási tervében a legelső kitüntetett célja az államadósság GDP-arányos mértékének további csökkentése. Továbbá a külső sérülékenység mérséklése érdekében az adósságkezelő folyamatosan törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők és kiemelten a lakosság körében. 2018. január végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt forint állampapírok állománya 7007,6 milliárd forintra emelkedett. Az euróban denominált prémium államkötvénnyel (P€MÁK) együtt a teljes volumen közel 7144,9 milliárd forintot tett ki. Egy negyedévvvel ezelőtt ez az összeg még több mint 347,2 milliárd forinttal alacsonyabb (6797,7 milliárd forint) volt.

A magyar államadósság devizaaránya tovább csökkent, a 2017. október végi 23 százalék után 2018 januárjának végén 21 százalékot tett ki. Ez az arány megfelel a 2018. évi finanszírozási tervben meghatározott 15–25 százalékos sávelőírásnak. A kiadvány egészen pontosan úgy fogalmaz, hogy az összes adósságon belül a devizaadósság aránya legyen a 15–25 százalékos sávban. A cél tehát az, hogy a devizaarány tovább mérséklődjön, amelyet az ÁKK a devizalejáratok jellemzően forintpiacról történő megújításával szeretne elérni. Októberben lejárt egy 25 milliárd jen értékű, 10 éves államkötvény, így nem maradt japán jenben denominált államkötvény az adósságban. Az NGM már 2017 decemberében felvetette, hogy 2018 első felében jöhet új szamurájkötvény, hogy Magyarország a japán piacon fenntartsa jelenlétét.

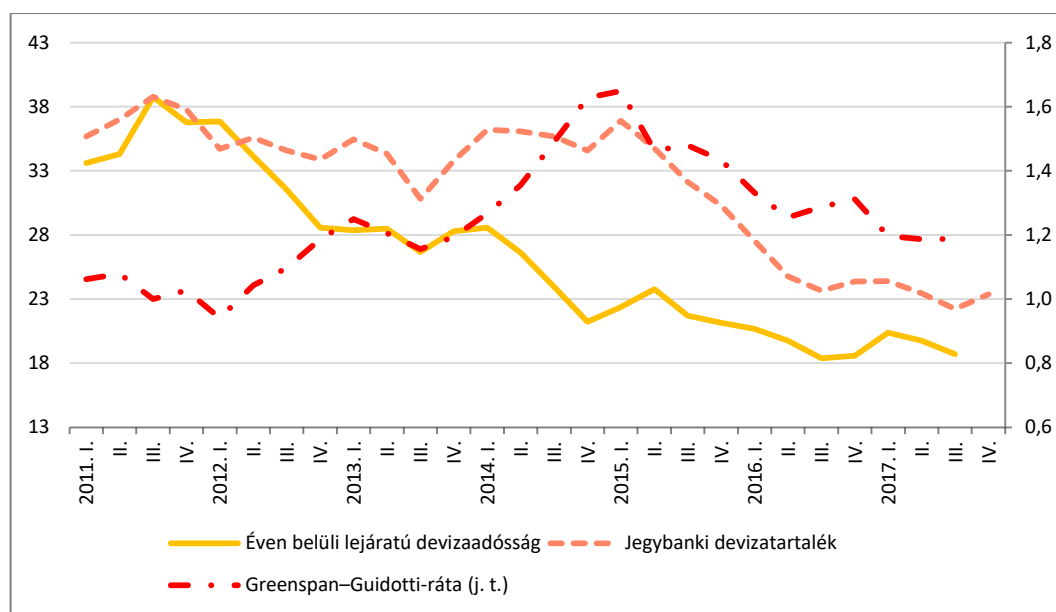
2018. február 19-én lejárt egy eredetileg 1,25 milliárd amerikai dollár névértékű (a fennálló állomány 2017. december 31-én 369 millió eurós értékű), 4,125 százalékos kamatozású

devizakötvény. Ezt az adósságot az ÁKK forintban újította meg. Mindez hozzájárult a devizaarány csökkenéséhez is.

Az ország pénzügyi stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2017. szeptember vége óta az MNB devizatartalékai több mint 1 milliárd euróval növekedtek, és 2017. december végén 23,368 milliárd eurót tettek ki. A jegybanki devizatartalékok e szintje a manapság kevésbé használt importfedezeti mutatónak ugyan nem felel meg, azaz a 3 hónapos termék- és szolgáltatásimportra (27,062 milliárd euró) nem nyújt teljesen fedezetet, azonban Magyarország a válság óta alkalmazott és a következőkben részletezett Greenspan–Guidotti-szabályt betartja.

Éven belüli devizakötelezettségekről a legutolsó adat 2017 harmadik negyedéről ismert. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz a jegybanki devizatartalékai magasabbak, mint az éven belüli devizakötelezettségei. Az elmúlt időszakban a mutató nevezője – a rövid lejáratú külföldi adósság – szintén csökkent. Az ennek eredményeként kialakuló, 1,19-os Greenspan–Guidotti-ráta csökkent az előző negyedévhez képest, de továbbra is van mozgástere a jegybanknak tartalékai további mérséklésére. A jegybanki devizatartalékokról ismert legutolsó adat a 2018. január végi 23 414 milliárd euró.

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



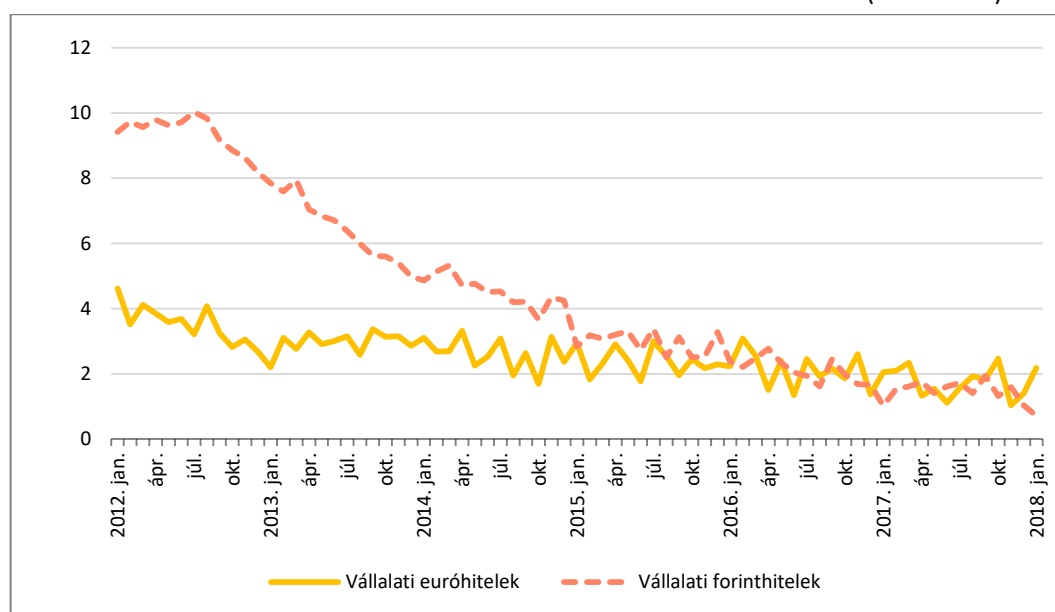
Forrás: MNB, Századvég-számítás

Hitelezési helyzet

A hazai jegybanki alapkamat mértékének változatlan (0,9 százalékos) szinten tartása mellett 2,51 százalékról 2,36 százalékra csökkent az október–januári időszakban a vállalati forint folyószámlahitelek kamata, míg 61 bázisponttal (0,71 százalékra) mérséklődött a vállalatok

számára nyújtott forinthiteleké². Eközben az euróhitelek kamata 29 bázisponttal³ (2,18 százalékra) csökkent. A lakossági szegmensben a fogyasztásihitel-piacon 5 bázisponttal alacsonyabb kamattal (12,9 százalékon) lehetett forint fogyasztási hitelt igényelni 2018 januárjában, mint három hónappal korábban. A folyószámlahitelek kamata – 4 bázisponttal csökkent – ennél magasabb (22,84 százalék) volt 2018. január végén. Az utóbbi hitelek általában kisebb összegűek, és könnyebben hozzájuk lehet férni. A lakáscélú hitelek esetében a 2017. októberi adathoz képest további csökkenés (4,18 százalékra) tapasztalható.

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



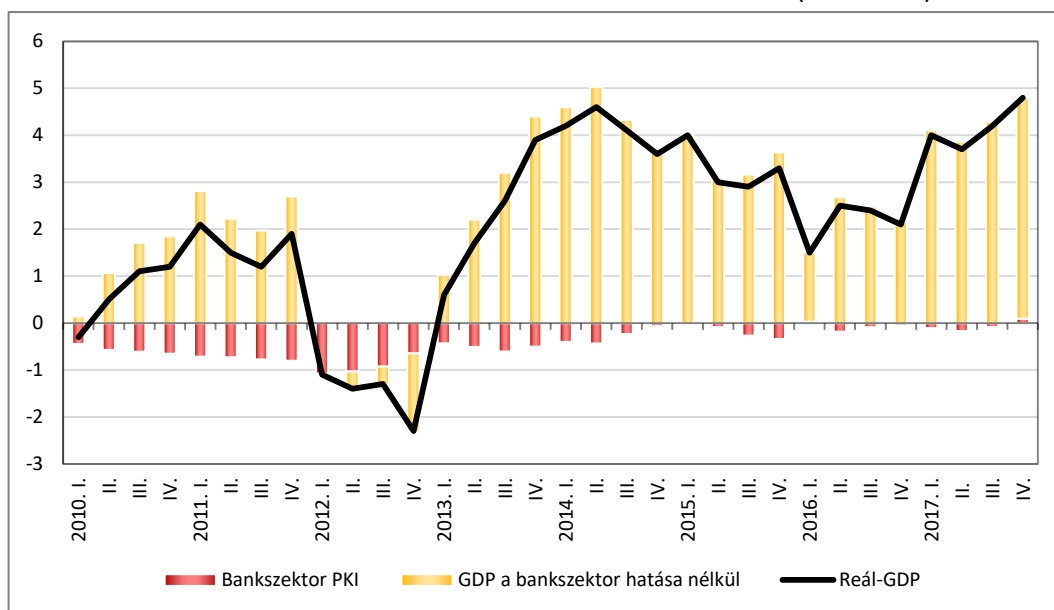
Forrás: MNB

A hitelezés fontosságát az MNB által publikált Pénzügyi Kondíciós Index (PKI) is jelzi, amely a bankszektor hitelezési tevékenységén 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 negyedik negyedében a pénzügyi közvetítőrendszer a gazdasági teljesítményre pozitív/növelő hatással volt. A bankszektor teljes jövedelmi hatása 0,1 százalékpontnak felelt meg, vagyis 2017 negyedik negyedében megszűnt a bankrendszer reál-GDP-re kifejtett negatív hatása.

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.

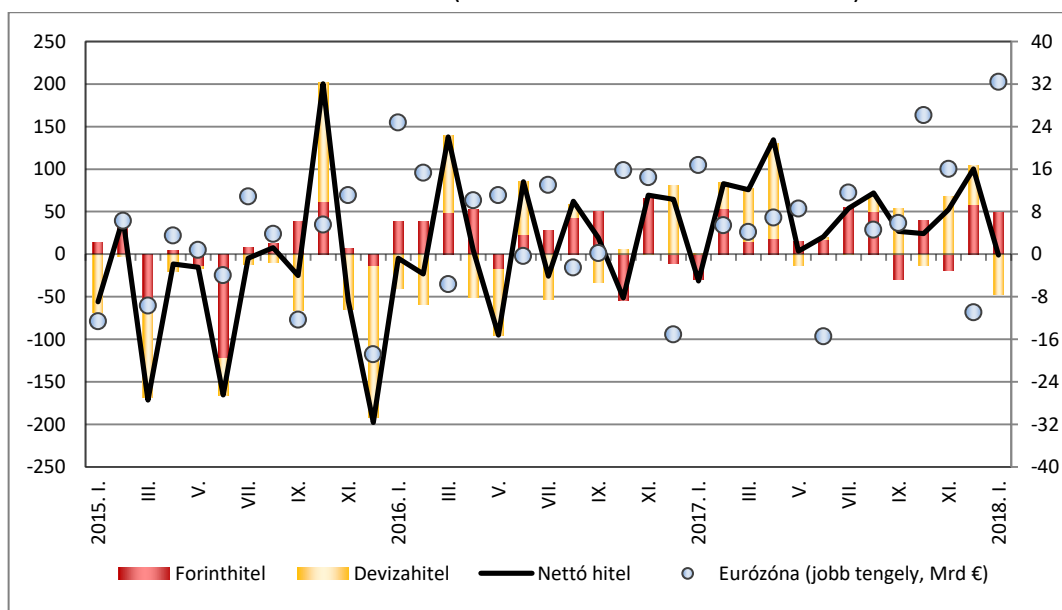
20. ÁBRA: A HITELEZÉS GDP-RE GYAKOROLT HATÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB

A vállalatoknál 2017 harmadik negyedében a szezonálisan kiigazított adatok alapján a banki nettó forinthitel-felvétel 78,8 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke 101,8 milliárd forintot tett ki. A kettő eredőjeként adódóan 2017 negyedik negyedében a teljes nettó hitelfelvétel (szezonálisan kiigazítva) így 176,8 milliárd forintnak felelt meg. 2018 januárjában a vállalati szektor teljes nettó hiteltörlesztése (szezonálisan kiigazítva) 0,9 milliárd forint volt.

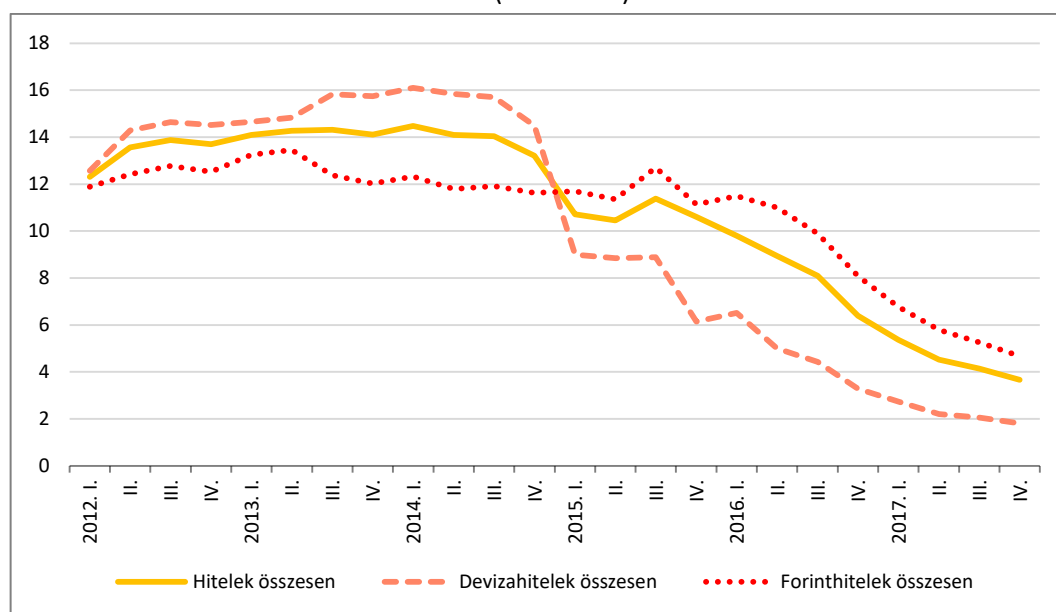
21. ÁBRA: A VÁLLALATOKKAL LEBONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK SEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT NETTÓ ÉRTÉKE (MILLIÁRD FT ÉS MILLIÁRD EURÓ)



Forrás: MNB, EKB

Az MNB Hitelintézeti szektorról szóló negyedéves idősora alapján 2017. negyedik 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 mérséklődött 0,5 százalékponttal, 3,3 százalékra a nem teljesítő hitelek aránya, míg a lakosságnál a nettó jövedelmek jelentős növekedése és a nem teljesítő hitelportfóliók eladása is hozzájárult az 1,0 százalékpontos NPL-ráta csökkenéséhez, amely így 2017. december végén 8,0 százalékot tett ki. Jól látható tehát a magyar bankrendszerben a nem teljesítő hitelek arányának további jelentős csökkenése, amely folyamatot a hitelminősítők is kiemelték ősszel, amikor a magyar államadósságot pozitív kilátásúra javították (a befektetési kategória alsó szélén).

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az MNB előzetes adatai szerint 2017. egészében 694,0 milliárd forint adózás előtti és 632,4 milliárd forint adózás utáni nyereséget jelentett a bankszektor. Ezzel szemben egy évvel korábban a bankszektor az adatok alapján 515,2 milliárd forintos adózás előtti és 443,0 milliárd forintos adózás utáni nyereséget ért el. A bankadó kulcsának csökkentése is hozzájárult a nyereség növekedéséhez. Az előző évhez képest mérséklődött a kamateredmény, míg nőtt a jutalékeredmény. Előbbi a csökkenő kamatkörnyezetben a zsugorodó kamatmarzsok mellett, a jelentősen olcsóbb forrásoknak köszönhetően 7,1 százalékkal alacsonyabb, míg utóbbi 9,5 százalékkal nagyobb volt az előző év teljes időszakának eredményénél. A bankok tőkeellátottsága 2017. negyedik negyedévében lefelé módosult, hiszen a tőke megfelelési mutató az előző negyedévhez képest 1,0 százalékponttal, 20,5 százalékra csökkent. A hitelintézetek szavatoló tőkéje 112,0 milliárd forinttal

(3585,3 milliárd forintra) mérséklődött, miközben a kockázatokkal korrigált mérlegfőösszeg 1,6 százalékkal nőtt, és 2017. december 31-én 17 477,7 milliárd forintot tett ki.

A következő időszakok egyik központi kérdése lesz majd, hogy vajon mikor mondhatjuk a hitelezés felfutásakor, hogy már kezdenek rendszerszintű kockázatok felépülni. Ilyenkor a magánszektorban nyújtott, túlzott mértékű hitelek esetében a jegybank vagy kamatot emel, vagy nagyobb valószínűséggel, amely nem megy szembe az inflációs cél elérésével, a makroprudenciális eszköztárából szigorít valamelyik eszközzel (pl. az adósságfék szabálynál). Ha túlságosan nőnek a lakossági hitelek, akkor dönthet úgy a jegybank, hogy behúzza az ún. adósságféket, csökkenti az arányt, és a lakosság csak egy maximálisan kisebb arányú havi törlesztőrészlet fizetésével vehet fel hitelt. Az utóbbi nyolc hónapban összesen közel 130 milliárddal, 3047 milliárd forintra emelkedett a lakossági hitelek legnagyobb részét adó lakossági lakáshitel-állomány. Ennek következtében az állomány a 2015. szeptemberi szintjére nőtt.

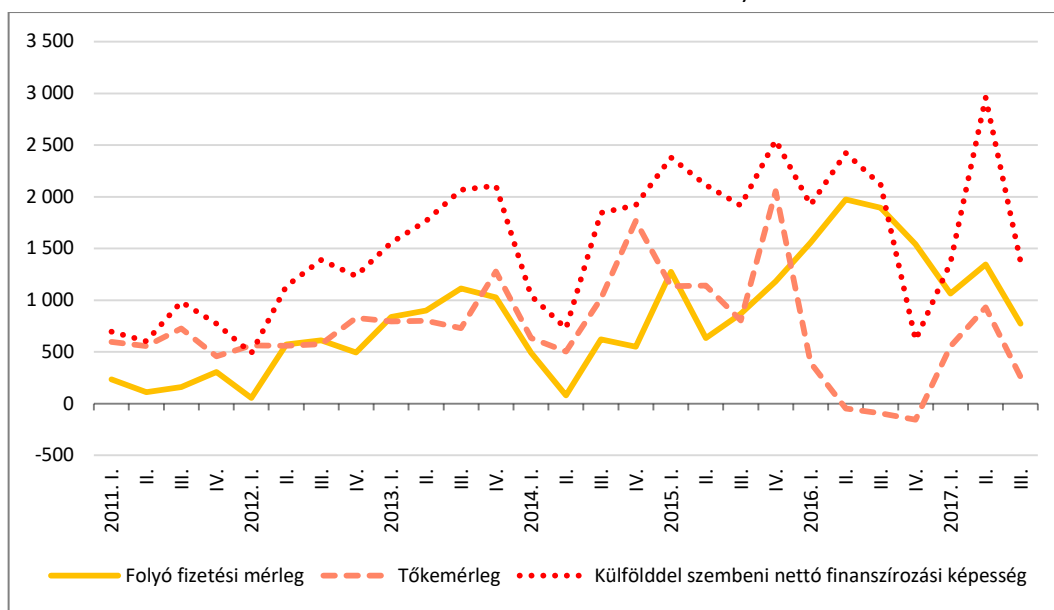
Külső finanszírozási képesség

A folyó fizetési mérleg szezonálisan kiigazított egyenlege 2017 harmadik negyedévében 606 millióval, 524 millió euróra csökkent az előző negyedévhez képest. Az áruforgalom és a szolgáltatások szezonálisan kiigazított egyenlege a vizsgált időszakban 838 millió euróval, 2081 millió euróra csökkent. Emellett az elsődleges jövedelmek negatív egyenlege 101 millió euróval növekedett, és 1204 millió euró lett, míg a másodlagos jövedelmek passzívuma 143 millió euróval, 276 millió euróra csökkent.

A tőkemérleg egyenlege 1346 millió euróval, 772 millió euróra csökkent.

Az EU-transzferek beáramlásának adatát vizsgálva látható, hogy összesen 685 millió euró volt az Európai Unióval szembeni egyenleg 2017 harmadik negyedévében, amely az elsődleges és a másodlagos jövedelmek, valamint a tőkemérleg EU-val szembeni egyenlegeiből áll össze, és nagymértékű csökkenést mutat a 2017. második negyedéves adatahoz képest. A folyó és a tőkemérleg együttes egyenlegéből számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség 1103 millió euróra nőtt, a szezonális hatások kiszűrésével ez a mutató 1372 millió eurót tett ki, amely a negyedéves GDP 4,4 százaléka. A finanszírozási képesség előző negyedévhez képest bekövetkezett jelentős csökkenésében elsősorban az EU-tól kapott transzferek visszaesése játszott szerepet.

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



Forrás: MNB

A Magyarországra irányuló legnagyobb FDI-beáramlás az európai országok közül Hollandiából valósult meg 2017 harmadik negyedében, értéke 1069,8 millió euró volt. A második legnagyobb FDI-beáramlás Ausztriából (329,7 millió euró), a harmadik Luxemburgból (80,6 millió euró) érkezett. Az ágazati bontást tekintve a legnagyobb hozzájárulása az FDI bevonásánál ebben a negyedévben a feldolgozóiparnak (607,1 millió euró) volt.

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

A befektetés régiója	2016. III. né.	2016. IV. né.	2017. I. né.	2017. II. né.	2017. III. né.
Európa	1050,4	1857,9	-36,1	717,4	420,8
Amerika	194,1	-329	812,9	-435,3	498,0
Ázsia	124,1	4,6	41,0	-58,5	75,3
Afrika	-3,1	8,9	24,9	8,7	7,3
Ausztrália és Óceánia	40,2	1,8	2,8	-43,4	-3,1
Nemzetközi szervezetek	107,3	0,1	0,4	0,4	0,5
Nem azonosított	43,0	49,0	78,7	-140,3	97,5
Összesen	1556,0	1 593,3	924,5	49,1	1096,3

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 356,5 millió eurót tett ki, tehát a nettó FDI-beáramlás mértéke 2017 harmadik negyedévében 739,8 millió euró volt.

Az előző negyedévek tendenciájával megegyezően a nemzetgazdaság bruttó adósságállománya csökkent. Ennek értéke 2017 harmadik negyedévének végén 76,3 milliárd eurót tett ki, amely 1,8 milliárd euróval alacsonyabb az előző negyedévi adatnál. Ha az előző év harmadik negyedéves adatával vetjük össze, akkor 2,1 milliárd euró mértékű csökkenés figyelhető meg.

A pénzügyi számlák adatai szerint az alulról⁴ számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség a GDP 2,7 százalékát tette ki a 2017 harmadik negyedévével záruló elmúlt egy évben, ami csökkenést jelent a 2017 második negyedévével záruló időszakhoz képest. Az MNB adatai szerint 2017 harmadik negyedévében az államháztartás finanszírozási helyzete a GDP –2,3 százalékán zárt. A háztartási szektor nettó finanszírozási képessége 0,2 százalékponttal, 4,6 százalékra emelkedett. A nem pénzügyi vállalatok nettó finanszírozási képessége csökkent, és a GDP –0,6 százalékán zárt a vizsgált időszakban.

A háztartások ebben a negyedévben is jelentős mértékben (202,3 milliárd forinttal) növelték az állampapír-megtakarításaikat, ezen belül is a hosszú lejáratú papírok iránt mutatkozott a nagyobb kereslet. Pontosabban a lakosság kisebb mértékben (26,6 milliárd forinttal) növelte rövid lejáratú (azaz éven belüli) állampapír-állományát. Továbbá növelte 175,2 milliárd forinttal a hosszú lejáratú állampapír-állományt. Ebben a negyedévben tovább bővült a biztosítástechnikai tartalékok állománya, mely növekedés elsősorban a nyugdíjpénztári tartalékokat érintette. A háztartások forint készpénzállománya 86,4 milliárd forinttal nőtt, továbbá csekély mértékben emelkedett (15,6 milliárd forinttal) a hitelintézeteknél elhelyezett betétállományok mértéke.

A háztartások hitelállománya a harmadik negyedévben tovább emelkedett. Október és december között közepes mértékben (53 milliárd forinttal) bővült a háztartások hitelállománya, nettó hitelfelvétel történt mind az ingatlanhitelek, mind a fogyasztási és egyéb hitelek esetében.

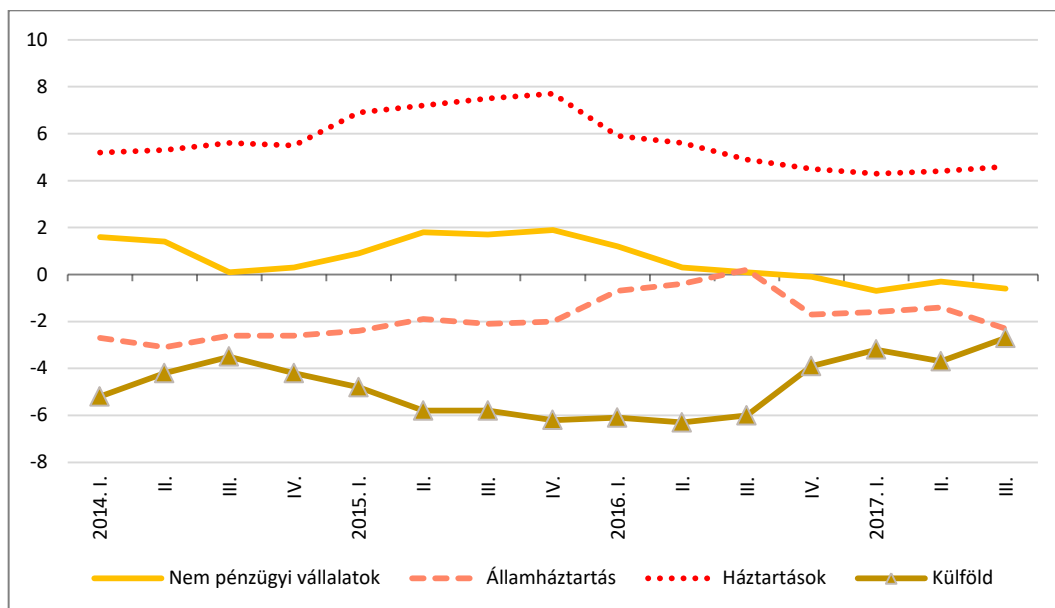
A külföld nettó finanszírozási képessége a 2017 harmadik negyedévével záruló egy évben a GDP –2,7 százaléka (–1023 milliárd forint), a harmadik negyedévben a negyedéves GDP 0,3 százaléka (31 milliárd forint) volt. Ebben a negyedévben tranzakcióból adódóan a követelések és a tartozások összességében nem változtak lényegesen, a külföld pénzügyi számlákon megjelenő finanszírozási képessége közel nulla 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.

A külföldiek pénzügyi eszközei közül legnagyobb mértékben a részvények és részesedések, kisebb mértékben a betétek és a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok növekedtek, ezt azonban ellensúlyozta a hitelek, a pénzügyi derivatívák és az egyéb követelések tranzakcióból eredő csökkenése.

A külföldiek tartozásai közül tranzakcióból adódóan jelentős mértékben emelkedett a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok, a részvények és részesedések állománya, ugyanakkor számottevően csökkentek a betétek és a pénzügyi derivatívartozások.

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



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

A 2017-es költségvetési folyamatok

Januárban megjelent az államháztartás központi alrendszerének 2017. évi pénzforgalmi mérlege. A következőkben azt vizsgáljuk, hogy a fontosabb bevételi és kiadási mérlegsorok hogyan teljesültek tavaly az eredeti előirányzatokhoz, illetve a 2016. évi tényadatokhoz képest.

Az államháztartás központi alrendszerének 2017. évi előzetes pénzforgalmi hiánya 1973,9 milliárd forint volt, ami 1148,9 milliárddal haladta meg a 2016. évi adatot. A központi költségvetés 1904,2 milliárd forintos hiányt, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 142,2 milliárd forintos deficitet, az elkülönített állami pénzalapok pedig 72,5 milliárd forintos többletet halmoztak fel. Az év egészét a kedvező reálgazdasági folyamatok és a 2016 novemberében megkötött hatéves bérmegállapodás adóbevétel-generáló hatása, valamint az uniós projektekhez kapcsolódó kifizetések és előfinanszírozások határozták meg.

A tavalyi év egészére jelzett, előzetes pénzforgalmi hiány (1973,9 milliárd Ft) 69,2 százalékkal haladta meg a módosított előirányzat szerinti 1166,4 milliárd forintos hiánycélt. A

pénzforgalmi hiány nagysága mögött jelentős mértékben az európai uniós programok előfinanszírozása áll, ám a viszonylag magas hiány mellett is kijelenthető, hogy Magyarország 2017-ben is teljesíteni tudta a maastrichti kritériumok szerinti 3 százalékos alatti GDP-arányos eredményeszléletű hiányt.

Bevételek

A központi költségvetés 2017-ben befolyó bevételeit a kedvező makrogazdasági tendenciák határozták meg. A gazdasági növekedés a költségvetésben tervezettnél magasabb adóbevételeket generált, amit tovább fokoztak a magasabb bériáramlás miatti befizetésnövekedések, valamint az olyan gazdaságfehérítő és foglalkoztatáspolitikai intézkedések, mint az előbbi esetében online pénztárgépek használatára kötelezett adóalanyi kör bővülése, továbbá az utóbbira példaként említhető hatéves bér- és adómegállapodás keretében végrehajtott adócsökkentések, valamint a minimálbér, illetve a garantált bérminimum szintjében történt emelések. Ezt alátámasztja, hogy a központi költségvetés halmozott adóbevétele 607 milliárd forinttal haladta meg a 2016. évi eredményt.

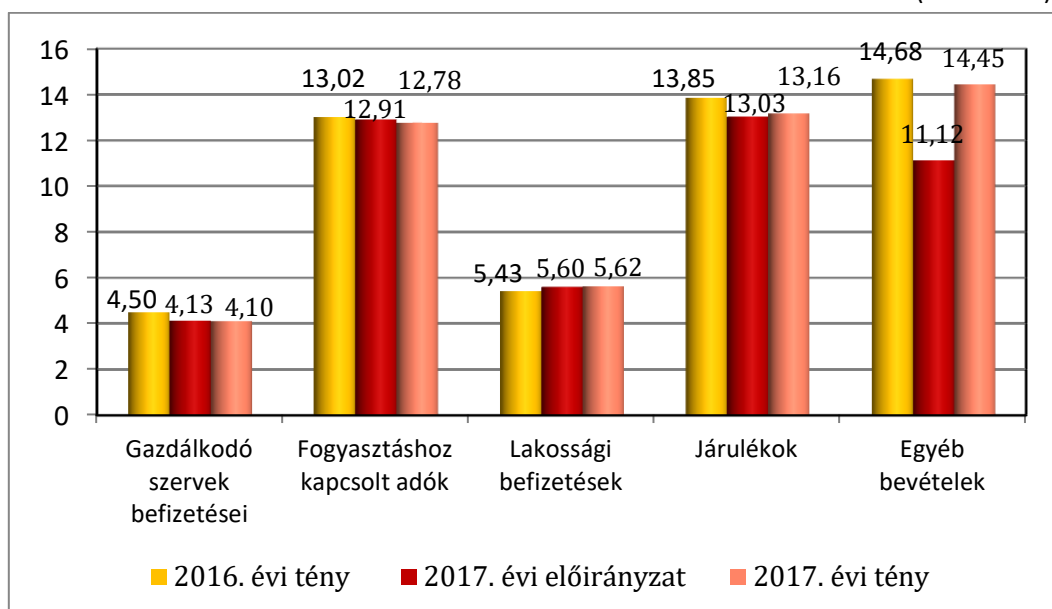
A növekvő foglalkoztatás és a dinamikus emelkedő reálbérek pozitív hatása a bevételi oldal több pontján is felfedezhető. Egyrészt az adócsökkentések ellenére megemelkedtek a **munkához kapcsolódó adó- és járulékbefizetések**, másrészt a lakosság elkölthető jövedelme is nőtt, ami a fogyasztási és jövedelemadóknál érezteti hatását. Így a személyi jövedelemadóból származó bevétel 11,8 százalékkal (202,3 milliárd forinttal) meghaladta az előző évi bevételt, ami a magasabb bériáramlás miatti befizetésnövekedésnek volt köszönhető. A szociális hozzájárulási adó, a szakképzési hozzájárulás, az egészségügyi hozzájárulás és járulékok összesen az előző évhez képest 2,5 százalékkal (114,5 milliárd forinttal) magasabban teljesültek.

A **fogyasztáshoz kapcsolt adókból** származó bevétel az előző évhez képest 5,8 százalékkal (268,5 milliárd forinttal) emelkedett, azonban az éves előirányzat értékétől 1 százalékkal (50,3 milliárd forinttal) alacsonyabban teljesült. Az általános forgalmi adóból származó bevétel 235 milliárd forinttal (7,1 százalékkal) haladta meg az előző évi teljesülés értékét. A befizetések növekedése a belföldi és az import utáni áfabevételeknek köszönhető, amelyet részben kompenzált a dohánytermékek utáni alacsonyabb befizetés. A jövedéki adóból származó bevétel is 4,3 százalékkal alacsonyabb értékben teljesült a módosított előirányzatban szereplő összeghez képest, ami mögött több tényező együttes hatása játszott szerepet. Egyrészt a dohánytermékek utáni bevételek csökkenése, ami a jövedéki adó emelésére adott piaci reakció, másrészt az egyéb termékeknél a népegészségügyi termékadót érintő törvényi változások miatti készletezési hatás, továbbá a kőolaj világpiaci árához kötött jövedéki adó az üzemanyagok esetében, amelynek értelmében az első negyedévet kivéve az alacsonyabb adómérték volt érvényben.

A **gazdálkodószervezetek befizetéseiből** származó bevétel értéke 2017-ben 1,8 százalékkal (29,5 milliárd forinttal) alakult alacsonyabban az azt megelőző évi teljesítéshez képest, valamint 0,9 százalékkal (13,9 milliárd forinttal) maradt el a 2017. évi módosított előirányzat értékétől. A vizsgált bevételek 40 százalékát adó társasági adóbevétel összege 8,5 százalékkal (58,2 milliárd forinttal) maradt el a 2016. évi eredményekhez képest, ami elsősorban a 2017-től hatályos, egységesen 9 százalékos adókulcs alapján meghatározott alacsonyabb adóelőleg-kötelezettségnek volt köszönhető. A fejezeti befizetések további 30 százalékát jelentő egyéb központosított bevételek 7,6 százalékkal haladták meg az azt megelőző évben befolyt összeget, amelyen belül kiemelendő az elektronikus útdíjból származó 173,6 milliárd forint értékű bevétel.

A pontos összehasonlíthatóság érdekében az egyes adóbevételeket a GDP arányában ábráztuk.

25. ÁBRA: AZ EGYES ADÓBEVÉTELEK ALAKULÁSA A GDP ARÁNYÁBAN (SZÁZALÉK)



Forrás: MÁK

Az ábrán látható, hogy az adó- és járulékcsoökkentések következtében a gazdálkodószervek befizetései és a fogyasztáshoz kapcsolt adókból származó tényleges bevételek GDP-arányosan kismértékben elmaradtak az előirányzathoz képest, ám a kedvező gazdasági és munkaerőpiaci folyamatok adóbevétel-generáló hatása eredményeképp a lakossági befizetések, valamint a járulékbefvételek esetében magasabb volt a teljesülés a várt értékhez képest.

Kiadások

A költségvetés központi alrendszerének éves halmozott kiadása 2017-ben 21 107,5 milliárd forint volt, ami 2052,6 milliárd forinttal (10,8 százalékkal) haladta meg az

előző évi eredményt. A növekedés mögött elsősorban a központi költségvetésen belül található költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatokhoz tartozó kiadások 1597,1 milliárd forintos (18,3 százalékos) emelkedése áll. A magyar állam az európai uniós projektek finanszírozására 2017-ben összesen 2555,3 milliárd forintot költött, ami 21,9 százalékkal haladja meg az azt megelőző év kiadásait, valamint 14,1 százalékkal több, mint a módosított előirányzat szerinti érték. Az uniós támogatások hazai kifizetésénél és elszámolásánál a magyarországi szabályrendszert úgy alkották meg, hogy a forrásfelhasználásra jogosult vállalkozások és szervezetek a hazai költségvetés által megelőlegezve forráshoz juthassanak a projektek mielőbbi megkezdése és sikeres befejezése érdekében.

A lakásépítési támogatásokra fordított kiadások értéke összesen 184,7 milliárd forint volt 2017-ben, tehát 36,5 milliárd forinttal (26,6 százalékkal) haladta meg a 2016. évi kiadások összegét. Az eltérés a lakás-takarékpénztári megtakarítások, valamint a 2016 januárjában módosított családi otthonteremtési kedvezményt igénylők számának növekedéséből következett. Az intézkedés a teljes gazdaságra is kedvező hatást fejt ki, ugyanis 2017 folyamán összesen 14 389 lakás épült Magyarországon, ami 44 százalékkal haladta meg a 2016. évi épített lakások számát.

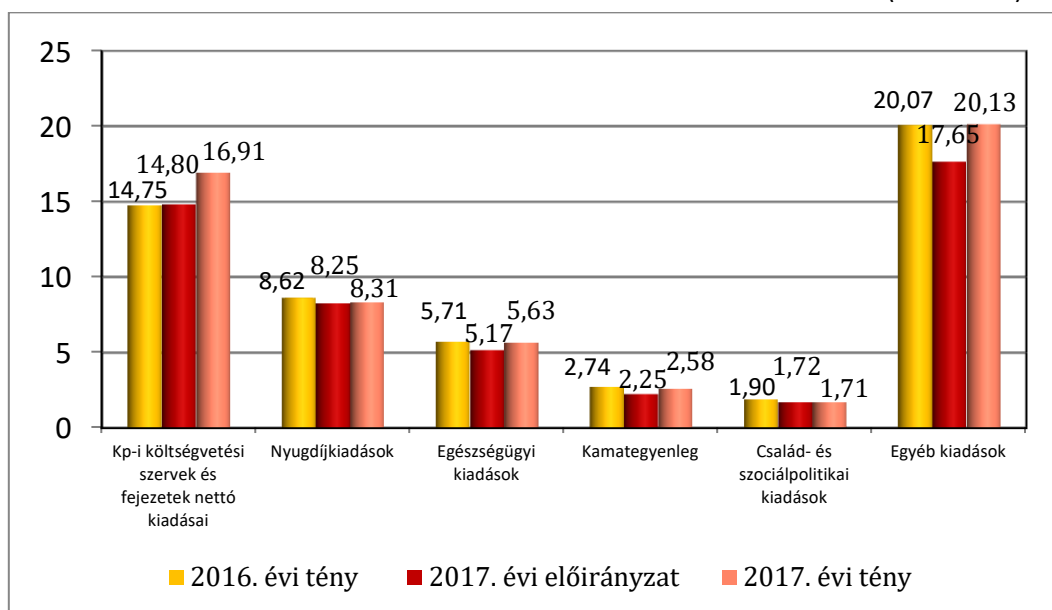
A kedvező gazdasági folyamatoknak és a Kormány intézkedéseinek (például a hatéves bér- és adómegállapodás keretében megemelt minimálbérnek és garantált bérminimumnak, valamint ezzel egy időben a munkaadói adóterhek csökkentésének) köszönhetően 2017-ben rekordot döntött a foglalkoztatottak száma. Az elkülönített állami pénzalapok kiadásain belül a Nemzeti Foglalkoztatási Alap keretében Start munkaprogramokra költött összeg 58,9 milliárd forinttal (18,1 százalékkal) maradt el az éves előirányzat értékétől, továbbá 1,9 milliárd forinttal volt kevesebb a 2016. évi kiadásokhoz képest. A 2017-es előirányzat keretösszege 15 milliárd forinttal alacsonyabban alakult az azt megelőző évi értéknél. A tényleges teljesülés és az előirányzat közötti jelentős különbség annak köszönhető, hogy az év során kétszer is történt átcsoportosítás: először az 1139/2017. (III. 20.) Korm. határozat alapján 40 milliárd forint a közfoglalkoztatásból az elsődleges munkaerőpiacra történő belépés segítése érdekében, majd a 2029/2017. (XII. 27.) Korm. határozat szerint 27,5 milliárd forint más fejezetek részére.

A társadalombiztosítási alapokon belül a nyugellátásokra fordított kiadásokat illetően 2017-ben az előirányzat 109,9 milliárd forinttal haladta meg az azt megelőző évben erre a célra előirányzott összeget. Az elmúlt évben összesen 3172,1 milliárd forintot költött az állam nyugdíjra, ami 20,6 milliárd forinttal (0,7 százalékkal) volt magasabb az előirányzott értéknél, valamint 118,6 milliárd forinttal (3,9 százalékkal) haladta meg az azt megelőző év teljesítését. Az üzemanyagárak 2017 folyamán emelkedésnek indultak, és ez egyéb külső és belső hatások mellett az infláció 2,4 százalékon alakult. Mivel a nyugellátások előirányzata az 1,6 százalékos infláció melletti értéktartást biztosítja, ezért a Kormány novemberben

visszamenőlegesen 0,8 százalékos nyugdíjemelés mellett döntött a nyugdíjjövedelmek vásárlóerejének megtartása érdekében, továbbá az év utolsó negyedében döntött a GDP-növekedésnek köszönhető nyugdíjprémiumról is. Ez az intézkedés 22,5 milliárd forint többletkiadást jelentett a költségvetésnek. A Kormány novemberben döntött a nyugdíjasoknak és a 2017 decemberéig nyugdíjba vonulóknak 10 000 forint értékű Erzsébet-utalvány kiutalásáról, amelyben mintegy 2,7 millió állampolgár részesült, összesen 27 milliárd forinttal növelve a költségvetési kiadásokat.

Az egészségügy terén gyógyító-megelőző ellátások kiadásai összesen 1196 milliárd forintot tettek ki, ami 106,3 milliárd forinttal (9,7 százalékkal) volt több, mint a 2016-os év folyamán elköltött összeg. Az eltérést részben a 2016 őszén megkezdett béremelések okozták, amelyek 2017 novemberétől tovább folytatódtak: az egészségügyi szakdolgozóknál 12 százalékos, az orvosok és szakgyógyszerészek esetében bruttó 100 ezer forint értékű, a szakvizsgával nem rendelkező orvosok és gyógyszerészeknél pedig bruttó 50 ezer forintos béremelés történt. Az egészségügyi intézmények decemberben 49,1 milliárd forint értékben jutottak működési, ösztönző és struktúratámogatáshoz, valamint további 5,5 milliárd forint jutott nagy értékű gyógyszerek beszerzésének támogatására.

26. ÁBRA: EGYES KIADÁSI TÉTELEK ALAKULÁSA A GDP ARÁNYÁBAN (SZÁZALÉK)



Forrás: MÁK

Kamategyenleg és államadósság

2017-ben a kamatbevételek 104,3 milliárd forintot tettek ki, ami 44,3 milliárd forinttal kevesebb, mint egy évvel korábban. A kamatkiadások szintje elérte az 1091,2 milliárd forintot, ami 27,1 milliárd forinttal alacsonyabb, mint 2016-ban. A bevételi és kiadási oldal eredőjeként a kamategyenleg 986,9 milliárd forintnyi nettó kamatkiadást eredményezett, ami 17,3 milliárd forinttal több, mint a megelőző évben. A kamategyenleg az év végén a

2017. évi módosított előirányzathoz képest 128,4 milliárd forinttal magasabb hiányt mutatott.

Az év utolsó napján a központi költségvetés adóssága 26 746,2 milliárd forintot tett ki, szemben a megelőző év azonos időszakának 25 430 milliárd forintos hiányával. A központi költségvetés devizaadósságának részaránya – az adósságfinanszírozás kockázatainak mérséklése érdekében – a 2016. év végi 24,6 százalékos szintről 21,6 százalékra csökkent a teljes adósságon belül. Az MNB közleménye szerint az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számításba vett (maastrichti) adóssága 2017 végén a GDP 72,1 százaléka (27 359 milliárd forint) volt. Ha figyelembe vesszük az Eximbank adósságát is, akkor 1,9 százalékponttal magasabb, a GDP 74 százalékát kitevő adósságmértéket kapunk. Mindkét módszerrel számítva az államháztartás adósságának értéke a GDP százalékában tovább csökkent az előző év azonos időszakához képest (az Eximbank adósságának beszámítása nélkül 1,8 százalékkal, míg azt beszámítva 2 százalékkal). Az államháztartás nettó finanszírozási képessége a GDP –1,9 százalékát tette ki az elmúlt évben. 2016-tól az államadósságnak már nemcsak az Alaptörvénybe foglalt, változatlan árfolyamon számolt bruttó GDP-arányos ráta csökkenésének kell megfelelnie, hanem az Európai Unió adósságszabályának is eleget kell tennünk. Ennek a szabálynak az értelmében az államadósság teljes hazai össztermék 60 százalékát meghaladó részének egyhuzadával kell csökkenteni a GDP-arányos államadósságot, amely a 2017-es eredmények alapján teljesült. Az MNB közleménye óta megjelent hivatalos GDP-adatok alapján számított adósság a GDP 71,7 százalékával egyenlő.

A várható makrogazdasági és fiskális pálya (2018)

Feltevéseink alakulása

A negyedik negyedévben az Európai Unió gazdasága ismét a várakozásoknál jobban teljesített, így a 2018-ra vonatkozó előrejelzésünk szerint az unió gazdasága 2,2 százalékkal bővíülhet. A következőkben áttekintjük, hogy várakozásaink szerint legfőbb exportcélpiaicaink növekedése hogyan alakulhat 2018-ban.

Hazánk legfontosabb külkereskedelmi partnere 2017 negyedik negyedévében is Németország volt. Ide irányult a termékek kivitelének 27,1 százaléka. Ez értékben 10,7 százalékos bővülés az előző év azonos időszakához képest, míg a teljes termékexport növekedése 7,5 százalékos volt. Így tehát elmondható, hogy Németország részesedése a magyar külkereskedelemben a negyedik negyedévben magasabb volt, mint az előző esztendő azonos időszakában. A német gazdaság a negyedik negyedévben a nyers adatok alapján 2,3 százalékkal, míg a szezonálisan kiigazított adatok alapján 2,9 százalékkal növekedett. Várakozásaink szerint a német gazdaság bővülése 2018-ban is a 2017-eshez hasonlóan alakulhat, így a 2 százalékos szintet kismértékben meghaladhatja. A német gazdasági növekedés szempontjából kockázatot jelenthet, hogy az új, hosszás tárgyalások után felálló kormány programja még nem ismert.

A Brexit, illetve az azzal kapcsolatos bizonytalanságok hatása egyre inkább kezd meglátszani a brit gazdaság teljesítményén. A szigetország gazdasága a negyedik negyedévben mindössze 1,1 százalékkal, tehát az uniós tagállamok közül a leglassabb mértékben bővült, míg éves szinten a növekedés 1,7 százalékos volt. Ennek megfelelően arra számítunk, hogy 2018-ban az Egyesült Királyság gazdasági bővülése az ideinél lassabb, az 1 százalékos szintet alig meghaladó lehet.

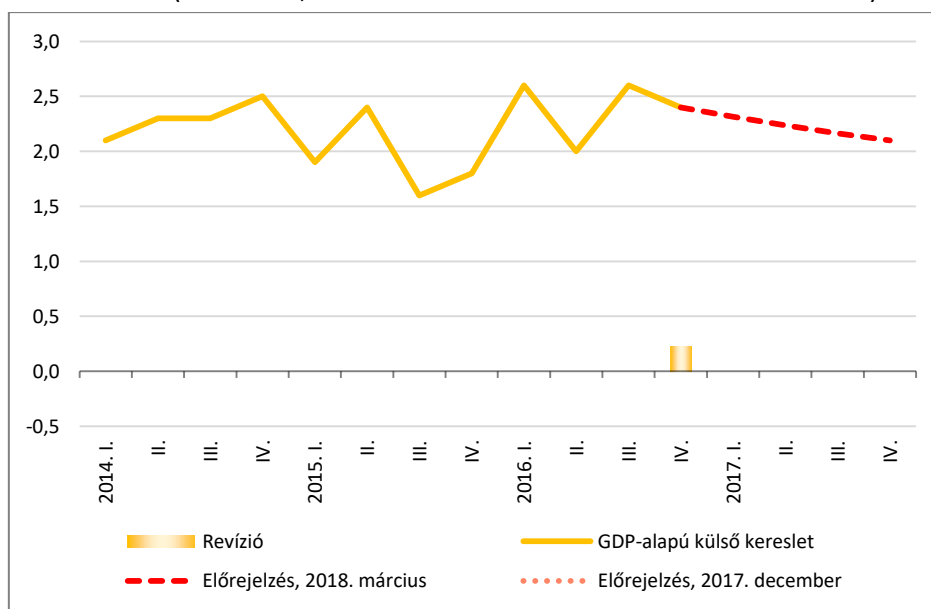
Az unió nagyobb gazdaságai közül érdemes még kiemelni Franciaországot, Olaszországot és Spanyolországot. Franciaország gazdasága a nyers adatok szerint a negyedik negyedévben 2,4 százalékkal, míg éves szinten 1,7 százalékkal bővült. 2018-ra a tavalyihoz hasonló növekedést várunk. Az olasz növekedést nagyban befolyásolhatja a választások nyomán felálló új kormány gazdaságpolitikája. Várakozásaink szerint azonban Olaszország növekedése 2018-ban is szerény marad, kismértékben akár a 2017-es 1,5 százalékostól is elmaradhat. 2017-ben jól teljesített a spanyol gazdaság: a negyedik negyedév 3 százalékos növekedése mellett az év egészét tekintve 3,1 százalékos bővülést regisztráltak. 2018-ban a spanyol gazdaság ismét nagyobb mértékben bővíülhet, mint az unió egésze, így a növekedés mértéke a 3 százalékot alulról súrolhatja.

2017-ben az unióhoz a 2000-es években csatlakozott országok – és azon belül a visegrádi négyek is – az uniós átlagot nagyban meghaladó növekedést értek el. Ehhez az országok

jelentős részében hozzájárult a bérek inflációt meghaladó növekedése. Az unión belül a legnagyobb, éves szinten 7 százalékos növekedést Románia érte el. Várakozásunk szerint keleti szomszédunk átlagot meghaladó bővülése 2018-ban is fennmarad, ám üteme némileg lassul, 5 százalék körül alakulhat. A visegrádi országok közül 2017-ben Lengyelország bővülése volt a legnagyobb, 4,6 százalékos. Becslésünk szerint a lengyel gazdaság növekedése 2018-ban 4 százalékot tehet ki. Csehország gazdasága 2017-ben 4,3 százalékkal növekedett. Prognózisunk alapján a cseh gazdaság bővülése 2018-ban is meghaladhatja a 4 százalékot. Szlovákia bővülése volt a leglassabb 2018-ban a visegrádi országok közül. A tavalyi 3,4 százalékos növekedés után 2018-ra ennél magasabb, 3,5 és 4,0 százalék közötti növekedést valószínűsítünk.

Érdeemes röviden kitérni az Európai Unión kívüli fontosabb külkereskedelmi partnereink növekedésének alakulására is. Legfontosabb partnerországaink közül várhatóan továbbra is Kína növekedése lesz a legjelentősebb, 6,5 százalék körüli. Az Egyesült Államok növekedését pozitívan befolyásolhatja Trump adócsökkentő csomagja, így 2018-ban a 2017-est némileg meghaladó, 2,7 százalékos növekedésre számítunk. Szintén a tavalyinál nagyobb mértékben, 3 százalék felett bővíthet Ukrajna és Szerbia gazdasága. Ezzel szemben az orosz gazdaság növekedése 2 százaléknál valamivel alacsonyabb lehet, míg a svájci gazdaságé 1 és 1,5 százalék között alakulhat várakozásaink szerint.

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



Forrás: Századvég-számítás

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

A Brent típusú olaj ára 2017 júliusa és 2018 januárja között trendszerűen emelkedett, január közepén a hordónkénti 70 dolláros szintet is áttörte, ami hároméves csúcst jelentett. Február első felében ugyanakkor gyors korrekció volt megfigyelhető, az olajár egészen 62 dollárig esett. Március első napjait 64–65 dolláros jegyzésár jellemezte.

A rendkívül nyomott olajárakról történő elmozdulás mellett a globális olajpiaci erőviszonyok terén is jelentős átalakulás rajzolódott ki 2017 folyamán. Az Egyesült Államok olajkitermelése ugyanis 2017 augusztusa és novembere között közel 10 százalékkal emelkedett, és elérte a napi 10 millió, 2018 februárjában pedig a 10,2 millió hordót, amivel az USA a felszínre hozott olajmennyiség tekintetében utolérte Szaúd-Arábiát. Az előrejelzések szerint 2018 végére a kitermelés a napi 11 millió hordót is elérheti, amellyel az ország ebben a mutatóban is világszínvonalra kerülhet.

Az olajárat 2018 folyamán ellentétes hatások együttesen alakíthatják. A globális olajkereslet a Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) előrejelzése szerint 2018-ban napi 1,4 millió hordóval emelkedhet éves összevetésben, amely alacsonyabb a szervezet 2017 végi várakozásainál⁵. A Kőolaj-exportáló Országok Szervezetének (OPEC) államai az utóbbi két évben a piacon egységesen léptek fel, és ez várhatóan 2018-ban sem változik. Az olajkartell országai a publikus adatok alapján oly módon kívánnak támaszt adni az olajáraknak, hogy kitermelésüket még a korábbi megállapodásukban foglaltnál is nagyobb mértékben csökkentik. Az intervenció eredményeként 2017-ben jelentős mértékben, napi 420 ezer hordóval apadt a nemzetközi olajtartalékok szintje, amely még mindig meghaladja az ötéves átlagértékét. Az OPEC fegyelmezett piaci magatartását ugyanakkor ellensúlyozhatja az USA olajkitermelésének rohamos emelkedése, amelyet az országban üzemelő fúrótornyok számának folyamatos növekedése is előrevetít.

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

Időszak	A Brent ára (USD/hordó)
2017Q4	61,7
2018Q1	67,2
2018Q2	64,3
2018Q3	63,6
2018Q4	62,7

Forrás: Reuters, Századvég-számítás

⁵ IEA Oil Market Report, 13 February 2018. <https://www.iea.org/oilmarketreport/omrpublic/> (letöltés: 2018. március 4.)

Az elemzőházak olajra vonatkozó várakozásai jelentős mértékű szórást mutatnak, az előrejelzések alapján 2018-ban a Brent típusú olaj éves átlagára hordónként 50 és 70 dollár között lehet. A határidős indexek 2018-ra 61–67 körüli hordónkénti olajárat vetítenek előre.

A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés

A negyedik negyedévben a gazdaság növekedése 4,4 százalékos volt az előző év azonos időszakához képest, és 4,9 százalékos a szezonálisan és munkanaphatással kiigazított adatok szerint. Ez egyben azt is jelenti, hogy a bővülés üteme meghaladta az elemzői várakozásokat, így a jövőre vonatkozó prognózisunk is optimistább a korábbinál.

2017 végén a külső kereslet alakulása ismét felülmúlta a várakozásokat, így az Európai Unió gazdasága 2,4 százalékkal bővült, míg a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint a növekedés 2,6 százalékos volt. A magyar export 8,3 százalékkal bővült, amely nem tér el jelentősen korábbi várakozásainktól, azt csak kismértékben haladja meg. A negyedik negyedévben a szolgáltatások exportja bővült nagyobb mértékben: itt a növekedés 12,5 százalékos volt, míg a termékeknél 7,5 százalékos. A harmadik negyedév adatait a KSH revidálta, így a korábbi adatokkal szemben akkor is a szolgáltatások kivitelének dinamikája volt erősebb. Az év utolsó három hónapjában az import volumenének bővülése 9,7 százalékos volt, így a külkereskedelmi egyenleg a negyedik negyedévben 0,5 százalékponttal, az év egészében pedig 1,4 százalékponttal fékezte a növekedést.

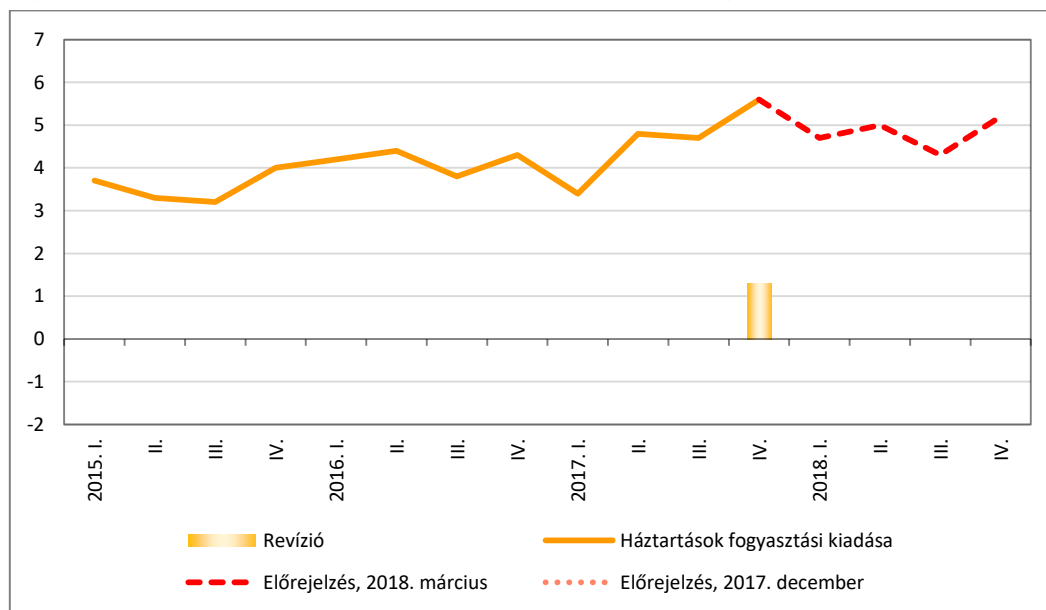
Új előrejelzésünkben idén a kivitel volumenének 5,7 százalékos bővülését várjuk. A külső kereslet emelkedése mellett ehhez hozzájárulhatnak a tavalyi évben végrehajtott beruházások, amelyek elősegíthetik a termelés hatékonyságának és volumenének növekedését. Prognózisunk szerint az import növekedése 6,0 százalékos lehet. A kedvező külkereskedelmi folyamatokat alátámasztják a januári előzetes külkereskedelmi termékforgalmi adatok is, amelyek az export értékének 9,7, illetve az import értékének 9,3 százalékos növekedéséről számolnak be. Ez egyben azt is jelenti, hogy a külkereskedelmi mérleg alakulásának hatása a GDP-re 2018-ban semleges lehet, legfeljebb kismértékben fékezheti a növekedést.

A külső keresletet övező kockázatok közül a legjelentősebbeknek a Brexit alakulását, az Európa több nagy országában (Olaszország, Németország) felálló kormányok gazdaságpolitikáját, illetve az Egyesült Államok által elindított vámháború esetleges hatásait látjuk.

A háztartások fogyasztási kiadásai a negyedik negyedévben a várakozásoknál nagyobb mértékben, 5,6 százalékkal bővültek. Ez tehát azt jelenti, hogy a háztartások a növekvő rendelkezésre álló jövedelmükből az év utolsó negyedében elkezdtek egyre többet fogyasztásra fordítani. A fogyasztás negyedik negyedéves növekedéséhez hozzájárulhatott a novemberben kifizetett nyugdíjkorrekció és nyugdíjprémium is. A nyugdíjkorrekció beépül a

nyugdíjba, így a nyugdíjasok jövőbeni fogyasztását is kedvezően befolyásolja. Tekintettel a fogyasztási hajlandóság növekedésére és az inflációt az idén is érdemben meghaladó béremelésre, a fogyasztás esetében éves szinten 4,8 százalékos növekedést várunk. Ez részben magyar termékek és szolgáltatások vásárlásában csapódik le, így hozzájárul a gazdasági növekedéshez. A fogyasztás 2018-ban is várható dinamikus bővülését jelzi előre a kiskereskedelmi forgalom januári 7,5 százalékos volumennövekedése.

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



* Nyers adatokból számított volumenindexek.

Forrás: KSH, Századvég-számítás

A beruházások növekedési üteme a negyedik negyedévben elmaradt a várakozásoktól, ugyanakkor így is jelentős, 13,1 százalékos volt. Tekintettel azonban arra, hogy az uniós források felhasználása várhatóan 2018-ban is gyorsan halad majd, ezért a beruházások szintjének további emelkedésére számítunk. Ehhez hozzájárulhatnak a magánvállalatok saját forrásból (és banki hitelből) történő beruházásai is, amelyet a globálisan alacsony kamatkörnyezet és a kedvező konjunkturális kilátások segítenek elő. Így összességében 2018-ban a beruházások 7,2 százalékos növekedésére számítunk. Ugyanakkor fontos kiemelni, hogy a beruházások kapcsán jelentős korlát a munkaerőhiány, amely az építőipart is egyre inkább sújtja. Ugyanakkor a 2019-es beruházások kapcsán kockázatot jelent az is, hogy a lakásépítések kedvezményes áfakulcsa csak 2019 végéig van érvényben, így a lakásépítések várhatóan lekötik majd az építőipar kapacitását, tehát más beruházásokra is negatívan hat az áfacsökkentés esetleges kifuttatása. Emiatt, valamint a lakásállomány minőségének javítása és az építkezések hosszú átfutási ideje miatt javasolható az áfacsökkentés meghosszabbításának mielőbbi eldöntése.

Bár a kormányzati kiadások volumene az utolsó negyedévben 8,8 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest, éves szinten a mutató 0,4 százalékkal zsugorodott. 2018-ra e mutató tekintetében 1,0 százalékos bővülést várunk.

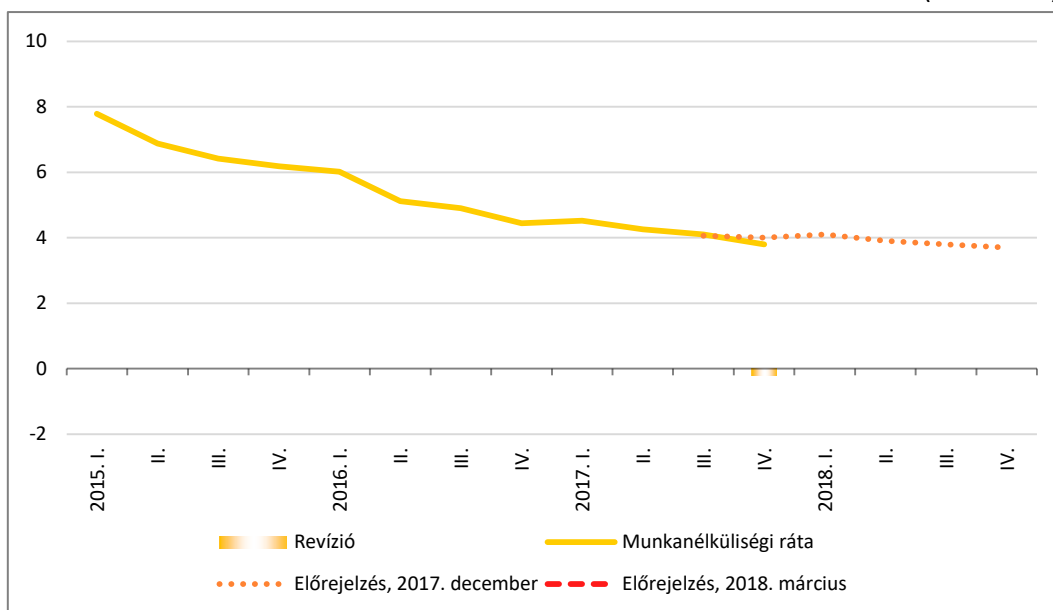
A fenti tényezőket összegezve várakozásaink szerint a magyar gazdaság teljesítménye 2018-ban 4,1 százalékkal bővülhet.

Érdemes röviden összefoglalnunk a GDP alakulását befolyásoló – részben már ismertetett – legfontosabb kockázati tényezőket. Ezek a következők:

- Mezőgazdaság: Magyarországon a mezőgazdaság teljesítménye az időjárás alakulásának függvényében meglehetősen volatilis: 2016-ban 0,4 százalékponttal növelte, míg 2017-ben 0,3 százalékponttal csökkentette a növekedési ütemet.
- Külső kereslet: a Brexit-tárgyalásokkal kapcsolatos bizonytalanság mellett az újonnan felálló olasz és német kormány gazdaságpolitikája, valamint Trump protekcionista lépései jelenthetnek kockázatot a növekedés alakulására.
- Az új magyar Kormány gazdaságpolitikája: kockázatot jelent, hogy folytatódik-e a jelenlegi gazdaságpolitika, vagy az újonnan felálló kabinet más irányú lépéseket hoz.
- Munkaerőpiaci folyamatok: a magas növekedés fenntartásához egyrészt szükség van a foglalkoztatottak számának további bővítésére (és így a munkaerőhiány kezelésére), másrészt a dinamikus bérnövekedés fenntartására.
- Olajár: magasabb olajár nagyobb inflációhoz és alacsonyabb növekedéshez vezet.

Várakozásaink szerint a foglalkoztatottak száma a tavalyi 4,42 millió főről idén 4,45 millió 4,46 millió főre emelkedhet. A lassuló foglalkoztatásbővülés oka kettős: egyrészt demográfiai okokból kifolyólag az aktivitási ráta növekedése elmarad a vállalatok munkakeresletének növekedésétől, másrészt az állami szféra várható leépítései, valamint a közfoglalkoztatásban dolgozók számának csökkenése nem javítja a statisztikai adatokat, azonban kedvezőbb munkaerőpiaci helyzetet teremt hazánkban. A közfoglalkoztatottak száma a tavalyi év 40 ezer fős állománycsökkentését követően további 30 ezer fővel csökkenhet, akik várhatóan az elsődleges piacon helyezkednek majd el. Így az elsődleges munkaerőpiacon foglalkoztatottak száma idén 48 ezer 24 ezer fővel emelkedhet.

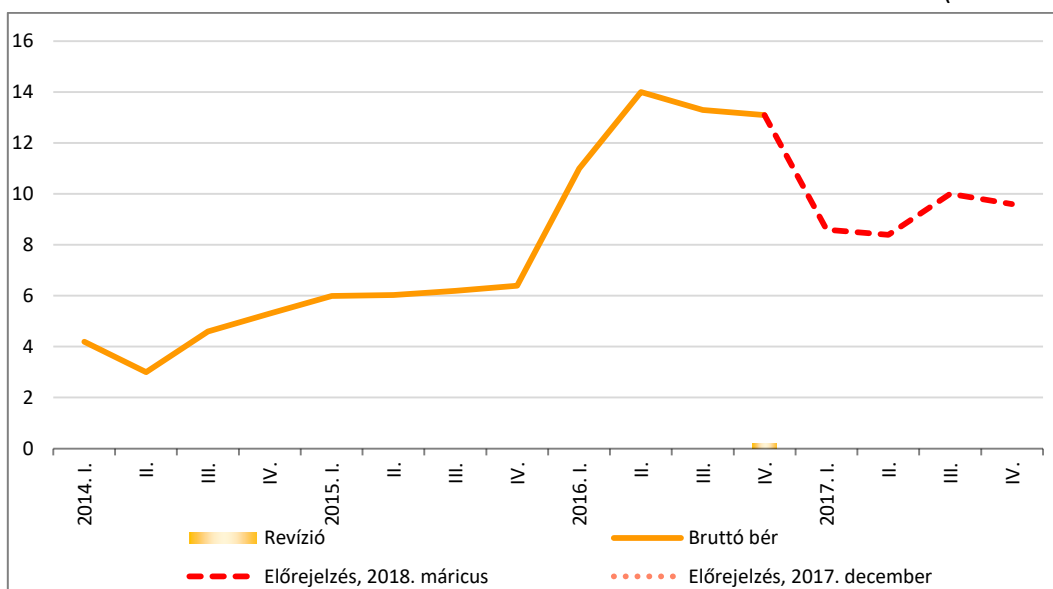
29. ÁBRA: MUNKANÉLKÜLISÉGI RÁTÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK (SZÁZALÉK)



Forrás: Századvég-számítás

Előrejelzésünk szerint a munkanélküliségi ráta a 2017-es 4 százalékos rekordalacsony szintről csak lassan csökkenhet tovább 2018-ban 3,7 százalékra. Várakozásunk szerint azonban egyre mérséklődhet a strukturális munkanélküliség, a tartósan állástalanok aránya, így a gazdaság lassan elérheti a teljes foglalkoztatottságot, amikor már csak súrlódásos vagy átmeneti munkanélküliség jellemezheti a munkaerőpiacot. Azonban, ha Csehországhoz hasonlítjuk a hazai adatokat, akkor elmondható, hogy közel 300 ezer álláshely hiányzik a magyar gazdaságban, amelyhez a csehországitól továbbra is elmaradó aktivitás bővülése biztosíthatja a fedezetet.

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



Forrás: Századvég-számítás

Várakozásaink szerint a nettó bérek a tavalyi 12,9 százalék után idén 9,2 százalékkal emelkedhetnek. A bérekre ható kedvező tényezők közül az egyre több ágazatot (pl. kiskereskedelem, feldolgozóipar, IT, építőipar) érintő munkaerőhiány bérfelhajtó hatását, a közszférában (például: egészségügy, felsőoktatás, rendvédelmi dolgozók) és az állami vállalatoknál végrehajtandó béremeléseket, a minimálbér 8 százalékos, illetve a garantált bérminimum 15 százalékos emelését, valamint a szociális hozzájárulási adó 2,5 százalékpontos csökkentését említhetjük idén. A lassan emelkedő inflációt is figyelembe véve a nettó reálbérek a tavalyi 10,3 százalék után az idei évben 6,4 százalékkal emelkedhetnek.

Az infláció az elmúlt időszakban a várakozásoknál némileg alacsonyabb volt. A fogyasztóiár-index decemberben és januárban 2,1 százalékos, februárban pedig 1,9 százalékos volt. Várakozásaink szerint azonban a pénzromlás mértéke az év további részében ennél magasabban alakul, de éves átlagban így is elmarad a 3 százalékos inflációs céltől. Prognózisunk szerint az infláció értéke 2018-ban 2,6 százalékos lesz, tehát a jegybank inflációs célsávjában tartózkodik majd. Várakozásaink szerint a maginfláció az idén 2,8 százalékos lehet.

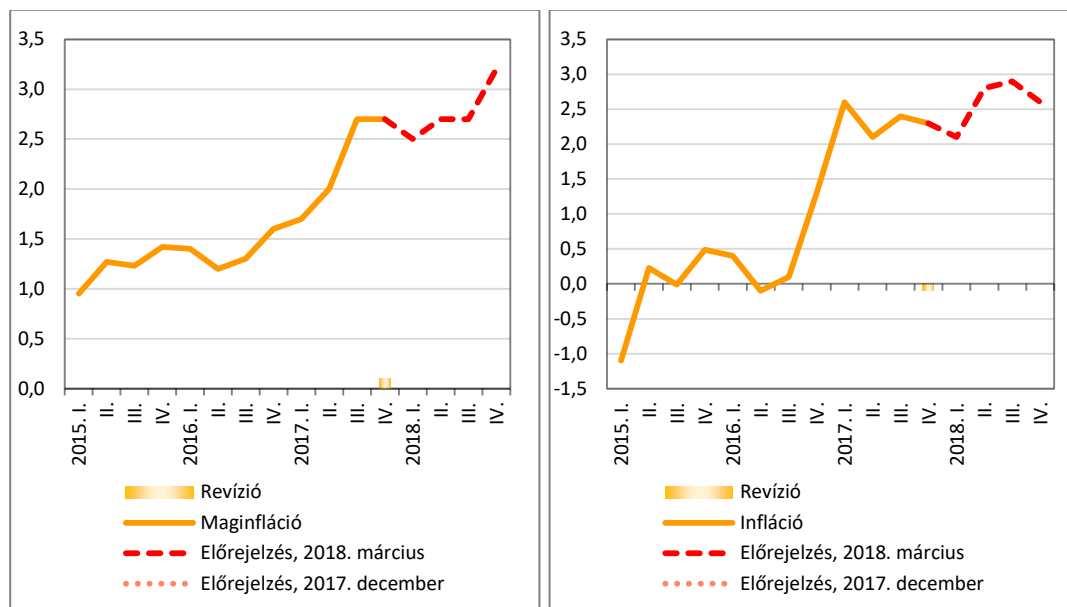
Az infláció kapcsán is érdemes röviden összefoglalni a kockázati tényezőket. Ezek a következők:

- A mezőgazdaság eredményének alakulása: egy-egy mezőgazdasági termék esetében az alacsonyabb termés magasabb árakat eredményezhet. Szintén magasabb árakat eredményezhet egy-egy állat- vagy növénybetegség.
- Az alacsony külső inflációs környezet várhatóan a jövőben is jelentősen hozzájárul az alacsony inflációhoz, ám a külső infláció növekedése gyorsíthatja az inflációt.
- Olajárak: az olaj árának alakulását nem lehet pontosan előre jelezni, azt a piaci folyamatok mellett a termelő országok megállapodásai is befolyásolják. Ennek megfelelően az olajárak emelkedése magasabb inflációt eredményezhet.

Prognózisunk szerint az alapkamat szintje 2018-ban változatlan marad. Amennyiben monetáris szigorítás történik, az is először a nem konvencionális eszközök kivezetésén keresztül valósulhat meg. A magyar monetáris kondíciók kapcsán az Európai Központi Bank monetáris kondícióinak alakulása lényeges kérdés. A magyar monetáris politika várhatóan csak akkor szigorít majd, ha az EKB is kamatot emel. Ez azonban várakozásaink szerint 2019 végéig nem várható, annak ellenére sem, hogy a világon és a régióban már több jegybank (amerikai, cseh, román) szigorított monetáris politikáján.

Fontos kiemelni, hogy amennyiben a nemzeti bank a jövőben szigorítja monetáris politikáját, akkor sem várható a kamatok érdemi emelkedése, és a reálkamatláb továbbra is negatív marad.

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



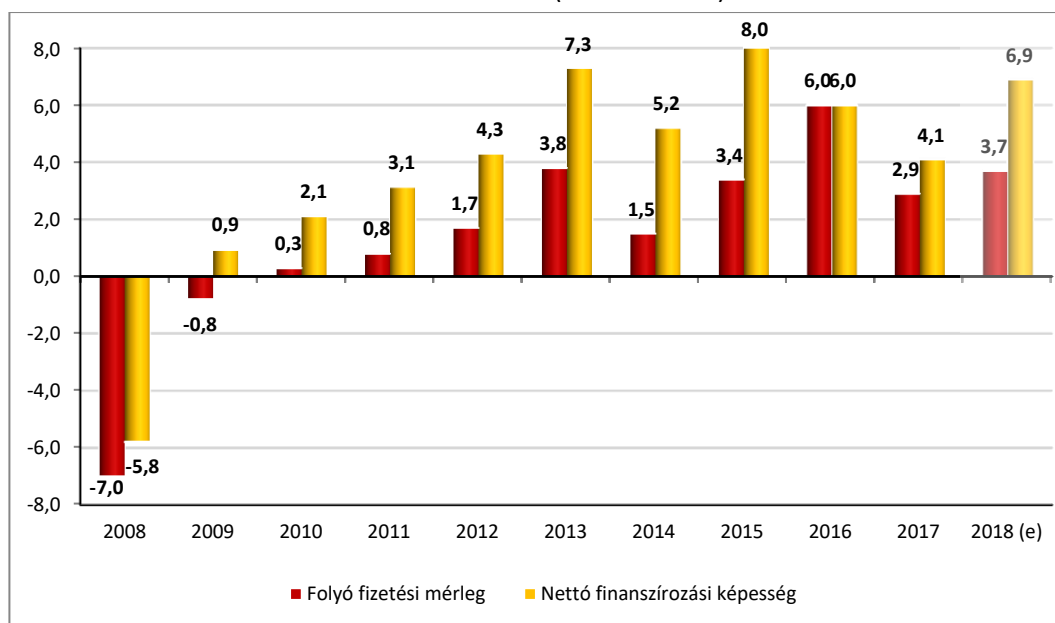
Forrás: MNB, Századvég-számítás

A külső egyensúly várható alakulása

A továbbra is nagyon kedvező külső környezetet figyelembe véve idén az export növekedése 5,7 százalékos lehet. Itt egyúttal figyelembe vettük a beruházások hatásait is. Az exportnövekedés jövőre ennél kismértékben alacsonyabb, 5,5 százalékos lehet. Az importnál a beruházások, valamint az kivitel importigénye miatt 6,0 százalék lehet idén a növekedés, míg jövőre 5,0 százalékos. Ennek következtében tehát a külkereskedelmi egyenleg idén még nem, de jövőre már újra érdemben hozzá tud járulni a gazdasági növekedéshez.

Az import vonatkozásában tehát az idei évi magasabb előrejelzést a tovább élénkülő belső kereslet húzza. A felfutó fogyasztás, az erősebb beruházások indukálta nagyobb importkereslet és a külső kereslet jelentős javulása, valamint az uniós támogatások lehívása élénkülésének eredőjeként a nettó finanszírozási képesség erősödését várjuk. Összességében a 2018. évre 6,9 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet prognosztizálunk.

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



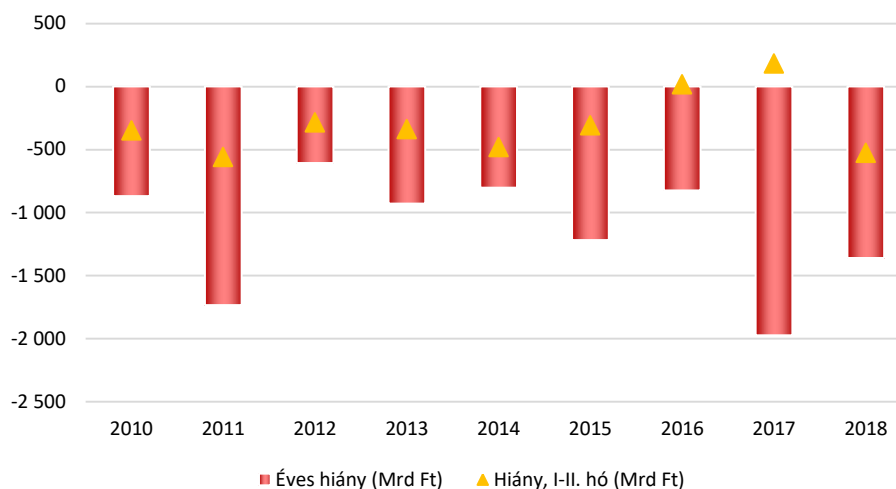
Eurostat, Századvég-számítás

Az államháztartási helyzet prognózisa

Az év első két hónapjában az államháztartás központi alrendszere 526,6 milliárd forint hiánnyal zárt. A központi alrendszer eredménye a központi költségvetés 599,5 milliárd forintos hiányából, illetve a társadalombiztosítás pénzügyi alapjainak 52,8 milliárd forint értékű és az elkülönített állami pénzalapok 20,1 milliárd forintos többletéből adódott.

Az idei és a tavalyi év eredményét összehasonlítva a költségvetési kiadásokon belül az uniós programok megelőlegezése, valamint a Modern Városok Program projektjei kifizetéseinek fellendülése játszottak döntő szerepet a negatív egyenleg alakulásában. A Nemzetgazdasági Minisztérium közlése szerint a bevételi oldalon a gazdaság jó teljesítményéből és a kormányzat által meghozott intézkedésekből fakadó pozitív hatások voltak érezhetőek, míg a kiadási oldalt leginkább a 2014–2020-as uniós programok megvalósításának jelentős mértékű hazai előfinanszírozása (492 milliárd forint értékben), valamint a magyar emberek helyzetét javító egyes társadalompolitikai intézkedések (lakásépítési támogatások, nyugellátásra fordított összegek) határozták meg.

33. ÁBRA: A KÖZPONTI ALRENDSZER ELSŐ KÉTHAVI HIÁNYÁNAK ALAKULÁSA 2010 ÉS 2018 KÖZÖTT



Forrás: NGM, MÁK

A fejezet következő részében a rendelkezésre álló januári részletes adatokat az éves előirányzattal és a megelőző év azonos időszakával hasonlítjuk össze. A 2018. év egészére vonatkozó költségvetési előrejelzésünket az eddigi teljesülések áttekintésével párhuzamosan tesszük, az azonosított (pozitív és/vagy negatív) kockázatokat és azok becsült mértékét részletesen taglaljuk. Tekintve, hogy az első havi adatokból megalapozott következtetéseket nem lehet levonni, ráadásul az elmúlt évekhez hasonlóan a kiadások és a bevételek teljesülésének időben eltérő eloszlása miatt a hiány pályájának lefutása idén sem időarányos, éves prognózisunkat a 2017. évi tényadatokra, valamint az aktualizált makrogazdasági előrejelzésünkre építve készítettük.

Bevételek

A központi alrendszer január havi 1572 milliárd forint bevétele 137,2 milliárd forinttal (9,6 százalékkal) haladja meg a tavalyi év első hónapjában beérkező összeget. A megnövekedett bevételbeáramlás egyrészt a központi költségvetés bevételeinek 114,3 milliárd forintos (12,5 százalékos) emelkedésének, másrészt a társadalombiztosítási alapokhoz tartozó tételek bevételi összegének 37,9 milliárd forint értékű (8,1 százalékos) növekedésének köszönhető. Az elkülönített állami pénzalapok bevételeinek alakulása 14,8 milliárd forinttal mérsékelte a központi alrendszer bevételeit az előző év azonos időszakához viszonyítva.

Központi költségvetés

A gazdálkodói szervek befizetései az előző évi teljesítés 49,6 százalékát érték el az első hónapban, ami leginkább a társasági adó alakulásának köszönhető. A társasági adóból származó bevétel 2018 első hónapjában jelentős negatív értéket ért el (-29,1 milliárd forint),

ezáltal az előző évi eredménytől összesen 41,6 milliárd forinttal maradt el. Ez az alulteljesülés a 2017. évi adóelőleg-kiegészítést érintő rendelkezések 2018 januárjára történő áthúzódásával magyarázható. A társasági adóból származó bevételeknél az előirányzatban szereplő összeg mindössze az előző évi előirányzat értékének 61 százalékára tehető, amelyben jelentős szerepe van a 9 százalékra csökkentett társaságiadó-kulcsnak, valamint a 2017 folyamán befejeződött növekedési adóhitel-befizetések kiesésének. A 2017 elején életbe lépő, egységesen 9 százalékra csökkentett társasági adó mellett a kedvező gazdasági folyamatok adóbevétel-generáló hatásait is figyelembe véve kivetítésünk alapján 11 milliárd forintnyi pozitív kockázatot azonosítunk a társaságiadó-bevételek esetében a 2018. évi előirányzat értékéhez képest.

A reklámadó 2018. évi előirányzatának összegét 14 milliárd forintban határozták meg, azonban a tavalyi évben megfigyelt eredményekhez hasonlóan idén is az előirányzattól való jelentős mértékű (23,8 milliárd forintos) alulteljesítésre számítunk. A reklámadóról szóló törvényt 2017-ben módosították – az Európai Bizottság határozatát figyelembe véve –, amelynek következtében a 2014-től 2017. május 31-ig befizetett adó mértékét az állam visszatéríti az adóalanyok részére. Ez a folyamat az előzetes várakozások szerint 4 évig tarthat, így 2018. első hónapjában a reklámadó értéke –516,6 millió forinttal csökkentette a gazdálkodószervezetek befizetéseinek összegét.

A kisadózók tételes adója és a kisvállalati adó esetében elfogadjuk az előirányzat értékét, ugyanis az előirányzat figyelembe veszi az előbbi adónemnél a 2017. évi értékhatár-emelő jogszabályváltozás hatását, míg az utóbbi adónemnél a 2018 januárjától 14 százalékról 13 százalékra csökkenő adókulcs csökkenésének, ugyanakkor az adózói létszám növekedésének hatásait. A 2018. januári teljesülés alapján mindkét adónem bevételei jelentős mértékben meghaladták (a kisadózók tételes adójánál 44,2 százalékkal, a kisvállalati adónál 66,8 százalékkal) az előző év azonos időszakában mért eredményeket.

Az egyéb központosított bevételek megfigyelt tendenciája alapján 2018-ra nézve az előirányzott bevételekhez képest becslésünk alapján 19,3 milliárd forint pozitív kockázatot azonosítottunk.

A fogyasztáshoz kapcsolt adóbevételek 2018 első hónapjának eredményei alapján 22,8 százalékkal haladták meg az előző év azonos időszakához viszonyított teljesülést. A fogyasztás (és így a hozzá kapcsolódó adóbevételek) növekedésének az alapját a háztartások számára rendelkezésre álló jövedelem dinamikus bővülése adja, amelyben meghatározó szerepe volt a 2016-ban megkötött hatéves bér- és adómegállapodás keretében végrehajtott intézkedéseknek. A minimálbér és a garantált bérminimum további (8 százalékos, illetve 12 százalékos) emelésének, továbbá a közsférában megkezdett életpályamodellek és a célzott ágazati béremelések eredményeképp idén is tovább bővül a háztartások jövedelme. Az éttermi étkezés áfája 2018-ban tovább csökkent (18 százalékról 5 százalékos mértékre), azonban idén új adónemként bevezették a 4 százalékos turizmusfejlesztési hozzájárulást,

amelytől 2018-ra 11,4 milliárd forint bevételt vár az állam. A fogyasztáshoz kapcsolt adóbevételek idei előirányzatának összege 6,8 százalékkal haladja meg a 2017-es előirányzat értékét, azonban figyelembe véve az egyes adónemek várható dinamikáját, előrejelzésünkben a várt bevételekhez képest 11,5 milliárd forint negatív kockázatot azonosítunk.

A lakosság befizetései 2018 januárjában 17,3 százalékkal magasabb értéken teljesültek az előző év azonos időszakának eredményéhez képest, ami a személyijövedelemadó-bevételek 17,6 százalékos (30,9 milliárd forintos) növekedésének köszönhető. A költségvetési politikában továbbra is érvényesül a gyermeket nevelő családok támogatása:

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

A családok támogatása mellett a munkabért 2018-ban is Európa egyik legalacsonyabb személyijövedelemadó-kulcsa (15 százalék) terheli. A kedvező munkaerőpiaci folyamatok (rekordalacsony munkanélküliség, növekvő bruttó bérek) mellett a lakosság befizetéseinél az előirányzat értékét alulbecsültnek tartjuk, és 15,4 milliárd forint pozitív kockázatot azonosítunk.

Kiadások

A központi alrendszer január havi kiadásai 1764,9 milliárd forint összegben teljesültek, ami 453,5 milliárd forinttal magasabb, mint az előző év azonos időszakában. Az emelkedés legnagyobb részét a központi költségvetés – azon is belül a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok – január havi magasabb kiadása magyarázza. Az év első hónapjában a szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok uniós kiadásai 255,9 milliárd forinttal haladták meg az előző évi értéket. Ez az év eleji magas kiadás a 2014–2020-as uniós költségvetési időszakhoz köthető programoknak köszönhető.

A közszolgálati műsorszolgáltatás és a szociálpolitikai menetdíj-támogatás kiadása közel azonos az elmúlt év januári összeggel. A lakásépítési támogatások kiadásai januárban 12 milliárd forinttal magasabb értékben teljesültek az előző év azonos időszakához képest, amelyben jelentős szerepet játszik, hogy a korábbi évtől eltérően december helyett januárban teljesültek a kiutalások. Továbbá a lakás-takarékpénztári megtakarítások és a családi otthonteremtési kedvezményt igénybe vevők száma, az árfolyam, a referenciahozamok, valamint a további konstrukciókat igénybe vevők létszámának alakulása is befolyásolta a kifizetéseket.

A központi költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok alakulása

Költségvetési szervek kiadásai

2018 első hónapjában a központi költségvetési szervek bevételei 61 százalékkal, azaz 104,7 milliárd forinttal alakultak magasabban, mint a megelőző év azonos időszakában. Az intézmények bevételei közül a következők jelentősebb tételek emelhetők ki:

- 115,7 milliárd forint a 2014–2020-as kohéziós operatív programok előirányzat-felhasználási számlájáról közvetlenül érkezett bevétel a különböző projektek támogatási előlegeként;
- 69,9 milliárd forint a Nemzeti Egészségbiztosítási Alapkezelő által az egészségügyi intézményeknek utalt támogatás.

A központi költségvetési szervek kiadásai januárban 413,5 milliárd forintot tettek ki, ami 51 milliárd forinttal (14,1 százalékkal) haladta meg a 2017. januári adatot. A kiadások legnagyobb része (252,5 milliárd forint) személyi juttatásokra és szociális hozzájárulási adóra, valamint a munkaadókat terhelő járulékokra kifizetett összeg volt, ami 19,6 milliárd forinttal haladta meg az előző évi ilyen jellegű kiadásokat.

Szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásai (hazai)

A szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok hazai forrásból származó bevételei 14,4 milliárd forinttal, több mint háromszor akkora mértékben teljesültek, mint egy évvel korábban, amely különbség jelentős mértékben visszautalásoknak, visszafizetéseknek köszönhető. Az alsorhoz kapcsolódó kiadások januárban összesen 209 milliárd forintot tettek ki, ami 75,6 százalékkal meghaladja a bázisidőszak értékét. Érdemes megemlíteni a legjelentősebb tételeket:

- 73,4 milliárd forint a vidéki nagyvárosok fejlődését és modernizálását célzó Modern Városok Program keretében kifizetett összeg;
- 25,6 milliárd forint kifizetés normatív finanszírozásra (köznevelési célú támogatásokra);
- 13,6 milliárd forint utalás a „közúthálózat fenntartás és működtetés” törvényi sorról;

- 10,6 milliárd forint kifizetés az „Egyházi alapintézmény-működés, SZJA rendelkezés és kiegészítése” törvényi sorról;
- 9,3 milliárd forint folyósítása az „Autópálya rendelkezésre állási díj” törvénytörvénysorról.

Szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok uniós kiadásai

Az uniós programok előirányzatain összesen 327,9 milliárd forint kifizetés történt 2018 első hónapjában, ez az éves előirányzat 13,6 százalékának teljesítését jelentette. A kiadások három operatív program között oszlottak meg:

- 118,9 milliárd forint a társadalmi felzárkózási és népesedési kihívások kezelésére létrejött Emberi Erőforrás Fejlesztési Operatív Programra;
- 89,2 milliárd forint a közlekedési lehetőségek bővítését, valamint a közlekedési infrastruktúra fejlesztését és korszerűsítését célzó Integrált Közlekedésfejlesztési Operatív Programra;
- 53,1 milliárd forint a hazai kis- és középvállalkozások versenyképességének fejlesztését, valamint a foglalkoztatás bővülését (a versenyképes munkahelyek létrehozásán keresztül) célzó Gazdaságfejlesztési és Innovációs Operatív Programra.

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

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

- az egyetemes szolgáltatóval egyetemes szolgáltatói jogviszonyban álló lakossági fogyasztó részére a juttatás összege 12 000 forint, kivéve
 - a 20 m³/h alatti gázmérővel rendelkező fogyasztói közösség esetében, ugyanis ekkor 24 000 forint a juttatás összege, függetlenül attól, hogy az adott fogyasztói közösség hány vételezői taggal rendelkezik, valamint
 - a 20 m³/h vagy afeletti gázmérővel rendelkező fogyasztói közösség esetében, ugyanis ekkor 120 000 forint a juttatás összege, függetlenül attól, hogy az adott fogyasztói közösségnek hány vételezői tagja van.

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

A **közfoglalkoztatásra (Start munkaprogramra) költött kiadások** 2018. évi előirányzata 225 milliárd forint, ez az előző évi keret 84,5 százaléka. A javuló munkaerőpiaci feltételek, valamint a kormányzat által bevezetett ösztönzők, aktív munkaerőpiaci támogatások révén a közfoglalkoztatásból nagyobb számú elsődleges munkaerőpiaci átlépésre számítva a kiadásokban **25 milliárd forint értékű megtakarítást** azonosítunk az előirányzathoz képest.

A kedvező gazdasági folyamatokra tekintettel az Idősügyi Tanács javaslatára a Kormány **10 000 forintos Erzsébet-utalványt** juttat a nyugdíjasoknak 2018 márciusában, ami várhatóan **27 milliárd forint többletkiadást** eredményez a költségvetésben.

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

Kamategyenleg

A kamatbevételek az év első hónapjában 19 milliárd forintos szintet érték el, a kamatkiadások pedig 42,7 milliárd forintot tettek ki, így a nettó kamatkiadás összességében 23,7 milliárd forinton állt. A januári kamategyenleg 15,3 milliárd forinttal lett kevesebb az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva, ami a kamatfizetések éven belüli eltérő lefutásával magyarázható.

Az államadósság forint–deviza arányából és a fix–változó arányból készített becslésünk mellett figyelembe vette intézetünk a megújuló kötvényeket és a teljes hátralévő futamidőt, így 2018-ra 21,8 milliárd forinttal alacsonyabb kamatkiadást várunk, mint ami az előirányzatban szerepel.

Egyenleg és államadósság

A 2017. évi költségvetésben szereplő bevételi és kiadási előirányzatok vizsgálata után prognózisunk a költségvetési törvényben előirányzott 2,4 százalékos GDP-arányos deficittől 0,1 százalékponttal kedvezőbb, 2,3 százalékos hiányt tartalmaz.

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

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	6,6	0,02%
Fogyasztási adók	-11,5	-0,03%
Lakossági befizetések	15,4	0,04%
Bevételi oldali kockázatok	10,5	0,03%
Start munkaprogram	-25,1	-0,06%
Nettó kamatkiadások	21,8	0,05%
Téli rezsicsökkentés	40	0,1%

Erzsébet-utalvány	27	0,07
Kiadási oldali kockázatok	63,7	0,16%
Központi alrendszer egyenlege	3,5	0,01%
Önkormányzati alrendszer egyenlege	53	0,13%
ESA-híd	0	0%
Összesen	56,5	0,14%

Forrás: Századvég-számítás

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

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

Intézetünk előrejelzése szerint a 2017. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re és a költségvetési hiányra vonatkozó, a KESZ-állomány 2017. december 31-i szintjével kalkulálva – 2018 végére a GDP 70,1 százalékára csökkenhet. Az Alaptörvényben meghatározott adósságszabály, valamint a stabilitási törvényben szereplő hiánykritérium teljesítése mellett az államháztartás várhatóan az adósságrátára vonatkozó európai uniós költségvetési szabályokat is teljesíteni tudja. Az EU adósságszabálya előírja, hogy az adott tagállam maastrichti adóssága nem haladhatja meg a GDP 60 százalékát, vagy amennyiben mégis meghaladja, akkor az adósság mértékét az ún. egyhuzados szabálynak megfelelően csökkenteni kell. Ennek számítására az Európai Bizottság háromféle módszert is alkalmaz (előretekintő, visszatekintő és ciklikus), amelyek közül elég az egyik módszer szerint teljesülnie az elfogadáshoz. Az elmúlt évek tényadatai és a 2018-ra vonatkozó becslésünk alapján úgy a visszatekintő módszer szerint, mint az előretekintővel számolva (2 százalékponttal) teljesül az adósságszabály.

Táblázatok

6. táblázat: Előrejelzés negyedéves bontásban

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

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás