

# **Makrogazdasági elemzés és előrejelzés a Költségvetési Tanács részére**

**2018. május**

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

*A tanulmány a Költségvetési Tanács megbízásából készült.*

*A jelentést Regős Gábor makrogazdasági kutatási csoportvezető szerkesztette.*

*A jelentés egyes részeit készítette: Horváth Diána, Isépy Tamás, Molnár Dániel, Pálvölgyi Zsigmond, Regős Gábor, Verba Zoltán és Wittich Zoltán.*

*Az előrejelzéshez felhasznált adatbázis március 8-án zárult le.*

# Tartalomjegyzék

<b>Előszó .....</b>	<b>1</b>
<b>Vezetői összefoglaló .....</b>	<b>2</b>
<b>Nemzetközi Környezet .....</b>	<b>5</b>
<i>A beruházások váltak a gazdasági növekedés motorjává .....</i>	<i>5</i>
<i>Tovább nőtt a szakadék az EKB és a Fed kamatpolitikája között .....</i>	<i>7</i>
<i>A konjunktúra miatt javul a költségvetési egyenleg az Európai Unióban.....</i>	<i>11</i>
<i>Tovább nőhet az államadósság az USA-ban az új költségvetés révén.....</i>	<i>15</i>
<i>Az infláció változatlanul elmarad az EKB 2 százalékos céljától.....</i>	<i>17</i>
<b>A magyar gazdaság jelenlegi helyzete és rövid távú kilátásai .....</b>	<b>19</b>
<i>Az újonnan beérkező adatok a vártnál kisebb növekedést mutatnak .....</i>	<i>23</i>
4 százalékkal nőtt a magyar gazdaság 2017-ben .....	23
Újabb rekordok a hazai munkaerőpiacon .....	27
Az infláció lassú növekedésnek indult Magyarországon.....	30
2017-ben nem változott az alapkamat, de nem konvencionális lépések történtek.....	34
<i>Folytatódhat a magyar gazdaság növekedése .....</i>	<i>39</i>
<b>A külső és belső egyensúlyi helyzet értékelése és várható alakulása .....</b>	<b>46</b>
<i>Tovább csökkent az államadósság devizaaránya .....</i>	<i>48</i>
<i>2017-ben 2,0 százalék volt a GDP-arányos deficit .....</i>	<i>52</i>
Bevételek.....	53
Kiadások .....	54
Kamat egyenleg és államadósság.....	55
<i>2018-ban 2,3 százalék lehet a költségvetési deficit .....</i>	<i>56</i>
Bevételek.....	57
Kiadások .....	59
Kamat egyenleg.....	61
Egyenleg és államadósság .....	61
<i>2019. évi költségvetés .....</i>	<i>63</i>

A 2019-es költségvetést befolyásoló intézkedések .....	63
Költségvetési előrejelzés .....	64
A 2019. évi GDP-arányos hiány 1,9 százalékon teljesülhet.....	65
<i>2017-ben csökkent a folyó fizetési mérleg többlete.....</i>	<i>66</i>
<b>A Kormány, az Európai Bizottság, az MNB és a Századvég Gazdaságkutató Zrt. előrejelzéseinek összevetése.....</b>	<b>70</b>
<b>Kockázati forgatókönyvek .....</b>	<b>76</b>
<i>Első alternatív pálya: gyengébb forintárfolyam.....</i>	<i>76</i>
<i>Második alternatív pálya: elmaradó béremelések.....</i>	<i>79</i>
<b>Táblázatok.....</b>	<b>82</b>

## Előszó

A tanulmány a Költségvetési Tanács megbízásából készült azzal a céllal, hogy a költségvetési folyamatok tervezése szempontjából releváns makrogazdasági környezet jelenlegi állapotát és várható alakulását bemutassa. Elemzésünk és előrejelzésünk célja, hogy érdemben támogassa a Költségvetési Tanács munkáját, segítse az optimális döntések kialakítását, és ezzel hozzájáruljon a megfelelő költségvetési politika kialakításához, a várakozások horgonyzásához és a makrostabilitás megteremtéséhez. A kutatás során azonosítjuk az előrejelzést övező legfőbb kockázatokat és bemutatjuk az alternatív scenáriókat. Mindemellett kiemelt figyelmet fordítunk az Áht. 13/B §-ában, valamint a 368/2011. (XII. 31.) Korm. rendelet 18/A §-ában foglaltakra. Ezek alapján értékeljük a Kormány gazdasági és költségvetési várakozásait, összevetve azt az Európai Bizottság és a Századvég Gazdaságkutató Zrt. előrejelzésével, elemelve az eltérések okait.

A tanulmányban található előrejelzés adatbázisa 2018. március 8-án zárult le. Az azóta rendelkezésre álló információkat csak korrekciókat építettük be, tekintettel arra, hogy teljesen új előrejelzés készítésének az új negyedéves részletes GDP adatok megérkezésekor van értelme.

A tanulmány időzítésének legfőbb oka, hogy a Kormány a 2019. évi költségvetési törvény tervezetét 2018 júniusában elején kívánja benyújtani az Országgyűlés számára. Az elemzés így érdemben segítheti a Költségvetési Tanács munkáját a tervezet véleményezésekor. Ugyanakkor tanulmányunk készítésekor a Kormány még nem nyújtotta be a tervezetet az Országgyűlés számára, ezért a költségvetés várható alakulásáról nem állt módunkban részletes előrejelzést készíteni. Anyagunkban a várható makrogazdasági folyamatok és a már megismert intézkedések költségvetésre gyakorolt hatásait próbáltuk meg számszerűsíteni, a kormányzat diszkrecionális kiadási tételeinél pedig a 2017. évi T/15381., Magyarország 2018. évi központi költségvetéséről szóló törvényjavaslatban szereplő kitekintésre valamint a 2018 áprilisi konvergencia programra támaszkodtunk. Így a bemutatott költségvetési pálya egy technikai kivetítésnek tekinthető.

A költségvetés tervezése szempontjából a növekedés, annak összetétele, a foglalkoztatás, az infláció, a kamatkörnyezet és az árfolyam alakulása a legfontosabb makrogazdasági változók.

## Vezetői összefoglaló

A tanulmány a Költségvetési Tanács megbízásából készült azzal a céllal, hogy a költségvetési folyamatok tervezése szempontjából releváns makrogazdasági környezet várható alakulását bemutassa. A tanulmány időzítésének legfőbb oka, hogy a Kormány a 2019. évi költségvetési törvény tervezetét 2018 júniusában kívánja benyújtani az Országgyűlés számára. Az elemzés így érdemben segítheti a Költségvetési Tanács munkáját a tervezet véleményezésekor. A tanulmány készítésekor a Kormány még nem terjesztette be a tervezetet az Országgyűlés elé, így a költségvetés várható alakulásáról nem állt módunkban részletes előrejelzést készíteni. Anyagunkban a várható makrogazdasági folyamatok és a már megismert intézkedések költségvetésre gyakorolt hatásait számszerűsítettük, a kormányzat diszkrecionális kiadási tételeinél pedig a 2017. évi T/15381., Magyarország 2018. évi központi költségvetéséről szóló törvényjavaslatban szereplő kitekintésre támaszkodtunk. Így a bemutatott költségvetési pálya egy technikai kivetítésnek tekinthető.

A Századvég Gazdaságkutató előrejelzése alapján 2018-ban 4,2, 2019-ben 3,2, 2020-ban pedig 3,2 százalékos lehet a gazdaság növekedése Magyarországon. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy mivel a költségvetés, illetve a kormányzat versenyképesség javító intézkedései még nem ismertek, ezért a növekedésben jelentős pozitív irányú kockázatokat látunk. Így várhatóan továbbra is igaz lesz az elmúlt évek gyakorlata, miszerint hazánk növekedése felülmúlja az Európai Unió átlagot. Sőt, várhatóan a többi visegrádi országgal vívott szoros verseny is fennmarad. 2018-ban a fogyasztás és a beruházás lehetnek felhasználási oldalról a gazdaság motorjai. Az előbbihez a bérek továbbra is dinamikus, az inflációt érdemben meghaladó növekedése járulhat hozzá, míg a beruházások bővülését az uniós források felhasználása mellett a versenyszféra beruházásai vezérlik. 2019-ben, illetve 2020-ban már a nettó export hozzájárulása is újra pozitív lehet a gazdasági növekedés szempontjából. Elemzésünkhöz elkészítettünk két alternatív pályát is: az egyikben a forint árfolyamának tartós gyengülését, a másikban a bérek emelkedésének elmaradását tettük fel. Az első forgatókönyv esetén a növekedés 2018-ban 4,5, 2019-ben 3,8, 2020-ban pedig 3,5 százalékos lehet. A második forgatókönyv szerint a kisebb béremelkedés miatt a növekedés az eredetileg tervezettnél alacsonyabb: 2019-ben 2,7, 2020-ban pedig 2,5 százalékos.

A fogyasztás bővülését továbbra is a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése okozza. Ezt a bérek dinamikus, inflációt érdemben meghaladó átlagos növekedése segíti elő, amelyet a munkaerőhiány mellett a szociális hozzájárulási adócsökkentése a minimálbér- és a garantált bérminimum emelése (melynek mértéke még nem ismert) és az állami szféra bérrendezései támogatnak. Szintén segíti a fogyasztás bővülését a foglalkoztatás növekedése. Ez azonban leginkább már csak az inaktívok aktívvá válásával, illetve a közfoglalkoztatásból az elsődleges munkaerőpiacra történő kilépéssel valósulhat meg: a munkanélküliségi ráta szintje már

alacsony, így ott érdemi mérséklődés nem várható: míg a mutató szintje 2017-ben még 4,2 százalék volt, addig az 2018-ban 3,7, 2019-ben 3,5, 2020-ban pedig 3,4 százalékra csökkenhet.

A beruházások bővülése várhatóan továbbra is folytatódik, bár üteme a tavalyi, majdnem 20 százalékos szintnél lassabb lesz. Ezt a magas bázisidőszaki adat mellett a munkaerőhiány, illetve az uniós források felhasználásának fokozatos tetőzése is magyarázza. Ugyanakkor a beruházások növekedését segítheti a társasági adó alacsony kulcsa, illetve az állami beruházások magas szinten tartása, amelyet elősegíthet például a Modern Városok Programja is. Ugyanakkor a beruházások alakulása kapcsán kockázatot jelent az új lakások kedvezményes áfakulcsának kifutása: ez jelenleg 2019 végéig van érvényben. Az építőipari vállalkozások azonban várhatóan 2019-ben az új lakások építésére csoportosítanak át erőforrásokat a határidő miatt, így a többi beruházás csúszhat. Azon vásárlók esetében, akiknek a lakása nem készül el 2019 végig, ez jelentős pluszköltséget fog jelenteni. Éppen ezért – összhangban a kormányzat családpolitikájával – célszerű az adókedvezményt meghosszabbítani, és az erről szóló döntést mielőtt kommunikálni.

Becslésünk szerint az export dinamikus bővülése továbbra is fennmaradhat. A kivitel volumene 2018-ban 5,7, 2019-ben 5,5, 2020-ban 6,1 százalékkal bővülhet éves összevetésben. A növekedéshez a külső kereslet bővülésén kívül hozzájárulhatnak a versenyszférában végrehajtott beruházások is. A belső kereslet és az export növekedésével párhuzamosan bővülhet az import is. Ennek volumene 2018-ban az exporténál kismértékben magasabb, míg 2019-ben és 2020-ban annál kissé magasabb lehet, így a külkereskedelmi egyenleg alakulása 2019-ben és 2020-ban is pozitívan járulhat hozzá a növekedéshez.

Így összességében a folyó fizetési mérleg GDP-arányos egyenlege a teljes előrejelzési horizonton pozitív maradhat, és a 2017-ben mért alacsony érték után javulhat is.

Az infláció a 2017-ben mért 2,4 százalékos érték után 2018-ban továbbra is növekedhet (2,6 százalékra), de a jegybank inflációs célját tartósan csak 2019-ben érheti el. Látható tehát, hogy a bérek dinamikus növekedése nem jelenik meg egy az egyben az árakban, ami a magyar gazdaság nyitottságával magyarázható. A korábbinál némileg magasabb (és így a maastrichti kritériumoknak már nem megfelelő) infláció növekedését nagyban segíti az olajárak emelkedése is.

Várakozásaink szerint a Magyar Nemzeti Bank monetáris politikája tartósan laza marad, az alapkamat emelésére csak 2020-ban kerül sor – összhangban az Európai Központi Bank monetáris politikájával. Várakozásaink szerint azonban az alapkamat szintje ezt követően is alacsony marad, így a reálkamatok szintje tartósan negatív maradhat.

A költségvetés tekintetében a kormányzati tervekben szereplő, a GDP 2,4 százalékát kitevő deficit alatti, 2,3 százalékos hiánnyal számol intézetünk 2018-ra. Ez jelenti azt is, az idei év lehet zsinórbán 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 71,7 százalékos szintet várunk. A becült értékek és a tényleges teljesülés közötti különbség alakulására – a költségvetési hiány alakulásán keresztül– az európai uniós források beérkezésének mértéke jelent kockázatot.

Kivetítésünk alapján 2019-ben a kormányzati szektor ESA egyenlege a GDP arányában összességében -1,9 százalékon teljesülhet, szemben a 2018. évi konvergencia programban szereplő -1,8 százalékos értékkel. Az államadósság maastrichti kritériumok alapján kalkulált hiánya 2019-ben a GDP 68,4 százalékát éri majd el, ami a 2018-ra becült 71,7 százalékhoz képest 3,3 százalékpontos csökkenést jelent. A becült hiányra és államadósságra vonatkozó értékeket felhasználva a középtávú makroökonómiai modellünkben 2020-ra várhatóan a költségvetés ESA-hiánya 1,8 százalékon, az államadósság pedig 66,4 százalékon teljesülhet.



## Nemzetközi Környezet

*Az Egyesült Államok gazdaságának növekedési üteme 2017 utolsó negyedében 2,6, míg 2018 első negyedében 2,9 százalékot tett ki az előző év azonos időszakához viszonyítva, 2017 egészében pedig 2,6 százalékos bővülést figyeltek meg. Az Európai Unió gazdasága 2017 negyedik negyedében 2,7, míg 2018 első negyedében 2,4 százalékkal növekedett, 2017-ben a növekedési ütem 2,4 százalékot tett ki. Mindkét gazdaság növekedésének motorja a lakossági fogyasztás, valamint a beruházás volt. Tovább emelte irányadó rátáját a Fed, így az alapkamat már az 1,5-1,75-ös sávban található, míg az Európai Központi Bank továbbra sem kezdte meg a szigorítást. Az USA-ban az infláció 2017 februári 2,7 százalékos értékéről júniusra 1,6 százalékra csökkent, majd év végére 2,1 százalékra emelkedett. 2018 áprilisáig folytatódott a pénzromlás ütemének gyorsulása és az inflációs ráta egészen 2,5 százalékig emelkedett. Az eurózónában 2017 februárjában 2,0 százalékos inflációt mértek, amely aztán az év végéig fokozatosan 1,4 százalékra mérséklődött. A csökkenő tendencia 2018-ban is tovább folytatódott és áprilisra 1,2 százalékra lassult vissza, vagyis messze elmaradt az EKB által kitűzött 2 százalékos céltól. Azonban a növekvő kamatkülönbségek az euró gyengülésén keresztül az infláció növekedésének irányába hatnak. A tőzsdék 2017-ben jellemzően növekedtek, amely mögött Trump jelentős fiskális lazítása, valamint a 2018-as amerikai költségvetés elfogadása állt. Mérsékelte ellenben a növekedést több geopolitikai feszültség és a Brexit tárgyalások elakadása.*

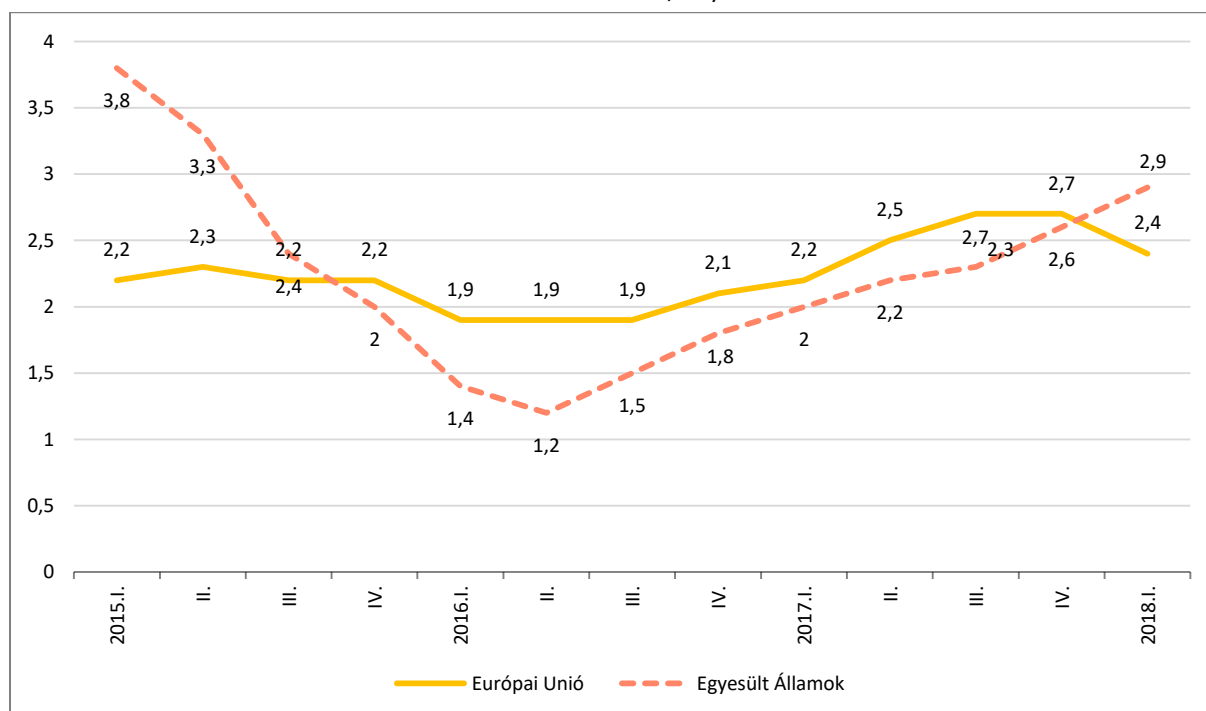
*Az Európai Bizottság legfrissebb előrejelzése szerint tovább csökken a költségvetési hiány az Európai Unió tagországaiban a tavalyi GDP-arányos 1,0 százalékról idén 0,8 százalékra. Azonban ez elsősorban a kedvező konjunktúra következménye, mivel az egyszeri és a ciklikus tényezőktől tisztított strukturális hiányszám emelkedhet a következő években. A kedvező költségvetési hiányszámok következtében tovább csökkenhet az Európai Unió adósságrátája a GDP arányában: a 2017-es 83,1 százalékról 2019-ig fokozatosan 79,7 százalékra. A katonai kiadások növelését és az infrastrukturális beruházások növelését is tartalmazó költségvetést nyújtott be Donald Trump az USA-ban, amely jelentősen növelheti a költségvetési hiányt és az államadósság értékét a következő években.*

### **A beruházások váltak a gazdasági növekedés motorjává**

2017 negyedik negyedében 2,6, míg 2018 első negyedében 2,9 százalékos növekedési ütemet regisztráltak az Egyesült Államok gazdaságában. Az Európai Unióban a növekedés rendre 2,7 és 2,4 százalékot tett ki az előző év azonos időszakához viszonyítva, így kilenc negyedév után először az USA gazdasági növekedése meghaladta az EU-ét. 2017 egészét tekintve az USA gazdasága 2,6, az EU-é pedig 2,4 százalékkal bővült. Negyedéves alapon is hasonló figyelhető meg: míg az EU gazdasága 2017 negyedik és

2018 első negyedéve között 0,4, addig az Egyesült Államok gazdasága 0,6 százalékkal nőtt. Az USA gazdaságának élénkülését főleg az élénkülő beruházások és a nettó export támogatta, míg az EU-ban a fogyasztás és a beruházás szerepe volt jelentős. Bár a lakossági fogyasztás szerepe az USA gazdaságában visszaesett 2018 első negyedévében, azonban a folyamatosan emelkedő foglalkoztatás és bérek következtében a következő negyedévekben a lakossági fogyasztás bővülése várható mindkét régióban, amely pozitívan hat majd a növekedésre.

1. ÁBRA: AZ EU ÉS AZ USA NÖVEKEDÉSI RÁTÁJA (AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN, %)



Forrás: Eurostat

Tagállami szintre lebontva a kelet-közép-európai államok mindegyike az uniós átlagot meghaladó mértékben bővült 2017 utolsó negyedévében. Szezonálisan kiigazított adatok alapján a visegrádi államok közül Csehország növekedési rátája kismértékben emelkedett (5,2 százalékról 5,5 százalékra), Lengyelországé mérséklődött (5,4 százalékról 4,3 százalékra), míg a szlovák növekedési ütem változatlan maradt (3,5 százalék). A jelentős növekedés háttérében főként az új uniós költségvetési ciklus beindulása és a bérek dinamikus növekedése következtében emelkedő fogyasztás állhat, valamint hazánk és Csehország esetében a 2016 utolsó negyedévi alacsony bázis is indokolhatja. Az éves bővülési ütemeket tekintve 2017-ben Lengyelország gazdasága 4,6, Csehországé 4,4, Szlovákiáé pedig 3,4 százalékkal nőtt, vagyis a visegrádi államok növekedési rátája jelentős mértékben meghaladta az Unió éves bővülési ütemét. Továbbra is a túlfűtöttség jeleit mutató román gazdaság nőtt a leggyorsabban, de 6 százalékot meghaladó mértékben bővült a szlovén gazdaság is. A spanyol és a bolgár gazdasági növekedés mértéke továbbra is 3 százalék fölött

alakult. Az Unió nagyobb tagállamai közül a német gazdaság 2,9, a francia 2,6, a görög 1,9, az olasz 1,6, míg a brit 1,4 százalékkal nőtt 2017 egészében.

Éves alapon mérve ismét jelentős mértékben, 5,8 százalékkal emelkedett az Egyesült Államok beruházási volumene, amelyre tíz negyedév óta nem volt példa. A 2017-es magas bázis hatására 2018 első negyedévében a privát beruházás szinte minden alkategóriájában mérséklődött a növekedési ütem, bár továbbra is jelentős maradt, míg a lakossági beruházások kismértékben csökkentek. Továbbra is jelentős maradt a lakossági fogyasztás bővülési üteme, amelynek háttérében főleg a tartós fogyasztási javak iránti élénkülő kereslet áll: összességében 2,6 százalékos emelkedést figyeltek meg. A nettó export negyedéves alapon jelentős mértékben hozzájárult az Egyesült Államok gazdaságának bővüléséhez, éves alapon mérve azonban csekély mértékű a hozzájárulása a növekedéshez. Az export bővülése továbbra is főként az áruexport növekedésének eredménye, amelyet részben a növekvő kőolajár miatti bővülő kitermelés és olajexport magyaráz. Az import esetében is az áruimport bővülése volt jelentős, szemben az USA-Kína konfliktus miatt kialakult várakozásokkal. Összességében tehát tovább folytatódott a 2016 harmadik negyedévtől kezdődő gazdasági növekedés az amerikai gazdaságban, amelynek fő hajtóereje a negyedéves és éves alapon vett ráta esetében is a lakossági fogyasztás és a beruházás volt.

Az Európai Bizottság legfrissebb előrejelzése szerint folytatódhat a visszafogott mértékű, ám stabil növekedés az Európai Unióban és az euróövezetben is. Az Unió gazdaságának bővülési üteme várhatóan a következő években 2 százalék körül alakulhat: a prognózis alapján 2018-ban 2,3, 2019-ben pedig 2,0 százalékos lesz a növekedés. Az európai gazdaság hajtómotorja a beruházás lehet, de jelentős marad a fogyasztás növekedéshez való hozzájárulása is. A beruházási aktivitás élénkülése mögött egyrészt a Juncker-tervnek nevezett uniós beruházásösztönző program, másrészt a 2014–2020 között rendelkezésre álló, az európai strukturális és beruházási alapokból finanszírozott, uniós forrásokból megvalósuló beruházások felfutása áll. Összességében a gazdasági növekedés belső tételei 2017-ről 2018-ra 1,0 százalékponttal emelkedhetnek, a GDP növekedési ütemének lassulását a nettó export romló növekedési hozzájárulása magyarázza.

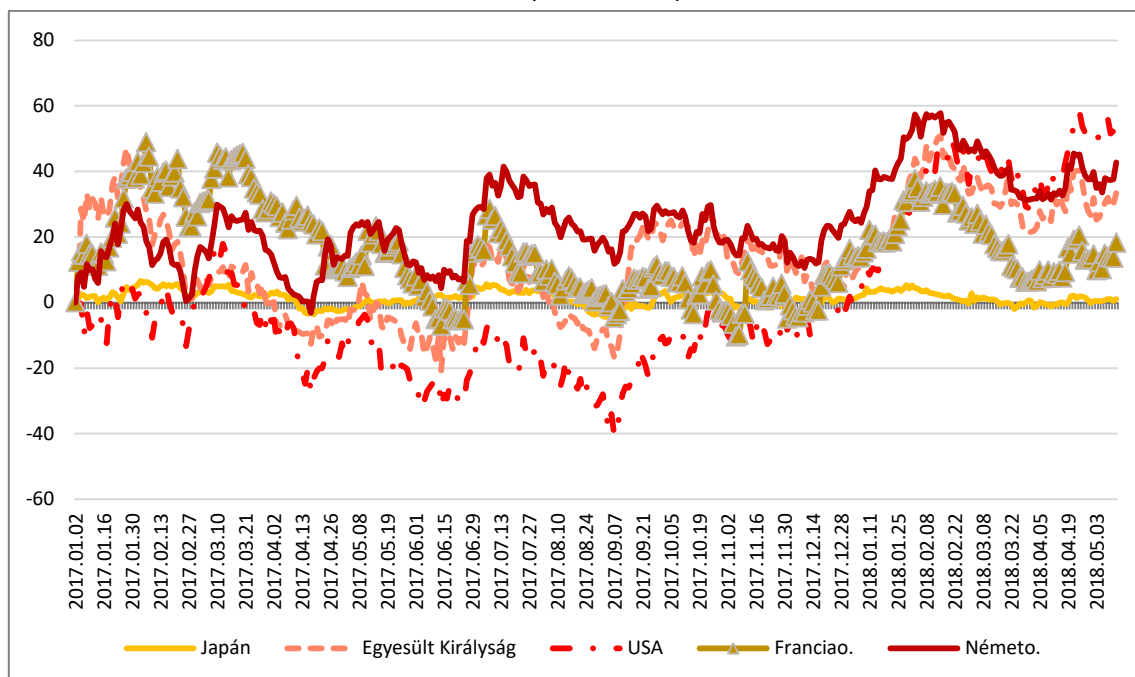
### **Tovább nőtt a szakadék az EKB és a Fed kamatpolitikája között**

Továbbra is rendkívül laza monetáris politikát folytat az Európai Központi Bank. Az irányadó eszköz kamatlába 2016 márciusa óta 0 százalék, míg a jegybank refinanszírozási és betéti kamatlába rendre 0,25 és -0,4 százalék. A monetáris politikában a változás egyedül az eszközvásárlási programot érintette, idén januártól a korábbi 60 milliárd euró helyett már csak havonta 30 milliárd euró értékben vásárol állampapírokat és vállalati kötvényeket a jegybank a tagállamokban, de a lejáró kötvényeket továbbra is megújítja. A Kormányzótanács szeptember végéig tervezi folytatni az eszközvásárlásokat, azonban többször is kiemelték, hogy amennyiben az inflációs folyamatok nem közelítik a 2 százalékos

jegybanki inflációs célt, készek kitolni a lezárás határidejét. Az alacsony kamatok ezzel szemben Mario Draghi jegybankelnök közleménye alapján jóval az eszközvásárlási programok lezárását követően is fennmaradnak majd. A jegybank legfrissebb, márciusi előrejelzése alapján az infláció még 2020-ban sem éri majd el a 2 százalékos inflációs cél szintjét, a tavalyi 1,5 százalékos ráta után idén és jövőre 1,4 százalékos infláció, míg 2020-ban 1,7 százalékos infláció várható. Ezzel szemben a GDP növekedése a tavalyi 2,5 százalékról idén 2,4 százalékra, majd 2020-ig fokozatosan 1,7 százalékra lassulhat.

Tovább folytatta kamatemelési ciklusát a Fed Nyílt Piaci Bizottsága, így a márciusi ülést követően már az 1,5-1,75-ös sávba került az irányadó ráta értéke. Várhatóan idén még két kamatemelésre kerülhet sor, azonban több elemző is egyre nagyobb valószínűséget ad egy negyedik kamatemelésnek az év vége előtt. Február elején nevezték ki a Fed élére a leköszönő Janet Yellen utódját, Jerome Powellt. Powell 40 éve az első jegybankelnök az USA-ban, aki nem közgazdász, azonban mellette szól, hogy a demokraták is támogatták kinevezését. Várhatóan tovább folytatja majd elődje tevékenységét, így a Fed közel 4 350 milliárd dolláros mérlegfőösszege az eredeti terveknek megfelelően csökkenhet: április óta havonta 30 milliárd dollárral, amely ütem negyedévente, az idei év végéig 10 milliárd dollárral emelkedik. Ennek következtében tovább növekedhet a különbség az Európai Központi Bank és a Federal Reserve kamatpolitikája között. Azonban az USA-ban az egyre feszesebb munkaerőpiac (áprilisban 2000 óta nem látott szintre, 3,9 százalékra csökkent a munkanélküliségi ráta), valamint a Trump-adminisztráció intézkedései (társasági adó és személyi jövedelemadó csökkentés, költségvetési lazítás) miatt a gazdaság kezdi a túlfűtöttség jeleit mutatni, így a kamatemelések csökkenthetik a túlfűtöttség okozta kockázatokat.

2. ÁBRA: A TÍZÉVES ÁLLAMPAPÍRPIACI HOZAMOK ALAKULÁSA 2017. JAN. 2-ÁHOZ KÉPEST  
(BÁZISPONT)



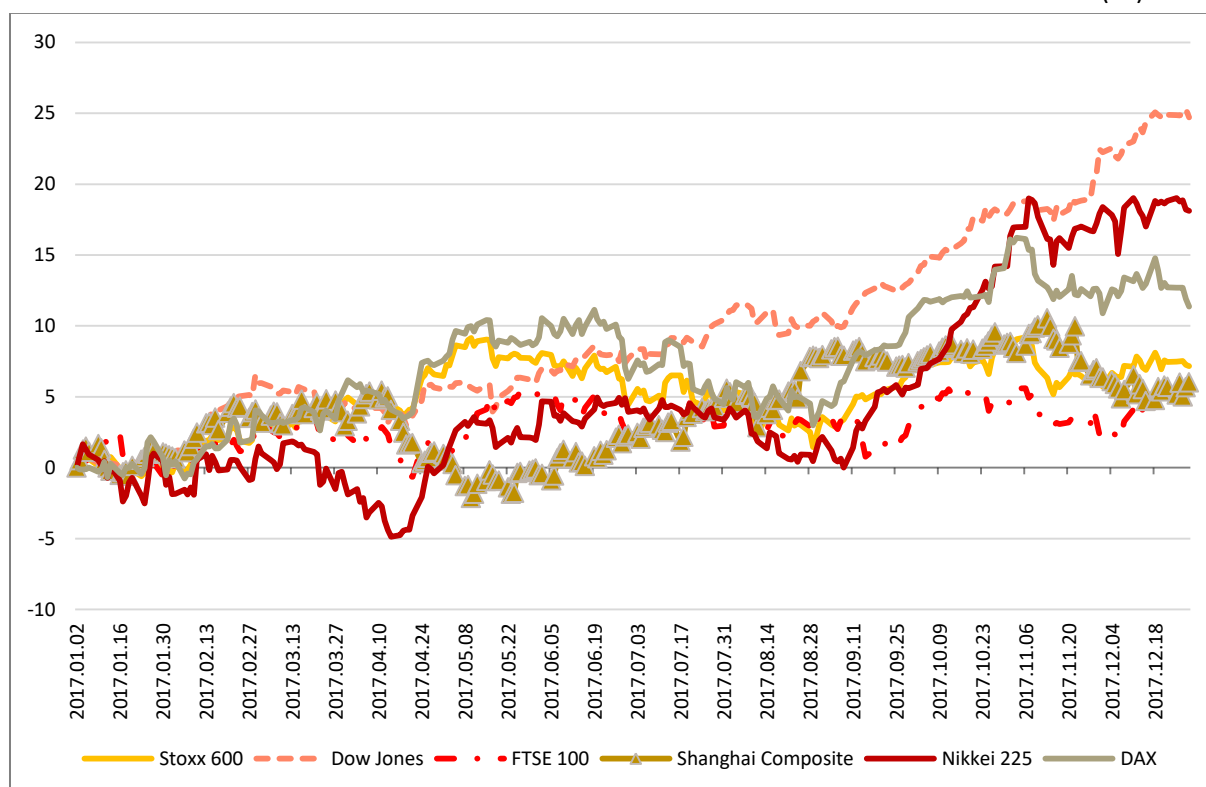
Forrás: Thomson Reuters, Századvég-számítás

2017-ben jelentős volatilitás mutatkozott az Egyesült Államok 10 éves állampapírhozamában: 2,0–2,6 százalék között ingadozott a vizsgált időszakban. Az év elején a jelentős kibocsátások során – a növekvő kereslet hatására – csökkent, míg a 3,9 százalékról 1,9 százalékra visszaeső évesített növekedési ütem hatására enyhén nőtt a referenciahozam. A Fed a vizsgált időszakban háromszor emelte irányadó kamatát (március, június, december). Az első kamatemelést követően a 10 éves állampapírhozam csökkenő pályára állt és március 15. és június 14. között 37,3 bázisponttal mérséklődött. Az ezt követő két kamatemelést a piac már beárzta, így június 14. és december 13. között 22, míg december 13.-át követően év végéig további 6 bázisponttal emelkedett a referenciahozam. Donald Trump expanzív fiskális politikája miatt azonban várhatóan a gazdasági növekedés mellett az infláció is tovább gyorsul, amely a 10 éves amerikai kötvényhozam növekedésének irányába hat. Az infláció emelkedésével párhuzamosan viszont csökken a kötvények reálhozama, ami egyrészt eladási hullámot generálhat a meglévő állományban, másrészt a kincstárat az újonnan kibocsátott értékpapírok magasabb kamatláb melletti értékesítésére kényszerítheti: mindkét hatás a referencia-kamatláb emelkedése irányába hat.

Az európai kötvényhozamok ellenben jellemzően növekedtek a vizsgált időhorizonton, kivételt képez ez alól a brit kötvényhozam, amely a Brexit tárgyalások miatt meglehetősen ingadozóan alakult 2017-ben. Az európai kötvényhozamok az év elején a gyorsan növekvő infláció hatására emelkedtek, azonban később az infláció lassulása miatt ez a folyamat megfordult. A brit és német kötvényhozamokban Trump beiktatását követően folyamatos csökkenés volt megfigyelhető, melyet részben az új amerikai elnök protekcionista

gazdaságpolitikája indokolt. A francia referenciahozamot február végén kismértékben csökkentette a közelgő francia elnökválasztás, főként az eurózónából való kilépéssel kampányoló Marine Le Pen akkoriban jelentősnek tűnő győzelmi esélyei miatt. A Fed kamatdöntő ülései körül az amerikaihoz hasonló folyamatok játszódtak le a német, brit és francia 10 éves kötvénypiacon is: az első döntés előtti két hétben emelkedtek a hozamok, majd a döntést követően csökkentek, a következő két kamatemelés ellenben nem okozott turbulenciát a referenciahozamok tekintetében. Az EKB október 26.-i bejelentését követően, mely szerint megindul az eszközvásárlási program leépítése, szintén nem tapasztaltak jelentős mozgást a hozamok tekintetében, vagyis a piac már beárazta ezt a lépést

3. ÁBRA: A FONTOSABB TŐZSDEINDEXEK ALAKULÁSA 2017. JAN. 2-ÁHOZ KÉPEST (%)



Forrás: Thomson Reuters, Századvég-számítás

2017-ben a Dow Jones Industrial Average index, valamint a DAX index is történelmi csúcst döntött: előbbi átlépte a 25 ezer pontos, míg utóbbi a 13 ezer pontos álomhatárt. Tendenciák tekintetében is főleg növekedést figyelhettünk meg, csupán a Nikkei 225 és a Shanghai Composite indexben regisztráltak némi csökkenést a 2017-es év folyamán. A legnagyobb növekedést az amerikai index könyvelhette el, amely a vizsgált időhorizont végére 24,7 százalékkal nőtt. Az európai tőzsdeindexek közül a DAX 11,4, az FTSE 100 7,4, a Stoxx 600 pedig 7,2 százalékkal növekedett. Az ázsiai indexek esetében is emelkedés ment végbe 2017-ben: a Nikkei 225 18,1, a Shanghai Composite index pedig 6 százalékkal nőtt. A Dow Jones index szárnyalása mögött főleg Trump jelentős fiskális lazítása állt, míg a Nikkei 225 növekedése mögött pedig a kedvező japán exportteljesítmény. Pozitívan hatottak

továbbá a tőzsdékre a francia elnökválasztás, a kedvező negyedéves jelentések, valamint hogy a Szenátus végül jóváhagyta az Egyesült Államok 2018-as költségvetését. Mérsékelte viszont a tőzsdeindexeket a Jackson Hole-i jegybankár-konferencián elhangzott beszédek következtében erősödő euró és gyengülő dollár, az Egyesült Államok és Észak-Korea között kiéleződő konfliktus, a koreai geopolitikai feszültség, a katalán függetlenség kikiáltása miatti pánik, a kedvezőtlen negyedéves jelentések, a Brexit tárgyalás elakadása, az acél és alumínium importjára kivetett 25 és 10 százalékos vám bejelentése és ennek nyomán az USA és Kína közt kibontakozó kereskedelmi háború fenyegetése, illetve a Fed kamatdöntő ülését követően kiadott jegyzőkönyv, amelyben további kamatemeléseket valószínűsítettek.

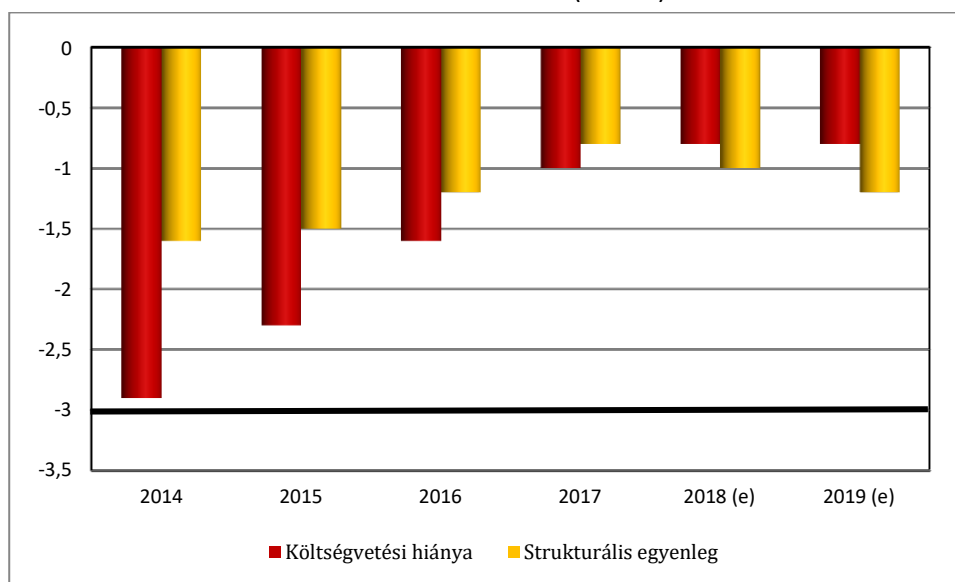
2018 első negyedében több hír is mozgatta a tőzsdéket. Továbbra is érződött az USA és a Kína közötti kereskedelmi háború lehetősége miatti aggodalom, amely jelentős mértékben visszavetette az amerikai és ázsiai tőzsdéket, de az európai indexekre is mérséklően hatott. A gyorsjelentési szezon beindulásával, valamint a kedvező inflációs adatok hatására megindult a korrekció a tőzsdéken, azonban a vizsgálat időhorizontjának végén Donald Trump bejelentése, mely szerint az Egyesült Államok kilép az iráni atomegyezményből, továbbá szankciókat fogantatosít Iránnal szemben, is a tőzsdék esésének irányába hatott. A bejelentést követően az olajárak emelkedésnek indultak, amely kedvezően hatott az energetikai szektor vállalatainak teljesítményére. Az Észak- és Dél-Korea között lezajlott csúcstalálkozó pozitív lezárása, valamint a Trump által bejelentett, a gyógyszerárak csökkentését célzó törvényjavaslat valamelyest képes volt megnyugtatni a befektetők kedélyét. A Dow Jones Index így összességében májusra 2,8, a Stoxx 600 2,1, míg az FTSE 100 5,6 százalékkal nőtt, míg a DAX kismértékű, 0,9, a Nikkei 225 pedig 0,2 százalékos emelkedést mutatott. A Shanghai Composite Index ellenben 4,3 százalékkal csökkent a vizsgált időhorizonton.

## **A konjunktúra miatt javul a költségvetési egyenleg az Európai Unióban**

Az Európai Bizottság tavaszi előrejelzése alapján a következő években lassuló ütemben, de tovább folytatódik majd a költségvetési konszolidáció az Európai Unióban. A Bizottság előrejelzése alapján a költségvetési hiány a GDP százalékában a tavalyi 1,0 százalékról idén 0,8 százalékra csökkenhet, amely 2019-ben is fennmaradhat. A javulásban a továbbra is az alacsony kamatkörnyezet, valamint a potenciális növekedést meghaladó bővülés játszik kiemelt szerepet. A tagországok közül 2017-ben csupán Spanyolországban nem sikerült teljesíteni a 3 százalékos maastrichti kritériumot köszönhetően a 3,1 százalékos GDP-arányos hiánynak, de Portugáliában is 3 százalék volt a költségvetési hiány a tavalyi évben. Idén és jövőre a Bizottság előrejelzése alapján csak Romániában nem teljesül majd a költségvetési hiányra vonatkozó maastrichti kritérium, keleti szomszédunknál idén 3,4 százalékos, míg jövőre 3,8 százalékos hiány adódhat. Franciaországban a tavalyi évben 2007 óta először

sikerült 3 százalék alá szorítani a költségvetési hiányt (2,6 százalékra), köszönhetően elsősorban az áfabevételek és a társasági adóbevételek vártnál magasabb teljesülésének, azonban a Bizottság előrejelzése szerint 2019-ben ismét közel kerülhet a határértékhez a költségvetési egyenleg.

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



Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Spring 2018

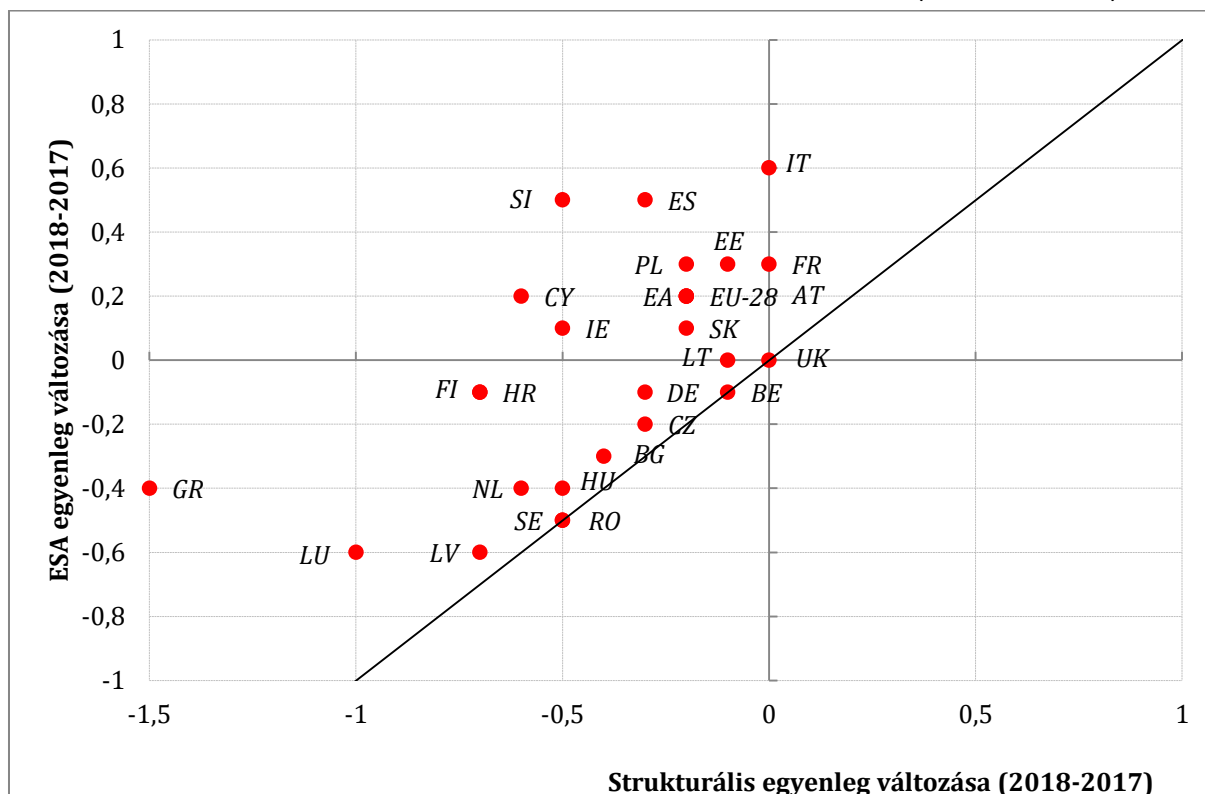
A javuló költségvetési egyenleg azonban elsősorban nem a költségvetési fegyelem, hanem a gazdaság ciklikus pozíciójának eredménye, mivel a strukturális hiány (a gazdasági ciklustól és az egyszeri tételektől tisztított hiányszám) enyhén emelkedhet az Európai Unióban. Az Európai Bizottság számításai szerint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

Várhatóan folyamatosan csökken majd az állami szerepvállalás mértéke az Európai Unióban. A GDP-arányos kormányzati kiadások 45,8 százalékról várhatóan 45 százalékra csökkennek az Európai Unióban és 47,1 százalékról 46,1 százalékra az eurózónában. Azonban a tagországok között jelentős eltérés alakult ki, a 2004 után csatlakozó tagországokban (kivéve Cipruson és Horvátországban) és Luxemburgban növekedhet, míg a többi tagországban csökkenhet a ráta. Hasonló trend rajzoldódik ki a GDP-arányos bevételek esetén is, azonban ebben a mutatóban nincs egyértelmű törésvonal a régi és az új tagországok között. Az Európai Bizottság előrejelzése szerint az adóbevételek a GDP-arányában az Európai Unióban 0,7 százalékponttal 45,2 százalékra, míg az eurózónában szintén 0,7 százalékponttal 45,5 százalékra csökkenhetnek. Ugyanakkor az állami beruházások GDP-arányos értéke a



2017-es 2,6 százalékról 2,7 százalékra emelkedhet 2019-ban, elsősorban a 2014-2020-as uniós költségvetési ciklus és az Európai Beruházási terv következtében, azonban még így is elmarad majd a beruházási aktivitás a 2000-2007-es évek 3,2 százalékos átlagos rátájától.

5. ÁBRA: A 2016-OS ÉS A 2017-ES KIIGAZÍTÁS MÉRTÉKE A STRUKTURÁLIS HIÁNYMUTATÓK ÉS ELSŐDLEGES EGYENLEGEK ALAPJÁN AZ UNIÓ TAGÁLLAMAIBAN (SZÁZALÉKPONT)



*Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Spring 2018, Századvég-számítás.  
Megjegyzés: a pozitív értékek a hiánymutatók csökkenését, a negatívak a mutatók romlását jelentik.*

A tagállamok közül 15 esetében romolhat a GDP-arányos költségvetési egyenleg az idei évben, azonban ezek közül 9 esetében így is szufficites költségvetés lehet. A legnagyobb romlás Málta esetében várható, ahol a költségvetési többlet a GDP 3,9 százalékáról a GDP 1,1 százalékára csökkenhet. A visszaesés oka elsősorban a 2017-es egyszeri hatások kifizetése, amelyek közül a vártnál gyorsabb adóbevétel növekedés és a Malta Citizenship by Investment programot kell kiemelni. Utóbbi keretében beruházásért cserébe állampolgársághoz juthatnak a befektetők, ennek mértéke tavaly elérte a máltai GDP 2,6 százalékát, amely idén várhatóan a GDP 0,9 százalékára csökken. A legnagyobb javulást a Bizottság az ESA-egyenleg terén Portugáliában várja, ahol a GDP arányában a hiány 2,1 százalékponttal 0,9 százalékra mérséklődhet. Máltához hasonlóan Portugáliában is egyszeri tényező, a Caixa Geral de Depósitos feltőkésítése, amelynek értéke elérte a GDP 2 százalékát, okozta a megugró hiányszámot, míg 2018-ban csupán a Novo Banco kontingens tőke mechanizmusának aktiválása jelenik meg egyszeri tételként, amelynek értéke a GDP 0,4 százalékát teszi ki.

Ezzel szemben a strukturális hiány Málta után (-2,9 százalék) Görögországban (-1,5 százalék) és Dániában (-1,1 százalék) romlik legnagyobb mértékben az idei év során. Görögország idén 0,8 százalékos költségvetési többletet halmozott fel, míg az elsődleges egyenlege 2,5 százalékkal haladta meg a Stabilitási Mechanizmusban lefektetett 1,75 százalékos célértéket. Azonban ez nagyrészt egyszeri tételek eredménye, mint a vártnál alacsonyabban alakuló kiadási számok és az adóbevallási morál javulása. Dánia esetében a 2017-es kedvező számok mögött a magasabb adóbevételek (nyugdíj és vállalati) állnak, míg 2018-tól a romlást az önkéntes korai nyugdíjazás bevezetése okozza, amely feltehetően a GDP 0,2 százalékának megfelelő összeget csatornázt át a háztartásoknak. A tagországok közül semelyik esetében sem várja a strukturális egyenleg javulását az idei év során a Bizottság, azonban 4 ország esetében (Franciaország, Olaszország, Portugália és az Egyesült Királyság) a 2018-as előrejelzés értéke megegyezik a 2017-es adattal.

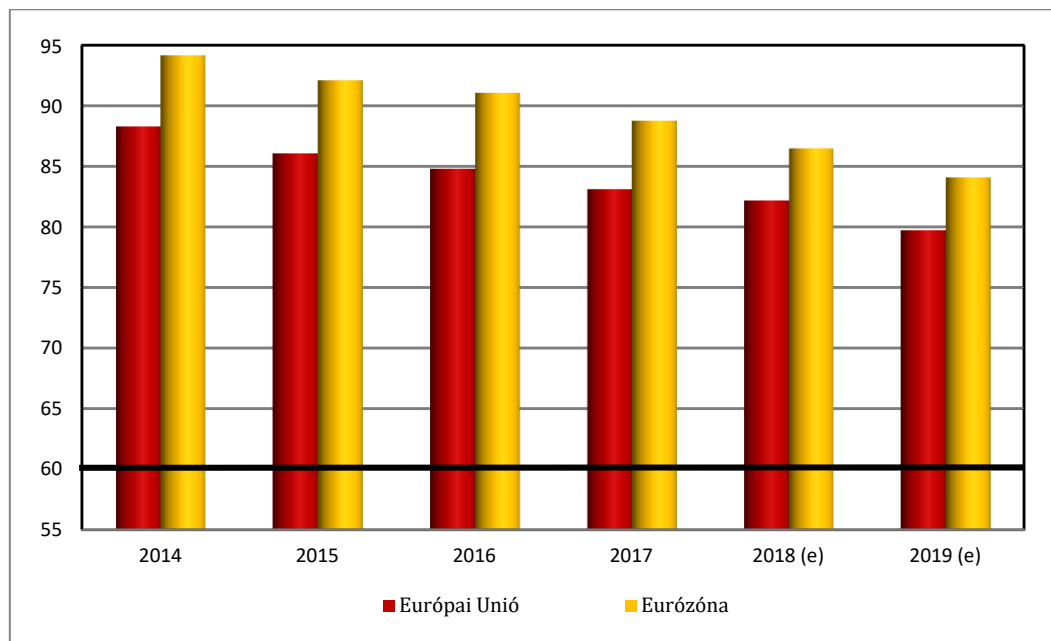
A visegrádi országok közül Csehországban tavaly 1,6 százalékos többlet alakult ki a költségvetésben köszönhetően elsősorban a gyors növekedésnek, a bővülő munkaerőpiacnak, az adóelkerülés megakadályozása érdekében hozott lépéseknek és a csökkenő kamatkidadásoknak. Idén a költségvetési egyenleg többlete a GDP 1,4 százalékára csökkenhet, a lassabb növekedés, a magasabb kamatkidadások, a közalkalmazotti béremelések, valamint a növekvő állami beruházások következtében, míg jövőre az adórendszer egyszerűsítését célzó intézkedések csökkenthetik a költségvetési többletet. A strukturális egyenleg ezzel párhuzamosan a tavalyi 1,2 százalékos többletről idén 0,9 százalékra, míg jövőre 0,2 százalékra csökkenhet. A továbbra is erős költségvetési fegyelemnek köszönhetően tovább csökkenhet az uniós szinten is alacsony államadósság Csehországban a GDP 34,6 százalékáról 31,8 százalékára 2019-ig.

Lengyelországban a költségvetési hiány a 2016-os 2,3 százalékról 1,7 százalékra csökkent 2017-ben, köszönhetően elsősorban a bővülő munkaerőpiacnak, amelynek köszönhetően várakozásokon felül nőttek a szociális hozzájárulási adóból származó bevételek, valamint a gyors gazdasági növekedésnek és az adóbeszedési hatékonyság javulásának. Idén a növekvő beruházások ellenére, köszönhetően a bevételek továbbra is erős bővülésének a lengyel költségvetési hiány a GDP 1,4 százalékára csökkenhet. Ezzel együtt a strukturális hiány kismértékben emelkedhet Lengyelországban a GDP arányában a 2017-es 2 százalékáról 2,2 százalékra 2018-ban és 2019-ben. Ennek ellenére az államadósság várhatóan tovább csökken majd a GDP arányában, 2019-ig összesen 1,5 százalékponttal 49,1 százalékra.

Az Európai Bizottság előrejelzése szerint Szlovákiában is tovább javulhat a költségvetési helyzet, a költségvetési hiány a tavalyi 1 százalékról idén 0,9 százalékra, míg jövőre 0,3 százalékra mérséklődhet. A tavalyi kedvező adat mögött elsősorban a gazdasági növekedés és az egyre feszesebb munkaerőpiac hajtotta bevételnövekedés, a csökkenő kamatkidadások és kormányzati beruházások álltak. 2018-ban a bevételi oldalon a növekvő adóbevételek (szociális hozzájárulási adó és személyi jövedelemadó), míg kiadási oldalon a

közalkalmazotti béremelések és a 2004 előtt nyugdíjba vonulók nyugdíjmelése gyakorol számottevő hatást az egyenlegre. A strukturális hiány ezzel együtt a tavalyi 1,0 százalékról idén a GDP 1,2 százalékára emelkedhet, míg 2019-ben ismét 1 százalék alá, 0,8 százalékra csökkenhet. A kedvező költségvetési folyamatoknak köszönhetően az államadósság GDP-arányos rátája 2017 és 2019 között 4,3 százalékponttal 46,6 százalékra mérséklődhet.

6. ÁBRA: AZ EURÓÖVEZET ÉS AZ EU GDP-ARÁNYOS ADÓSSÁGRÁTÁJÁNAK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)



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

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

## Tovább nőhet az államadósság az USA-ban az új költségvetés révén

Donald Trump február 12-én benyújtotta a 2019-es pénzügyi év (2018. október 1. – 2019. szeptember 30.) költségvetési tervét, amely jelentős mértékben befolyásolhatja az

USA államadósságának pályáját. A korábbi évek büdzséihez hasonlóan a most benyújtott költségvetési terv is a pénzügyi év kiadásait, valamint a következő 10 év főbb költségvetési irányait határozza meg. A tervezet jelentős hatásokkal járhat a tőkepiacokon: várhatóan nagymértékben nő majd az USA államadóssága, amely a kötvényhozamok emelkedése révén jelentős devizapiaci turbulenciákat okozhat.

2019-ben a költségvetés hiánya az idei 832 milliárd dollárt követően megközelítheti az 1 000 milliárd dollárt, a GDP 4,7 százalékát. Ezzel szemben a 2018-as pénzügyi évre vonatkozó költségvetésében még 2,5 százalékos GDP-arányos hiánnyal számoltak 2019-re. A Trump-adminisztráció előrejelzése szerint a nem védelmi kiadások megvágásával a költségvetés hiánya a GDP 1,4 százalékára faragható le 2027-ig (a 2018-as költségvetésben még 0,1 százalékos szufficittel számoltak 2027-ben). Azonban a nem védelmi kiadások tervezett 1 500 milliárd dolláros csökkentésének jelentős hányada (900 milliárd dollár) nincs egyértelműen meghatározva. A fennmaradó 600 milliárd dollárt úgy takarítanák meg, hogy évente növekvő mértékben csökkentenék olyan diszkrecionális alapok támogatását, mint az alacsony jövedelmű családok energiatámogatása, a közösségi fejlesztési vagy a környezetvédelmi támogatások. Emellett 675 milliárd dollárt terveznek megtakarítani az Obamacare hatályon kívül helyezésével, 265 milliárd dollárt a Medicare<sup>1</sup> reformjával, 335 milliárd dollárt a szegénységi háló átalakításával, míg 205 milliárd dollárt a felsőoktatás reformjával. Ezzel szemben 810 milliárd dollárral növelnék a védelmi kiadásokat 10 év alatt, ami 7,4 százalékos növekedést eredményezne 2027-ig. Ennek köszönhetően a védelmi kiadások GDP-n belüli részaránya 2020-ig 3,3 százalékra emelkedne és 2028-ig folyamatosan 2,4 százalékra csökkenne.

A költségvetés másik fő kiadási tétele a Trump által a kampány során is megígért infrastrukturális fejlesztések. Erre vonatkozóan a büdzsében 200 milliárd dollárt különítettek el a következő 10 évben, azonban a költségvetés betervezői úgy számolnak, hogy piaci és szövetségi források bevonásával összesen 1 500 milliárd dollár értékű fejlesztések valósulhatnak meg. Ez a jelenlegi támogatási rendszer – vagyis 80 százalék állami és 20 százalék helyi forrás az infrastrukturális fejlesztésekben – arányainak megfordulását eredményezné, így megvalósulása bizonytalan. A költségvetés 18 milliárd dollárt különít el ezenfelül a déli határra építendő fal finanszírozására, amely a Trump-kampány legtöbbet idézett ígérete volt. Ezen keretből 1,6 milliárd dollárt fordítanak 65 mérföld fal építésére, míg a fennmaradó összegből a határnál szolgálatot teljesítők számát növelnék és javítanának a megfigyelési rendszereken.

A költségvetési tervezetben az államadósság növekedésével számolnak: 2022-ig a 2017-es GDP-arányos 76,5 százalékról 81,9 százalékra emelkedhet az USA államadóssága<sup>2</sup>, amely

<sup>1</sup> Az idősek és a fogyatékkal élők egészségügyi ellátását támogató program.

<sup>2</sup> A költségvetés és a különböző intézetek nem számolják bele az államadósságba a kormányzati szervek által birtokolt állampapírokat, ezzel együtt az államadósság 2017-ben elérte a GDP 105,4 százalékát.

2028-ig fokozatosan 72,6 százalékra mérséklődhet. Ezzel szemben a Committee for a Responsible Federal Budget<sup>3</sup> (CRFB) számításai szerint az államadósság GDP-arányos értéke elérheti a 93 százalékot 2028-ra, míg a hiány 1 200 milliárd dollár fölött tetőzhet 2019-ben. A két előrejelzés közötti jelentős eltérés oka, amely a költségvetés kockázatát is jelenti egyben, hogy a Trump-adminisztráció a piaci szereplőknél és a Federal Reserve-nél is gyorsabb gazdasági növekedéssel, azonban alacsonyabb állampapírhozamokkal számol. A költségvetési tervezet idénre 3,1 százalékos, míg 2019-re 3,2 százalékos növekedéssel számol, amely ütem 2021-ig 3 százalékra, 2028-ig pedig 2,8 százalékra csökken. Ezzel szemben a Fed 2,5 százalékos idej, 2,1 százalékos jövő évi és 1,8 százalékos hosszú távú növekedést valószínűsít.

## **Az infláció változatlanul elmarad az EKB 2 százalékos céljától**

2017 elején a csökkenő olajárak következtében jelentős mértékben lassult a pénzromlás üteme az Egyesült Államokban: a februári 2,7 százalékról júniusra 1,6 százalékra esett vissza tavaly. Ezt követően azonban ismét megindult az infláció emelkedése, és decemberben 2,1 százalékos inflációs rátát regisztráltak, amelynek hátterében a Kőolaj-exportáló Országok Szövetségének (OPEC) tagországai és az azon kívüli olajtermelők kartellje nyomán emelkedésnek indult olajárak álltak. Összességében 2017-ben az amerikai infláció 2,1 százalékot tett ki, vagyis megegyezett a 2016-ban mért adattal. 2018 januárjában az infláció továbbra is 2,1 százalékon állt, amely aztán 2018 áprilisára 2,5 százalékig emelkedett.

A benchmarkként használt Crude kőolaj hordónkénti világpiaci ára 2017 januárja és júniusa között 55,4 dollárról 47,6 dollárra csökkent, majd onnan 2017 végére 64,1 dollárra emelkedett. Az olaj árának növekedése 2018-ban is tovább folytatódott és 2018 májusára 77,04 dolláros szintet ért el. Bár az olajár jelentős mértékben meghaladta 2017 egészében a 2016. februári évtizedes mélységbe csökkenő 30 dolláros olajárát, azonban még így is alacsonynak tekinthető a korábbi 100 dollár fölötti hordónkénti árakhoz képest. Az alacsony 2016-os bázis miatt 2017-ben közel 16 százalékkal nőtt a világpiaci olajár, amelynek hatására a háztartási energiaárak az Egyesült Államokban 8 százalék, míg az eurózónában közel 5 százalék körüli mértékben emelkedtek. A Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) legfrissebb előrejelzésében az olajárak növekedését az egyes államok belső problémái, úgymint a tavalyi líbiai és nigériai polgárháborús körülmények, illetve az idej venezuelai és argentin államcsődközeli helyzet, miatti exportvisszaeséssel indokolták. Így összességében 2017 eleje óta több mint 30 százalékot emelkedett az olaj ára, amelyből 18 százalék tehető az idej évré. Lefelé módosították továbbá az olaj keresleti előrejelzését, mert az emelkedő olajár és a fogyasztóktól megvont támogatások miatt várhatóan visszaesik a fogyasztás: e szerint a globális igény a korábbi napi 1,5 millió hordó helyett napi 1,4 millió hordóval nőhet 2018-ban

<sup>3</sup> <http://www.crfb.org/blogs/debt-could-be-20-percent-gdp-higher-presidents-budget-claims> (2018.05.08.)

és átlagosan 32,25 millió hordót tehet ki napi szinten. A kereslet csökkenése az olaj árának mérséklődését vonhatja maga után, amely az infláció lassulásának irányába hat.

2017 februárjában, négy év után ismét, az EKB 2 százalékos inflációs céljáig emelkedett az eurózóna inflációs rátája, ezt követően azonban ismét a cél alá süllyedt: 2017 decemberében már 1,4 százalékon állt. Így 2017 egészében 1,5 százalékot tett ki az infláció az eurózónában. 2018-ban folytatódott az infláció lassulása: 2018 áprilisában 1,2 százalékos inflációt regisztráltak. Az infláció csökkenésének hátterében az eurózóna esetében is az olajár változása állt.

Az Európai Bizottság legfrissebb prognózisa szerint az inflációs ráta változatlanul elmarad majd az EKB 2 százalékos céljától az eurózónában: 2018-ban a 2017-es adattal megegyező, 1,5, míg 2019-ben 1,6 százalékos szinten áll majd. A maginflációs ráta ezzel egyidejűleg fokozatos, de mérsékelt növekedést mutat: 2017 negyedik negyedévében 1,1, míg 2018 első negyedévében 1,2 százalékot tett ki. Az olajárak bázisba épülésének következtében az infláció idén változatosan alakulhat, azonban 2019-től kezdődően megindul majd az emelkedése, amelynek hátterében a feszes munkaerőpiac, a növekvő bérek, valamint a több tagállamban is pozitívvá váló output gap áll majd. Mérsékli azonban a növekedés ütemét, hogy az egységnyi munkaerőköltség csak korlátozottan emelkedik az előrejelzési horizonton.

Az EKB Kormányzótanácsa idén megkezdte az eszközvásárlási programjának korlátozását, azonban kiemelték, hogy amennyiben az infláció nem közelíti meg a 2 százalékos jegybanki célt, úgy kitolják a lezárás határidejét. Az euróövezeti inflációs ráta várható csökkenésére utal, hogy a teljes inflációs rátával szemben az eurózóna maginflációs mutatója továbbra is 1 százalék körül ingadozik, amely alapján a gazdasági szereplők árazási döntéseit érdemben még nem befolyásolja a pénzromlási ütem gyorsulása. Várakozásaink szerint ugyanakkor a maginflációs ráta lassú emelkedésnek indulhat a következő hónapokban, amelyet részben az uniós és az amerikai gazdaság között várhatóan tovább emelkedő kamatkülönbség magyaráz. A két gazdaság közötti kamatkülönbség emelkedése ugyanis tovább gyengítheti az eurót, amely bár növeli az eurózóna exportszektorának versenyképességét, ugyanakkor az importált termékek áremelkedésén keresztül növeli az inflációs rátát is.

## A magyar gazdaság jelenlegi helyzete és rövid távú kilátásai

A magyar gazdaság éves növekedési üteme 4,0 százalék volt 2017-ben, amelyet a negyedik negyedév 4,4 százalékos, valamint az első negyedév 4,3 százalékos növekedési üteme múlt felül, míg a második és harmadik negyedévi növekedése rendre 3,3 és 3,9 százalékos volt. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott érték bővülése 4,2 százalék volt az év egészében. A magyar gazdaság éves szinten mutatott teljesítménye a nyers adatok szerint jóval meghaladta az EU- és az eurózána-tagországainak átlagos növekedését, valamint Németország bővülési ütemét. Ugyanakkor, a visegrádi négyek átlagát kismértékben alulmúlta. Az éves bővüléshez a felhasználói oldalon leginkább a beruházások és a fogyasztás növekedése járult hozzá. A háztartások fogyasztási kiadásainak bővülési üteme az év egészét tekintve 4,7 százalékos volt, és így 2,2 százalékpontot adott a GDP növekedési üteméhez. Ennek okát elsősorban a bérek eddigi, dinamikus emelkedésében látjuk, amely leginkább a munkaerőhiány következménye, de hozzájárult a minimálbér és a garantált bérminimum 15, illetve 25 százalékos emelése, valamint a szociális hozzájárulási adó 5 százalékpontos csökkentése is. A történelmileg alacsony munkanélküliségi ráta is nagymértékben hozzájárult a rendelkezésre álló jövedelem és így a fogyasztás bővüléséhez. 2017-ben éves összevetésben növekedett a termékek külkereskedelme, mind a kivitel, mind a behozatal oldaláról. Az export átlagosan 5,9 százalékkal, míg az import 8,2 százalékkal növekedett. Az import exporténál magasabb bővülése nyomán az éves külkereskedelmi forgalom egyenlege összességében 1,4 százalékponttal lassította a gazdasági teljesítmény bővülését. A háztartások aggregált bizalmi indexe 2017 egészét tekintve még mindig a negatív tartományban található, azonban átlagos szintje javult 2016-hoz képest. Az Eurostat mérése szerint tehát a háztartások összességében egyre kevésbé pesszimisták.

A mezőgazdaság hozzáadott értékének 9 százalékos csökkenése alapvetően a kedvezőtlen időjárásnak köszönhető. Amely ágazat így kedvezőtlen teljesítménye miatt, – 0,3 százalékponttal járult hozzá a GDP bővüléséhez a 2017-es év során. Az ipari kibocsátás az év során bővült. Így 0,9 százalékpontot adott hozzá a GDP növekedéséhez. Az építőipar kibocsátása növekedést ért el 2017-ben a 2016-os év visszaesése után. 2017-től a részben uniós támogatásokból, a versenyszférából, valamint költségvetési ösztönzőkből (CSOK) finanszírozott keresletnövekedés felélénkítette az ágazatot. Ennek köszönhetően a GDP változásához való hozzájárulása, átlagosan 1,0 százalékpont volt.

A szolgáltató ágazatok összesített bővülése erősítette leginkább a növekedést 2017-ben, a GDP-hez való hozzájárulás itt volt a legmagasabb, éves szinten átlagosan 1,8 százalék. Ezen belül, a kereskedelem, a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás folytatta gyorsuló növekedését, amely mindenképpen köszönhető az év során megvalósult béremelkedéseknek.

2017-ben is tovább bővült a hazai munkaerőpiac, részben az aktivitás növekedésének köszönhetően a foglalkoztatottak száma elérte a 4,42 millió főt, amelynek köszönhetően a 15-64 éves korosztályban a hazai foglalkoztatási ráta már kedvezőbb, mint az Európai Unió átlag (rendre 68,2, illetve 67,6 százalék). A foglalkoztatás növekedése a közfoglalkoztatottak és a munkanélküliek számának csökkenése mellett valósult meg (előbbi csoport létszáma 165 ezer fő alá, míg utóbbié 191 ezer főre csökkent tavaly), vagyis javult a munkaerőpiac szerkezete. 2002 óta nem látott ütemben 10,3 százalékkal emelkedett a nettó reálkereset (nominál értéken 12,9 százalékkal) a kormányzat intézkedései (bérrendezések, minimálbér és garantált bérminimum emelés), valamint a feszes munkaerőpiac következtében.

2017-ben az infláció mértéke 2,4 százalékot tett ki. 2018 első negyedében a fogyasztói árak 2,0 százalékkal növekedtek, míg 2018 áprilisában 2,3 százalékot tett ki az infláció. Az infláció gyors felfutásához jelentős mértékben hozzájárult az olajárak emelkedése, amelyet a Kőolaj-exportáló Országok Szövetségének (OPEC) tagországai és a többi olajtermelő ország által kötött szerződés sikere, illetve az egyes OPEC tagországok belső problémái eredményeztek. Az olajárak növekedése nyomán az üzemanyagárak is emelkedésnek indultak. A 2017-ben bevezetett áfacsökkenések következtében csökkent a baromfihús és az internet ára, azonban a friss tej, az éttermi szolgáltatás és a tojás árában nem jelentkezett az áfacukcs mérséklésének hatása. Utóbbiak háttérében több tényező is meghúzódik: a tejet érintő adókulcs csökkentés csupán a termékek szűk körét érintette, az éttermi étkezés esetében nehézséget jelentett a törvény értelmezése, míg a tojásnál az európai madárinfluenza járvány és a fipronil-botrány okozta kínálatcsökkenés állt. A jegybank kommunikációja alapján az infláció 2019 közepén éri el fenntarthatóan a kitűzött 3 százalékos szintet, amelyet továbbra is nemkonvencionális eszközök alkalmazásával kívánnak elérni. Ennek fényében 2019 végéig nem számolunk az alapkamat változásával.

A magyar jegybank 2017. év folyamán változatlanul 0,9 százalékon hagyta az irányadó kamatot, de a kamatfolyosót megváltoztatta és egy sor nem konvencionális a monetáris lazítás irányába mutató eszközt alkalmazott.

A jegybank szeptemberben döntött az egynapos betét kamatlábának 10 bázispontos csökkentése mellett, amelynek aktuális értéke -0,15 százalék. A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa határozott továbbá a 3 hónapos betét maximális szintjének csökkentéséről, amelynek december végi maximális értéke 75 milliárd forint. Az év elején még 900 milliárd forintos állomány tehát erre a szintre csökkent.. Az MT deklarálta, hogy ez a szint a csökkentések végét jelenti. A deviza swapok alkalmazását kiterjesztették 6-12 hónapra is, amelytől azt várják, hogy a hosszú/hosszabb futamidejű állampapírok hozamai csökkennek majd.

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



kamatot cserél fix kamatozásúra) vezetett be, amelynek 2018 első negyedévére vonatkozó keretösszegét 300 milliárd forintban határozta meg. Az MNB egy célzott programot is indított 2018. február végén, amelyben jelzálogleveleket vásárol. A fő cél a hosszú kamatperiódusú lakossági jelzáloghitelek arányának növelése és ezáltal a pénzügyi stabilitás javítása. Az intézkedések 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 referencia hozamok (BUBOR) szintjének mérséklésén keresztül a vállalati és a lakossági hitelek költségei csökkenjenek.

A folyó fizetési mérleg pozitív egyenlege erősítően, míg a külföldiek által hazai fizetőeszközben tartott állampapírok állományának kismértékű csökkenése, és a jegybank nem konvencionális lazítása gyengítően hatott a vizsgált időszakban a hazai valuta árfolyamára. Mindezek eredményeként a forint kurzusa az euróval szemben a 2016 december végi 311 forintról 2017 december végére jóformán stagnált (310 forintra erősödött). Eközben a régió devizái közül a cseh korona árfolyama 5,4 százalékkal, míg a lengyel zloty árfolyama 5,7 százalékkal erősödött az euróval szemben.

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 csökkent a kamateredmény, míg nőtt a jutalékeredmény.

Prognózisunk szerint a magyar gazdaság 2018-ban 4,2 százalékkal növekedhet, míg 2019-ben a bővülés 3,2 százalékos, 2020-ban pedig 2,9 százalékos lehet. A növekedést 2018-ban elsősorban a fogyasztás és a beruházások növekedése, míg 2019-ben és 2020-ban a fogyasztás és a nettó export bővülése segítheti elő. 2018-ban a lakossági fogyasztás 4,8 százalékkal bővülhet a bérek növekedésének eredményeként. A bérek növekedését segíti elő idén a minimálbér és a garantált bérminimum 8, illetve 12 százalékos emelése, valamint a szociális hozzájárulási adó 2,5 százalékpontos csökkentése. Tekintettel arra, hogy a minimálbér és a garantált bérminimum emelésének 2019-es és 2020-as mértéke még nem ismert, ezért ez még érdemben tudja befolyásolni a 2019-es és 2020-as makropálya alakulását, de más, a versenyképességet segítő kormányzati lépések is serkenthetik a fejlődést.

A beruházások növekedése várakozásunk szerint 2018-ban 7,2, 2019-ben 1,1 százalékos, 2020-ban pedig 2,3 százalékos lehet. A 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 áfacsökkenés 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, míg 2019-ben 5,5, 2020-ban pedig 6,1 százalékkal bővül majd. Az import növekedése 2018-ban 6,0, 2019-ben 5,0, 2020-ban pedig 5,7 százalékos lehet előrejelzésünk szerint. Így 2018-ban a külkereskedelmi egyenleg a belső kereslet növekvő importigénye miatt még nem tud érdemben hozzájárulni a gazdaság növekedéséhez, 2019-ben és 2020-ban azonban már igen.*

*Előrejelzésünk alapján a munkaerőpiac növekedése a teljes előrejelzési horizonton folytatódik. A foglalkoztattak száma idén 4,47 millió főre emelkedhet, míg a következő két évben tovább bővíthet. Ezzel párhuzamosan a munkanélküliségi ráta az idei év egészében 4 százalék alá, 3,7 százalékra, míg 2019-ben 3,5 százalékra, 2020-ban pedig 3,4 százalékra csökkenhet. A bérek inflációt érdemben meghaladó növekedése a továbbiakban is folytatódhat, azonban ehhez szükség van a minimálbér és a garantált bérminimum további emelésére, valamint a szociális hozzájárulási adó csökkentési ütemének felülvizsgálatára és így az adócsökkentés folytatására. A konkrét értékeket itt természetesen nagyban befolyásolja a minimálbér és a garantált bérminimum emelésének mértéke, illetve az állami szféra bérrendezései.*

*Becslésünk szerint pénzromlás mértéke 2018-ban 2,6 százalékos lehet, majd a jegybank 3,0 százalékos célja körül alakulhat. 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. 2020-ban azonban már várható a monetáris kondíciók szigorítása. Amennyiben a magyar monetáris politika a szigorítás mellett dönt, akkor is először a nem konvencionális eszközök kivezetése várható, nem pedig az alapkamat emelése.*

## **Az újonnan beérkező adatok a vártnál kisebb növekedést mutatnak**

### **4 százalékkal nőtt a magyar gazdaság 2017-ben**

A magyar gazdaság éves növekedési üteme 2017-ben 4,0 százalékot tett ki, amelyet negyedéves szinten a negyedik negyedév 4,4 százalékos, valamint az első negyedév 4,3 százalékos bővülési üteme múlt felül, míg a második és harmadik negyedévi növekedése rendre 3,3 és 3,9 százalékos volt. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott érték bővülése 4,2 százalék volt az év egészében. A magyar gazdaság éves szinten mutatott teljesítménye a nyers adatok szerint jócskán meghaladta az EU-, illetve az euró-zóna-tagországok átlagát, valamint Németország növekedési ütemét is. Ugyanakkor, a visegrádi négyek átlagát 0,11 százalékponttal alulmúlta.

A GDP felhasználási oldalán a bruttó állóeszköz-felhalmozás 16,8 százalékkal bővült 2017-ben, döntően az alacsony bázisnak, illetve a beruházások növekedésének köszönhetően. Összességében, a bruttó felhalmozás 14,9 százalékkal volt magasabb, mint az előző évi alacsony szint és így 3,0 százalékkal segítette a gazdaság növekedését. A két mutató közötti eltérést a készletváltozás okozta, amely 2017-ben az előző évhez viszonyítva átlagosan – 0,3 százalékponttal járult hozzá a gazdaság növekedéséhez. A beruházások volumenindexe 16,7 százalékos növekedést mutatott 2017-ben a megelőző évhez viszonyítva. A növekedés oka a költségvetési szervek beruházásainak 59,2 százalékos növekedése, amely a vállalkozások esetében mindössze 13,8 százalékos volt. Az oktatás és humán-egészségügyi, szociális ellátás területén is nagyarányú növekedés volt megfigyelhető, rendre 67,1 és 66,1 százalék. Nagyarányú bővülést ért még el a művészet, szórakoztatás, szabadidő (36,9 százalék); szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás (29,1 százalék); szállítás, raktározás (24,1 százalék); pénzügyi, biztosítási tevékenységek (21,7 százalék). Minimális volumencsökkenés csupán az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenységeknél jelentkezett, éves szinten a korábbi évhez viszonyítva.

Továbbra is jelentős a háztartások fogyasztási kiadásainak bővülési üteme, amely az év egészét tekintve 4,7 százalékos volt, és így 2,2 százalékpontot adott a GDP növekedési üteméhez. Ennek okát elsősorban a bérek eddigi, dinamikus emelkedésében látjuk, amely nem annyira termelékenységjavulás, mint a munkaerő-kereslet növekedésének a következménye. Azonban, a történelmileg alacsony munkanélküliségi ráta is hozzájárult a rendelkezésre álló jövedelem és így a fogyasztás bővüléséhez.

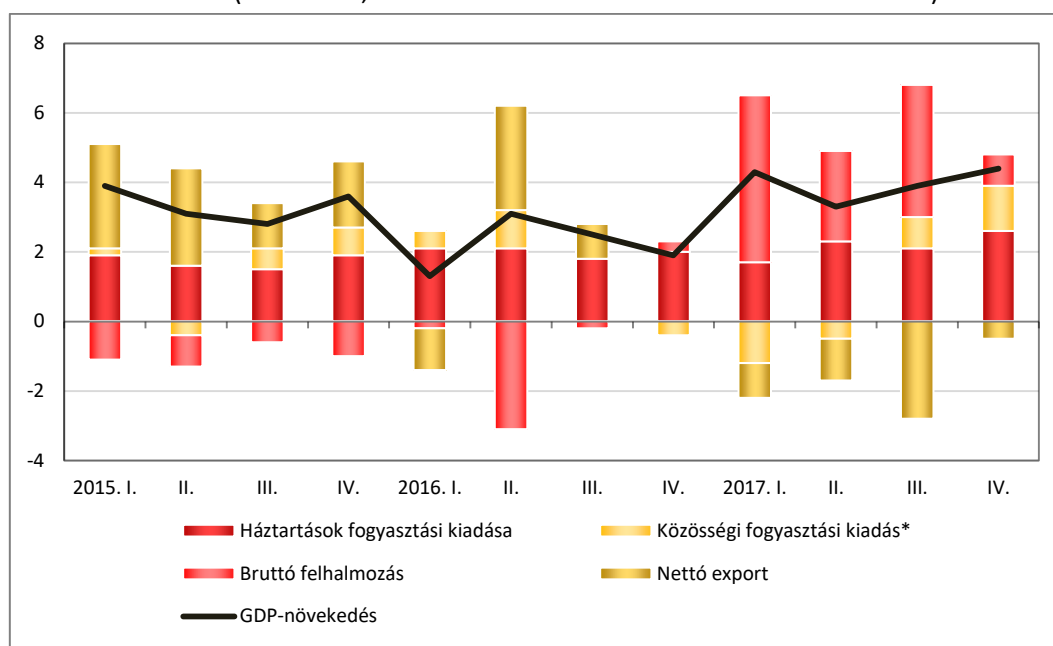
A közösségi fogyasztás éves szinten enyhe csökkenést mutatott (–0,4 százalék), amelyhez leginkább 2017 első negyedéve járult hozzá (–9,6 százalék) és ezt az év utolsó negyedéve sem tudta kellőképpen kompenzálni (8,8 százalék). A GDP növekedési rátájára elhanyagolható hatással volt 2017-ben.

2017-ben éves összevetésben növekedett a termékforgalom külkereskedelmi volumene, mind a kivitel, mind a behozatal oldaláról. Az export átlagosan 5,9 százalékkal, míg az import 8,2 százalékkal bővült. A behozatal 28 601,7 milliárd forintos szintet ért el 2017-ben, ami 2 670,5 milliárd forintos többlet 2016-hoz képest, míg a kivitel tekintetében 31 103,0 milliárd forintos termékforgalom valósult meg, ez 2 142,5 milliárd forinttal több, mint 2016-ban volt. Ez nemcsak, hogy meghaladja a korábbi évek bővülését, de egy igen erőteljes növekedést jelent. Éves szinten azonban a többlet jelentősen csökkent és így a külkereskedelmi forgalom egyenlege összességében 1,4 százalékponttal lassította a gazdasági teljesítmény bővülését.

Az export átlagos bővülése körüli szűk sávban mozgott a feldolgozóipar, a gépek és állóeszközök kivitele, illetve a nyersanyagok exportja. A szolgáltatásexport növekedésének volumene azonban meghaladta a termékexportét: az előbbi 8,2, az utóbbi 6,8 százalék volt. A gépexport 4,2 százalékkal, a feldolgozott termékek exportja 7,2 százalékkal, az élelmiszer export 7,2 százalékkal emelkedett egy év alatt. Az áruimport terén a feldolgozott termékek behozatala 8,0 százalékos bővülést mutatott.

A szolgáltatások importjának értéke 2017-ben 5,9 százalékkal nőtt, míg a kivitel 6,6 százalékkal lett magasabb 2016-hoz képest. 2017-ben a behozatalon belül a jelentősebb súlyú szolgáltatáscsoportok közül, a javítási és karbantartási szolgáltatások mutatták a legnagyobb növekedést 57,7 százalékkal bővültek 2016-hoz képest, ezt követte a turizmus (10,5 százalékos) növekedése. Az üzleti szolgáltatásokon belül, a pénzügyi szolgáltatások (–6,8 százalékkal) és az egyéb üzleti szolgáltatások (–1,3 százalékkal) csökkentek 2016-hoz képest. A kivitel esetében a szállítási szolgáltatások növekedtek leginkább, egy év alatt 10,2 százalékot, az üzleti szolgáltatások exportja 6,7 százalékkal, míg a turizmus 6,2 százalékkal bővült, a javítási és karbantartási szolgáltatások viszont (–1,4 százalékkal) csökkentek.

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



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

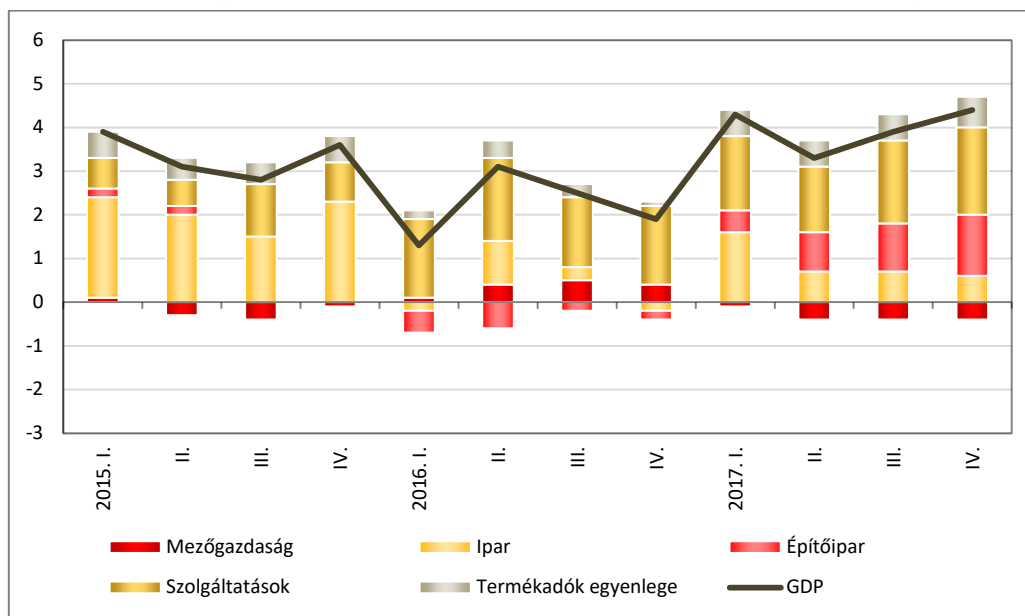
A háztartások aggregált bizalmi indexe 2017 egészét tekintve, javult 2016-hoz képest, átlagosan 4,7 százalékponttal. Azonban a lakosság bizalmi indexe még mindig a negatív tartományban található. 2017-ben, 2016-hoz viszonyítva, minden egyes részmutató javult. A munkanélküliségi várakozások és az átlagos gazdasági helyzet tekintetében 2017-ben minden egyes hónapban optimistább véleményt mutattak a megkérdezettek, mint a megelőző évben. A pénzügyi helyzet, főbb beszerzések és a megtakarítások tekintetében a hónapok nagyobb részében vélték javulást a megkérdezettek. Így az Eurostat mérése szerint, megállapítható, hogy a háztartások összességében egyre kevésbé pesszimisták, a kilátásokat tekintve.

A hazai gazdaság 2017. évi teljesítménye a termelési oldalon a következő képet mutatta. A mezőgazdaság teljesítményének 9 százalékos csökkenése alapvetően a kedvezőtlen időjárásnak köszönhető. A mezőgazdaság kedvezőtlen teljesítménye  $-0,3$  százalékponttal járult hozzá a GDP bővüléséhez a 2017-es év során.

Az ipari kibocsátás a 2017-es év során 4,8 százalékkal bővült. Az ipar, így 2017-ben 0,9 százalékpontot adott hozzá a GDP növekedéséhez. A gyorsulás elsősorban az exportbővüléssel magyarázható, de a belföldi értékesítés is növekedett. Bővülést ért el a bányászat, kőfejtés (24,2 százalékkal) és a fémalapanyagok és a fémfeldolgozási termékek gyártása (11,1 százalék). Az élelmiszer, ital, dohány-termék gyártása 2,0 százalékos; a textília, ruházat, bőr, és bőrtermék gyártása 7,5 százalékos; a fafeldolgozás, papírtermék gyártása, nyomdai tevékenység 3,1 százalékos; a kokszyártás, kőolaj-feldolgozás 8,0 százalékos; a gyógyszer-gyártás 8,1 százalékos; míg a gumi-, műanyag és nem fém ásványi termék gyártása

7,1 százalékos növekedést ért el 2016-hoz viszonyítva. A vegyi anyag, termék gyártása azonban csökkenést ért el (–1,7 százalék) az egy évvel korábbi szinthez képest.

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



Forrás: KSH

Az építőipar kibocsátása jelentős növekedést ért el 2017-ben a 2016-os év visszaesése után, 29,6 százalékkal volt magasabb a volumene, mint egy évvel korábban. 2017-től a részben uniós támogatásokból, a versenyszférából, valamint költségvetési ösztönzőkből (CSOK) finanszírozott keresletnövekedés felélénkítette az ágazatot. Mindegyik negyedév jócskán meghaladta az egy évvel korábbiak szintjét, kiemelkedő negyedév volt az utolsó. 2017-ben az építőipar hozzáadott értéke 31,6 százalékkal növekedett éves összehasonlításban, ami a GDP változásához való hozzájárulás tekintetében 1,0 százalékpontot jelentett. A GDP-hez való hozzájárulás leginkább a negyedik negyedévben volt érzékelhető, ekkor ez 1,4 százalékpontot tett ki, míg a legkevésbé az első negyedévben járult hozzá, 0,5 százalékponttal. Az ágazaton belül leginkább az egyéb építmények építése nőtt, éves szinten 34,8 százalékkal, míg az épületek építésének növekedése 27,0 százalékos volt. Az építőipar szerződésállománya 2017 utolsó hónapjában 129,5 százalékos növekedést mutatott a megelőző év azonos időszakához viszonyítva.

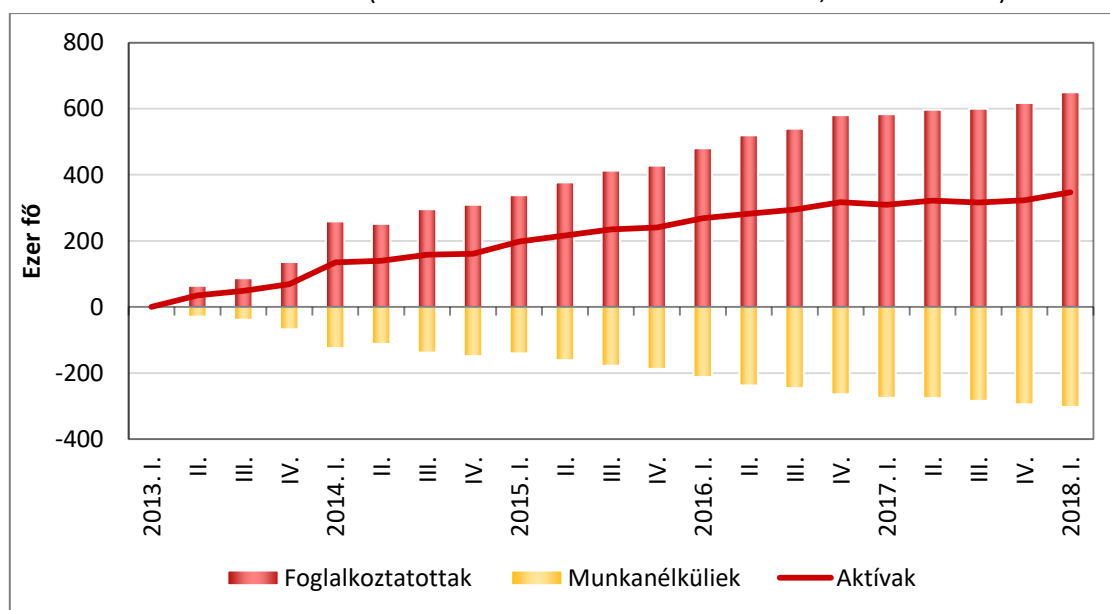
A szolgáltató ágazatok összesített 3,3 százalékos bővülése erősítette leginkább a növekedést 2017-ben, a GDP-hez való hozzájárulás itt volt a legmagasabb, éves szinten 1,8 százalék. Ezen belül a kereskedelem, a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás folytatta gyorsuló növekedését 6,2 százalékos bővüléssel, amely mindenképpen köszönhető az év során realizálódott béremelkedéseknek. A szállítás és raktározás 4,5 százalékkal, az információs és kommunikációs szolgáltatások 6,1 százalékkal, a K+F és adminisztratív szolgáltatások 7,2

százalékkal bővültek az év során. A pénzügyi és biztosítási szektor teljesítménye csupán kismértékben tudott növekedni, 0,7 százalékkal az egy évvel korábbi szinthez képest.

## Újabb rekordok a hazai munkaerőpiacon

Tovább, 4 millió 421 ezer fő fölé emelkedett a foglalkoztatottak száma 2017-ben, amely közel 70 ezer fővel haladja meg a 2016-os adatot. A foglalkoztatottak számának növekedésével párhuzamosan nőtt az aktívák száma is a tavalyi évben közel 27 ezer fővel 4 613 ezer főre. Az aktivitási ráta ennek köszönhetően 0,7 százalékponttal 61,8 százalékra emelkedett. Eközben a foglalkoztatotti ráta a 15-74 éves korosztályban 1,3 százalékponttal 59,3 százalékra emelkedett, amely már csak 0,4 százalékponttal marad el az Európai Unió átlagától. Ezzel szemben, ha a 15-64 éves korosztályt vizsgáljuk a hazai adat (68,2 százalék), már kedvezőbb, mint az uniós átlag (67,6 százalék), amely jelentős előrelépést jelent tekintve, hogy 2010-ben Magyarország lemaradása még 9,2 százalékpont volt (54,9 százalék, illetve 64,1 százalék). A foglalkoztatás és az aktivitás növekedése idén is folytatódott, az első negyedéves szezonálisan kiigazított adatok alapján előbbi mutató terén 32 ezer fős, míg utóbbi esetén 24 ezer fős bővülést mértek egy negyedév alatt.

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

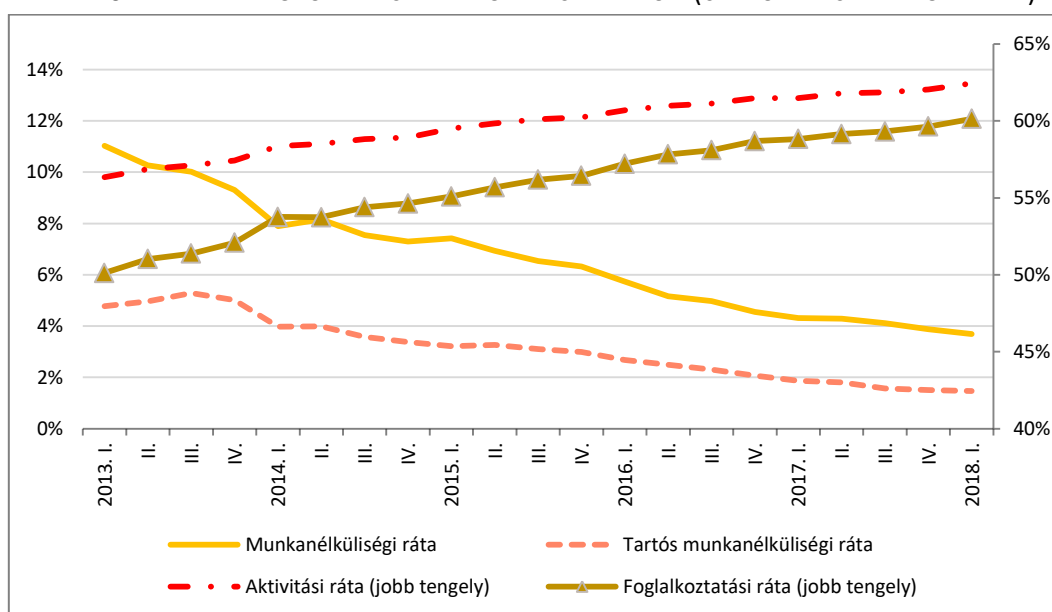


Forrás: KSH, Századvég-számítás

Az intézményi statisztikák alapján az alkalmazottak száma a legalább 5 főt foglalkoztató vállalkozásoknál, a költségvetési intézményeknél, valamint a non-profit szervezeteknél közel 49 ezer fővel nőtt a tavalyi év során. A növekedés legnagyobb részben a versenyszférának köszönhető, ahol közel 57 ezer fővel nőtt az alkalmazottak száma, de jelentős mértékben több mint 22 ezer fővel nőtt az alkalmazotti létszám a non-profit szférában is. Egyedül a közszférában csökkent a foglalkoztatottak száma összesen több mint 30 ezer fővel. A

közsféra létszámcsökkenése mögött elsősorban a közfoglalkoztatásban dolgozók létszámának a csökkenése áll. 2017-ben már csak 164,6 ezren dolgoztak a Start-munkaprogramokban, amely közel 38 ezer fős csökkenést jelent 2016-hoz viszonyítva. A teljes munkaidőben ledolgozott munkaórák száma mindösszesen 0,3 százalékkal, míg a részmunkaidőben ledolgozott munkaórák száma 2,4 százalékkal emelkedett, amelynek oka elsősorban, hogy 2017-ben négygel kevesebb munkanap volt, mint 2016-ban, azonban ez alapján is látszik, hogy a munkáltatók igyekeznek akár részmunkaidős munkavállalókkal is felölteni az üres álláshelyeket, amely kedvező tendencia a munkaerőpiaci szempontból hátrányos helyzetű munkavállalók (édesanyák, diákok, idősek) számára. Viszont ha a vállalkozások így próbálják elkerülni a törvényileg meghatározott bérminimumok kifizetését, az az egész gazdaságra nézve káros, azonban az NGM legfrissebb jelentése szerint ez a gyakorlat nem elterjedt hazánkban.<sup>4</sup>

10. ÁBRA: A LEGFŐBB MUNKAERŐ-PIACI ADATOK (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: KSH, Századvég-számítás

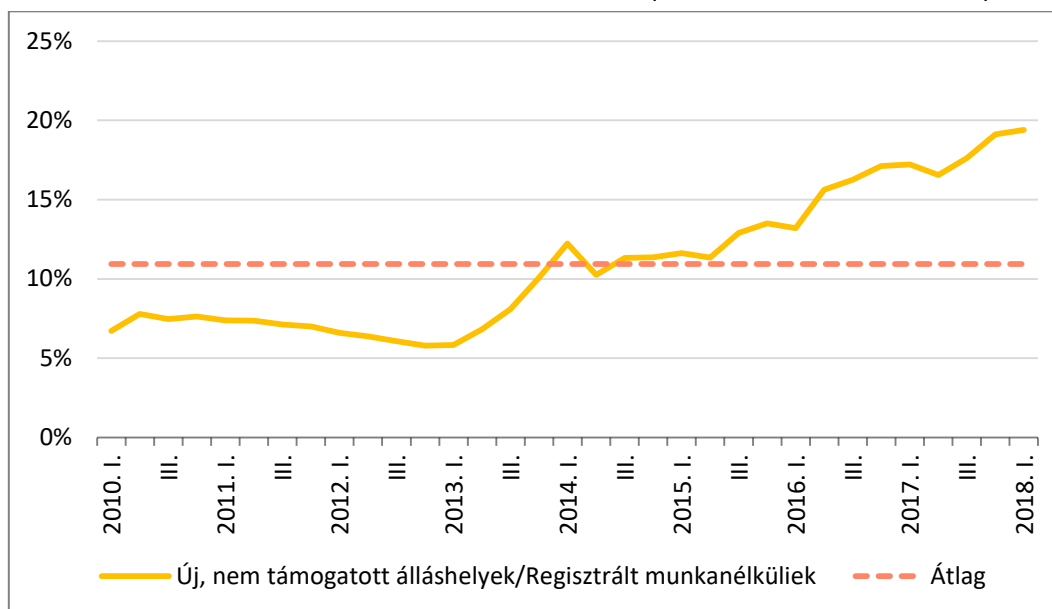
A foglalkoztatás folyamatos növekedésének köszönhetően tovább csökkent a munkanélküliek száma, 2017-ben átlagosan már csak 191,5 ezren nem rendelkeztek álláshellyel az aktívak közül, ami 4,2 százalékos munkanélküliségi rátát jelent, amely a rendszerváltás óta mért legalacsonyabb érték. A munkanélküliek számával együtt a tartós munkanélküliek száma és aránya is tovább csökkent, előbbi közel 32 ezer fővel közel 78 ezer főre, míg utóbbi 6,1 százalékponttal 40,6 százalékra. Idén még tovább csökkent a munkanélküliségi ráta, az első negyedév szezonálisan kiigazított adatai alapján már csak az aktívak 3,7 százaléka nem rendelkezett álláshellyel Magyarországon.

<sup>4</sup> [http://www.ommf.gov.hu/index.php?akt\\_menu=172&hir\\_reszlet=617](http://www.ommf.gov.hu/index.php?akt_menu=172&hir_reszlet=617) (2018.05.28.)



A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat adatai alapján tovább csökkent a tavalyi évben az álláskeresők száma, 2017-ben már csak 283 ezer regisztrált munkanélküli volt a gazdaságban, amely több mint 30 ezer fővel elmarad a megelőző év adatától. Ezzel párhuzamosan 2,7 százalékkal emelkedett az új, nem támogatott álláshelyek száma, aminek köszönhetően nőtt a munkaerőpiac feszeségét jelző Beveridge-görbe értéke.

11. ÁBRA: A MUNKAERŐPIAC FESZESSÉGE (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat, Századvég-számítás

A továbbra is feszes munkaerőpiacnak köszönhetően 12,9 százalékkal 297 017 forintra emelkedett a bruttó átlagkereset a nemzetgazdaságban a tavalyi évben. Az átlagkereset tavaly a közszférában nőtt nagyobb ütemben (15,9 százalékkal), de a versenyszférában is bőven tíz százalék feletti (11,6 százalék) növekedést mértek. A bérek dinamikus emelkedésére a minimálbér 15, illetve a garantált bérminimum 25 százalékos emelése, a költségvetési szféra további bérrendezései (egészségügyi, kulturális munkakörben dolgozók), a munkát terhelő járulékok csökkentése, valamint a munkaerőhiány gyakorolt hatást. A nettó átlagbér a bruttó bérekkel megegyező ütemben 12,9 százalékkal emelkedett 197 516 forintra, míg a családi adókedvezményeket is figyelembe véve a nettó átlagbér 205 431 forintra emelkedett. A 3 százalékos jegybanki céltól elmaradó infláció hatását is figyelembe véve a nettó reálkeresetek egy év alatt 10,3 százalékkal emelkedtek, amelyre 2002 óta nem volt példa a magyar gazdaságban. A rendelkezésre álló első negyedéves adatok alapján ugyan lassabb ütemben, de idén is tovább folytatódtak a béremelések, éves szinten az első három hónapban 12,2 százalékkal emelkedett a nettó átlagkereset, amely reál értelemben 10 százalékos növekedésnek felel meg.

## Az infláció lassú növekedésnek indult Magyarországon

2017-ben átlagosan 2,3 százalékkal emelkedtek az árak az előző évhez viszonyítva, míg 2018 első negyedében 2,0 százalékot tett ki az infláció mértéke. Áprilisban 2,3 százalékos inflációt regisztráltak a gazdaságban az előző év azonos időszakához képest. A fogyasztói árak az elmúlt hónapokban növekedésnek indultak ugyan, azonban az infláció mértéke még elmaradt a jegybank által kitűzött 3,0 százalékos céltől.

A 2017-es az előző évinél magasabb infláció fő oka az olaj árának növekedése miatt emelkedésnek induló üzemanyagárak. A Kőolaj-exportáló Országok Szövetségének (OPEC) tagországainak és az azon kívüli olajtermelők szerződésének sikeres betartása és az egyes OPEC országok belső problémái mind az olajár növekedésének irányába hatottak.

2017 elején mérsékeltek a baromfihús, a tojás és a friss tej áfakulcsát: az addig érvényben lévő 27 százalékos kulcs helyett január 1-jétől 5 százalékos kulcs vonatkozott ezen termékekre. Csökkent továbbá az éttermi étkezés és az internet áfakulcsa is: ezeket 2017. január 1-jétől 18 százalékos áfakulcs (illetve 2018-tól 5 százalékos) terheli. A baromfihús ára ennek nyomán 14,8 százalékkal mérséklődött az előző évhez képest, míg a tojás ára az év eleji 5 százalék közeli csökkenést követően növekedésnek indult. Ennek háttérében több tényező is meghúzódott: az év elején kitört európai madárinfluenza járvány fékezte az áfacsökkentés ármérséklő hatását, míg az augusztusban kirobbant fipronil-botrány nyomán jelentős mértékű drágulás következett be. Mindezek hatására jelentős visszaesés következett be az európai tojás kínálatban és az egész kontinensen jelentős áremelkedés ment végbe. Magyarországon 2017 egészében a tojás ára 3,8 százalékkal nőtt. A friss tej áfakulcsának mérséklése alig éreztette a hatását a tej áraban, mivel az áfacsökkentés a termékek egy szűk körét érintette csak (a fogyasztott tej mennyiségének 20 százalékát). 2017-ben a tej ára átlagosan 1,1 százalékkal emelkedett. Az éttermi étkezés áraban az áfacsökkentés hatása nem jelent meg, 2017 egészében 4,7 százalékos drágulást regisztráltak. Ennek háttérében főleg a törvénymódosítás értelmezésében mutatkozó nehézségek húzódtak meg. A telefon és internet szolgáltatás ára mérséklődött 2017 során (3,0 százalékkal).

2018-ban tovább folytatódott az áfakulcsok csökkentése és 5 százalékos kulcsot állapítottak meg az éttermi szolgáltatás, az internet, a hal és a sertésbelsősek esetében. Ennek nyomán 2018 első negyedében olcsóbbak lettek a belsőségek, valamint a telefonos és internetes szolgáltatás is: rendre 2,2 és 6,4 százalékkal csökkent az árak. Nem éreztette viszont a hatását az áfacsökkentés az éttermi étkezés, illetve a hal árának esetében: ezek 5,6 és 1,9 százalékkal drágultak.

2016 szeptemberében, 2017 januárjában és júliusában megemelték a dohánytermékek jövedéki adóját, hogy Magyarország eleget tegyen a vonatkozó uniós előírásnak (2017 végéig 29 százalékos adóemelést írtak elő). 2017 elején még – a raktáron maradt készletek felélése

miatt – nem következett be jelentős drágulás, azonban az év közepétől a jövedéki adó emelése elkezdte éreztetni a hatását. 2017 egészét véve a dohánytermékek 7,3 százalékkal kerültek többre, mint az előző évben. 2018 első negyedévében pedig 10,0 százalékkal nőtt a dohánytermékek ára.

2017-ben a sertéshús ára 10,0 százalékkal emelkedett az előző évhez képest. A drágulás 2018 első negyedévében is folytatódott és további 4,0 százalékkal nőtt a sertéshús ára. A háztartási energia ára 0,8 százalékkal emelkedett 2017-ben, míg 2018 első három hónapjában 1,5 százalékkal. A tartós fogyasztási ára cikkek ezzel szemben 0,3 százalékkal csökkent 2017 egészében, míg 2018 első negyedévében 0,9 százalékkal lettek olcsóbbak éves összehasonlításban. A háztartási energia drágulásához a tűzifa és a palackos gáz árának növekedése, míg a tartós fogyasztási cikkek árának mérséklődéséhez a használt személygépjárművel, a televízió, a számítógép, fényképezőgép és telefonkészülék, valamint a tartós kulturális cikkek árcsökkenése járult hozzá. A szolgáltatások árában 2017-ben 1,5 százalékos emelkedést figyeltek meg, amely az idei év első három hónapjában is tovább folytatódott: átlagosan 1,0 százalékkal nőttek az árak. Ennek hátterében a ruhajavítás, kölcsönzés, a lakásjavítás, -karbantartás, a takarítás, mosogatás és a belföldi üdülés drágulása állt, mérsékelte viszont a telefon, internet, a hírközlés és a külföldi üdülés árának csökkenése. Az infláció mértéke bár 2017 elején megközelítette a jegybank által kitűzött 3 százalékos inflációs célt, 2018 első hónapjaiban azonban a célsáv alsó határán alakult. Fenntarthatóan várhatóan 2019 közepén kerül az infláció a kitűzött 3 százalékos cél közelébe.

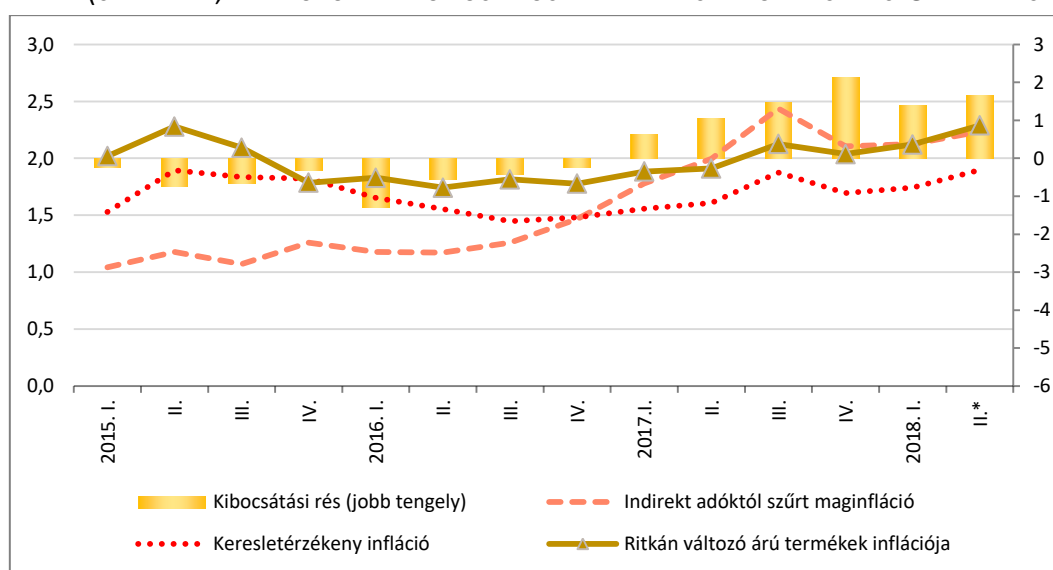
2018 áprilisában a gazdaságban 2,3 százalékos inflációt regisztráltak. Tovább folytatódott a sertéshús (3,9 százalék), a baromfi (4,3 százalék), a hal (0,2 százalék), a tojás (20,5 százalék), valamint a tej (5,1 százalék) árának növekedése, mérséklődött viszont a belsőségek (2,3 százalékkal) és a cukor (18,7 százalékkal) ára. Az élelmiszerek ára így összességében 4,2 százalékkal emelkedett. A szeszes italok és dohányárak 6,3 százalékkal kerültek többre, mint az előző év azonos időszakában, amelynek hátterében a dohányárak árának 9,2 százalékos növekedése állt. Az egyéb cikkekért 1,4, a ruházkodási cikkekért és a háztartási energiáért pedig 1,3 százalékkal kellett többet fizetni. Az egyéb cikkek árnövekedését a járműalkatrészek 3,4, az újságok, folyóiratok 3,3, valamint a virágok, dísznövények 4,2 százalékos áremelkedése indokolta, míg a háztartási energia esetében a tűzifa 13,2 százalékos árnövekedése. A járműüzemanyagok esetében 2,1 százalékos drágulást figyeltek meg. A szolgáltatások ára 1,0 százalékkal emelkedett, amelyhez jelentős mértékben hozzájárult a lakásjavítás, -karbantartás 7,8, a takarítás, mosogatás 7,1, illetve a belföldi üdülés 8,4 százalékos áremelkedése, valamint a telefon, internet 6,6, a hírközlés 6,5 és a külföldi üdülés 5,1 százalékos árcsökkenése. A tartós fogyasztási cikkekért áprilisban 1,0 százalékkal kellett kevesebbet fizetni, amelynek hátterében a használt személygépjármű

8,9, a televízió és a számítógép, fényképezőgép, telefonkészülék 3,6, valamint a tartós kulturális cikkek 3,3 százalékos ármérséklődése állt.

A lakosság inflációs várakozása bár kismértékben emelkedett 2017 folyamán, azonban még mindig historikus mélypontra tartózkodik: 2017 januárjában 1,3 százalékos szinten állt, amely 2017 decemberére 1,8 százalékra emelkedett. 2018 elején aztán ismét kismértékű mérséklődés ment végbe és 0,3 százalékponttal 1,5 százalékra estek a várakozások. A lakosság inflációs várakozásának alacsony szintje nagyban hozzájárul az infláció növekedésének fékezéséhez.

2017-ben és 2018 első negyedében is a kibocsátási rés pozitív tartományban tartózkodott, amely tendencia előrejelzésünk szerint 2018 második negyedében is fennmarad. Ennek hátterében az Európai Unió források beáramlásának megindulása áll. Friss számításunk szerint 2017-ben az output gap 1,3 százalékon állt, 2018 első negyedében pedig 1,4 százalékon. 2018 második negyedére 1,7 százalékot várunk. Ez azt jelenti, hogy a magyar gazdaság tényleges kibocsátása a potenciális kibocsátás felett tartózkodott 2017-ben és 2018 első negyedében, és 2018 második negyedében is ez várható. Ennek nyomán hosszú távon keresletoldali inflációs nyomás alakulhat ki.

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



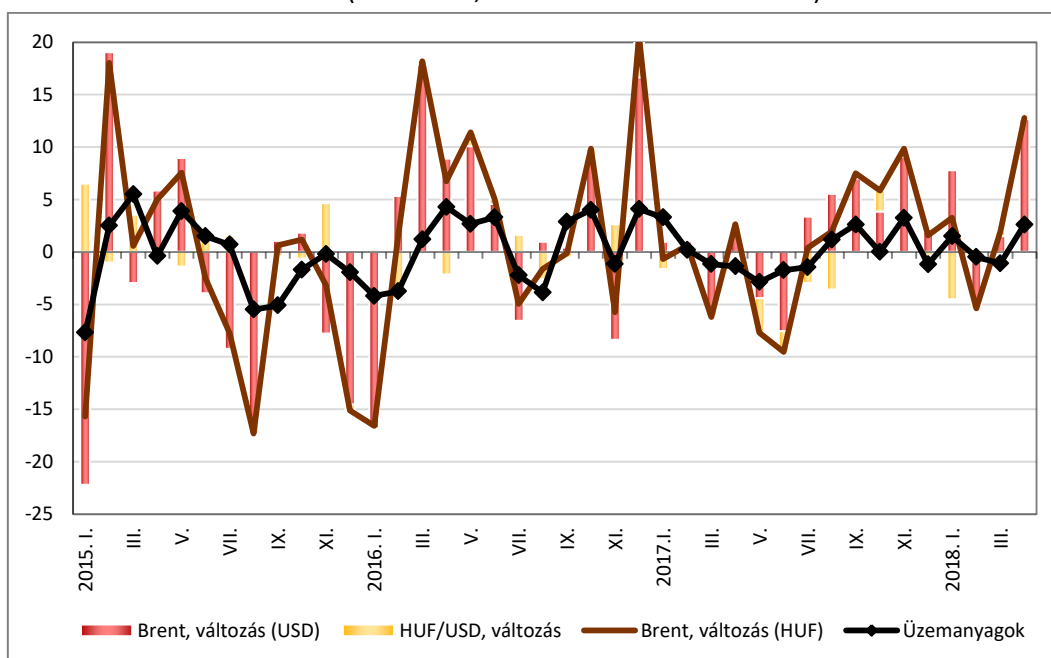
\*Csak az áprilisi adatot tartalmazza. Forrás: MNB, Századvég-számítás

2017-ben a jegybank által közölt inflációs alapmutatók változatos képet mutattak: az indirekt adóktól szűrt maginfláció és a ritkán változó árú termékek inflációja a jegybanki célsáv aljának közelében alakult (rendre 2,2 és 2,0 százalékot tettek ki éves viszonylatban). A keresletérzékeny infláció ellenben 1,7 százalék volt 2017 egészét nézve. 2018 első negyedében az indirekt adóktól szűrt maginfláció 0,1 százalékponttal 2,1 százalékra csökkent, míg a ritkán változó árú termékek inflációja 0,1 százalékponttal

2,1 százalékra emelkedett. A keresletérzékeny infláció változatlanul 1,7 százalékon állt. Áprilisban az indirekt adóktól szűrt maginfláció visszatért a 2,2 százalékos szintre, míg a keresletérzékeny infláció 1,9, a ritkán változó árú termékek inflációja pedig 2,3 százalékot tett ki. Ezek alapján megállapítható, hogy minden inflációs mutató elmarad az MNB inflációs célkitűzésétől. A jegybanki kommunikáció alapján további kamatvágások nem várhatóak.

A maginfláción kívüli tételek ára 2017 egészében kismértékben nőtt (0,2 százalékkal), míg 2018 első negyedében 0,1 százalékkal emelkedett tovább. Ehhez hozzájárult az üzemanyagárak emelkedése, amely egyrészt a Kőolaj-exportáló Országok Szövetsége (OPEC) tagországainak és az azon kívüli olajtermelők sikeres szerződésének, valamint az OPEC egyes tagországaiban kialakult belső problémáknak, másrészt az USA iráni atomkuból való kilépésének az eredménye. A Brent típusú olaj ára jelenleg 77 dollár közelében alakul, amely az elmúlt időszak vonatkozásában magas értéket képvisel. Ez 2017 egészében a járműüzemanyag árának 7,2 százalékos emelkedését eredményezte, amely 0,5 százalékkal járult hozzá az infláció gyorsulásához. 2018 első negyedében az üzemanyagárak 1,8 százalékkal mérséklődtek és így 0,1 százalékkal fékeztek az inflációt, míg áprilisban a 2,1 százalékos emelkedés következett be, amely 0,2 százalékkal járult hozzá az infláció növekedéséhez. A dollár árfolyama 2017-ben 2,5 százalékkal csökkent, míg 2018 első negyedében 12,8 százalékos mérséklődést figyeltek meg az előző év azonos időszakához képest.

13. 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-ben 1,8, míg 2018 első negyedévében 3,1 százalékkal növekedett. A mezőgazdasági termelői árak 2017 egészében 3,3 százalékkal emelkedtek, míg 2018 első három hónapjában 3,2 százalékkal nőttek. A 2017-es adathoz jelentős mértékben hozzájárult a gyümölcsök 13,6, az állati termékek 18,3 százalékos áremelkedése, valamint a burgonya 8,7 és a zöldségek 2,3 százalékos árcsökkenése. 2018 első negyedévében drágultak a gabonafélék (13,2 százalékkal), illetve az állati termékek (8,4 százalékkal), míg olcsóbb lett a burgonya (17,1 százalékkal) és a zöldség (13,1 százalékkal). Összességében véve a maginfláción kívüli tételek 2017-ben és 2018 első negyedévében is az infláció növekedésének irányába hatottak.

## 2017-ben nem változott az alapkamat, de nem konvencionális lépések történtek

A magyar jegybank 2017. év folyamán változatlanul 0,9 százalékon hagyta az irányadó kamatot, de a kamatfolyosót megváltoztatta és egy sor nem konvencionális a monetáris lazítás irányába mutató eszközt alkalmazott.

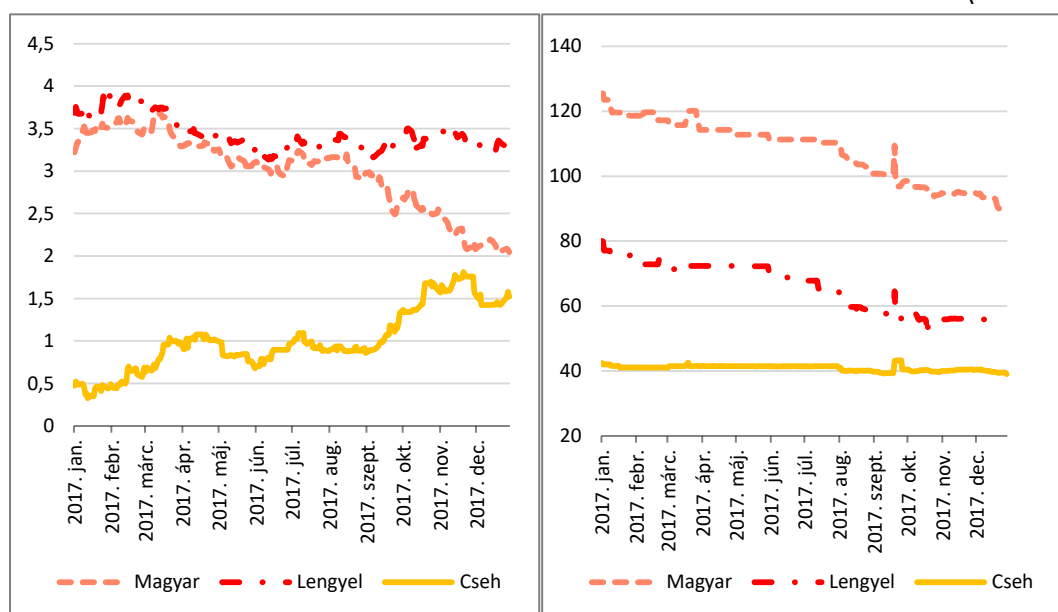
A jegybank szeptemberben döntött az egynapos betét kamatlábának 10 bázispontos csökkentése mellett, amelynek aktuális értéke -0,15 százalék. A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa határozott továbbá a 3 hónapos betét maximális szintjének csökkentéséről, amelynek december végi maximális értéke 75 milliárd forint. Az MT deklarálta, hogy ez a szint a csökkentések végét jelenti. A deviza swapok alkalmazását kiterjesztik 6-12 hónapra is, amelytől azt várják, hogy a hosszú/hosszabb futamidejű állampapírok hozamai csökkennek majd.

Az év folyamán a jegybanki irányadó eszköz igénybe vételének folyamatos szűkítése (900 milliárd forintról 75 milliárd forintra csökkentése, azaz maximum ennyit helyezhetett el a bankrendszer 3 hónapos betétként a jegybankban 2017. negyedik negyedév végéig) következtében tovább erősödött 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 kamatcsere-eszközt (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 megrendezésre kerülő tendereken értékesíti. A korábbi jegybanki IRS-programokhoz képest

stratégiai eltérés, hogy a MIRS használata nem feltételhez kötött, illetve ebből adódóan nincs mód az ügyletek MNB-vel történő 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.

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



Forrás: Thomson Reuters

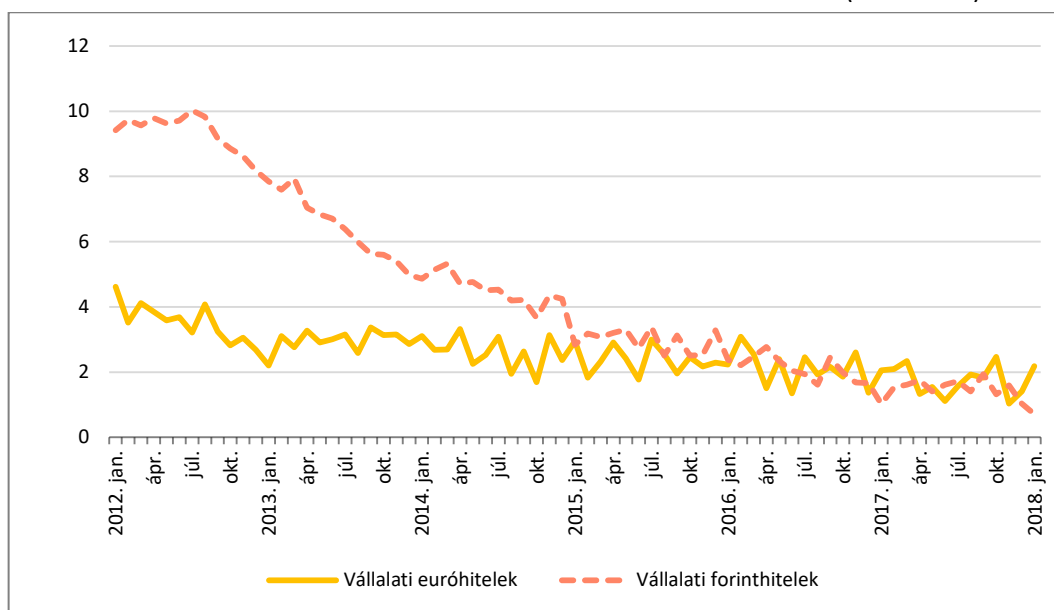
A folyó fizetési mérleg pozitív egyenlege erősítően, míg a külföldiek által hazai fizetőeszközben tartott állampapírok állományának kismértékű csökkenése, és a jegybank nem konvencionális lazítása gyengítően hatott a vizsgált időszakban a hazai valuta árfolyamára. Mindezek eredményeként a forint kurzusa az euróval szemben a 2016 december végi 311 forintról 2017 december végére jóformán stagnált (310 forintra erősödött). Eközben a régió devizái közül a cseh korona árfolyama 5,4 százalékkal, míg a lengyel zloty árfolyama 5,7 százalékkal erősödött az euróval szemben. 2018. májusában elsősorban a török líra jelentős árfolyamesését a régiós valuták is megéreztek és a forint euróárfolyama 320 fölé gyengült.

A 10 éves forint állampapírok piacán 2017. december végére 2016. december végéhez képest 115 bázisponttal (2,05 százalékra) csökkent a hozam. Csehországban a 10 éves futamidejű állampapírok hozama 105 bázisponttal (1,52 százalékra) növekedett (amely növekedés a cseh jegybanki alapkamat 50 bázispontos emelésével magyarázható), míg Lengyelországban 38 bázisponttal (3,3 százalékra) csökkent. A magyar 10 éves állampapírok hozama annak ellenére marad tartósan a lengyel 10 éves állampapír hozama alatt, hogy a lengyel állampapírok besorolása a nagy nemzetközi hitelminősítői intézményeknél (S&P, Moody's, Fitch) több fokozattal jobb, mint a magyar állampapíroké. Az év szeptemberétől

kezdvé a nagyobb eltérés azzal magyarázható, hogy a magyar jegybank a hosszabb állampapírok irányába igyekezett terelni a likviditást. Az országkockázatot kifejező öt éves magyar CDS értéke 2017 folyamán 35 egységgel csökkent, amely így jelenleg 91 bázisponton áll. Mindeközben Csehországban 4 bázisponttal 39 bázispontra, míg Lengyelországban a kockázati megítélés e mutatója 24 egységgel, 56 bázispontra mérséklődött.

A hazai jegybanki alapkamat mértékének változatlan (0,9 százalékos) szinten tartása mellett 3,04 százalékról 2,33 százalékra csökkent 2017-ben a vállalati forint folyószámlahitelek kamata, míg 63 bázisponttal (1,03 százalékra) mérséklődött a vállalatok számára nyújtott forinthitelek<sup>5</sup> kamata. Eközben az euróhitelek kamata 4 bázisponttal<sup>6</sup> (1,41 százalékra) növekedett. A lakossági szegmensben a fogyasztási hitelpiacon 166 bázisponttal magasabb kamattal (12,8 százalékon) lehetett forint fogyasztási hitelt igényelni 2017 decemberében, mint egy évvel hamarabb. A folyószámlahitelek kamata – 228 bázisponttal csökkent – ennél magasabb (22,62 százalék) volt 2017. december végén. Az utóbbi hitelek általában kisebb összegűek és könnyebben hozzájuk lehet férni. A lakáscélú hitelek esetén is a 2016. decemberi adathoz képest további 53 bázispontos csökkenés (4,17 százalékra) tapasztalható.

15. 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 negyedévében a pénzügyi közvetítőrendszer a gazdasági teljesítményre pozitív/növelő hatással volt. A bankszektor teljes jövedelmi hatása

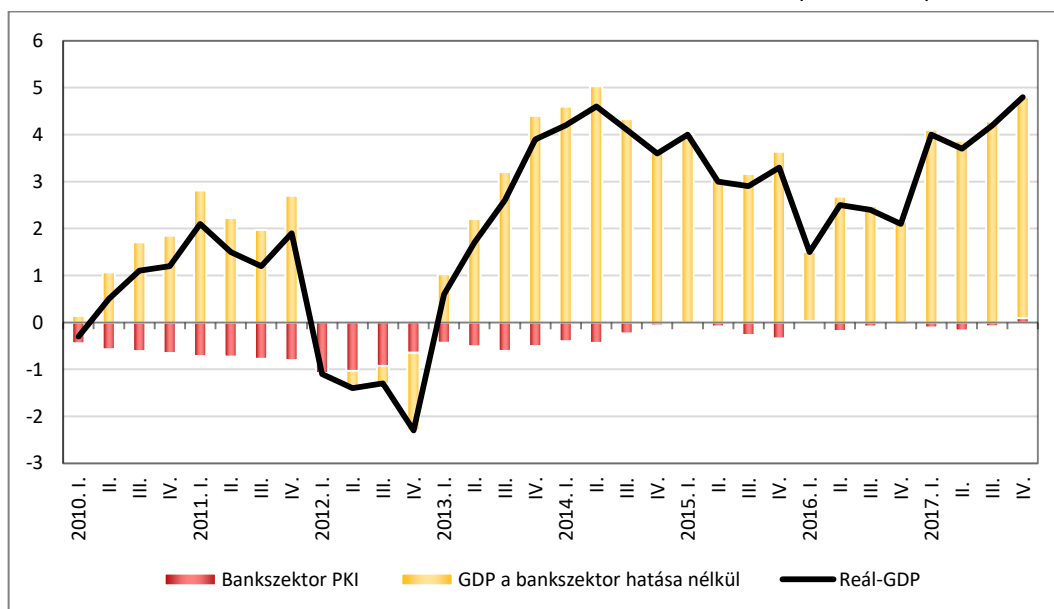
<sup>5</sup> Ez nem folyószámlahitel, hanem változó kamatozású, legfeljebb egy éves kamatfixálású hitel

<sup>6</sup> Ezt azonban a nagyobb összegű (1 millió euró feletti) hitelek egyedi kamatozása jelentősen befolyásolja



0,1 százalékpontnak felelt meg, vagyis 2017 negyedik negyedében megszűnt a bankrendszer reál GDP-re kifejtett, negatív hatása. 2017 egészének átlagában azonban ez a mutató még negatív, hiszen a négy negyedév PKI indexének egyszerű számtani átlaga – 0,075.

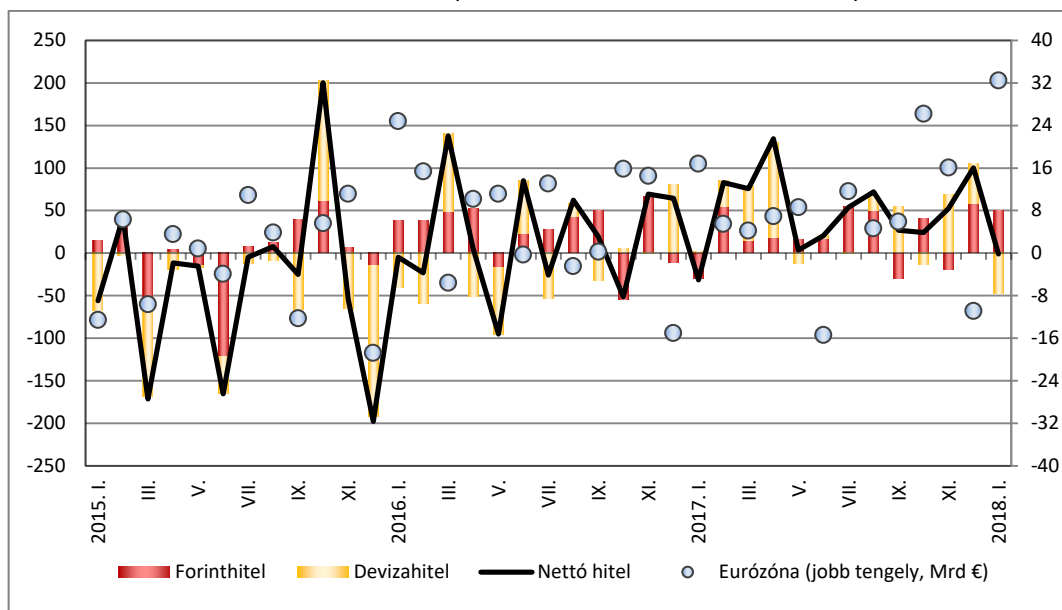
16. ÁBRA: A HITELEZÉS GDP-RE GYAKOROLT HATÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB

A vállalatoknál 2017 egészében a szezonálisan kiigazított adatok alapján a banki nettó forinthitel felvétel 244,0 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke 370,4 milliárd forintot tett ki. A kettő eredőjeként adódóan 2017-ben a teljes nettó hitelfelvétel (szezonálisan igazítva) így 614,7 milliárd forintnak felelt meg. Nagymértékű hitelfelvételre került tehát sor 2017 folyamán a nem pénzügyi vállalatok részéről, hiszen a hitelállomány 9,5 százalékkal növekedett 6495,1 milliárd forintra. A hitelezés felfutása 2018. első negyedévében tovább folytatódott, hiszen az állomány immár 6643 milliárd forintot tett ki március végén.

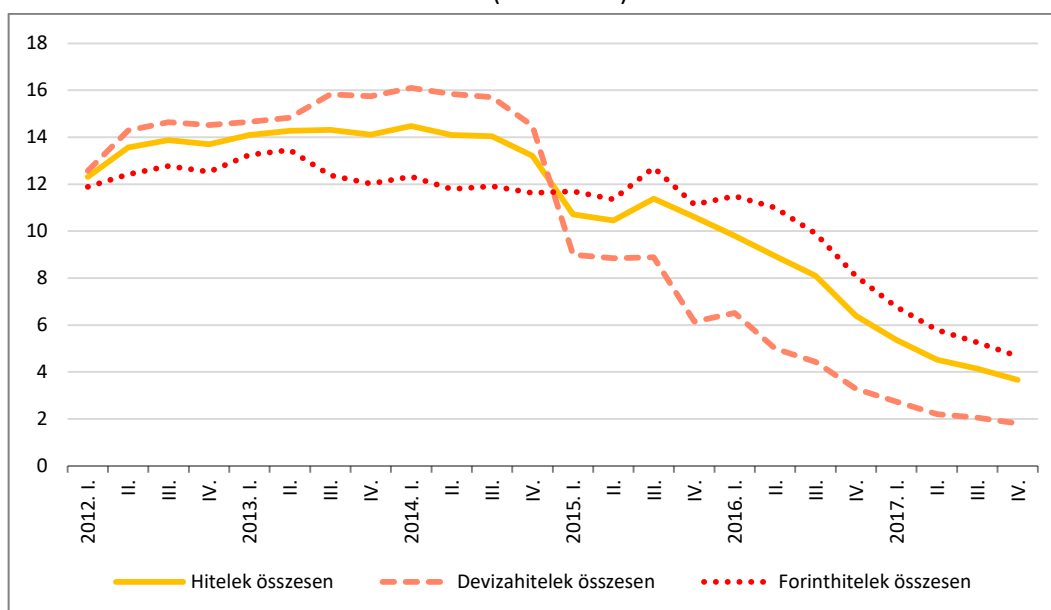
17. ÁBRA: A VÁLLALATOKKAL LEBONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK SEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT NETTÓ ÉRTÉKE (MILLIÁRD FT ÉS MILLIÁRD EURÓ)



Forrás: MNB, EKB

Az MNB Hitelintézeti szektorról szóló negyedéves idősora alapján 2017. negyedik negyedévében összességében a lakossági szegmensben és a vállalati szegmensben is csökkent a 90 napon túli késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. Egy év alatt a vállalati szegmensben elsősorban a leírt tőkekövetelések és az eladott nem teljesítő követelések állománycsökkentő hatása miatt csökkent 2,1 százalékponttal 3,3 százalékra a nem teljesítő hitelek aránya, míg a lakoságnál a nettó jövedelmek jelentős növekedése és a nem teljesítő hitelportfóliók eladása is hozzájárult a 5,4 százalékpontos NPL-ráta csökkenéséhez, amely így 2017. december végén 8,0 százalékot tett ki. Jól látható tehát a magyar bankrendszer nem teljesítő hitelarányának további jelentős csökkenése, amely folyamatot a hitelminősítők is kiemelték 2017. őszi, amikor a magyar államadósság pozitív kilátására javították (a befektetési kategória alsó szélén).

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

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 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 (3 585,3 milliárd forintra) mérséklődött, miközben a kockázatokkal korrigált mérlegfőösszeg 1,6 százalékkal nőtt és 2017. december 31-én 17 477,7 milliárd forintot tett ki.

## Folytatódhat a magyar gazdaság növekedése

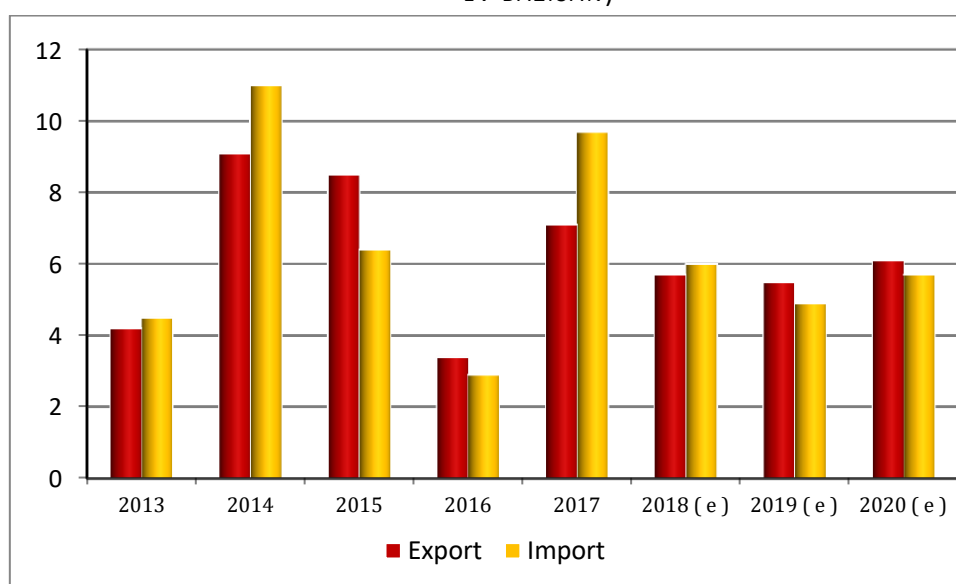
Előrejelzésünk elkészítésekor a 2017 IV. negyedévére vonatkozó részletes GDP adatok álltak rendelkezésre, így ezek segítségével futtattuk előrejelző modellünket, vagyis az itt szereplő adatok is alapvetően ezt az állapotot tükrözik. A futtatás eredményéhez képest csupán néhány helyen módosítottunk az előrejelzésen, ott ahol az időközben beérkező adatok ezt szükségessé tették. Érdemes azt is hangsúlyozni, hogy mivel az újonnan felálló kormányzat konkrét gazdaságpolitikai lépései még nem ismertek, csupán a fontosabb irányok (demográfia, versenyképesség), ezért ezekkel még nem számoltunk előrejelzésünkben.

Előrejelzésünkben 2018-ra 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. Ezt kismértékben meghaladhatja az import bővülésének volumene, amely így 6,0 százalékot tehet ki. Az import bővüléséhez egyaránt hozzájárul az export növekedése (tekintettel annak magas importtartalmára), illetve a belső kereslet (fogyasztás, beruházás, kormányzati kiadások) emelkedése. Ez egyben azt is jelenti, hogy prognózisunk szerint a külkereskedelmi mérleg alakulásának hatása a GDP-re 2018-ban semleges lehet, legfeljebb kismértékben fékezheti a növekedést.

2019-ben arra számítunk, hogy a külső kereslet bővülése a 2018-asnál némileg lassabb lesz, amelyet elsősorban a Brexittel magyarázzuk. Összességében azonban 2019-ben is folytatódhat a kivitel volumenének emelkedése – becsléseink szerint 5,5 százalékkal –, amelyhez a 2018-ashoz hasonlóan hozzájárulhat a korábban megvalósult beruházások magas értéke, és ennek eredményeként a nagyobb volumenű, illetve hatékonyabb termelés. Előrejelzésünk szerint 2019-ben az import volumene 5,0 százalékkal növekedhet. Az import volumenének az exporténál alacsonyabb bővülését a beruházások korábbi mérsékeltebb bővülése magyarázza. Mindezek eredményeként 2019-ben már arra számítunk, hogy a nettó export pozitívan járul hozzá a GDP alakulásához.

Az előző két évet jellemző folyamatok folytatódására számítunk 2020-ban is. Becslésünk szerint ekkor a kivitel bővülése 6,1, a behozatalé 5,7 százalékos lehet. Fontos azonban megjegyezni, hogy ezeket az értékeket nagyban befolyásolhatja a külső kereslet alakulása, a hazai munkaerőhiány, illetve a beruházások volumenének alakulása.

19. ÁBRA: AZ EXPORTRA ÉS AZ IMPORTRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV BÁZISÁN)

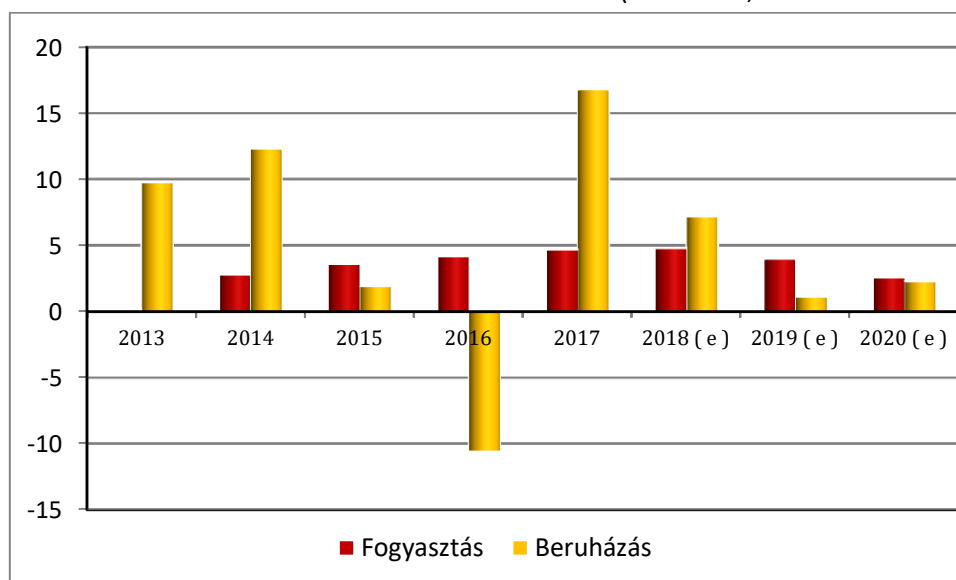


Forrás: KSH, Századvég-számítás

A külső keresletet övező kockázatok közül a legjelentősebbeknek a Brexit alakulását, az Egyesült Államok által elindított vámháborút, az Iránnal szembeni szankciók alakulását (és ezen keresztül az olajár alakulását), az olasz kormányválság és az előrehozott választások hatását, a török belpolitikai válságot, illetve a feltörekvő piacokon tapasztalható turbulenciát látjuk.

A háztartások fogyasztási kiadásai 2017-ben 4,7 százalékkal nőttek köszönhetően a dinamikus béremelkedésnek. Tekintettel a fogyasztási hajlandóság növekedésére és az inflációt az idén is érdemben meghaladó béremelésre, továbbra is a fogyasztás bővülésével számolunk. Ez alapján tehát 2018-ban is a 2017-eshez hasonló mértékben, 4,8 százalékkal bővíthet a háztartások fogyasztási kiadása. Ez részben magyar termékek és szolgáltatások vásárlásában csapódik le, így hozzájárul a gazdasági növekedéshez.

20. ÁBRA: A HÁZTARTÁSOK FOGYASZTÁSI KIADÁSÁRA ÉS A BRUTTÓ ÁLLÓESZKÖZ-FELHALMOZÁSRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV BÁZISÁN)



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

2019-ben a fogyasztás további bővülésére számítunk, melynek becsült volumene 4,0 százalék. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a fogyasztás növekedését nagyban meghatározza majd a bérek emelkedésének mértéke, amelyet pedig a minimálbér, a garantált bérminimum és a szociális hozzájárulási adó alakulása befolyásol, erről pedig 2019-re vonatkozóan még nincs információnk, illetve a szociális hozzájárulási adó esetében a 2018-as bérnövekedés lehet meghatározó a hatéves bérmegállapodás értelmében. Szintén hasonló kockázatok övezik a bérek, és ezen keresztül a fogyasztás 2020-as növekedését, amelyet a jelenleg rendelkezésre álló adatok alapján 2,6 százalékosra valószínűsítünk – a korábbinál szerényebb béremelkedési ütemet feltételezve.

A beruházások növekedési üteme 2017-ben az előző év gyenge bázisa után 16,8 százalékos volt. Tekintettel 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. 2019-ben a beruházások volumenének 1,1 százalékos emelkedését várjuk, míg 2020-ban a bővülés 2,3 százalékos lehet. A korábbinál alacsonyabb bővülést a magas bázisidőszaki adat indokolja úgy 2019-ben, mint 2020-ban. Ugyanakkor 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. A beruházások kapcsán pozitív kockázatot jelent a hitelezés dinamikus növekedése. A Magyar Nemzeti Bank várakozásai szerint a lakossági hitelezés bővülése évente kétszámjegyű is lehet, és ez elsősorban a lakáshitelekhez kötődik majd. Fontos azonban megjegyezni, hogy ennek kapcsán érdemes odafigyelni a kockázatokra, hogy a lakosság válság előttihez hasonló eladósodása ne következzen be.

Az első negyedéves előzetes adatok szerint a gazdaság dinamikus, a vártnál kedvezőbb növekedése folytatódhat. Így várakozásaink szerint a bővülés 2018-ban 4,2 százalékos lehet. 2019-re 3,2 százalékos, 2020-ra pedig 2,9 százalékos növekedést várunk. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a 2019-es és 2020-as növekedést rendkívül nagy (inkább pozitív irányú) kockázat övezi, tekintettel arra, hogy a költségvetési és gazdaságpolitika konkrét lépései jelen elemzés elkészítésekor még nem ismertek.

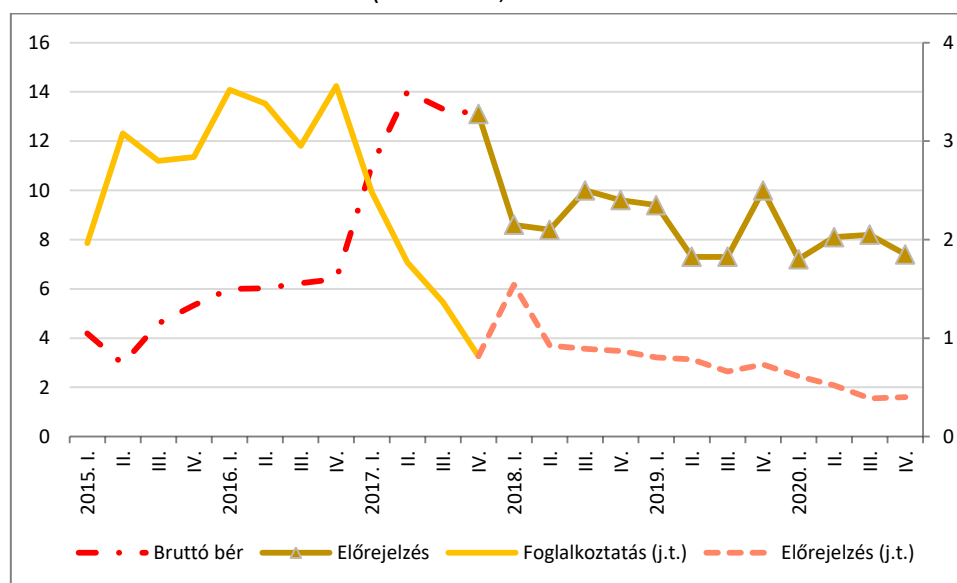
Érdemes röviden összefoglalnunk a GDP alakulását befolyásoló – részben már ismertetett – legfontosabb kockázati tényezőket. Ezek a következők:

- **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 a feltörekvő piacokon tapasztalható turbulenciák, Trump protekcionista lépései és az Iránnal kapcsolatos szankciók jelenthetnek kockázatot a növekedés alakulására;
- **Az új magyar Kormány gazdaságpolitikája:** a konkrét gazdaságpolitikai lépések, illetve a költségvetéshez kapcsolódó intézkedések még nem ismertek. A versenyképesség sikeres fokozása, nagyban segítheti a növekedés 4 százalék körüli szinten tartását;

- **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.

Előrejelzésünk szerint a foglalkoztatottak száma a tavalyi 4,42 millió főről idén 4,468 millió főre emelkedhet, míg 2019-ben elérheti a 4,5 millió főt, amely további közel 20 ezer fővel emelkedhet az évtized végén. Az egyre lassabb foglalkoztatás bővülésnek két oka van, egyrészt demográfiai okok miatt az aktivitás a vállalatok munkaerő-keresleténél lassabb ütemben tud bővülni, amely a munkaerőhiány fennmaradását eredményezheti. Másrészt a munkaerőpiac várakozásaink szerint jelentősen átalakulhat a következő években. Prognózisunk szerint a tavalyi 40 ezer fős állománycsökkenést követően a következő három évben további 50 ezer fővel csökkenhet a közfoglalkoztatásban dolgozók száma és 100 ezer fő körül stabilizálódhat. A képzési programoknak és a feszes munkaerőpiacnak köszönhetően várhatóan az elsődleges piacon helyezkednek majd el a közfoglalkoztatásból kikerülő munkavállalók. Emellett a közszférában dolgozók várható létszámcsökkenése sem javítja majd a statisztikai adatokat, azonban egy sokkal egészségesebb munkaerőpiacot eredményez.

21. ÁBRA: A FOGLALKOZTATOTTSÁG ÉS A NEMZETGAZDASÁGI BRUTTÓ ÁTLAGBÉR VÁLTOZÁSÁNAK ELŐREJELZÉSE (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



Forrás: KSH, Századvég-számítás

Előrejelzésünk szerint a munkanélküliségi ráta csak lassan csökken tovább, a tavalyi 4,0 százalékos szintről idén 3,7 százalékra, majd 2019-ben 3,5 százalékra mérséklődhet a munkanélküliek részaránya, míg 2020-ra 3,4 százalékos rátát várunk. Az egyre feszebb munkaerőpiac következtében azonban tovább csökkenhet a tartósan állástalanok aránya, vagyis a munkaerőpiaci szempontból hátrányos helyzetűek is egyre könnyebben találhatnak

állást maguknak. Azonban továbbra is jelentős tartalékok lehetnek a magyar munkaerőpiacban kínálati oldalról: amennyiben a csehországi adatokkal hasonlítjuk össze a hazai aktivitási adatokat, látszik, hogy a magyar gazdaságból közel 300 ezer álláshely hiányzik, ez a lemaradás a bérek folyamatos emelésével jelentősen csökkenthető.

Várakozásaink alapján a bérekre ható kedvező tényezők továbbra is fennmaradnak, aminek köszönhetően a nettó átlagbér a tavalyi 12,9 százalékos növekedés után idén 9,2 százalékkal, míg jövőre 8,5 százalékkal emelkedhet, amely 2020-ra 7,7 százalékra lassulhat. A növekedésben a több ágazatot (például kiskereskedelem, feldolgozóipar, IT, építőipar) is érintő munkaerőhiány, az állami vállalatokat és a közszférát (egészségügy, felsőoktatás, rendvédelmi dolgozók) érintő béremelések, valamint a minimálbér idei 8, illetve a garantált bérminimum idei 15 százalékos emelése játszik szerepet. A béremelések fedezetét részben a szociális hozzájárulási adó idei 2,5 százalékpontos csökkentése, a növekvő fogyasztás, valamint a vállalatok hatékonyságnövelése jelentheti. Azonban a béremelések tartóssá tételéhez további intézkedésekre is szükség lehet, akár a 2016-os 6 éves bérmegállapodás adócsökkentési ütemezésének felülvizsgálatára, mivel a jelenlegi előrejelzésünk szerint legkorábban 2019 júliusában lenne lehetőség ismét csökkenteni a szociális hozzájárulási adó mértékét, további 2 százalékponttal. A jegybanki 3 százalékos célt lassan elérő infláció hatását is figyelembe véve a nettó reálbérek a tavalyi 10,3 százalék után az idei évben 6,4 százalékkal, míg jövőre 5,4 százalékkal emelkedhetnek. 2020-ban a jegybanki 3 százalékos cél körül stabilizálódó infláció következtében a reálbér növekedési üteme 4,7 százalékra csökkenhet.

Az infláció 2017-ben az előző évhez képest növekedésnek indult, de éves átlagban még mindig a 3 százalékos cél alatt teljesült, 2,4 százalékon. Az év első négy hónapjában az infláció ennél alacsonyabban alakult, 2,1 százalék volt, amelyet bázishatások mellett az olaj árának alakulása is magyarázott. Várakozásaink szerint azonban a pénzromlás mértéke az év további részében ennél magasabb lesz, de éves átlagban így is elmarad a 3 százalékos inflációs céltól: 2,6 százalékos lesz, tehát a jegybank inflációs célsávjában tartózkodik majd, míg 2019-ben 3,0 százalékgig növekszik, és 2020-ban is e körül alakul majd – természetesen a jegybank monetáris politikájától is függően. Várakozásaink szerint a maginfláció az idén 2,8 százalékos lehet, míg 2019-ben 4,0 százalékra növekedhet, 2020-ban pedig 3,6 százalékos lehet.

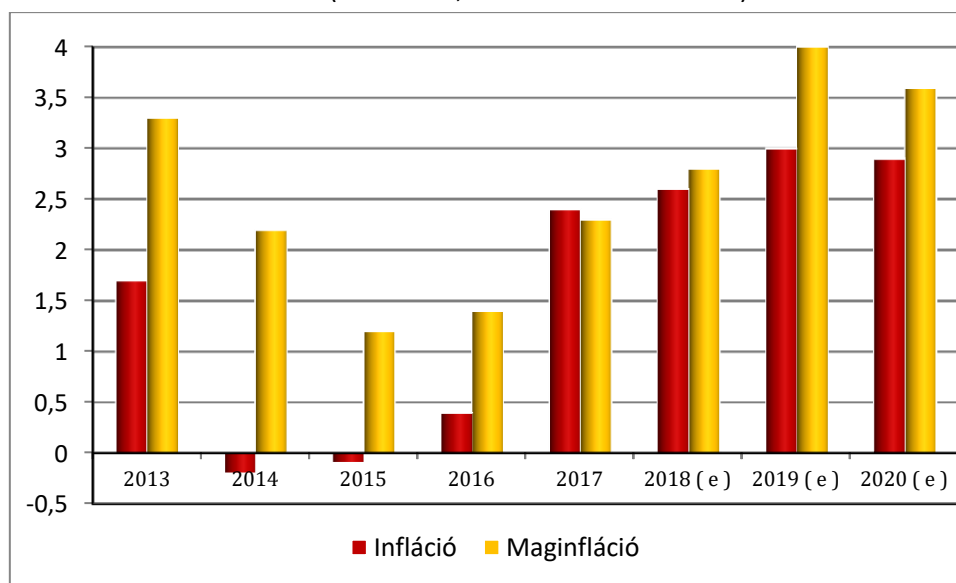
Az infláció kapcsán is érdemes röviden összefoglalni a kockázati tényezőket. Ezek a következők:

- **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, illetve az egyes országokkal szembeni szankciók is befolyásolják. Ennek megfelelően az olajárak emelkedése magasabb inflációt eredményezhet.

22. ÁBRA: A MAGINFLÁCIÓRA ÉS A FOGYASZTÓIÁR-INDEXRE VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK  
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV BÁZISÁN)



*Forrás: MNB, Századvég-számítás*

Prognózisunk szerint az alapkamat szintje 2019-ben sem módosul, ám 2020-ban már várható a monetáris kondíciók szigorítása. A szigorítás 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. Itt természetesen megjelenik a feltörekvő országokban megjelent piaci turbulencia által okozott kockázat, amely tartóssá válása esetén elvezethet a monetáris kondíciók korábbi szigorításához.

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.

## A külső és belső egyensúlyi helyzet értékelése és várható alakulása

*Magyarország befektetői megítélése kedvezően alakult 2017-ben: csökkent a CDS felár (126 bázispontról 91 bázispontra), a 10 éves állampapírhozam (3,22-ről 2,05 százalékra), és a forint a vezető devizákkal a svájci frankkal (289-ről 265 forintra), az euróval (311-ről 310 forintra) és a dollárral (294-ről 259 forintra) szemben erősödött. Fontos kiemelni még, hogy az ÁKK 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 28 096 milliárd forint volt, amely a GDP 73,6 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 76,0 százalék után.*

*2017-ben a Standard and Poor's és a Fitch pozitív kilátására változtatta a magyar államkötvények besorolását, míg a Moody's nem értékelt a meghirdetett időpontokban. 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) kis mértékben csökkent, mivel a 2016 december végi 24,6 százalék után 2018 januárjának végén 21 százalékot tett ki, és az ÁKK 2018. évi finanszírozási tervében meghatározott (és 2017. évi tervhez képest nem változtatott) 15-25 százalékos sávban tartózkodott.*

*Magyarország 2017. év egészében továbbra is megfelelt a Greenspan–Guidotti-szabálynak, hiszen a rövid lejáratú devizatartozás szintjénél jelentősen magasabb volt a jegybanki devizatartalékok szintje.*

*Az államháztartás központi alrendszerének hiánya az idei év kezdetétől április végéig tartó időszakban 1081,4 milliárd forintot ért el. A központi költségvetés 1119,5 milliárd forint, az elkülönített állami pénzalapok pedig 7 milliárd forint hiánnyal zártak, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai viszont 45,1 milliárd forintos többletet mutattak. Az előző három év azonos időszakához képest számított viszonylag magas hiány alakulása mögött a legmeghatározóbb szerepe az uniós programok kifizetéseknek volt, amelyek értéke az előző év azonos időszakában mért 318,3 milliárd forinttal szemben 857,2 milliárd forinton alakult, ugyanakkor az uniós programokat fedező bevételek ugyanakkor eddig 63,9 milliárd forinton teljesültek. A hazai költségvetési forrásokból finanszírozott fejlesztések, mint a Modern Városok Program, Egészséges Budapest Program, kiemelt közúti projektek, valamint az Erzsébet-táborok modernizálása is tovább folytatódtak a vizsgált időszakban.*

*A hazai gazdasági szereplők fogyasztását és beruházásait támogató, továbbra is kedvező gazdasági kilátások és a kormányzati intézkedések hatására az előirányzathoz viszonyítva – a lakossági befizetések esetében pedig 23 milliárd forinttal, a gazdálkodó szervezetek*

*befizetéseinél 6,6 milliárd forinttal több, a fogyasztási adók során 11,5 milliárd forinttal kevesebb bevételt várunk. Összegezve prognózisunkat 18,2 milliárd forinttal nagyobbra becsüljük a bevételi oldalt, mint ahogy az a hatályos előirányzatban szerepel. A kiadási oldalon ezzel szemben 60,1 milliárd forintnyi többletkiadásra számítunk, ami a korrekciós tételeken kívül több intézkedés (például a téli rezsicsökkentés, a tavaszi Erzsébet-utalvány a nyugellátásban részesülőknél) várható költségvetési hatásának eredménye.*

*Összességében a kormányzati tervekben szerepelő, a GDP 2,4 százalékát kitevő deficit alatti, 2,3 százalékos hiánnyal számol intézetünk 2018-ra. Ez jelenti azt is, 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 71,7 százalékos szintet várunk. A becsült értékek és a tényleges teljesülés közötti különbség alakulására – a költségvetési hiány alakulásán keresztül – az európai uniós források beérkezésének mértéke jelent kockázatot.*

*A 2019. évi központi költségvetésről szóló törvényjavaslat tervezete csak jelen tanulmányunkat követően készül el, ezért a 2019. évre vonatkozó költségvetési előrejelzésünket az aktuális makrogazdasági előrejelzésünk eredményeire alapozó technikai kivetítéssel készítettük el, amelyhez a 2018. évi előrejelzést használtuk bázisként. A kormány által az előző években kitűzött gazdaság- és társadalom-politikai prioritások további érvényesülése érdekében meghirdetett támogatások közül néhányban változások fognak bekövetkezni 2019-ben. A kétgyermekesek családi adókedvezménye a 2018-ban havi 17500 forintról 2019-ben 20000 forintra növekszik gyermekenként. Az eddig elindított pedagógus, rendvédelmi életpályamodellek folytatásán, valamint a jelentős egészségügyi béremeléseken túl 2019-ben azok az állami tisztviselők is béremelésben részesülnek, akiknél még nem került sor minderre. A Versenyszféra és a Kormány Állandó Konzultációs Fórumán megkötött hatéves bérmegállapodásnak megfelelően 2019-től kezdődően összesen 4 alkalommal 2 százalékponttal fog csökkenni alkalmanként a szociális hozzájárulási adó mértéke, amely a bérmegállapodásban rögzített feltételek teljesülése esetén első alkalommal 2019. július 1-jétől következhet be. A becsült makropályát, továbbá a 2017-es tényadatok és a 2018-as várható bevételi összegeket figyelembe véve a gazdálkodó szervezetek befizetéseinél 8,4 milliárd forint, a fogyasztáshoz kapcsolt adók esetében 21 milliárd forint, a lakosság befizetéseinél pedig 89,4 milliárd forint többletteljesülést várunk az irányszámokhoz képest.*

*2017 decemberében a Nemzetgazdasági Minisztérium (jelenleg Pénzügyminisztérium) friss makrogazdasági és költségvetési előrejelzést hozott nyilvánosságra, amiben a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok kapcsán a kiadásokra magasabb összeget kommunikált, mint a 2019-es irányszámok. Ennek okát főképp az európai uniós pályázati források ütemezésében látjuk. A Kormányzat szándéka szerint a 2014-2020 közötti uniós költségvetési időszakban lehívható összes forrás jelentős részét már 2018-ig odaítélik. A kormányzati szektoron belül maradó EU-transzferek várhatóan 2019-ben érik el a csúcst. A*

gazdasági tárca decemberi módosítását elfogadva előrejelzésünkben a GDP 0,87 százalékaival magasabb kiadásra számítunk a sorhoz kapcsolódóan.

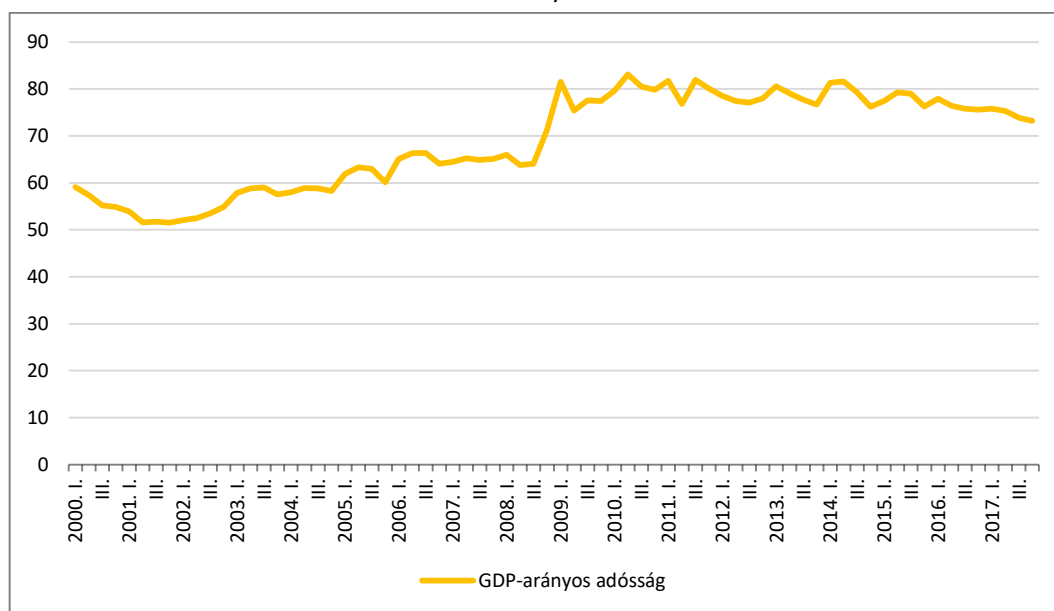
Kivetítésünk alapján 2019-ben a kormányzati szektor ESA egyenlege a GDP arányában összességében -1,9 százalékon teljesülhet, szemben a 2018. évi konvergencia programban szereplő -1,8 százalékos értékkel. Az államadósság maastrichti kritériumok alapján kalkulált hiánya 2019-ben a GDP 68,4 százalékát éri majd el, ami a 2018-ra becsült 71,7 százalékhöz képest 3,3 százalékpontos csökkenést jelent. A becsült hiányra és államadósságra vonatkozó értékeket felhasználva a középtávú makroökonomiai modellünkben 2020-ra várhatóan a költségvetés ESA-hiánya 1,8 százalékon, az államadósság pedig 66,4 százalékon teljesülhet.

Prognózisunk szerint a folyó fizetési mérleg egyenlege 2018-ban és 2019-ben és 2020-ban is pozitív lesz, és GDP-arányosan az előző évit mindhárom évben kissé meghaladja, míg jövőre magasabban alakulhat. A külső finanszírozási képesség GDP-arányos értéke idén és jövőre is meghaladhatja a 2017-es értéket.

## Tovább csökkent az államadósság devizaaránya

Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 2017 végén 28 096 milliárd forint volt, amely a GDP 73,6 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 76,0 százalék után. Az Eurostat döntése alapján immáron az Eximbank adósságát is figyelembe kellett venni a bruttó adósság kiszámításánál.

23. ÁBRA: A BRUTTÓ ADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA



Forrás: Eurostat, MNB

2017 folyamán a Moody's a meghirdetett időpontjaiban nem értékelte a magyar adósságbesorolást.

Az S&P 2017. augusztus 25-én változtatott a magyar államkötvények hitelminősítésén azzal, hogy pozitív kilátással látta el a jelenlegi besorolást. A piac nem várt felminősítést csak kilátásjavítást a jelenlegi befektetésre javasolt kategória legalsó szintjéről. Elsősorban a hazai bankszektor javuló helyzete és a nem teljesítő hitelek csökkenő aránya jelentették a pozitív kilátás indokát.

2017. november 10-én a Fitch is pozitív kilátásúra módosította a magyar államkötvények jelenlegi hitelminősítői besorolását. A piac várta a Fitchtől a jelenlegi befektetésre javasolt kategória legalsó szintjén a kilátásjavítást. Elsősorban a stabilan szufficites folyó fizetési mérleg, a magánszektor és az állam adósságának csökkenése, a külföldiek által tartott magyar állampapír állomány csökkenése és a bankrendszer likviditási helyzetének javulása jelentették a pozitív kilátás indokát. 2017-ben a pozitív kilátásra módosítás miatt egyik alkalommal sem alakult ki jelentősebb hozamváltozás a másodlagos piacon. A kilátásjavítás következménye a kedvező tendencia folytatódásakor a felminősítés lehet 1 éves időtávon belül, amely minden más változatlansága esetén tovább mérsékelheti a hosszú lejáratú állampapírok hozamát, ami az állami kamatkidadások csökkenését jelenti. Törökországban a magas folyó fizetési mérleg hiány, az alacsony devizatartalékok szintje és a hazai fizetőeszköz leértékelődése miatt kialakuló turbulenciák a hosszú lejáratú állampapírok régiós piacain is éreztetik hatásukat.

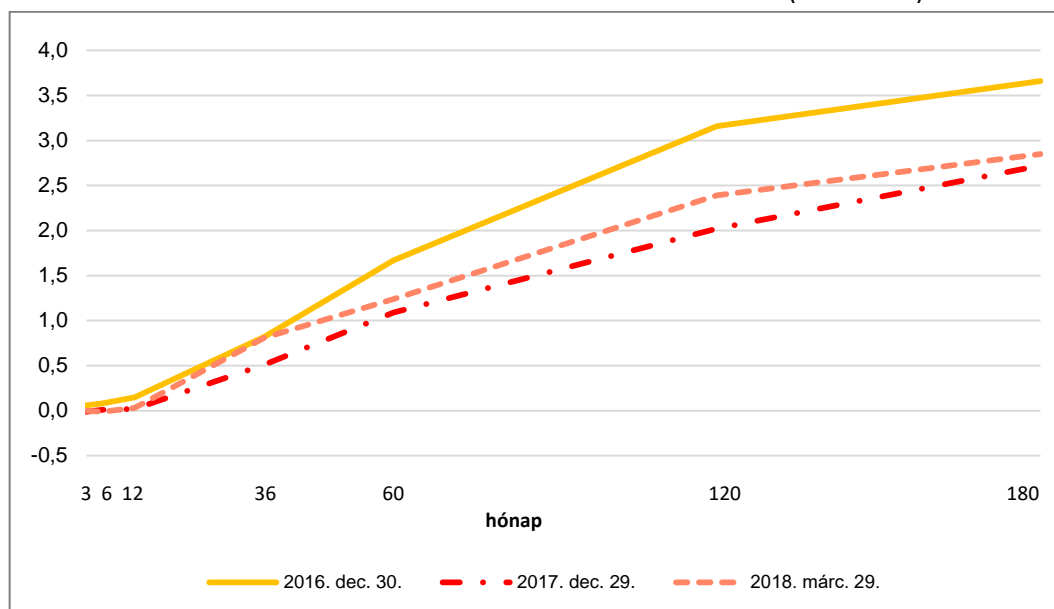
2017-ben az állampapír-piaci aukciókon elért hozamok az éven belüli futamidőkre (diszkontkincstárjegyek) és az éven túli határidőkre (államkötvények) is csökkentek. A diszkontkincstárjegyeknél a vizsgált időszak elejét és végét tekintve a 3 hónapos hozam 18 bázisponttal –3 bázispontra csökkent, míg az egyéves hozam 29 bázisponttal 4 bázispontra esett vissza. Az államkötvények közül a 3 éves lejáratúnál 59 bázispontos, az 5 éves lejárat esetében 93 bázispontos, míg a 10 éves állampapíroknál 122 bázispontos a 15 éves állampapíroknál 116 bázispontos hozamesés következett be. 2017 végére a 3 éves hozam így 0,58 százalékra, az 5 éves 1,07 százalékra, a 10 éves 2,04 százalékra, míg a 15 éves 2,8 százalékra csökkent. Összességében mindkét értékpapírcsoportban a meghirdetethez képest markáns többletkibocsátás mutatkozott az év folyamán.

2017-ben a másodlagos állampapírpiacra a hozamok a jegybanki önfinanszírozási program folytatásaként értelmezhető lépéseknek (korábban a kötelező tartalékráta csökkentése és a 3 hónapos jegybanki betét limitjének fokozatos csökkentése, végül 75 milliárdnál a csökkentés leállítás) köszönhetően a rövid lejáratoknál továbbra is nagyon alacsonyak, esetenként negatívak voltak. A hozamgörbe rövid futamidejű végén (3 hónapos futamidőre) 7 bázisponttal, a 6 hónapos lejáratra és az egy éves futamidőre 7 illetve 13 bázisponttal csökkentek a hozamok. A hosszabb futamidőkön a hozamok ennél nagyobb mértékben csökkentek: 31 bázispont (3 éves), 58 bázispont (5 éves), 114 bázispont (10 éves) és 94 bázispont (15 éves). A csökkenő hosszabb lejáratú hozamok illeszkednek az általános, globális hozamcsökkenési trendbe és a jegybank szándékának teljesülésével – a likviditás átterelése az állampapírok hosszabb lejárataihoz – is magyarázhatóak. Összességében 2017

végére a hozamgörbe a 2016. decemberi állapothoz képest jelentősen lejjebb tolódott és laposabbá vált.

A külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány a 2017 december végi értéke 57 milliárd forinttal csökkent a 2016 december végi értékhez képest, és így 3 385 milliárd forintot tett ki.

24. 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. 2017. december végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt forint állampapírok állománya 6 802,9 milliárd forintra emelkedett. Az euróban denominált prémium államkötvénnyel (P€MÁK) együtt a teljes volumen közel 6 938,9 milliárd forintot tett ki. 2016 végén ez az összeg még több, mint 1 700 milliárd forinttal alacsonyabb (5 207,8 milliárd forint) volt. A nagyarányú lakossági érdeklődés és az ÁKK sikeres lakossági kötvénykibocsátásai miatt a lakosság részaránya teljes állampapír állományban 25 százalék fölé emelkedett. A lakossági állampapír állomány növekedése folytatódott, hiszen több, mint 300 milliárd forinttal tovább nőtt idén 2018. február végéig.

A magyar államadósság devizaaránya tovább csökkent, a 2016. december végi 24,6 százalék után 2018 januárjának végén 21 százalékot tett ki. Ezek az arányok megfelelnek a 2017. év után a 2018. évi finanszírozási tervben is 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.

2017 májusában lejárt egy 500 millió névértékű angol font kötvény, amelynek futamideje 12 év és kamata 5,15 százalékos volt. 2017 júliusában egy 1 milliárd euró névértékű 10 éves futamidejű 4,525 százalék kamatozású kötvény. A lejárt kötvényeket az ÁKK elsősorban forintban újította meg, illetve 2017 júliusában 1 milliárd jüanos devizakötvényt bocsátott ki, amelynek azonban elsősorban gazdaságpolitikai jelentősége lehet és nem portfólió diverzifikálási előnye.

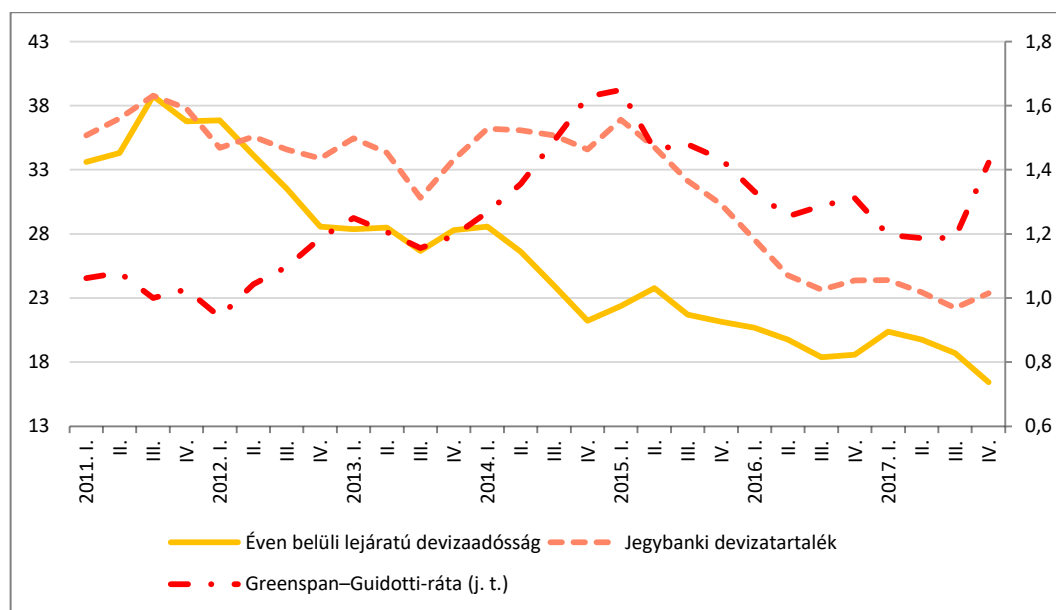
Októberben ÁKK sikeres euróban denominált, 1 milliárd euró névértékű, 10 éves államkötvényt bocsátott ki, amelynek kamata 1,75 százalék. Legutóbb euróban 2011-ben, míg dollárban 2014-ben került sor devizakötvénykibocsátásra. A papírokra majdnem hatszorosa volt a túljegyzés a befektetők részéről. A kibocsátással egy időben 1,2 milliárd dollár összértékben vásároltak vissza rövid lejáratú, magas kamatozású papírokat. Ezek a dollárban denominált kötvények ugyanis 2018 és 2023 között jártak volna le.

Októberben lejárt továbbá egy 25 milliárd jen értékű, 10 éves államkötvény, így nem maradt japán jenenben denominált államkötvény az adósságban. Az NGM már 2017 decemberében felvetette, hogy 2018 első felében jöhet új szamurájkötvény, hogy Magyarország a japán piacon fenntartsa jelenlétét. Erre végül 2018. márciusában került sor, amikor 3 éves futamidejű 30 milliárd jen névértékű kötvényt bocsátott ki az ÁKK.

Az ország pénzügyi stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2016. december vége óta az MNB devizatartalékai alig több, mint 1 milliárd euróval csökkentek, és 2017. december végén 23,368 milliárd eurót tettek ki. A jegybanki devizatartalékok e szintje alapján Magyarország a válság óta alkalmazott és a következőkben részletezett Greenspan-Guidotti-szabályt betartja.

Magyarország tartósan megfelel a Greenspan-Guidotti-szabálynak, azaz a jegybanki devizatartalékai magasabbak, mint az éven belüli devizakötelezettségei. Éven belüli devizakötelezettségekről a legutolsó adat 2017 negyedik negyedévéről ismert. Ez az adat 2,2 milliárd euróval alacsonyabb az egy évvel korábbi értéknél. Azaz az elmúlt időszakban a mutató nevezője – a rövid lejáratú külföldi adósság – szintén csökkent. Az ennek eredményeként kialakuló, markánsan az 1 érték feletti Greenspan-Guidotti-ráta az év folyamán, továbbra is mozgásteret ad a jegybanknak tartalékai további mérséklésére. A jegybanki devizatartalékokról ismert legutolsó adat a 2018. április végi 23 168 milliárd euró.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

## 2017-ben 2,0 százalék volt a GDP-arányos deficit

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 milliárd forinttal 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 százalék alatti GDP-arányos eredményszemléletű 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 az 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 dinamikusan emelkedő reálbérek kedvező 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 a megelőző 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, amiben 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 társaságiadó-bevétel 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 százalékat 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.

## 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. évit.

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 értéktől. 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 értéke 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 nyugdíjvédelmek 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 nyugdíjasok és a 2017 decemberéig nyugdíjba vonulók 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 gyógyszerészek esetében 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 forintot fordíthattak nagy értékű gyógyszerek beszerzésének támogatására.

## Kamategyenleg és államadósság

2017-ben a kamatbevételek 104,3 milliárd forintot tettek ki, ami 44,3 milliárd forinttal kevesebb, mint egy évvel korábban. A kamatkidadások 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 kamatkidást 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

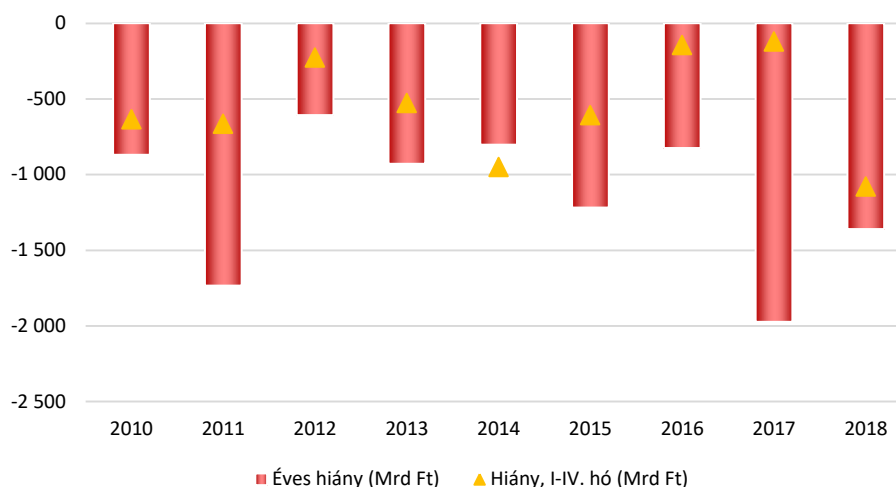
költségvetés devizaadósságának részaránya – az adósságfinanszírozás kockázatainak mérséklése érdekében – a 2016. év végi 24,6 százalékos szintről 21,6 százalékra csökkent a teljes adósságon belül. AZ MNB közleménye szerint az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számításba vett (maastrichti) 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).

## **2018-ban 2,3 százalék lehet a költségvetési deficit**

Az idei év áprilisának végéig az államháztartás központi alrendszerének hiánya 1081,4 milliárd forintot ért el. A központi költségvetés 1119,5 milliárd forint, az elkülönített állami pénzalapok pedig 7 milliárd forint hiánnyal zártak, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai viszont 45,1 milliárd forintos többletet mutattak. Az előző három év azonos időszakához képest számított viszonylag magas hiány mögött az uniós források megelőlegezése, a különféle infrastrukturális fejlesztések támogatása, valamint egyszeri kiadások állnak. Ezek összhangban vannak a kormány költségvetési politikájával, amelynek középpontjában továbbra is a gazdasági növekedés ösztönzése és a magyar családok támogatása áll.

Az első négyhavi egyenleg alakulásában a legmeghatározóbb szerepe az uniós programok kifizetéseknek volt, amelyek értéke az előző év azonos időszakában mért 318,3 milliárd forinttal szemben 857,2 milliárd forinton alakult, ugyanakkor az uniós programokat fedező bevételek ugyanakkor eddig 63,9 milliárd forinton teljesültek. A hazai költségvetési forrásokból finanszírozott fejlesztések, mint a Modern Városok Program, Egészséges Budapest Program, kiemelt közúti projektek, valamint az Erzsébet-táborok modernizálása tovább folytatódtak a vizsgált időszakban.

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



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

*Forrás: Pénzügyminisztérium, MÁK*

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

## Bevételek

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

A központi költségvetés idei, április végéig tartó időszakban halmozott bevételeinek összege 3936,9 milliárd forintot tett ki, amely 368,4 milliárd forinttal (10,3 százalékkal) haladja meg a 2017. év január-április között befolyt bevételek összegét. A gazdálkodó szervezetek befizetései a bázisév azonos időszakához viszonyítva 85,1 milliárd forinttal (17,9 százalékkal) alulteljesültek, amely jelentős részben a társasági adóból származó 115,9 milliárd forinttal kevesebb bevételnek köszönhető. Ezt az elmaradást a 2017. évi adóelőleg-kiegészítést érintő

rendelkezések 2018 januárjára történő jelentős áthúzódnása, továbbá a növekedési adóhitel-befizetések összegének jelentős mértékű csökkenése magyarázzák. A 2017 elején életbe lépő, egységesen 9 százalékra csökkentett társasági adó mellett a kedvező gazdasági folyamatok adóbevétel-generáló hatásait is figyelembe véve, kivetítésünk alapján 11 milliárd forintnyi pozitív kockázatot azonosítunk a társasági adóbevételek esetén a 2018. évi előirányzat értékéhez képest.

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

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

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

A fogyasztáshoz kapcsolt adóbevételek a 2018. első négyhavi eredmények alapján 171,9 milliárd forinttal (12,6 százalékkal) haladták meg az előző év azonos időszakához viszonyított teljesülést. Az általános forgalmi adóból származó bevételek összege 136,5 milliárd forinttal (14,1 százalékkal), a jövedéki adóból befolyt összegek pedig 25,6 milliárd forinttal (9 százalékkal) alakultak magasabban, mint az előző év azonos időszakában. A fogyasztás (és így a hozzá kapcsolódó adóbevételek) növekedésének az alapját a háztartások számára rendelkezésre álló jövedelem dinamikus bővülése adja, amelyben meghatározó szerepe volt a 2016-ban megkötött hatéves bér- és adómegállapodás keretében végrehajtott intézkedéseknek. A minimálbér és a garantált bérminimum további (8 százalékos, illetve 12 százalékos) emelésének, továbbá a közszférában megkezdett életpályamodellek és a célzott ágazati béremelések

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

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

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

A kedvező munkaerő-piaci folyamatok (rekord alacsony unkanélküliség, növekvő bruttó bérek) mellett a lakosság befizetéseinél az előirányzat értékét alulbecsültnek tartjuk és 23 milliárd forint pozitív kockázatot azonosítunk.

## Kiadások

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

A költségvetési szervek kiadásai 287,4 milliárd forinttal (19,2 százalékkal) haladták meg a tavaly áprilisi halmozott értéket. Az intézmények teljesítéséből a személyi juttatásokra,

szociális hozzájárulási adóra, a munkaadókat terhelő járulékokra 119,4 milliárd forinttal haladta meg az előző év azonos időszakának értékét.

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

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

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

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

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

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



A közfoglalkoztatásra (Start-munkaprogramra) költött kiadások 2018. évi előirányzata 225 milliárd forint, amely az előző évi keret 84,5 százalékát jelenti. A javuló munkaerő-piaci feltételek, valamint a kormányzat által bevezetett ösztönzők, támogatások révén a közfoglalkoztatásból nagyobb számú elsődleges munkaerő-piacra történő átlépésre számítva a kiadásokban 25 milliárd forint értékű megtakarítást azonosítunk az előirányzat értékéhez képest.

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

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

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

## Kamategyenleg

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

Az államadósság forint-deviza arányából és a fix-változó arányból készített becslésünk mellett figyelembe vette Intézetünk a megújuló kötvényeket és a teljes hátralévő futamidőt, így 2018-ra 21,8 milliárd forinttal kedvezőbb kamategyenleget 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.

### 1. Táblázat: A 2018-as költségvetést övező kockázatok (eltérés az egyenlegtől)

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

<b>Gazdálkodói befizetések</b>	6,7	0,02%
<b>Fogyasztási adók</b>	-11,5	-0,03%
<b>Lakossági befizetések</b>	23	0,05%
<b>Bevételi oldali kockázatok</b>	<b>18,2</b>	<b>0,04%</b>
<b>Start-munkaprogram</b>	-25,1	-0,06%
<b>Nettó kamatkidadások</b>	-21,8	-0,05%
<b>Téli rezsicsökkentés</b>	40	0,1%
<b>Erzsébet-utalvány</b>	27	0,07
<b>Bérintézkedések</b>	40	0,1
<b>Kiadási oldali kockázatok</b>	<b>60,1</b>	<b>0,15%</b>
<b>Központi alrendszer egyenlege</b>	<b>-34,3</b>	<b>-0,08%</b>
<b>Önkormányzati alrendszer egyenlege</b>	<b>53</b>	<b>0,13%</b>
<b>ESA-híd</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
<b>Összesen</b>	<b>18,7</b>	<b>0,05%</b>

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 1 360,7 milliárd forintban határozta meg.

Intézetünk előrejelzése szerint a 2018. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re és a költségvetési hiányra vonatkozó, a KESZ állomány 2017. december 31-i szintjével kalkulálva, valamint az Eximbank adósságát is beleszámítva – a 2017. évi 73,6 százalékos szintről 2018 végére a GDP 71,7 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, illetve 2019-re vonatkozó becslésünk alapján úgy a visszatekintő módszer szerint, mint az előretekintővel számolva (1, illetve 1,7 százalékponttal) teljesül az adósságszabály. A becsült értékek és a tényleges teljesülés közötti különbség alakulására – a költségvetési hiány alakulásán keresztül keresztül – az európai uniós források beérkezésének mértéke jelent kockázatot.

## 2019. évi költségvetés

A 2019. évi központi költségvetésről szóló törvényjavaslat tervezete csak jelen tanulmányunkat követően készül el, ezért a 2019. évre vonatkozó költségvetési előrejelzésünket technikai kivetítéssel készítjük el, amelyhez a 2018. évi előrejelzést használjuk bázisként. A kivetítés intézetünk aktuális makrogazdasági előrejelzésén alapul, továbbá felhasználtuk még az eddig nyilvánosságra került, költségvetést érintő bejelentéseket, a Pénzügyminisztérium (volt Nemzetgazdasági Minisztérium) által még 2017 decemberében publikált makrogazdasági és költségvetési előrejelzését, valamint az idén áprilisban publikált konvergencia programban leírtakat. Az önkormányzatok gazdálkodásának egyenlegére, valamint az ESA-hídra vonatkozó kormányzati prognózis figyelembevételével állt elő az államháztartás egészére vonatkozó, eredményszemléletű GDP-arányos hiányprognózisunk.

### A 2019-es költségvetést befolyásoló intézkedések

A Pénzügyminisztérium idei konvergencia programjában a 2019-2022. évi államháztartási folyamatokra vonatkozó előrejelzés során nem feltételeztek új intézkedéseket, hanem a már meghozott döntések tovaggyűrűző hatásait figyelembe véve végezték a számításokat. Az eredmények alapján a kormányzat 2019-re 4,1 százalékos GDP-növekedés mellett 1,8 százalékos ESA-hiányt vár. A kormány által az előző években kitűzött gazdaság- és társadalom-politikai prioritások további érvényesülése érdekében meghirdetett támogatások közül néhányban a következő változások fognak bekövetkezni 2019-ben:

#### **Tovább bővülő családtámogatások**

A kormányzat 2010-ben prioritásként kitűzött, családokat támogató gazdaságpolitikája folytatódik. A kétgyermekesek családi adókedvezménye a 2016-2019 közötti időszak egyenletes, évenkénti emelkedésének eredményeként a 2018-ban havi 17500 forintos kedvezmény 2019-ben 20000 forintra növekszik gyermekenként. Ez a 2015. évi érték dupláját jelenti, és összesen 390-400 ezer érintett helyzetét javítja. A családi adókedvezmény a gazdasági tárca közlése szerint 2011 és 2018 között összesen mintegy 1900 milliárd forintot hagy a gyermekes családoknál, és ez az összeg a 2019-es emelkedés hatására várhatóan tovább növekszik.

#### **Folytatódó életpályamodellek**

Az eddig elindított pedagógus, rendvédelmi életpályamodellek folytatásán, valamint a jelentős egészségügyi béremeléseken túl 2019-ben azok az állami tisztviselők is béremelésben részesülnek, akiknél még nem került sor minderre. Az eddig megkezdett életpálya-modellek és béremelések költségvetésre gyakorolt hatása a 2010. évi sinthez képest 2018-ra a bruttó bértömeg esetében összesen elérte a 950 milliárd forintot, míg a nettó bérek tekintetében 497 milliárd forint alakult.

## Csökkenő adóterhek

A Versenyszféra és a Kormány Állandó Konzultációs Fórumán megkötött hatéves bérmegállapodásnak megfelelően 2019-től kezdődően összesen 4 alkalommal fog csökkenni a szociális hozzájárulási adó mértéke. A csökkenés mértéke minden esetben 2 százalékpont azon naptári negyedévet követő második negyedév első napjától, amikor a versenyszférában a bruttó átlagkereset és a fogyasztói árindex szezonálisan kiigazított, adott naptári negyedévre átlagolt értékeiből számolt reálkereseti mutató legalább 6 százalékkal emelkedik a megelőző csökkentést megalapozó negyedévhez képest.

## Minimálbér- és garantált bérminimum emelés

A teljes munkaidőben foglalkoztatott munkavállaló részére megállapított minimálbér a teljes munkaidő teljesítése esetén 2018. január 1-jétől havibér alkalmazása esetén 138 000 forint. A legalább középfokú iskolai végzettséget, illetve középfokú szakképzettséget igénylő munkakörben foglalkoztatott munkavállaló garantált bérminimuma a teljes munkaidő teljesítése esetén 2018. január 1-jétől havibér alkalmazása esetén 180 500 forint. 2019-től a Versenyszféra és a Kormány Állandó Konzultációs Fóruma a hatéves bérmegállapodás értelmében évenként folytat majd egyeztetést a minimálbér és a garantált bérminimum felülvizsgálatáról, így a minimálbéremelés mértéke még nem ismert, ami nagyban tudja majd befolyásolni az általunk felvázolt makropálya és költségvetési pálya alakulását.

## Költségvetési előrejelzés

Előrejelzésünkben a 2017. évi költségvetés tényszámai és a 2018. évi előirányzat segítségével készítettük el a 2019. év költségvetésének teljesülésére vonatkozó prognózisunkat. Eredményeinket az alábbi táblázat mutatja, amelyben azokat a sorokat tüntettük fel, ahol a 2019. évi irányszámokhoz képest eltérést várunk.

### 2. táblázat: A 2019. évi irányszámoktól vett eltérés a GDP százalékában

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Bevételi oldali kockázatok		
<b>Gazdálkodó szervek befizetései</b>	8,4	0,02%
<b>Fogyasztáshoz kapcsolt adók</b>	21	0,05%
<b>Lakosság befizetései</b>	89,4	0,21%
Kiadási oldali kockázatok		
<b>Egyedi és normatív támogatások</b>	2,1	0,01%
<b>Lakásépítési támogatások</b>	11,4	0,03%
<b>Költségvetési szervek és szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok</b>	379,6	0,87%
<b>Nemzeti család- és szociálpolitikai alap</b>	4,7	0,01%

<b>Helyi önkormányzatok támogatása</b>	13,4	0,03%
<b>Állami vagyonnal kapcsolatos kiadások</b>	-191,7	-0,44%
<b>KORMÁNYZATI SZEKTOR ESA EGYENLEGE</b>	-105	-0,22%

*Forrás: Századvég-számítás.*

A bevételi oldalt továbbra is a kedvező gazdasági környezet és a kormányzat intézkedései nyomán növekvő adó- és járulékbévételek határozzák meg. A folyamatosan növekvő foglalkoztatás és az emelkedő reálbérek támogatják a hazai gazdasági szereplők fogyasztását és beruházásait, ami jelentős adóbevétel-generáló hatással jár. A becsült makropályát, továbbá a 2017-es tényadatok és a 2018-as várható bevételi összegeket figyelembe véve a gazdálkodó szervezetek befizetésein belül a jelentősebb tételeket tekintve a társasági adónál 23,4 milliárd forinttal (6,1 százalékkal) több, míg a reklámadónál 21,3 milliárd forinttal (14,5 százalékkal) kevesebb bevételt várunk az irányszámokhoz képest. A fogyasztáshoz kapcsolt adókon belül az általános forgalmi adó várhatóan 20,3 milliárd forinttal (0,5 százalékkal), a jövedéki adó pedig 21,5 milliárd forinttal (1,9 százalékkal) alakul alacsonyabb szinten, mint az irányszámok, ugyanakkor a pénzügyi tranzakciós illeték esetében 43,7 milliárd forint (21,6 százalék) többletbevétellel számolunk. A lakosság befizetése esetén a személyi jövedelemadóból származó bevételeknél 80,5 milliárd forint (3,6 százalék) többletteljesülést várunk. Ezeknek a várható értékeknek köszönhetően a gazdálkodó szervek befizetése, a fogyasztáshoz kapcsolt adók és a lakossági befizetések sorokon összesen a GDP 0,28 százalékaival magasabb bevételeket prognosztizálunk a 2019-es irányszámokban meghatározottakhoz képest.

2017 decemberében a Nemzetgazdasági Minisztérium (jelenleg Pénzügyminisztérium) friss makrogazdasági és költségvetési előrejelzést hozott nyilvánosságra, amiben a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok kapcsán a kiadásokra magasabb összeget kommunikált, mint a 2019-es irányszámok. Ennek okát főképp az európai uniós pályázati források ütemezésében látjuk. A Kormányzat szándéka szerint a 2014-2020 közötti uniós költségvetési időszakban lehívható összes forrás jelentős részét már 2018-ig odaítélik. A kormányzati szektoron belül maradó EU-transzferek várhatóan 2019-ben érik el a csúcst. A gazdasági tárca decemberi módosítását elfogadva előrejelzésünkben a GDP 0,87 százalékaival magasabb kiadásra számítunk a sorhoz kapcsolódóan.

### A 2019. évi GDP-arányos hiány 1,9 százalékon teljesülhet

Az önkormányzatok gazdálkodása, a kamategyenleg, valamint az ESA-híd tekintetében elfogadtuk a kormányzati előzetes becslést, így összességében a kormányzat által a 2018-as konvergencia programban prognosztizálnál 0,1 százalékponttal magasabb, 1,9 százalékos GDP-arányos hiánnyal számolunk 2019-re. Kivetítésünk alapján az államadósság maastrichti kritériumok alapján kalkulált hiánya a GDP 68,4 százalékát éri majd el, ami a 2018-ra becsült

71,7 százalékhoz képest 3,3 százalékpontos csökkenést jelent. A becsült hiányra és államadósságra vonatkozó értékeket felhasználva a középtávú makroökonómiai modellünkben 2020-ra várhatóan a költségvetés ESA-hiánya 1,8 százalékon, az államadósság pedig 66,4 százalékon teljesülhet.

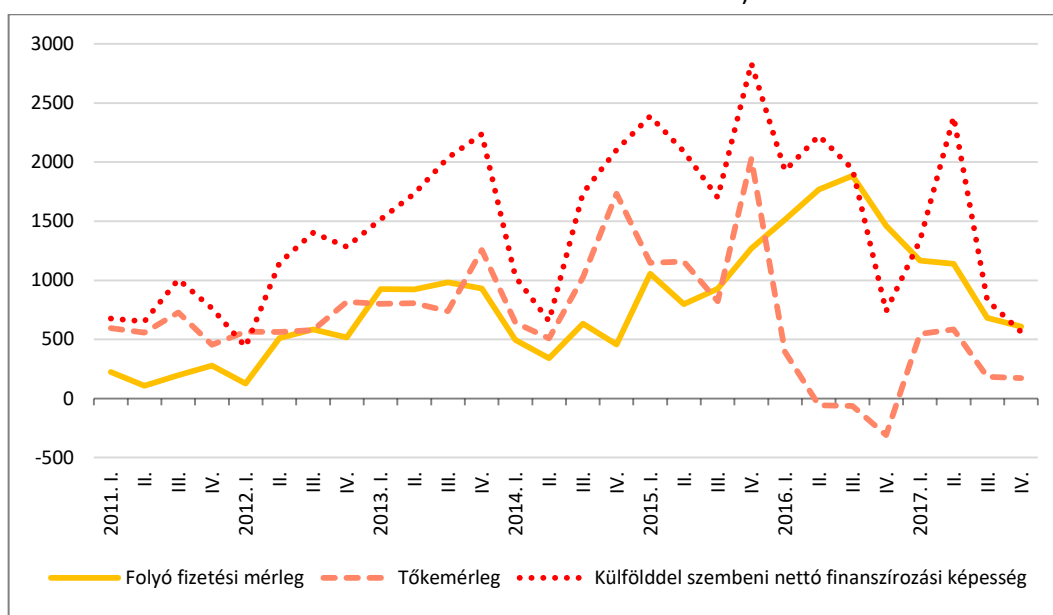
## 2017-ben csökkent a folyó fizetési mérleg többlete

A folyó fizetési mérleg szezonálisan kiigazított egyenlege 2017 egészében 3031 millió euróval 3596 millió euróra csökkent az előző évhez képest. Az áruforgalom és a szolgáltatások szezonálisan kiigazított egyenlege a vizsgált időszakban 1863 millió euróval 9522 millió euróra csökkent. Emellett az elsődleges jövedelmek negatív egyenlege 1864 millió euróval növekedett, és 4862 millió euró lett, míg a másodlagos jövedelmek passzívuma 464 millió euróval 1053 millió euróra csökkent.

A tőkémérleg egyenlege az év egészében 1520 millió euróval 1486 millió euróra emelkedett.

Az EU-transzferek beáramlásának adatát vizsgálva látható, hogy összesen 3138 millió euró volt az Európai Unióval szembeni egyenleg 2017 egészében, amely az elsődleges és a másodlagos jövedelmek, valamint a tőkémérleg EU-val szembeni egyenlegeiből áll össze, és nagymértékű növekedést mutat a 2016 egészéhez (1144 millió euró) képest. A folyó- és a tőkémérleg együttes egyenlegéből számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség 6820 millió euróról 5108 millióra csökkent, a szezonális hatások kiszűrésével ez a mutató 5112 millió eurót tett ki, amely az éves GDP 4,2 százaléka. A finanszírozási képesség előző negyedévhez képest bekövetkezett csökkenésében elsősorban az áruk- és szolgáltatások egyenlegének visszaesése játszott szerepet.

27. ÁBRA: A KÜLFÖLDEL SZEMBENI NETTÓ FINANSZÍROZÁSI KÉPESSÉG (MILLIÓ EURÓ, SEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: MNB

A Magyarországra irányuló legnagyobb FDI-beáramlás az európai országok közül Hollandiából valósult meg 2017-ben, értéke 2455,8 millió euró volt. A második legnagyobb FDI beáramlás Ausztriából (1252,8 millió euró), a harmadik Svájcból (1144,8 millió euró) érkezett. Az ágazati bontást tekintve a legnagyobb hozzájárulása az FDI bevonásánál ebben az évben a feldolgozóiparnak (2948,7 millió euró) volt.

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

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

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

Az FDI külföld felé áramló volumene 1170,6 millió eurót tett ki, tehát a nettó FDI-beáramlás mértéke 2017 negyedik negyedévében 1926,4 millió euró volt.

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

A pénzügyi számlák adatai szerint az alulról<sup>7</sup> számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség a GDP 2,1 százalékát tette ki a 2017 negyedik negyedévével záruló elmúlt egy évben, amely csökkenést jelent a 2016 negyedik negyedévével záruló időszakhoz képest. Az MNB adatai szerint 2017 negyedik negyedévében az államháztartás finanszírozási helyzete a GDP -1,9 százalékán zárt. A háztartási szektor nettó finanszírozási képessége 0,5 százalékponttal 5,1 százalékra emelkedett. A nem pénzügyi vállalatok nettó finanszírozási képessége csökkent és a GDP -1,7 százalékán zárt a vizsgált időszakban.

<sup>7</sup> Alulról számított, amikor a pénzügyi mérleget vesszük figyelembe (finanszírozási megközelítés), és az instrumentumokat (közvetlen tőkebefektetések, portfólióbefektetések, pénzügyi derivatívák, egyéb befektetések és tartalékeszközök) vagy szektorokat (államháztartás, MNB, egyéb monetáris intézmények, egyéb szektorok) összegezve számítjuk ki a külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség alakulását.

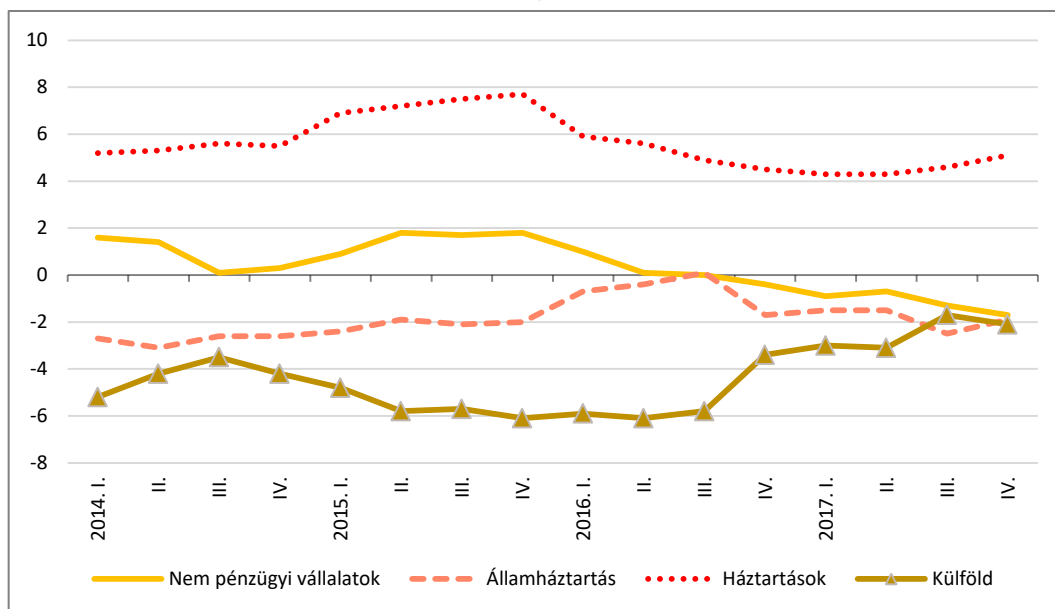
A háztartások 2017-ben jelentős mértékben (776,1 milliárd forinttal) növelték az állampapír megtakarításait, ezen belül is a hosszú lejáratú papírok iránt mutatkozott a nagyobb kereslet. Pontosabban a lakosság kisebb mértékben (151,2 milliárd forinttal) növelte rövid lejáratú (azaz éven belüli) állampapír állományát, továbbá növelte 624,9 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 378,0 milliárd forinttal nőtt, továbbá nagymértékben emelkedett (675,5 milliárd forinttal) a hitelintézeteknél elhelyezett betétállományok mértéke.

A háztartások hitelállománya 2017-ben kismértékben (8,2 milliárd forinttal) csökkent, nettó hitelfelvétel történt a rövid, és nettó hiteltörlesztés a hosszú lejáratú hitelek esetében.

A külföldiek pénzügyi eszközei tranzakcióból eredően növekedtek úgy, hogy a betétek, részvények és részesedések jelentősen növekedtek, azonban ezt a növekedést összességében alulmúlta az állampapírok, a hitelek, a pénzügyi derivatívák és az egyéb követelések csökkenése.

A külföldiek tartozásai közül tranzakcióból adódóan jelentős mértékben emelkedtek a hitelek és a hitelintézeti betétek, ugyanakkor összességében kisebb mértékben csökkentek a részvények és részesedések, a pénzügyi derivatíva tartozások és az egyéb kötelezettségek.

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



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

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 kis mértékben alacsonyabb, 5,5 százalékos lehet. Az importnál a beruházások, valamint az export 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 lehívásának élénkülésének eredőjeként a nettó finanszírozási képesség erősödését várjuk. Összességében a 2018. évre 6,9 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet prognosztizálunk, míg a mutató 2019-ben 7,1 százalékra erősödhet.

## A Kormány, az Európai Bizottság, az MNB és a Századvég Gazdaságkutató Zrt. előrejelzéseinek összevetése

*Ebben a fejezetben az Európai Bizottság, a Magyar Nemzeti Bank, a Kormány (Nemzetgazdasági Minisztérium), illetve a Századvég Gazdaságkutató aktuális előrejelzéseit vetjük össze. Míg a Magyar Nemzeti Bank és a Századvég Gazdaságkutató előrejelzése márciusban készült, addig a Nemzetgazdasági Minisztériumi és az Európai Bizottságé áprilisban. Az egyes előrejelzések közötti eltérések tehát nagyrészt az előrejelző modellek és a külső feltevések eltéréseiből adódhatnak, illetve lehetséges, hogy a Nemzetgazdasági Minisztérium már olyan intézkedéseket is beépített az előrejelzésébe, amelyek még nem publikusak. Az egyes előrejelzések legfontosabb megállapításai azonosak, eltérés csupán a konkrét értékekben található. 2018-ra mind a négy prognózis 4 százalékos körüli gazdasági növekedést vár, míg 2019-re csak a Nemzetgazdasági Minisztérium ennyire optimista, a másik három prognózis 3,2–3,3 százalékos növekedést valószínűsít. Mind a négy prognózis megegyezik abban, hogy a bérek növekedése nyomán érdemben tud tovább bővülni a fogyasztás, és így továbbra is a gazdasági növekedés húzóereje lesz. Szintén megegyeznek az előrejelzések abban, hogy a beruházások alakulása is segíti majd a növekedést, ám itt a növekedés mértékét tekintve vannak eltérések. 2018-ban mind a négy előrejelzés azt várja, hogy az import növekedése erőteljesebb lesz, mint az exporté, ám a mértékben vannak eltérések. 2019-re is csupán a Századvég prognózisa számol azzal, hogy az export növekedésének volumene nagyobb lesz, mint az importé. Az infláció az egyes előrejelzések szerint idén 2,3 és 2,6 százalék között, míg jövőre 2,7 és 3,0 százalék között alakulhat. A munkanélküliségi ráta a tavalyi 4,2 százalékról idén 3,6–3,7 százalékra, jövőre 3,1–3,6 százalékra csökken. A várakozások szerint a költségvetési deficit idén és jövőre is a GDP 3 százaléka alatt marad, az államadósság rátája pedig tovább csökken.*

A fejezet célja, hogy összhangban az államháztartásról szóló 2011. évi CXCV. törvény 13/B §-ában, valamint a 368/2011. (XII. 31.) kormányrendelet 18/A §-ában foglaltakkal, megvizsgáljuk a különböző intézmények (Kormány, MNB, Európai Bizottság, Századvég Gazdaságkutató Zrt.) előrejelzéseit, és elemezzük az eltérések főbb okait.

Az egyes előrejelzések összevetése előtt érdemes áttekintenünk, hogy a különböző intézmények mikor publikálták azokat, hiszen ez meghatározza azt, hogy mely gazdaságpolitikai intézkedésekkel számoltak, illetve meddig tudták figyelembe venni a makrogazdasági adatokat. A felhasznált előrejelzésekben közös, hogy mindegyik a 2017 IV. negyedévére vonatkozó GDP adat megjelenése után készült, tehát azt már tartalmazza. Elemzésünkhöz tehát a következő előrejelzéseket használtuk fel:

1. Az Európai Bizottság 2018. tavaszi előrejelzése, melyet a bizottság május 3-án publikált;
2. A Nemzetgazdasági Minisztérium 2018-as konvergencia programja, amely 2018. április 30-án jelent meg;
3. A Magyar Nemzeti Bank március 29-én publikált Inflációs jelentése;

4. A Századvég Gazdaságkutató már ismertetett előrejelzése, mely március 20-án jelent meg, az előrejelzéshez felhasznált adatbázist pedig március 7-én zártuk le. Mivel jelen elemzésünk elkészítésekor a részletes I. negyedéves GDP adatok még nem állnak rendelkezésre, így a modell újrafuttatása az I. negyedéves adatokkal még nem lehetséges;

Az előrejelzések számszerű összevetése előtt érdemes röviden összefoglalni az egyes előrejelzések főbb megállapításait a hazánkat jellemző makrogazdasági folyamatok tekintetében.

Az Európai Bizottság elemzése szerint a gazdasági növekedés 2018-ban is erős marad, azonban a Bizottság 2019-től már lassabb bővülésre számít az építőipar kapacitáskorlátja, illetve a minimálbéremelés csökkenő fogyasztási hatása miatt. Ugyanakkor arra számítanak, hogy a versenyszféra kapacitáskorlátai nyomán a magánberuházások növekedése erős marad. A növekvő lakossági hitelezés a megtakarítási ráta csökkenéséhez vezet. Az előrejelzés szerint bár az export növekedése továbbra is erőteljes marad, de az import növekedése a tartósan erős belső kereslet miatt még ennél is dinamikusabb lesz, így a külkereskedelmi mérleg romlik. A munkaerőpiac tekintetében csak mérsékelt növekedésre számítanak, tekintettel a csökkenő munkaerő-tartalékra. Az előrejelzés kockázatai között kiemelik, hogy a munkaerőhiány a bérek vártnál nagyobb növekedéséhez, és így magasabb inflációhoz vezethet, míg az építőipar kapacitáshiánya alacsonyabb beruházási rátát és GDP-bővülést eredményezhet.

A Nemzetgazdasági Minisztérium által összeállított Konvergencia Program szerint a növekedés szerkezete 2018-ban hasonló lehet a 2017-eshez: a fogyasztás idén is dinamikusán gyorsulhat, de a beruházások bővülése is két számjegyű maradhat. A nettó export növekedési hozzájárulása bár az idén is negatív lehet, de a tavalyinál kedvezőbben alakulhat. Az előrejelzés szerint a tartósan 4 százalékos feletti növekedést a nemzetközi szervezetek előrejelzésénél dinamikusabban növekvő külső kereslet valamint a hatéves bér- és adómegállapodás hatása okozhatja. Az elemzés szerint emellett fiskális ösztönzők is segítik a növekedést, mint a lakástámogatások, az uniós források, a téli rezsicsökkentés, illetve a célzott áfacsökkentések.

A Magyar Nemzeti Bank Inflációs Jelentésében az Európai Bizottsághoz hasonlóan arra számít, hogy a magyar gazdaság élénkülése 2018-ban tovább folytatódik, azonban 2019-ben a növekedés már némileg lassabb lesz. Rövidtávon a növekedésben továbbra is jelentős szerepe lesz a fogyasztás és a beruházás növekedésének. A bővülésben ugyanakkor a beruházások nyomán megnő az export szerepe, hiszen a beruházások új termelőkapacitásokat hoznak létre. A prognózis szerint a jegybank inflációs célját 2019 közepén érheti el tartósan a pénzromlás üteme. A folyó fizetés mérleg aktívuma bár csökken, de pozitív marad az előrejelzési horizonton. Az előrejelzés készítői az államadósság további csökkenésével számolnak. A jelentés ugyanakkor hangsúlyozza, hogy 2018-at követően a

növekedést támogató kormányzati ösztönzők kifutnak, azaz a fiskális politika növekedést támogató szerepe várhatóan kisebb lesz.

Az MNB prognózisa továbbra is felhívja a figyelmet arra, hogy a tartós fogyasztási cikkek vásárlása tekintetében a magyar háztartásoknak jelentős elmaradása van régiós versenytársaikhoz képest, így e tekintetben a jegybank elemzői nagymértékű bővüléssel számolnak, amelynek azonban jelentős importhatása van.

A következőkben számszerűleg tekintjük át a kiválasztott négy intézmény előrejelzését 2018-ra, illetve 2019-re vonatkozóan. Minden esetben áttekintjük a főbb makrogazdasági mutatók alakulását, mint a GDP, a fogyasztás és a beruházás, az export és az import, az infláció, a munkanélküliségi ráta illetve a költségvetési egyenleg valamint az államadósság alakulása.

2018-ra a növekedésre vonatkozó előrejelzések tekintetében nincs nagy eltérés a négy intézmény között: a legkisebb 4,0 százalékos növekedést az Európai Bizottság előrejelzése tartalmazza, míg a legoptimistább a Nemzetgazdasági Minisztérium, ahol 4,3 százalékos növekedéssel számolnak. A növekedést minden előrejelzés szerint elsősorban a belső kereslet növekedése húzza.

A fogyasztás növekedését a különböző előrejelzések szerint a bérek növekedése vezérli. A fogyasztás növekedésével kapcsolatban a Magyar Nemzeti Bank 4,4 százalékos előrejelzése a legpesszimistább, míg a Nemzetgazdasági Minisztérium 5,2 százalékos prognózisa a legoptimistább. A Századvég Gazdaságkutató és az Európai Bizottság előrejelzése csak kismértékben tér el egymástól: az előbbi 4,8 százalékos, míg az utóbbi 4,9 százalékos fogyasztásbővülést valószínűsít 2018-ra.

A beruházások tekintetében a magas bázis után a legpesszimistább a Századvég Gazdaságkutató előrejelzése, mely mindössze 7,2 százalékos növekedéssel számol. Ezzel szemben a legoptimistább a Magyar Nemzeti Bank 14,9 százalékos prognózisa. A Nemzetgazdasági Minisztérium 12,8 százalékos, az Európai Bizottság pedig 12,5 százalékos növekedéssel számol a beruházások tekintetében.

Az export bővülése tekintetében a legnagyobb növekedést a Magyar Nemzeti Bank várja. Esetükben a prognosztizált bővülés mértéke 7,9 százalék. A Nemzetgazdasági Minisztérium előrejelzése ezzel szemben 7,2 százalékos, az Európai Bizottságé 7,0 százalékos, míg a Századvég Gazdaságkutatóé 5,7 százalékos bővülést tartalmaz. Az export növekedését természetesen érdemes összevetni az importéval. Az import tekintetében is az MNB előrejelzése tartalmazza a legmagasabb értéket, 10,0 százalékot, ami a termékexport magas importtartalmára való tekintettel nem is meglepő. Az NGM előrejelzése szerint az import növekedése 9,2 százalékos lehet, míg a Bizottság szerint 9,5 százalékos. Ezzel szemben a Századvég Gazdaságkutató mindössze 6,0 százalékos importbővülést valószínűsít 2018-ra. Ez tehát azt jelenti, hogy az egyes intézmények között az export és az import növekedése közötti differenciában meglehetősen nagy eltérések vannak. Az MNB-nél az import

növekedése 2,1 százalékponttal haladja meg az exportét, az NGM-nél 2,0 százalékponttal, a Bizottságnál 2,5 százalékponttal, míg a Századvég Gazdaságkutatónál mindössze 0,3 százalékponttal. Ez természetesen kapcsolódik a beruházások növekedésének eltérő volumenéhez. Érdeemes megjegyezni, hogy az év első két hónapjában a termékforgalom egyenlege növekedett az előző év azonos időszakához képest.

Az egyes intézmények inflációs előrejelzései között csak csekély eltérések figyelhetők meg. A Századvég Gazdaságkutató 2,6 százalékos inflációt vár 2018-ra, az NGM és az MNB egyaránt 2,5 százalékosat, míg az Európai Bizottság 2,3 százalékosat.

Alig található eltérés ugyanakkor a munkanélküliségi ráták tekintetében. A 2017-es 4,2 százalékos munkanélküliségi ráta után az MNB, a Bizottság és a Századvég munkatársai is 3,7 százalékos rátát prognosztizálnak, míg a Kormány előrejelzése ennél egy hajszálnyival kedvezőbb, 3,6 százalékos.

A költségvetési deficit 2017-ben a GDP 2,0 százaléka volt. A kormányzat 2018-ra az előző évinél expanzívabb költségvetést tervezett, így az egyes előrejelzések is ennél nagyobb hiánnyal számolnak. Fontos azonban megjegyezni, hogy a kormányzat 2017-re is 2,4 százalékos hiányt tervezett, tehát ezt is figyelembe véve a lazítás már kevésbé tűnik jelentősnek. A hiány tekintetében az Európai Bizottság előrejelzése megegyezik a kormányzatéval, míg a Századvég Gazdaságkutatóé minimálisan optimistább. A Magyar Nemzeti Bank a 2018-as hiányt a GDP 2,2 és 2,4 százaléka közé várja.

Mind a négy intézet véleménye megegyezik abban, hogy a GDP-arányos államadósság 2018-ban is csökken. A csökkenés mértékében azonban már jelentős eltérések vannak. Míg 2017 végén a GDP-arányos államadósság az EXIM-bank adósságát is figyelembe véve 73,6 százalék volt, addig az Európai Bizottság 2018-ra 73,3 százalékos, az NGM 73,2 százalékos, az MNB 72,4 százalékos, a Századvég pedig 71,8 százalékos hiányt vár. Tekintettel arra, hogy az egyes intézmények makrogazdasági pályái között jelentős eltérés nincs, ezért a különbség leginkább az ESA-egyenlegben meg nem jelenő tételekre, mint például az uniós források megelőlegezésére, az eltérő árfolyam értékekre, valamint az S/f-re, a KESZ-re és az MNB devizabetétre vonatkozó várakozások eltéréséből fakad.

*4. táblázat: A főbb makrogazdasági és államháztartási mutatókra vonatkozó előrejelzések (2018)*

	2018			
	Európai Bizottság	Kormány	MNB	Századvég
<b>GDP-növekedés (% , év/év)</b>	4,0	4,3	4,2	4,2
<b>Infláció (% , év/év)</b>	2,3	2,5	2,5	2,6
<b>Munkanélküliségi ráta (%)</b>	3,7	3,6	3,7	3,7
<b>Költségvetési egyenleg (GDP %-ában)</b>	-2,4	-2,4	(-2,2)-(-2,4)	-2,3
<b>Bruttó államadósság (GDP %-ában)</b>	73,3	73,2	72,4	71,8

*Forrás: European Economic Forecast Spring 2018, NGM, MNB, Századvég-számítás.*

A 2019-re vonatkozó előrejelzés tekintetében már nagyobb eltérés van az egyes intézmények előrejelzései között. A GDP vonatkozásában a Nemzetgazdasági Minisztérium előrejelzése jelentősen eltér a három másik intézményétől. Míg az Európai Bizottság és a Századvég 3,2 százalékos, az MNB pedig 3,3 százalékos növekedést vár, addig a Nemzetgazdasági Minisztérium előrejelzése 4,1 százalékos bővüléssel számol. Érdeemes hozzátenni, hogy minden intézmény a saját maga számára hozzáférhető információk szerint készíti előrejelzését, így a többitől jelentősen eltérő előrejelzés esetében lehetséges, hogy az NGM olyan intézkedések hatásait is beépítette előrejelzésébe, amelyek nem publikusak. Előfordulhat azonban az is, hogy ez még nem történt meg és csupán a jelenlegi helyzet megítélésében optimistább a kormányzat előrejelzése, mint a másik három intézményé.

Mind a négy prognózis megegyezik abban, hogy a háztartások fogyasztási kiadásainak növekedése 2019-ben is a gazdasági növekedés egyik húzóereje lesz. A fogyasztás alakulása tekintetében a legoptimistább az NGM előrejelzése, mely 4,8 százalékos bővüléssel számol. Ezt követi a Századvég Gazdaságkutató prognózisa 4,0 százalékos bővüléssel. Az Európai Bizottság a fogyasztás 3,3 százalékos bővülésével számol, miközben e változó tekintetében a legpesszimistább a Nemzeti Bank, ahol a szakértők 3,0 százalékos növekedést várnak.

Szintén eltérő pályák rajzolódnak ki a beruházás tekintetében: a legoptimistább ebben az esetben az Európai Bizottság, amelynek előrejelzése 8,8 százalékos bővülést vár. Ettől nem sokkal marad el a Nemzetgazdasági Minisztérium 7,5 százalékos valamint a Magyar Nemzeti Bank 6,4 százalékos előrejelzése, miközben a Századvég Gazdaságkutató csekély, 1,1 százalékos növekedéssel számol, tekintettel az erős bázisidőszaki adatra, az építőipar kapacitáshiányára, illetve az uniós források felhasználásának tetőzésére.

Az export volumenindexének alakulását tekintve a különböző intézmények egyaránt növekedést várnak, a növekedés volumenét tekintve viszonylag csekélyek az eltérések. Az NGM előrejelzése 6,9 százalékos, az MNB-é 7,4 százalékos, az Európai Bizottságé 6,5 százalékos, míg a Századvég Gazdaságkutatóé 5,5 százalékos növekedést vár. Az export és a belső kereslet alakulása meghatározza az import alakulását, így az import esetében is természetesen az eltérések az egyes prognózisok között. Az import volumenének növekedését 2019-ben az NGM 7,4 százalékosra, az MNB 7,7 százalékosra, az Európai Bizottság 8,0 százalékosra, míg a Századvég 5,0 százalékosra várja. Ez tehát azt jelenti, hogy az NGM előrejelzése szerint az import növekedése 0,5 százalékponttal haladja meg az exportét, az MNB szerint 0,3 százalékponttal, míg az Európai Bizottság szerint 1,5 százalékponttal. Ezzel szemben a Századvég Gazdaságkutató prognózisa szerint az export volumennövekedése lesz magasabb 0,5 százalékponttal, tehát jövőre a nettó export hozzá tud járulni a növekedéshez. Ennek magyarázata a többi intézethez viszonyított alacsonyabb importarány, illetve beruházás növekedés.

Az infláció tekintetében – az előrejelzés távolságát is figyelembe véve – nincs nagy eltérés a négy prognózis között. Az Európai Bizottság és a Századvég 3,0 százalékos, az MNB

2,9 százalékos, a Kormányzat pedig 2,7 százalékos pénzromlást valószínűsít 2019-re, tehát éves átlagban mindegyik prognózis szerint közel kerül az infláció a jegybanki célhoz.

A GDP-hez hasonlóan szóródnak a munkanélküliségi rátára vonatkozó előrejelzések. E tekintetben is a Kormányzat előrejelzése a legoptimistább, amely mindössze 3,1 százalékos munkanélküliséggel számol, míg a másik három prognózis magasabb arányt valószínűsít: a Századvég 3,5, az Európai Bizottság és az MNB pedig 3,6 százalékot. Ez azonban nem jelenti azt, hogy nincs lehetőség a foglalkoztatás további bővítésére, hiszen az inaktívakon belül is lehetnek még tartalékok. A bérek növekedése tekintetében az MNB 6,5 százalékos, míg a Századvég 8,5 százalékos növekedést vár. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy ezt nagyban meghatározza majd a minimálbér- és a garantált bérminimum emelésének mértéke, mely még nem ismert.

A GDP-arányos költségvetési deficit tekintetében minden prognózis csökkenést vár 2018-hoz képest. A legoptimistább e tekintetben a Kormány előrejelzése, amely 1,8 százalékos hiányt vár. A Századvég Gazdaságkutató prognózisa szerint a GDP-arányos hiány 1,9 százalék, az MNB szerint 1,8–2,0 százalék, míg az Európai Bizottság szerint 2,1 százalék lehet. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a költségvetés az előrejelzés elkészítésekor még nem volt ismert.

Mind a négy előrejelzés a GDP-arányos államadósság dinamikus csökkenésére számít 2019-ben. Ennek megfelelően az MNB szerint 2 százalékponttal 70,4 százalékra, a Kormány szerint 3,6 százalékponttal 69,6 százalékra, az Európai Bizottság szerint 2,3 százalékponttal 71,0 százalékra, míg a Századvég Gazdaságkutató szerint 3,4 százalékponttal 68,4 százalékra csökkenhet az államadósság GDP-arányos értéke.

*5. táblázat: A főbb makrogazdasági és államháztartási mutatókra vonatkozó előrejelzések (2019)*

	2019			
	Európai Bizottság	Kormány	MNB	Századvég
<b>GDP-növekedés (% , év/év)</b>	3,2	4,1	3,3	3,2
<b>Infláció (% , év/év)</b>	3,0	2,7	2,9	3,0
<b>Munkanélküliségi ráta (%)</b>	3,6	3,1	3,6	3,5
<b>Költségvetési egyenleg (GDP %-ában)</b>	-2,1	-1,8	(-1,8)–(-2,0)	-1,9
<b>Bruttó államadósság (GDP %-ában)</b>	71,0	69,6	70,4	68,4

*Forrás: European Economic Forecast Spring 2018, NGM, MNB, Századvég-számítás.*

## Kockázati forgatókönyvek

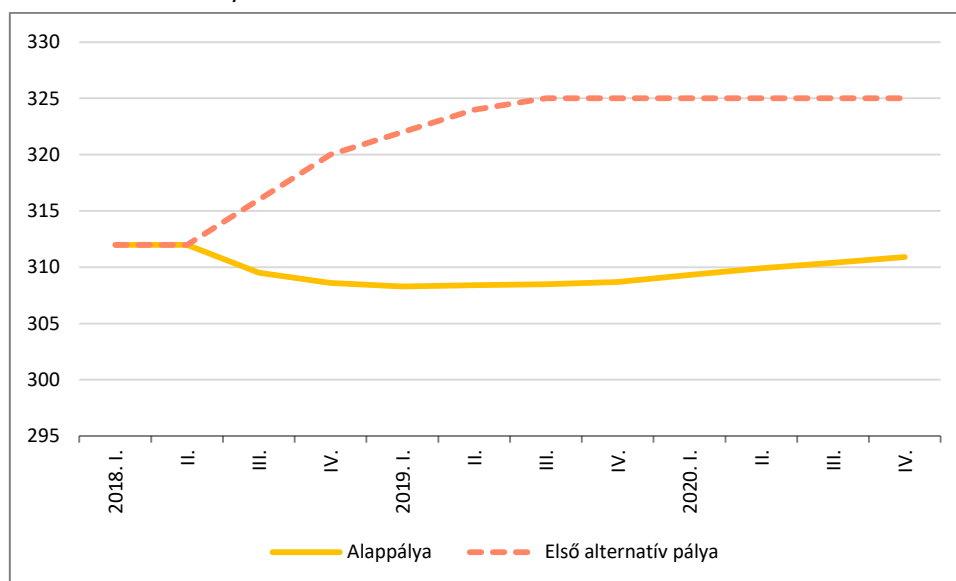
*A Századvég Gazdaságkutató Zrt. által felállított makroprognózis alappályáját számos pozitív és negatív kockázat övezi. A következőkben ezért bemutatunk két alternatív forgatókönyvet. Az előző évekkel szemben azonban ezeket a forgatókönyveket nem nevezzük optimistának és pesszimistának, hiszen az első, optimistának tűnő forgatókönyvnek is vannak árnyoldalai, míg a vállalkozások számára a második, pesszimistább forgatókönyv bizonyos szempontból előnyös lehet – bár ennél hosszú távon egyértelműen megmondható, hogy káros. Az első alternatív forgatókönyvben azt tesszük fel, hogy a forint árfolyama tartósan gyengül az euróhoz képest. A második alternatív forgatókönyvben ezzel szemben az a feltevésünk, hogy a bérek dinamikus emelkedése abbamarad, 2019-ben és 2020-ban a bérek az inflációnál csak alig nagyobb mértékben növekednek. Ennek magyarázata lehet, ha a vállalatok nem bírják tovább növelni a béreket a jelenlegi ütemben, illetve a kormányzat és az érdekképviseletek nem állapodnak meg az inflációt érdemben meghaladó minimálbér és garantált bérminimum emelésben. Az első alternatív pálya eredményeként az export volumene növekszik, és így nagyobb gazdasági növekedésre nyílik lehetőség, amely a bérekre és a fogyasztásra is kedvezően hat. Ugyanakkor az infláció is tartósan a 3 százalékos cél fölé kerül – tekintettel arra, hogy a monetáris politika változatlanságát tettük fel az alternatív pályák mentén. A gazdasági növekedés modellünk szerint az egyes években 0,3-0,6 százalékponttal lehet magasabb, mint az alappályán. A bérek növekedésének elmaradása a második alternatív pályán kisebb fogyasztást, és így 0,4–0,5 százalékponttal alacsonyabb növekedést eredményezhetnek, ugyanakkor az infláció is némileg alacsonyabb lehet az alappályán vártnál. A kedvezőbb növekedési adatokkal összhangban az államháztartás hiánya az első alternatív pályán kedvezőbb az alappályán mértnél, míg a második alappályán a lassabb növekedés valamint a kisebb adóbevételek miatt kedvezőtlenebb.*

### **Első alternatív pálya: gyengébb forintárfolyam**

Első alternatív pályánk mentén az elmúlt időszakban megjelent piaci turbulenciák, illetve azok egy elemének, a gyengébb forintárfolyamnak tartóssá válását tesszük fel. Természetesen a turbulencia eredménye lehet a költségvetés finanszírozásának megdrágulása is, azonban ezt az államkötvények átárazódásának hosszabb időigénye miatt most nem vettük figyelembe. A modellezésünk során felhasznált euró-árfolyamot mutatja a következő ábra.



29. ÁBRA: A FORINT/EURÓ ÁRFOLYAM FELTÉTELEZETT ALAKULÁSA A KÉT PÁLYA MENTÉN



Forrás: Századvég-számítás

Feltevésünk szerint tehát a forint árfolyama 2019 III. negyedévéig 325-re gyengül, és az előrejelzési horizont végéig ezen a szinten stabilizálódik.

A reálgazdaságot tekintve a gyengébb forintárfolyam a versenyképesebb exporton keresztül jelenik meg, így a forint leértékelődésének hatására a kivitel volumene az alappályán számítottnál nagyobb lesz: 2018-ban az export volumene 5,7 helyett 6,3, 2019-ben 5,5 helyett 7,2, míg 2020-ban 6,1 helyett 7,3 százalékkal nőhet. Fontos azonban hozzátenni, hogy a tényleges hatásokat itt nem csak a forint árfolyamának alakulása befolyásolja, hanem a többi régiós valutáé is, ezek alakulása azonban nem szerepel modellünkben. Szintén érdemes lehet megjegyezni, hogy az árfolyamgyengülés azt jelenti, hogy a magyar gazdaság ismét inkább az olcsósággal, mint a magasabb hozzáadott értékű termékekkel versenyez, ami a jelen gazdasági helyzetben egyértelműen káros.

Az export dinamikusabb bővülésével párhuzamosan erőteljesebb lesz az import bővülése is: 2018-ban 6,0 helyett 6,7, 2019-ben 5,0 helyett 6,4, 2020-ban pedig 5,7 helyett 6,7 százalékos. Ez tehát azt jelenti, hogy a külkereskedelem GDP-hez való hozzájárulása 2019-ben és 2020-ban már meglehetősen erőteljes lesz. Ez meglátszik a folyó fizetési mérleg és a nettó finanszírozási képesség alakulásában is, hiszen ezek GDP-arányos értéke – bár 2018-ban a növekvő fogyasztás miatt még az alappályán mért érték alatt marad – 2020-ra már szignifikánsan, 0,4, illetve 1,0 százalékponttal haladja meg az alappályán számítottat.

Fontos azonban hangsúlyozni, hogy nemcsak az export bővülése jelent erőteljesebb gazdasági növekedést, hanem az is, hogy a kivitel növekedése a fogyasztás és a beruházás erőteljesebb bővüléséhez is vezet. Ennek magyarázata az, hogy a megtermelt nagyobb bevételből többet tudnak a gazdasági szereplők elkölteni (a háztartások és az egyéni vállalkozók fogyasztásra, a vállalatok pedig beruházásra), másrészt azonban az is igaz, hogy a

magasabb infláció miatt a háztartások előrehozzák vásárlásaikat, amely így szintén a fogyasztás bővülését eredményezi. Becslésünk szerint a fogyasztás volumene 2018-ban 4,8 százalékkal helyett 5,4 százalékkal, 2019-ben 4,0 helyett 4,4 százalékkal, míg 2020-ban 2,6 százalékkal helyett 3,4 százalékkal bővülhet.

A beruházások esetében érdemes lehet kiemelni, hogy mivel az árfolyamváltozás tartósságát tettük fel, ezért a vállalkozások nem csak a többletjövedelmük miatt növelik kismértékben beruházásaik volumenét, de a kedvezőbb várakozásaik miatt is. Így becslésünk szerint a beruházások volumene 2018-ban 7,2 helyett 7,8 százalékkal, 2019-ben 1,1 helyett 1,5 százalékkal, 2020-ban pedig 2,3 helyett 3,2 százalékkal növekedhet.

6. táblázat: Az első alternatív forgatókönyv melletti makropálya (százalék és százalékpont)

	2018		2019		2020	
	Első alternatív pálya	Eltérés az alappályától	Első alternatív pálya	Eltérés az alappályától	Első alternatív pálya	Eltérés az alappályától
<b>Bruttó hazai termék (volumenindex)</b>	<b>4,5</b>	0,3	<b>3,8</b>	0,6	<b>3,5</b>	0,6
<b>A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)</b>	<b>5,4</b>	0,6	<b>4,4</b>	0,4	<b>3,4</b>	0,8
<b>Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)</b>	<b>7,8</b>	0,6	<b>1,5</b>	0,4	<b>3,2</b>	0,9
<b>Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>6,3</b>	0,6	<b>7,2</b>	1,8	<b>7,3</b>	1,2
<b>Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>6,7</b>	0,7	<b>6,4</b>	1,5	<b>6,7</b>	1
<b>A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)</b>	<b>8,1</b>	-0,1	<b>9,2</b>	0,0	<b>10,4</b>	0,2
<b>Fogyasztóiár-index (%)</b>	<b>2,8</b>	0,2	<b>3,7</b>	0,7	<b>3,7</b>	0,8
<b>A jegybanki alapkamat az időszak végén</b>	<b>0,9</b>	0,0	<b>0,9</b>	0,0	<b>1,35</b>	0
<b>Munkanélküliségi ráta (%)</b>	<b>3,6</b>	-0,1	<b>3,4</b>	-0,1	<b>3,3</b>	-0,1
<b>A bruttó átlagkereset alakulása (%)</b>	<b>9,4</b>	0,2	<b>9,3</b>	0,8	<b>8,5</b>	0,8
<b>A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>3,5</b>	-0,2	<b>4,3</b>	0,1	<b>5,3</b>	0,4
<b>Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában</b>	<b>6,8</b>	-0,1	<b>7,2</b>	0,2	<b>8,1</b>	1,0
<b>Az államháztartás egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>-2,2</b>	0,1	<b>-1,8</b>	0,1	<b>-1,5</b>	0,3
<b>GDP-alapon számított külső kereslet</b>	<b>2,2</b>	0,0	<b>2,0</b>	0,0	<b>1,8</b>	0

Forrás: Századvég-számítás

Eddig jellemzően az alternatív pálya kedvező eredményeire mutattunk rá, azonban amint a bevezetőben hangsúlyoztuk, a pálya nem nevezhető egyértelműen optimistának: egyrészt a forint gyengülése növeli hazai és külföldi bérek közötti különbséget, így növelheti a kivándorlást, másrészt pedig az inflációt serkenti. Ennek megfelelően 2018-ban a pénzügyi

üteme 2,6 százalékhelyett 2,8 százalékhelyett, 2019-ben és 2020-ban pedig a 3 százalékhelyett 3,7 százalékhelyett lehet. Ez tehát azt jelenti, hogy ezen a pályán az infláció 2019-ben és 2020-ban is érdemben meghaladja a Magyar Nemzeti Bank inflációs célját, azonban a tolerancia sávon belül maradhat. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy számításaink során a ceteris paribus hatások meghatározása érdekében a monetáris (és a fiskális) politika esetleges beavatkozásaival nem számoltunk.

A munkaerőpiac tekintetében a magasabb export több munkahelyet jelent, ám számításaink szerint, mivel a munkanélküliségi ráta már így is kiemelkedően alacsony, ezért további érdemi mérséklődéshez a gyengébb euróárfolyam nem vezet, csupán kismértékű javulás következhet be.

A forint árfolyamának gyengülése a költségvetési folyamatokat több ponton befolyásolja. Amint láttuk, a GDP és a GDP-deflátor értékét növeli, illetve serkenti az exportot, a beruházásokat, és a fogyasztást. Ez az adóbevételek emelkedését jelenti. Így a költségvetési deficit az egyes években az alappályán mértnél kedvezőbben alakul: 2018-ban 2,3 helyett 2,2, 2019-ben 1,9 helyett 1,8, 2020-ban pedig 1,8 helyett 1,5 százalékos lehet.

Némileg bonyolultabb a helyzet az államadósság kapcsán, hiszen bár a kisebb költségvetési hiány és a gyorsabb gazdasági növekedés javítja az államadósság pályáját, a külföldi valutában denominált államadósság értéke a forint leértékelődése nyomán forintban kifejezve magasabb lesz. E tényezőket figyelembe véve, míg az alappályán a GDP-arányos államadósság 66,4 százalékra csökken, addig az alternatív pályán ez az érték 65,6 százalék.

## **Második alternatív pálya: elmaradó béremelések**

A második alternatív pályán azt tesszük fel, hogy 2019-ben és 2020-ban a béremelések volumene a korábbi években megszokottnál gyengébb lesz, az inflációt alig haladja meg. Feltevésünk szerint ehhez egyaránt hozzájárulhat az érdemi minimálbér és garantált bérminimum emelés hiánya, illetve az, hogy a vállalkozások ezen a pályán nem tudják vagy nem akarják tovább emelni a béreket. Azt tettük fel tehát, hogy 2019-ben a bruttó bérek növekedése 3,2 százalék, míg 2020-ban 2,8 százalék lesz.

A bérek alacsonyabb, az inflációt meghaladó növekedése elsősorban a fogyasztásra fejt ki hatását. Ennek eredményeként a fogyasztás bővülése 2018-ban 4,8 százalékhelyett 4,3 százalékhelyett, 2019-ben 4,0 százalékhelyett 1,6 százalékhelyett, 2020-ban pedig 2,6 százalékhelyett 2,1 százalékhelyett lesz. 2018-ban a csökkenést az okozza, hogy feltevésünk szerint a háztartások már előre fogják látni, hogy nem lesz akkora béremelkedés (például a törvényben meghatározott minimális bérek emelkedésének elmaradása miatt), így már előre simítják fogyasztási pályájukat. Ez a simítás vezet ahhoz is, hogy 2019-ben és 2020-ban a reálbérek alakulásánál nagyobb mértékben nő a fogyasztás: a simítás nyomán a megtakarítási ráta csökkenhet. Ugyanakkor 2020-ban a fogyasztás csökkenése csekélyebb, mint az a béremelkedésből

következne. Ez nem csupán a vállalkozásoknál maradó magasabb tőkejövedelmekből ered, hanem abból is, hogy alacsonyabb bérek mellett a vállalkozások többet költenek beruházásra. Kérdés azonban, hogy ebben az esetben a munkaerő fokozottabb külföldre áramlása nem okoz-e akkora problémát, hogy az a GDP visszaeséséhez vezessen.

A fogyasztás alacsonyabb növekedését azonban a kismértékben nagyobb beruházás és az export növekedése sem tudja kompenzálni, sőt hosszabb távon a károk még ennél is nagyobbak: bár a beruházások volumene 2018-ban 7,2 helyett 7,3, 2019-ben 1,1 helyett 1,7, 2020-ban pedig 2,3 helyett 2,9 százalékkal nőhet. Mivel az alternatív pályán a vállalkozások nincsenek rákényszerítve a hatékonyság javítására, illetve a magasabb hozzáadott értékű tevékenységekre történő átállásra az alacsonyabb béremelkedések miatt, ezért ez valószínűleg továbbra is inkább alacsonyabb hozzáadott értékű tevékenységet jelent.

A bérek csökkenése hasonló hatást fejt ki az exportra. Így a kivitel volumene 2018-ban 5,7 helyett 6,1 százalékkal, 2019-ben 5,5 helyett 6,3 százalékkal, 2020-ban pedig 6,1 helyett 6,7 százalékkal bővíthet. Ez az import volumenének növekedésével is jár: ez évente 0,2–0,4 százalékponttal haladja meg az alappályán mértet. A növekedést itt elsősorban az export okozza: ez egyrészt jelenti a magasabb exportvolument, másrészt pedig az alacsonyabb bérek miatt fennmaradó magas importhányadot és alacsony hozzáadott értéket. Ugyanakkor a fogyasztás gyengébb dinamikája az import volumenének csekélyebb növekedéséhez vezet. Összességében a fogyasztás gyengébb növekedése ugyanakkor a folyó fizetési mérleg és a nemzetközi finanszírozási pozíció kedvezőbb értékéhez vezethet GDP-arányosan (a folyói fizetési mérleg esetében 0,5, illetve 0,8 százalékponttal, míg a nemzetközi finanszírozási képesség esetében 0,5, illetve 1,0 százalékponttal) – bár amint a következőkben látni fogjuk ez a GDP alacsonyabb értékével is összefügg.

E tényezőket figyelembe véve a bérek lassabb emelkedése a GDP érdemben alacsonyabb növekedéséhez vezet. Bár 2018-ban ez a hatás még alig jelentkezik, 2019-ben 0,5, 2020-ban pedig 0,4 százalékpontos lehet. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy az alappályán a béremelések kapcsán meglehetősen konzervatív becsléssel élünk, így a béremelkedések elmaradásának hatása ennek a kétszerese is lehet. A béremelkedések folytatódása azonban nem csak a GDP és a jólét emelése miatt fontos, hanem azért is, hogy a munkaerő külföldre áramlása megálljon, illetve a magasabb hozzáadott értékű termelésre való átállás ezen keresztül is ösztönözve legyen. Látható továbbá az is, hogy a béremelkedések megállása a fogyasztás reálértékének lassabb csökkenése miatt növelné a lakosság hitelfelvételi kedvét és így eladósodáshoz is vezethetne. A gyengébb gazdasági teljesítménynek a munkaerőpiacon is kedvezőtlenek a hatásai: a munkanélküliségi ráta bár csak kismértékben, de nagyobb az alappályán mértéknél.

7. táblázat: A második alternatív forgatókönyv melletti makropálya (százalék és százalékpont)

	2018		2019		2020	
	Második alternatív pálya	Eltérés az alappályától	Második alternatív pálya	Eltérés az alappályától	Második alternatív pálya	Eltérés az alappályától
<b>Bruttó hazai termék (volumenindex)</b>	<b>4,2</b>	0,0	<b>2,7</b>	-0,5	<b>2,5</b>	-0,4
<b>A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)</b>	<b>4,3</b>	-0,5	<b>1,6</b>	-2,4	<b>2,1</b>	-0,5
<b>Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)</b>	<b>7,3</b>	0,1	<b>1,7</b>	0,6	<b>2,9</b>	0,6
<b>Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>6,1</b>	0,4	<b>6,3</b>	0,9	<b>6,7</b>	0,6
<b>Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>6,2</b>	0,2	<b>5,3</b>	0,4	<b>6</b>	0,3
<b>A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)</b>	<b>8,3</b>	0,1	<b>9,8</b>	0,6	<b>11,3</b>	1,1
<b>Fogyasztóiár-index (%)</b>	<b>2,6</b>	0,0	<b>2,7</b>	-0,3	<b>2,7</b>	-0,2
<b>A jegybanki alapkamat az időszak végén</b>	<b>0,9</b>	0,0	<b>0,9</b>	0,0	<b>1,35</b>	0,0
<b>Munkanélküliségi ráta (%)</b>	<b>3,8</b>	0,1	<b>3,6</b>	0,1	<b>3,5</b>	0,1
<b>A bruttó átlagkereset alakulása (%)</b>	<b>9,1</b>	-0,1	<b>3,2</b>	-5,3	<b>2,8</b>	-4,9
<b>A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>3,7</b>	0,0	<b>4,7</b>	0,5	<b>5,7</b>	0,8
<b>Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában</b>	<b>7,0</b>	0,1	<b>7,6</b>	0,5	<b>8,1</b>	1,0
<b>Az államháztartás egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>-2,3</b>	0,0	<b>-2,3</b>	-0,4	<b>-2,2</b>	-0,4
<b>GDP-alapon számított külső kereslet</b>	<b>2,2</b>	0,0	<b>2,0</b>	0,0	<b>1,8</b>	0,0

Forrás: Századvég-számítás

Az infláció kapcsán érdemes ismét hangsúlyoznunk, hogy a monetáris politika változatlanságával számoltunk. A gyengébb belső kereslet és kisebb költségek nyomán arra számítunk, hogy az infláció az alappályán mértnél alacsonyabb lesz: 2019-ben és 2020-ban egyaránt 2,7 százalékos szemben az alappályán szereplő 3,0, illetve 2,9 százalékos értékkel.

Az alacsonyabb adóbevételek és a kisebb növekedés egyaránt kedvezőtlenül hatnak a költségvetés helyzetére. Így a GDP-arányos deficit 2019-ban 1,9 százalék helyett 2,3 százalék, 2020-ban pedig 1,8 százalék helyett 2,2 százalék lesz. Ez természetesen kedvezőtlenül hat a GDP arányos államadósság pályájára, amelynek értéke így 2020 végén az alappályán szereplő 66,4 százalék helyett 67,9 százalék lesz.

## Táblázatok

8. táblázat: Előrejelzés negyedéves bontásban

	2017	2018	2019	2020
<b>Bruttó hazai termék (volumenindex)*</b>	4,0	4,2	3,2	2,9
<b>A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*</b>	4,7	4,8	4,0	2,6
<b>Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*</b>	16,8	7,2	1,1	2,3
<b>Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*</b>	7,1	5,7	5,5	6,1
<b>Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*</b>	9,7	6,0	5,0	5,7
<b>A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)</b>	8,1	8,2	9,2	10,2
<b>Fogyasztóiár-index (%)</b>	2,4	2,6	3,0	2,9
<b>A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)</b>	0,9	0,9	0,9	1,35
<b>Munkanélküliségi ráta (%)*</b>	4,2	3,7	3,5	3,4
<b>A bruttó átlagkereset alakulása (%)*</b>	12,9	9,2	8,5	7,7
<b>A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában</b>	2,9	3,7	4,2	4,9
<b>Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában</b>	4,1	6,8	7,0	7,1
<b>Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában</b>	-2,0	-2,3	-1,9	-1,8
<b>GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*</b>	2,4	2,2	2,0	1,8

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

9. táblázat: Alternatív forgatókönyvek 2018–2019-ben az alappályához képest

	2018					2019				
	Alappálya	1. alternatív	Eltérés	2. alternatív	Eltérés	Alappálya	1. alternatív	Eltérés	2. alternatív	Eltérés
<b>Bruttó hazai termék (volumenindex)</b>	<b>4,2</b>	4,5	0,3	4,2	0,0	<b>3,2</b>	3,8	0,6	2,7	-0,5
<b>A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)</b>	<b>4,8</b>	5,4	0,6	4,3	-0,5	<b>4,0</b>	4,4	0,4	1,6	-2,4
<b>Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)</b>	<b>7,2</b>	7,8	0,6	7,3	0,1	<b>1,1</b>	1,5	0,4	1,7	0,6
<b>Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>5,7</b>	6,3	0,6	6,1	0,4	<b>5,5</b>	7,2	1,8	6,3	0,9
<b>Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>6,0</b>	6,7	0,7	6,2	0,2	<b>5,0</b>	6,4	1,5	5,3	0,4
<b>A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)</b>	<b>8,2</b>	8,1	-0,1	8,3	0,1	<b>9,2</b>	9,2	0,0	9,8	0,6
<b>Fogyasztóiár-index (%)</b>	<b>2,6</b>	2,8	0,2	2,6	0,0	<b>3,0</b>	3,7	0,7	2,7	-0,3
<b>A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)</b>	<b>0,9</b>	0,9	0,0	0,9	0,0	<b>0,9</b>	0,9	0,0	0,9	0,0
<b>Munkanélküliségi ráta (%)</b>	<b>3,7</b>	3,6	-0,1	3,8	0,1	<b>3,5</b>	3,4	-0,1	3,6	0,1
<b>A bruttó átlagkereset alakulása (%)</b>	<b>9,2</b>	9,4	0,2	9,1	-0,1	<b>8,5</b>	9,3	0,8	3,2	-5,3
<b>A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>3,7</b>	3,5	-0,2	3,7	0,0	<b>4,2</b>	4,3	0,1	4,7	0,5
<b>Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában</b>	<b>6,8</b>	6,7	-0,1	7,0	0,2	<b>7,0</b>	7,2	0,2	7,6	0,6
<b>Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>-2,3</b>	-2,2	0,1	-2,3	0,0	<b>-1,9</b>	-1,8	0,1	-2,3	-0,4
<b>GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)</b>	<b>2,2</b>	2,2	0,0	2,2	0,0	<b>2,0</b>	2	0,0	2	0,0

Forrás: Századvég-számítás

10. táblázat: Alternatív forgatókönyvek 2020-ban az alappályához képest

	2020				
	Alappálya	1. alternatív	Eltérés	2. alternatív	Eltérés
<b>Bruttó hazai termék (volumenindex)</b>	<b>2,9</b>	3,5	0,6	2,5	-0,4
<b>A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)</b>	<b>2,6</b>	3,4	0,8	2,1	-0,5
<b>Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)</b>	<b>2,3</b>	3,2	0,9	2,9	0,6
<b>Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>6,1</b>	7,3	1,2	6,7	0,6
<b>Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>5,7</b>	6,7	1,0	6	0,3
<b>A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)</b>	<b>10,2</b>	10,4	0,2	11,3	1,1
<b>Fogyasztóiár-index (%)</b>	<b>2,9</b>	3,7	0,8	2,7	-0,2
<b>A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)</b>	<b>1,35</b>	1,35	0,0	1,35	0,0
<b>Munkanélküliségi ráta (%)</b>	<b>3,4</b>	3,3	-0,1	3,5	0,1
<b>A bruttó átlagkereset alakulása (%)</b>	<b>7,7</b>	8,5	0,8	2,8	-4,9
<b>A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>4,9</b>	5,3	0,4	5,7	0,8
<b>Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában</b>	<b>7,1</b>	8,1	1,0	8,1	1,0
<b>Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>-1,8</b>	-1,5	0,3	-2,2	-0,4
<b>GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)</b>	<b>1,8</b>	1,8	0,0	1,8	0,0

Forrás: Századvég-számítás