

**A magyar, a régiós és a globális  
gazdasági folyamatok értékelése,  
középtávú kitekintés**

**2018. július**

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

*A jelentést Regős Gábor makrogazdasági üzletágvezető szerkesztette.*

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

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

## Tartalomjegyzék

<b>Vezetői összefoglaló .....</b>	<b>1</b>
<b>Helyzetértékelés .....</b>	<b>7</b>
Nemzetközi kitekintés az elmúlt fél évre .....	7
Konjunktúra alakulása .....	7
Munkaerőpiac .....	<b>Hiba! A könyvjelző nem létezik.</b>
Monetáris kondíciók.....	<b>Hiba! A könyvjelző nem létezik.</b>
Infláció .....	<b>Hiba! A könyvjelző nem létezik.</b>
Pénzügyi folyamatok .....	<b>Hiba! A könyvjelző nem létezik.</b>
Fiskális politika.....	<b>Hiba! A könyvjelző nem létezik.</b>
A magyar gazdaság helyzetértékelése fél év távlatában .....	16
A növekedés alakulása .....	16
Munkaerő-piaci folyamatok .....	19
Infláció .....	21
Monetáris és pénzpiaci kondíciók .....	23
<b>A brexit-tárgyalások haladása .....</b>	<b>29</b>
A brexit-tárgyalások .....	<b>Hiba! A könyvjelző nem létezik.</b>
A tárgyalások első szakaszának problémái és a kötött megállapodások	<b>Hiba! A könyvjelző nem létezik.</b>
A brexit-tárgyalások első szakaszának gazdasági hatásai ....	<b>Hiba! A könyvjelző nem létezik.</b>
<b>A várható makrogazdasági pálya (2017–2020).....</b>	<b>34</b>
A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés .....	34
Az államháztartási helyzet prognózisa .....	42
A 2017. évi költségvetés.....	42
2018. évi költségvetési kilátások.....	49
A 2019–2020. évi fiskális prognózis .....	54
<b>Táblázatok .....</b>	<b>57</b>

## Vezetői összefoglaló

2017 utolsó negyedében az Egyesült Államok növekedése még elmaradt az Európai Unióétól, 2018 első negyedében azonban – kilenc negyedév után először – már meghaladta azt. Az EU gazdasága rendre 2,7 és 2,4, míg az USA-é 2,6 és 2,8 százalékkal bővült. Mindkét gazdaság esetében a lakossági fogyasztás, valamint a beruházások dinamikus bővülése jelentős mértékben hozzájárult a GDP növekedéséhez. Az Európai Unióban lassult, míg az USA-ban gyorsult a foglalkoztatás növekedése az elmúlt félév során, aminek köszönhetően az előbbi gazdaságban 7,0, míg az utóbbiban 3,8 százalékra mérséklődött a munkanélküliségi ráta. Az EKB döntése nyomán az idei évben lezárulnak az eszközvásárlási programok, azonban kamatemelés a jövő év nyaráig nem várható. A Fed idén már két alkalommal emelte irányadó rátáját az 1,75–2-es sávba, amelyet további két kamatemelés követhet az idei évben. Úgy az Egyesült Államokban, mint az Európai Unióban nőtt az inflációs ráta, köszönhetően az olajár erőteljes emelkedésének. Az USA és a Kína közt kibontakozó kereskedelmi háború hatására jelentős mértékben esett a Shanghai Composite index, de a Dow Jones Industrial Average, a Nikkei 225, a Stoxx 600 és a DAX index is több mint 2 százalékkal mérséklődött. A svájci frank és a jen gyengült, míg a jüan, a font és az euró erősödött a dollárral szemben. Az Egyesült Államok 10 éves állampapírhozama kiemelkedő mértékben, 42,3 bázisponttal emelkedett 2018 első félévében. Az IMF előrejelzése szerint tovább javulhat az eurózóna költségvetési helyzete a konjunktúrának és az erősödő költségvetési fegyelemnek köszönhetően.

A magyar gazdaság 2017 utolsó negyedében és 2018 első negyedében is 4,4 százalékos növekedést ért el az előző év azonos időszakához képest a nyers adatok szerint. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok alapján a két negyedévben átlagosan 4,8 százalékos volt a bővülés az egy évvel korábbi értékekhez képest. Felhasználási oldalon leginkább a végső fogyasztás hajtotta a növekedést, az előző év utolsó negyedében 4 százalékponttal, az idei első negyedévben pedig 3,6 százalékponttal járult hozzá a GDP-bővüléshez. Emellett jelentős volt a beruházások szerepe is, amely rendre 0,7, illetve 0,9 százalékponttal járult hozzá a növekedéshez. A végső fogyasztás értékét meghatározó tételeken belül a háztartások tényleges fogyasztása a tavalyi év utolsó negyedében 5,2 százalékkal, az idei első negyedévben pedig 5,1 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi azonos időszaki értéket. A háztartások fogyasztásai kiadásainak bővülése mögött továbbra is elsősorban a bérek dinamikus emelkedése és a jövedelmet növelő kormányzati intézkedések állnak. A GDP termelési oldalán mindkét vizsgált negyedévben a szolgáltatások járultak hozzá legjelentősebb mértékben a növekedéshez: 2017 negyedik negyedében 2 százalékponttal, 2018 első negyedében pedig 2,6 százalékponttal. A szolgáltatások bruttó hozzáadott értéke 3,6 százalékkal, a másodikban pedig 4,9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. Az elmúlt év utolsó

negyedében a szolgáltatások után az építőipar (1,4 százalékponttal), míg az idei első negyedévben a termékadók és –támogatások egyenlege (0,7 százalékponttal) járultak hozzá a legnagyobb mértékben a növekedéshez. Az ipari kibocsátás átlagosan 2,5 százalékkal növekedett, azonban a mezőgazdaság átlagosan 6,1 százalékkal csökkent a félév során.

A vártnál gyorsabb ütemben nőtt a foglalkoztatottak száma a tavalyi utolsó és az idei első negyedévben, aminek köszönhetően a munkanélküliségi ráta 3,7 százalékra mérséklődött, míg a foglalkoztatási rátánk így már megegyezik az Európai Unió átlagával a 15-74 éves korosztályban, míg a visegrádi országok között, csupán Csehország van előttünk. A növekedés az elsődleges munkaerőpiacon valósult meg, azon belül is elsősorban a versenyszféra bővítette alkalmazotti létszámát, míg a közfoglalkoztatottak száma 132 ezer főre mérséklődött. Idén is tovább folytatódott a gyors bériáramlás, a nettó átlagbér az első negyedévben 12,2 százalékkal emelkedett, amely az inflációt is figyelembe véve 10,0 százalékos reálbér-növekedésnek felel meg. A bérnövekedésre a munkaerőhiány, a kötelező bérek emelése, valamint az állami szférát érintő béremelések hatottak.

2018 első félévében az infláció szintje, habár elmaradt az MNB által kijelölt 3 százalékos középtávú céltől, egyre inkább megközelítette azt. 2017 egészében, valamint 2018 első félévében 2,4 százalékos volt az átlagos pénzromlás mértéke a magyar gazdaságban. Júniusban pedig már 3,1 százalékos árszínvonal-emelkedés következett be. Az infláció növekedéséhez nagyban hozzájárult a szeszes italok, dohánytermékek jövedéki adójának korábbi emelésének a hatása, illetve az üzemanyagok árának növekedése, valamint az elmúlt időszakban a forint gyengülése. Az üzemanyagok árnövekedése az olaj világpiaci árának emelkedése miatt következett be. Az olajárak növekedése mögött a növekvő világpiaci kereslet, a venezuelai államcsőd közeli helyzet miatti exportvisszaesés, valamint az Egyesült Államok szankciói Iránnal szemben álltak. Az OPEC tagországai és a többi olajexportáló ország (például: Oroszország) június végén, Bécsben döntöttek arról, hogy nagyjából napi egymillió hordóval, a globális kínálat 1 százalékanak megfelelő mennyiséggel növelik kitermelésüket júliustól kezdve.

A magyar jegybank 2018 első félévében nem változtatott, és így 0,9 százalékon hagyta az irányadó rátát. 2017. december végétől a jegybanki irányadó eszköz 75 milliárd forintos szintjének maximálása következtében tovább erősödött a BUBOR (budapesti bankközi kamatláb) szerepe. A jegybank hangsúlyozta, 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. Érdekesség ugyanakkor, hogy a 9 hónap múlva induló 3 hónapos FRA (amely BUBOR alapú) szerződések 1 százalék felett köttetnek, tehát a piac azt feltételezi, hogy a jegybank a kamatfolyosó felső szélét feljebb tolja vagy kamatot emel.

Június első napjaitól kezdődően a forint árfolyama az euróval szemben jelentősen gyengült és elérte a 330 forintos mélypontot. Az árfolyamváltozás a nemzetközi turbulenciának,

*nemzetközi folyamatoknak volt köszönhető és nem fundamentális okokon alapult. A forint mellett a régiós devizák is gyengültek, habár kissé csekélyebb mértékben. A hazai jegybank a júniusi MT ülés utáni kommentárjában azt hangsúlyozta, hogy a jelenlegi laza monetáris környezet nem maradhat fenn 5-8 negyedéven keresztül. Az MNB és a Kormány többször is hangsúlyozta, hogy nincsen árfolyamcéljuk. A jegybank számára az elsődleges cél az inflációs cél elérése, amelyet véleményünk szerint nem veszélyeztet a gyengébb forintárfolyam. Két szűk keresztmetszet van véleményünk szerint a tartósan gyengébb forintárfolyamnak, egyrészt az importált infláció révén esetleg túlzottan magas inflációs ráta alakulhat ki. Másrészt pedig az államadósság devizaarányának szintje 21 százalék, amely ugyan markánsan csökkent, de egy tartósan gyengébb forintárfolyam esetén a GDP arányos adósság előírt csökkentésének betartását nehezíti meg. A forint euróárfolyama a július 2-i mélypont után erősödött (2018. július 5.:324,24).*

*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) vezetett be, amelynek 2018 szeptember végéig vonatkozó keretösszegét 900 milliárd forintban határozta meg. Az MNB egy célzott programot is indított február végén, amelyben jelzálogleveleket vásárol.*

*2018 első félévében a nagy nemzetközi hitelminősítő intézetek (S&P, Moody's és Fitch) közül egyik sem változtatott Magyarország államadósságának besorolásán, illetve kilátásán. A besorolás Moody's esetében jelenleg a befektetésre ajánlott kategóriában annak legalsó szintjén található, míg a S&P és a Fitch e szint mellett pozitív kilátást is adott korábban. Elsősorban a stabilan szufficites folyó fizetési mérleg, a magánszektor és az állam adósságának csökkenése, a külföldiek által tartott magyar állampapír állomány visszaesése, a nem teljesítő hitelek arányának jelentős mérséklődése és a bankrendszer likviditási helyzetének javulása jelentették a pozitív kilátás indokát. Továbbá a kilátásjavítás következménye a kedvező tendencia folytatódása esetében a felminősítés lehetne, a nemzetközi piaci turbulenciák miatt azonban nem számítunk felminősítésre a közeli jövőben.*

*Az ÁKK az elmúlt félév során is csak elenyésző részben újította meg lejáró devizakötvényeit devizában, aminek következtében az államadósság devizaaránya az október végi 23,0 százalékos szintről 2018. május végére 21,0 százalékra csökkent. USA dollárban (1,25 milliárd USD) és euróban (1,5 milliárd EUR) denominált kötvények jártak le, miközben összességében 30 milliárd yen (73 milliárd forint) értékű új devizakötvény kibocsátás történt, amelynek inkább gazdaságpolitikai jelentősége van.*

*Az MNB Hitelintézeti szektorról szóló negyedéves idősora alapján 2017. negyedik negyedévében és 2018. első negyedévében összességében a lakossági szegmensben és a vállalati szegmensben is csökkent a 90 napon túli késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. A vállalati szegmensben elsősorban a portfóliótisztítás következtében csökkent*

*majdnem 0,57 százalékponttal 3,23 százalékra a nem teljesítő hitelek aránya, míg a lakosságnál a követelés eladások és a nettó jövedelmek növekedése is hozzájárulhattak a fél év alatt bekövetkező 2,5 százalékpontos NPL ráta csökkenéséhez, amely így 6,5 százalékot tesz ki.*

*Előző féléves előrejelzésünkhöz képest felfelé módosítottuk a 2018-as és 2019-es növekedésre vonatkozó várakozásainkat, míg a 2020-ast kismértékben mérsékeltek. Így a magyar gazdaság teljesítménye 2018-ban 4,2, 2019-ben 3,4, 2020-ban 3,1, 2021-ben pedig 3,4 százalékkal bővíthet. A növekedéshez jellemzően a gazdaság minden ágazata hozzájárul majd, azonban a mezőgazdaság esetében kockázatot jelent az időjárás változékonysága, az építőipar esetében pedig az uniós források felhasználásának alakulása, illetve az új lakások kedvezményes áfakulcsának kifutása. Felhasználási oldalról továbbra is meghatározó lesz a fogyasztás bővülése, amelyet a bérek emelkedése vezérel majd. A beruházások növekedési hatása 2018-ban lesz a legjelentősebb, de 2019-ben is segíti majd a gazdaság bővülését, ezt követően azonban már az uniós források ciklikussága nyomán az is elképzelhető, hogy a beruházások volumene 2020-ban mérséklődik. A nettó export alakulása 2018-ban még nem, de ezt követően már tudja segíteni a gazdaság növekedését. Az export bővüléséhez hozzájárulnak a külső kereslet növekedése mellett a beruházások eredményeként kiépülő új gyártókapacitások, illetve a beruházásokból fakadó hatékonyságjavulás. Fontos cél ugyanakkor, hogy a bérszínvonal emelkedésének fenntartása érdekében a hazai gazdaság egyre inkább magasabb hozzáadott értékű tevékenységekre tudjon áttérni.*

*A növekedéssel kapcsolatban a szokásosnál több kockázat merül fel. Ezek közül a legfontosabbak a következők:*

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

- *Versenyképesség: az, hogy az új kormányzatnak mennyire gyorsan sikerül a versenyképességet növelnie, szintén meghatározó lehet a gazdasági növekedés szempontjából.*
- *A munkaerőpiaci folyamatok alakulása: a magas növekedés fenntartásához egyrészt szükség van a foglalkoztatottak számának további bővítésére (és így a munkaerőhiány kezelésére), továbbá a dinamikus bérnövekedés fenntartására.*
- *Olajár alakulása: az elmúlt időszakban az olajár emelkedésnek indult. A folyamat tartóssá válása vagy fokozódása magasabb inflációhoz és mérsékeltebb növekedéshez vezet.*
- *A lakásáfa sorsa: az új lakások kedvezményes áfakulcsa 2019 végéig van érvényben, meghosszabbítása pozitívan hathat az építőipar teljesítményére.*
- *Az uniós források alakulása: az Európai Bizottság a hazánknak járó források jelentős csökkentését tervezi, ami az előrejelzési horizont végén már érezhető hatását.*
- *A cafeteria rendszer átalakítása: amennyiben a munkáltatók a cafeteria rendszerben eddig adott pénzt nem adják oda bérként, az a fogyasztás és a GDP szintjének csökkenését eredményezheti, mivel a reálbérek csökkenését jelenti.*

*Tovább folytatódhat a munkaerőpiac bővülése előrejelzésünk szerint. A foglalkoztatottak száma idén 4,47 millió főre nőhet, majd 2020-ban érheti el a 4,5 millió főt, azonban az évtized végén jelentősen lassulhat a foglalkoztatottak számának növekedési üteme, a kedvezőtlen demográfiai folyamatok következtében. A munkaerőpiac bővülése tovább mérsékelheti a munkanélküliek számát, aminek köszönhetően a munkanélküliségi ráta a következő években tovább csökkenhet, majd 3 százalék felett stabilizálódhat. A nettó reálbérek idén 8,1 százalékkal, majd azt követően 5,6 százalékkal növekedhetnek, míg hosszú távon 4 százalék feletti növekedés valószínűsíthető, azonban a kötelező bérek emelésén felül ehhez szükség van a termelékenység folyamatos növelésére is.*

*Téli prognózisunkhoz képest csak kismértékben változott inflációs előrejelzésünk. 2018-ra 2,6 százalékos pénzromlást várunk, amelynek kapcsán azonban kockázatot jelent a forint jelentős gyengülésének tartóssá válása, illetve ennek a várakozásokba történő beépülése. 2019-től az inflációs cél körüli, azt legfeljebb néhány tized százalékponttal meghaladó inflációt várunk. A Magyar Nemzeti Bank monetáris politikája 2019-től szigorúbbá válhat: előbb a nem konvencionális eszközök kerülhetnek kivezetésre, majd ezzel párhuzamosan (illetve emellett) kerülhet sor az alapkamat emelésére. Továbbra is fontos ugyanakkor hangsúlyozni, hogy a Magyar Nemzeti Bank monetáris politikájának szigorodása kapcsán meghatározó lesz az Európai Központi Bank politikája, ám előző előrejelzésünk óta nőtt annak kockázata, hogy annál korábban is szükség lehet szigorításra a forint gyengülése miatt.*

*Az idei év májusának végéig az államháztartás központi alrendszerének hiánya 1187,5 milliárd forintot ért el. 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 adóbevételek alakulására pozitív hatást gyakorló kedvező gazdasági környezet mellett, az előző években tapasztalt teljesülési dinamikát is figyelembe véve összességében a gazdálkodó szervezetek befizetéseinél és a lakossági befizetéseknél az előirányzathoz képest magasabb, a fogyasztási adókhoz kapcsolt bevételeknél pedig alacsonyabb teljesülést várunk 2018-ra. A kiadási oldalon a Start Munkaprogramhoz kapcsolódóan jelentős megtakarítást prognosztizálunk, amit a közfoglalkoztatásból a versenyszférába történő nagy számú munkavállalói átlépésekre alapozunk. Összességében a kormányzati tervekben szereplő, a GDP 2,4 százalékát kitevő deficittől kisebb mértékű 2 százalék körüli államháztartási hiánnyal számol intézetünk. Ez jelenti azt is, hogy az idei év lehet zsinórban a hetedik, amikor országunk teljesíteni tudja a 3 százalék alatt költségvetési deficit célt. A 3 százalékos hiánycél elérésére ezt megelőzően utoljára 2000-ben volt példa. A változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos bruttó államadósság tekintetében 2018 végére 71,6 százalékos szintet várunk.

Előrejelzésünk szerint 2019-ben is dinamikusan növekszik majd Magyarország gazdasága. A Kormányzat és Kutatóintézetünk makrogazdasági előrejelzése közötti eltérések miatt azonban a gazdálkodó szervezetektől származó, valamint a fogyasztáshoz kapcsolt adóbevételek előirányzatainak értékét túlbecsültnek tartjuk. Kiadási oldalon a váratlan gazdasági, illetve társadalmi folyamatok okozta negatív hatások enyhítését célozva a Kormány 2019-ben összességében 100 milliárd forinttal megnövelte a rendelkezésre álló tartalék előirányzatok összegét. A tartalékok felhasználásával kapcsolatban 90,4 milliárd forint megtakarítást prognosztizálunk. A közfoglalkoztatottakkal kapcsolatban továbbra is jelentős mértékű átlépésre számítunk a versenypiacra. Emiatt a Start munkaprogram során 16 milliárd forintnyi megtakarításra számítunk. A nyugdíjkiadások kapcsán 18,8 milliárd forintos megtakarításra számítunk. Összességében előrejelzésünk szerint – a jelenleg rendelkezésre álló információk alapján – az államháztartás hiánya 2019-ben a GDP 1,6 százalékát éri majd el, ami 0,2 százalékponttal kedvezőbb a Kormányzati várakozásokhoz képest. Kivetítésünk alapján az államadósság maastrichti kritériumok szerint kalkulált államadósság a GDP 69,4 százalékát éri majd el 2019 végére.

## Helyzetértékelés

### Nemzetközi kitekintés az elmúlt fél évre

#### Konjunktúra alakulása

Az Európai Unió gazdasága 2017 utolsó negyedében 2,7, míg 2018 első negyedében 2,4 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az éves ráták alapján az Egyesült Államok gazdaságának növekedése a tavalyi utolsó negyedévben még elmaradt az EU-étól (2,6 százalék), ám az első negyedévben már meghaladta azt (2,8 százalék), amelyre kilenc negyedév óta nem volt példa. A negyedéves alapon vett növekedési rátákat tekintve az USA gazdasága mindkét negyedévben gyorsabban bővült, mint az Unióé: míg az Egyesült Államok az utolsó negyedévben 0,725, az elsőben pedig 0,5 százalékkal nőtt az előző negyedévhez képest, addig az Európai Unió esetében ezek a számok rendre 0,7 és 0,4 százalék voltak. Az európai növekedés motorja változatlanul a fogyasztás volt, azonban ennek szerepe mérséklődött a vizsgált időhorizonton: a 2017. harmadik negyedévi 1,12 százalékponttól 0,93 százalékpontra csökkent 2018 első negyedévére. Ezzel szemben az állóeszköz-felhalmozás hozzájárulása a növekedéshez érdemben erősödött: 0,45 százalékponttól 0,86 százalékpontra emelkedett. Ennek háttérében a Juncker-tervnek nevezett beruházásösztönző csomag kibővítése, valamint az új uniós költségvetési ciklus gazdaságösztönző támogatásaiból megvalósuló beruházások állnak, amelyek pozitív hatása várhatóan a következő negyedévekben is fennmarad. Összességében a belső tétel hozzájárulása a gazdaság bővüléséhez pozitív volt, amelyet a nettó export növekedési hozzájárulása tovább erősített a két negyedévben, bár mérséklődött a GDP-növekedésben betöltött szerepe.

Az USA bővülésének hajtóereje változatlanul a lakossági fogyasztás és a beruházások voltak. 2017 utolsó negyedében a növekedési ütem 2,6, míg 2018 első negyedében 2,8 százalékot tett ki. Az Egyesült Államokbeli tendenciákat tekintve a fogyasztás évesítve 4,0 százalékkal nőtt az utolsó, 0,9 százalékkal pedig az első negyedévben, amelyhez jelentős mértékben hozzájárult a tartós fogyasztási javak fogyasztásának dinamikus bővülése. A beruházási volumen növekedése változatlanul folytatódott 2017 negyedik és 2018 első negyedében: rendre 4,7 és 7,5 százalékos bővülést figyeltek meg. Ennek háttérében főleg az üzleti célú, azon belül is az eszközökbe történő beruházások volumenének emelkedése állt. A jelentős bővülést részben a tavalyi gyenge beruházási volumen miatti bázishatás magyarázhatja, ugyanakkor Donald Trump társasági adócsökkentést tartalmazó programja is a beruházási aktivitás további emelkedését valószínűsíti. Összességében véve az éves alapon mért amerikai növekedési ráta érdemi gyorsulására nem számítunk, mivel az elmúlt három negyedéves növekedési ütemet egyszeri tételek magyarázták.

Minden visegrádi ország éves alapon vett növekedési rátája továbbra is meghaladja az Európai Unió átlagát. A szezonálisan kiigazított adatok alapján Magyarország és Csehország bővülése lassult 2017 utolsó és 2018 első negyedéve között, míg Lengyelországé gyorsult, Szlovákiáé pedig nem változott. A legnagyobb növekedés Lengyelországhoz köthető (1,6 százalék), öt követi Magyarország (1,2 százalék), majd Szlovákia (0,9 százalék) és Csehország (0,4 százalék). A 2004 után csatlakozott államok többségének negyedévek közt vett növekedési rátája szintén meghaladta az Unió átlagát, egyedül Észtország és Románia képezett kivételt ez alól. Az éves alapon vett bővülési ütem tekintetében Horvátország kivételével 4 százalék körüli vagy azt meghaladó mértékben bővültek a 2004 után csatlakozottak. Ehhez minden bizonnyal az új uniós költségvetés keretében lehívható gazdaságösztönző támogatások is hozzájárultak.

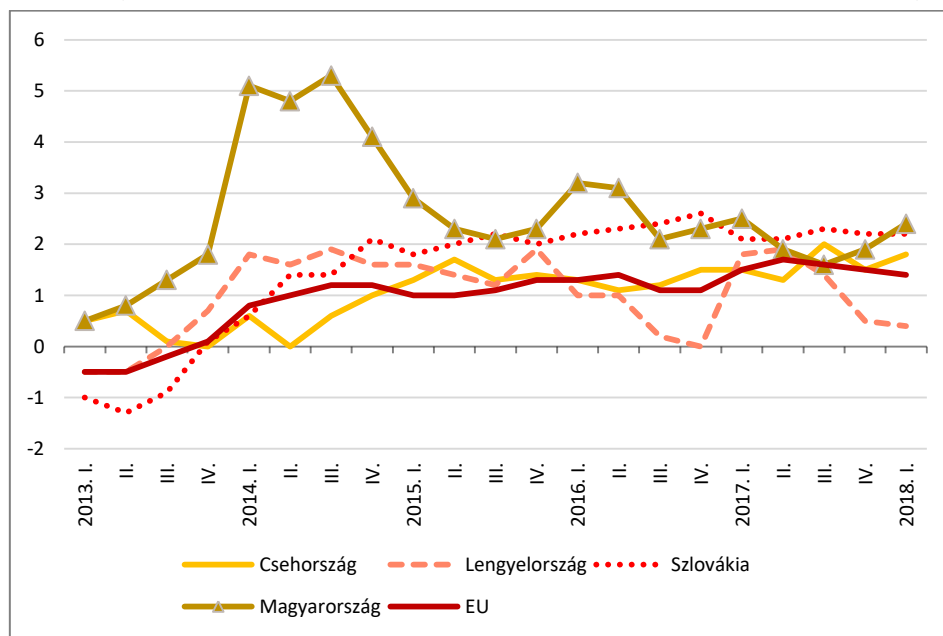
## Munkaerőpiac

Az első félévben átlagosan havonta 215 ezer nem mezőgazdasági állás jött létre az Egyesült Államokban, amely erősödő konjunktúrára utal, tekintve, hogy a megelőző év azonos időszakában csupán átlagosan 184 ezer új munkahelyet teremtettek a vállalatok. Ennek köszönhetően a munkanélküliségi ráta májusban 3,8 százalékra csökkent az USA-ban, amelyre 2000 óta, a dotcomlufi kibukkanása óta nem volt példa. Júniusban az elemzői várakozásokat meghaladó foglalkoztatás-bővülés ellenére 4,0 százalékra nőtt a munkanélküliségi ráta, azonban az évezred elejével összehasonlítva még így is jóval kevesebben jelennek meg a munkaerőpiacon, júniusban a 25-54 éves korosztály aktivitási rátája 82,0 százalék volt, míg 2001-ben még 84 százalék felett állt a mutató. Az egyre feszesebb munkaerőpiac ellenére az átlagos órabérek csak lassan emelkednek: az idei első 6 hónapban csupán átlagosan 2,6 százalékkal. Ennek ellenére növekvő trend figyelhető meg benne: januárban még 2,43 százalék volt a béremelkedés üteme, míg júniusban már 2,72 százalék, azonban a gyorsuló infláció következtében a reálbér érdemben nem emelkedett idén az USA-ban.

Lassult a munkaerőpiac bővülése az elmúlt félévben az Európai Unióban: a harmadik negyedévi 1,6 százalékos növekedésről 1,4 százalékig mérséklődött a foglalkoztatás bővülési üteme az idei első negyedévben a 15-74 éves korosztályban. Litvánia kivételével minden gazdaságban nőtt a foglalkoztatottak száma az elmúlt két negyedévben, azonban a tagországok között jelentős eltérések adódnak. Míg Lengyelországban és Olaszországban 1 százalék alatti, Belgiumban, Franciaországban és az Egyesült Királyságban kicsivel 1 százalék feletti, addig az éves átlagos növekedési ütem Portugáliában és Cipruson 3 százalék, Máltán és Horvátországban 4 százalék feletti volt az elmúlt két negyedév során. A foglalkoztatás bővülésének köszönhetően október és május között 0,4 százalékponttal csökkent úgy az Európai Unió, mint az eurózóna munkanélküliségi rátája (rendre 7,0, illetve 8,4 százalékra). A jelentős különbségek azonban továbbra is fennmaradtak a tagországok között: míg Olaszországban 10,7 százalék, Spanyolországban 15,8 százalék, Görögországban

pedig 20,1 százalék (márciusi adat) a munkanélküliek aránya, addig Csehországban csupán 2,3 százalék, Németországban pedig 3,4 százalék. Magyarország a harmadik legalacsonyabb munkanélküliségi rátával (3,7 százalék) rendelkezik az EU-n belül, de Lengyelország, Hollandia és Málta mutatója is 4 százalék alatti a legfrissebb, májusi adatok alapján.

1. ÁBRA: A FOGLALKOZTATÁS VÁLTOZÁSA A VISEGRÁDI ORSZÁGOKBAN ÉS AZ EURÓPAI UNIÓBAN (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN, 15-74)



Forrás: Eurostat, Századvég-szerkesztés

Az elmúlt két negyedév során a visegrádi országok közül Magyarországon és Szlovákiában nőtt leggyorsabb ütemben a foglalkoztatás (2,2 százalékkal). Szlovákiában a foglalkoztatás növekedése következtében egy év alatt 1,5 százalékponttal 6,8 százalékra mérséklődött a munkanélküliségi ráta. Azonban az aktivitást nem sikerült növelni a szlovák gazdaságban, az aktivitási ráta csupán 0,1 százalékponttal haladta meg (72,2 százalék) az első negyedévben az előző év azonos időszakának értékét, így nem sikerült közeledni az Európai Unió átlagához (73,3 százalék). A munkaerő-piaci szempontból régiós éllovas Csehországban átlagosan 1,7 százalékkal növekedett a foglalkoztatás az elmúlt félév során éves szinten, azonban Szlovákiához viszonyítva sokkal kiegyensúlyozottabb volt a bővülés: az aktívak részaránya 0,6 százalékponttal emelkedett (76,1 százalékra a 15-64 éves korosztályban), míg a munkanélküliek aránya ugyanekkora mértékben csökkent. A régiós sereghajtó az elmúlt időszakban Lengyelország volt, ahol mindösszesen 0,5 százalékkal emelkedett a foglalkoztatás, azonban ennek ellenére is 1,3 százalékponttal csökkent a munkanélküliségi ráta (3,8 százalékra), míg az aktivitási ráta 0,4 százalékponttal 69,5 százalékra emelkedett, ami a legalacsonyabb a visegrádi országok között. A lassú foglalkoztatás-bővülés oka, hogy Lengyelországban tavaly októbertől ismét 60 évre csökkent a nők (67 évről), míg 65 évre a férfiak nyugdíjkorhatára, így feltehetően sokan elhagyták a munkaerőpiacot.

## Infláció

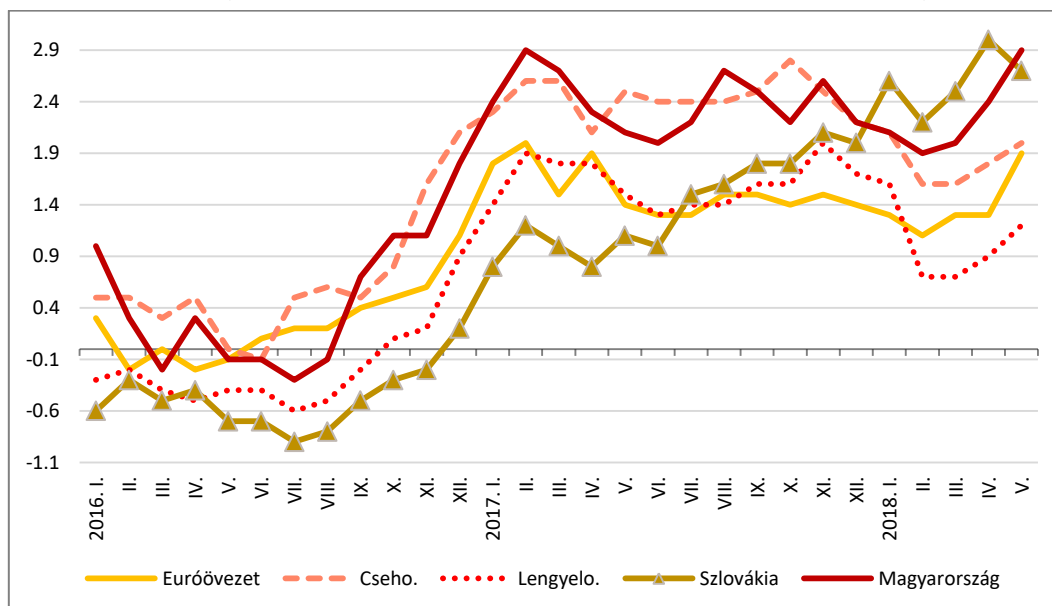
Az elmúlt félévben az inflációs folyamatokat alapvetően meghatározó világpiacon olajár növekvő trendet mutatott. A benchmarkként használt Crude kőolaj hordónkénti ára a januári 69,1 dollárról júniusra 75,9 dollárra emelkedett. A jelentős emelkedés mögött egyrészt a venezuelai válság, másrészt az Egyesült Államok iráni atomkuból való kilépése és az Iránnal szembeni szankciók bevezetése miatt visszaeső iráni kőolajexport álltak. A fenti folyamatok hatására a Kőolaj-exportáló Országok Szervezete (OPEC), valamint a kartellben résztvevő olajkitermelő országok megállapodtak a kitermelés növeléséről, azonban még így is teljesítik a 2016-ban megkötött, azóta kétszer is meghosszabbított megállapodás feltételeit. Az alacsony olajár bázisba épülése miatt, valamint a növekvő olajárak hatására emelkedő üzemanyagáraknak köszönhetően az Egyesült Államok és az Európai Unió inflációs rátája is emelkedésnek indult 2017 utolsó, valamint 2018 első negyedében.

Az USA fogyasztóiár-indexe 2018 januárja óta folyamatosan nő: míg 2017 utolsó negyedében összességében 0,1 százalékponttal, addig 2018 januárja és májusa között 0,7 százalékponttal emelkedett a mutató értéke (ebből 0,3 százalékpont az első negyedéves növekedés). Összességében a 2017 októberi 2,0 százalékról 2018 januárjára 2,1, míg májusára 2,8 százalékra emelkedett az infláció az amerikai gazdaságban. Az üzemanyagok ára az előző év azonos időszakához viszonyítva májusban 25,3 százalékkal nőtt, amelynek hatására a háztartási energiaárak 11,7 százalékkal növekedtek. A feldolgozatlan élelmiszer- és energiaáraktól szűrt maginflációs index 2017 októbere és 2018 februárja között – novemberet leszámítva – 1,8 százalékos szinten stagnált, ezt követően azonban megindult az emelkedés és májusra 2,2 százalékra nőtt.

Az Európai Unióban az infláció 2017 negyedik negyedében átlagosan 1,7 százalékot tett ki, majd 2018 első negyedévének végére 1,5 százalékra csökkent. Májusban azonban megindult a növekedés és a fogyasztóiár-index 2,0 százalékra emelkedett. Ennek eredményeképp az uniós pénzromlási ütem mértéke az EKB által kívánatosnak tartott 2 százalékos szinten áll, azonban az energiaárak bázishatásának enyhülése miatt az infláció lassulása várható. A visegrádi országok esetében Csehországban és Magyarországon 2017 októbere és 2018 márciusa között csökkent az inflációs ráta, majd azt követően indult növekedésnek. Előbbi országban 2,8 százalékról előbb 1,6 százalékra esett vissza az inflációs mutató, majd májusra 2,0 százalékra emelkedett, míg hazánkban előbb 2,2 százalékról 2,0 százalékra mérséklődött, utána pedig 2,8 százalékra nőtt. Ezzel szemben Lengyelországban 2017 utolsó negyedében növekedett (1,6 százalékról 1,7 százalékra), majd 2018 első negyedében jelentősen csökkent a pénzromlás üteme (0,7 százalékra). 2018 márciusa és májusa között aztán lassú emelkedés következett be és az inflációs mutató 1,2 százalékig nőtt. Szlovákiában a vizsgált két negyedévben ingadozóan alakult az infláció: 2017 októberében 1,8 százalékon állt, onnan 2017 végére 2,0, majd 2018 januárjára 2,6 százalékra emelkedett. Ezt követően kismértékű csökkenést, majd növekedést követően

márciusban 2,5 százalékot tett ki. Áprilisban 3,0 százalékgig nőtt a mutató értéke,, majd májusban 2,7 százalékra mérséklődött. Magyarországon az infláció január és május között jellemzően az MNB által kívánatosnak tartott 2–4 százalékos célsáv aljának közelében alakult, azonban a kitűzött célt még nem érte el. (2. ábra)

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



Forrás: Eurostat

## Monetáris kondíciók

Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa nem változtatott a kamatkondícióin az elmúlt félév során, azonban jelentős változásokat jelentett be a várható kamatpályával és az eszközvásárlási programokkal kapcsolatban. A korábbi közleményekkel szemben most már csak jövő év nyaráig vetítik előre a 0 százalékos alapkamat előrejelzését, szemben a korábbi homályos utalásokkal. Ezen felül a kiterjesztett eszközvásárlási programot (EAPP) a jegybank az idei év végén fokozatosan le kívánja zárni, szeptemberig havi 30 milliárd euró ütemben, majd azt követően 15 milliárd euró értékben kíván állampapírokat és vállalati kötvényeket vásárolni a tagállami jegybankokon keresztül. Azonban nem született döntés az EAPP keretében felhalmozott eszközállomány leépítéséről, így a jegybank a jövőben is megújítja majd a lejáró kötvényeket. Szemben az EKB-val a Fed a piaci várakozásoknak megfelelően tovább emelte irányadó rátáját, az elmúlt félév során két alkalommal (márciusi és júniusi ülésén), így az már az 1,75–2-es sávban áll. A várakozásoknak megfelelően Jerome Powell kinevezése a Fed élére nem járt a jegybanki irányultság átalakulásával, azonban a korábban vártnál erőteljesebb gazdasági növekedés lehetővé teszi a kamatok gyorsabb normalizálódását, így idén további kettő, míg jövőre további három kamatemelés jöhet a jegybanki közleményhez csatolt dot-plot ábra alapján.

A február eleji és a június végi kamatdöntése során is emelte 0,25–0,25 százalékponttal irányadó rátáját a Cseh Nemzeti Bank, amely így 1 százalékra emelkedett. Emellett a kamatfolyosót is kiszélesítette a jegybank: az overnight betétek kamatát változatlanul 0,05 százalékon hagyta, míg az overnight hitelek kamatát 0,5–0,5 százalékponttal 2 százalékra emelte. A júniusi kamatdöntést a jegybank a korábban vártnál magasabb inflációval magyarázta, amelyre elsősorban az emelkedő olaj- és élelmiszerárak hatottak, míg a vártnál lassabb idei első negyedéves növekedést a jegybank a romló külkereskedelmi mérleggel indokolta. Azonban a Cseh Nemzeti Bank a közlemény alapján nem kíván beavatkozni a korona árfolyamának alakulásába.

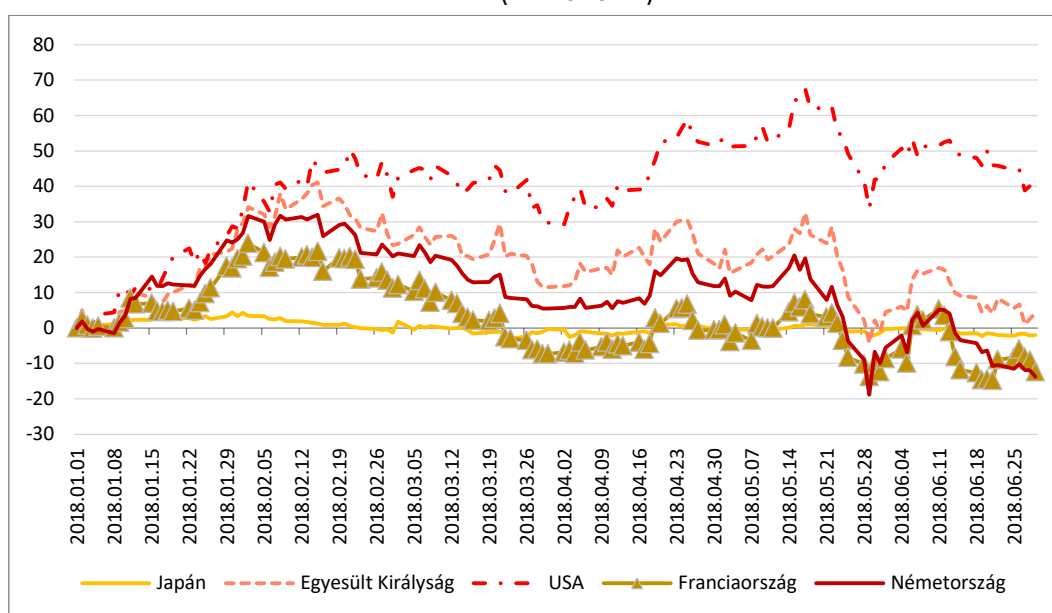
A régiókból, Magyarországhoz hasonlóan, Lengyelországban sem kezdődött még meg az alapkamat emelése. Azonban a Lengyel Nemzeti Bank elemzése alapján a konjunktúra a csúcára érhetett, így a következő időszakban kissé lassulhat a GDP növekedési üteme, de továbbra is robusztus maradhat. A jegybank várakozásai szerint ez nem jár majd inflációs nyomással, amelynek köszönhetően az infláció a 2,5 százalékos cél közelében maradhat. Romániában az egyre nagyobb egyensúlytalanságok következtében idén már három alkalommal 2,5 százalékra kellett emelnie irányadó rátáját a Román Nemzeti Banknak. Ennek ellenére májusban 5,4 százalék fölé emelkedett az infláció értéke, míg a túlzott bérkiáramlás következtében érdemben romlott az ország külkereskedelmi mérlege, amelyet tovább ront, hogy az adócsökkentések következtében jelentősen megnőtt a költségvetési hiány Romániában. A Bank of England ezzel szemben nem emelte tovább 0,5 százalékos irányadó rátáját, azonban a 2,4 százalékos infláció miatt, a legutóbbi júniusi ülésen már 3 tanácsstag szavazott az alapkamat 0,25 százalékpontos emelése mellett a 9-ből. Az emelés ellen pedig hatan tették le a voksukat, mivel a Brexit-megállapodás körüli bizonytalanság jelentősen visszafogja a beruházási hajlandóságot a szigetországban.

## Pénzügyi folyamatok

A globális pénzügyi piacon a fő aggodalmat az USA és Kína között kibontakozó kereskedelmi háború keltette pánik okozta, de hatással volt rá Trump és Putyin Szíria miatti konfliktusa, az olasz választások, a török előrehozott választások és a Fed kamatemelései is. A főbb 10 éves állampapírpiaci referenciahozamok többsége 10–30 bázisponttal nőtt az első negyedévben, míg a második negyedévben 10 bázisponttal csökkentek. Az Egyesült Államokban 2,4–3,0 százalék között ingadozott a 10 éves állampapírhozam a vizsgált időszakban: január eleje és június vége között 42,3 bázisponttal nőtt, amely a legnagyobb értéket képviselte a vizsgált időszakban. Általános vélekedés ugyanakkor, hogy a következő negyedévekben várhatóan növekszik a 10 éves amerikai kötvényhozam: Donald Trump expanzív fiskális politikája miatt várhatóan a gazdasági növekedés mellett az infláció is tovább gyorsulhat. Az infláció emelkedésével párhuzamosan viszont csökken a kötvények reálhozama, amely egyrészt eladási hullámot generálhat a meglévő állományban, másrészt a Kincstárt az újonnan kibocsátott értékpapírok magasabb kamatláb melletti értékesítésére kényszeríti: mindkét

hatás a referenciakamatláb emelkedése irányába hat. A legnagyobb mérséklődés a német 10 éves állampapírhozamban ment végbe: a vizsgált időszakban 13,8 bázisponttal csökkentek az állampapírpiaci referenciahozamok. Jelentősen, 12,3 bázisponttal csökkent továbbá a francia 10 éves állampapírhozam is. A japán 10 éves állampapírhozam kismértékben csökkent, így értéke továbbra sem éri el a 10 bázispontot, amelyet továbbra is a jegybank nem konvencionális monetáris politikája miatt a japán bankrendszerben lévő, jelentős mennyiségű likvid forrás magyarázhat.

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



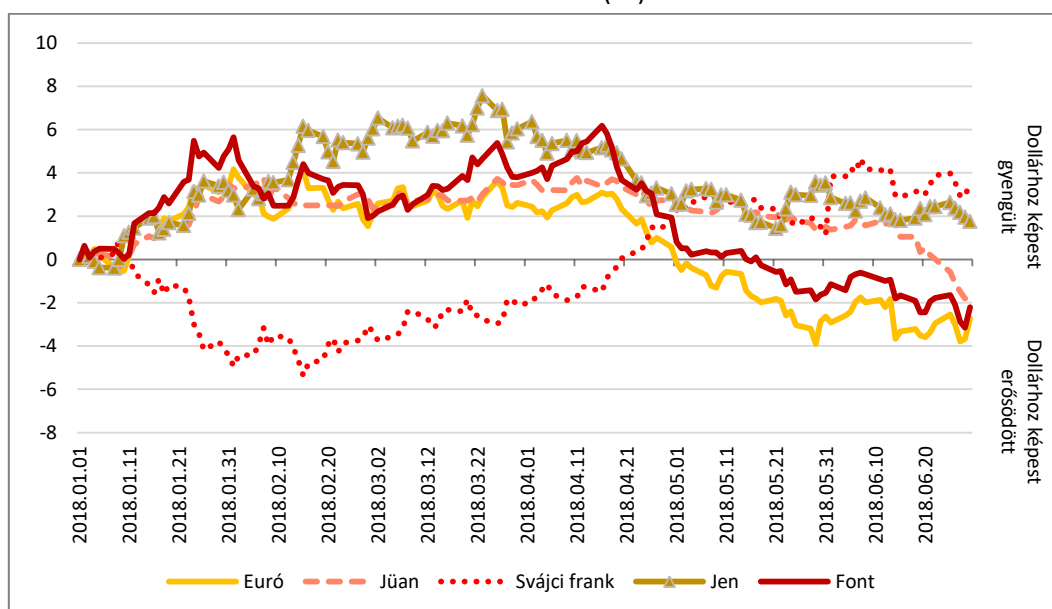
Forrás: Thomson Reuters, Századvég-szerkesztés

A Fed a vizsgált időhorizonton kétszer emelte irányadó kamatát, amely a dollár erősödése irányába hatott. A piacokra kihatottak továbbá a Trump által bevezetett acél- és alumíniumvámok, az esetleges kereskedelmi háború Kínával és a többi nagy gazdasággal, valamint a szíriai vegytámadás után kibontakozó amerikai és orosz ellentétek. Az EKB kamatdöntését kísérő jegyzőkönyv változása, mely során kikerült az eszközvásárlási program szükség esetén való növelése (vagyis az EKB újabb lépést tett az eszközvásárlási program kivezetése érdekében), illetve az olasz választási eredmények és a kormányalakítás körüli bizonytalanság szintén mozgatta az árfolyamokat. Az első negyedévben a főbb lebegő árfolyamrendszerű valután többsége – kivéve a svájci frankot – gyengült a dollárhoz képest, míg a második negyedévben az euró, a font és a jüan erősödött. Az euró/dollár árfolyam 3,6 százalékkal emelkedett január és június között: az 1,2-es szintről az 1,7-es szintig. A font árfolyamát jelentős mértékben mozgatták a Brexit kapcsán felröppenő hírek, miszerint megnőtt a „hard Brexit”, vagyis a megállapodás nélküli kilépés valószínűsége. Ennek nyomán az első negyedév végére 5,4 százalékkal gyengült a font a dollárhoz képest, míg a második negyedévbe kismértékű, 2,9 százalékos erősödés ment végbe. A japán jen jelentős



mértékben (5,8 százalékkal az első, 2,2 százalékkal a második negyedév végére) gyengült a vizsgált időhorizontján, köszönhetően az USA és Kína között kibontakozó kereskedelmi háborúnak, valamint a Trump és Kim Dzsong Un találkozója körüli kezdeti bizonytalanságnak. Megítélésünk szerint azonban a következő negyedévekben tovább folytatódhat a jen erősödése a dollárhoz viszonyítva, amely mögött főként a japán központi bank Mennyiségi és Minőségi Lazítási Programjának sikertelensége áll. A program keretében a jegybank nagymennyiségű készpénzt bocsátott ki, mivel a jen gyengítésén keresztül kívánta a növekedést és az évtizedek óta alacsony japán inflációt gyorsítani. A tavaly 1,7 százalékkal emelkedő japán kibocsátás, valamint az éves átlagban alacsony infláció alapján a program még nem érte el célját, valamint a jegybankok szigorításai miatt is további folytatása nem indokolt – ez esetben viszont a jen/dollár árfolyam a január eleji 112-es értékeről várhatóan visszatér a korábbi, 100 jen alatti értékéhez.

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



Forrás: Thomson Reuters, Századvég-szerkesztés

A vizsgált időhorizonton minden tőzsdeindex csökkenést mutatott. A legnagyobb esés a Shanghai Composite Index esetében következett be, amely június végére 15 százalékkal csökkent. Ennek háttérében főleg az USA és Kína között kibontakozó kereskedelmi háború áll, de kihatott rá az USA és Észak-Korea közti konfliktus is. A japán Nikkei 225 index 3,1 százalékkal mérséklődött ugyanezen intervallum alatt. Az európai tőzsdék is estek: a DAX 4,4, az FTSE 100 0,1, míg a Stoxx 600 2,2 százalékkal. Ezekre a kereskedelmi háború veszélyén túl az olasz választások, a török előrehozott választások, valamint a Brexit tárgyalásokkal kapcsolatos, erősödő félelmek gyakoroltak jelentős hatást. Az amerikai Dow Jones Industrial Average index is mérséklődött (2,2 százalékkal), amelyre a fentiekén túl még az Egyesült Államok iráni atomalkuból való kilépése, valamint a szíriai konfliktus járult hozzá.

## Fiskális politika

Az IMF áprilisi fiskális jelentése alapján tovább folytatódhat a költségvetési konszolidáció az eurózónában, a költségvetési hiány a 2017-es 0,9 százalékról a GDP arányában folyamatosan csökkenhet, amelynek köszönhetően 2022-re érheti el az egyensúlyi költségvetést az euróövezet. Az Európai Bizottsággal szemben az IMF nem csak a konjunktúrával magyarázza a javuló költségvetési egyenleget, mivel a Valutaalap előrejelzése szerint a ciklikusan kiigazított költségvetési egyenleg is tovább mérséklődhet a következő években. A kedvező költségvetési adatoknak köszönhetően tovább csökkenhet a GDP-arányos államadósság az eurózónában: a 2017-es 86,6 százalékról az évtized végéig 80 százalék alá, 79,3 százalékra.

Az Európai Központi Bank ellenben jelentősen rontott az eurózónára vonatkozó költségevetési várakozásain. A jegybank előrejelzése szerint az idei évben 0,7 százalékos hiány várható, amely jövőre 0,8 százalékra emelkedhet, majd 2020-ban 0,5 százalékra csökkenhet, szemben a márciusi előrejelzésben szereplő 0,6, illetve 0,3 százalékos hiánnyal a következő két évben. Ennek ellenére a költségvetés 2018-ban enyhén expanzív, míg 2019-ben és 2020-ban semleges lehet. Ennek köszönhetően az államadósság a jegybanki előrejelzés alapján csak a GDP 80,4 százalékáig csökkenhet az évtized végéig, míg márciusban még 79,7 százalékos rátát prognosztizált az EKB.

A nagyobb uniós tagállamok esetén kismértékben eltérő költségvetési pályát vár az IMF. Németország esetén tartósan a GDP 1,5 százaléka körül alakulhat a költségvetési többlet, amelynek köszönhetően az államadósság a GDP százalékában több mint 20 százalékponttal mérséklődhet a következő 6 év során. Ezzel szemben Franciaországban csak lassan csökkenhet a költségvetés hiánya, így az államadósság is csak lassan mérséklődhet a jelenlegi 97,0 százalékos GDP-arányos szintről. Az évi átlagos 0,5 százalékpontos hiánycsökkentésben elsősorban a kiadási oldal befagyasztása játszik szerepet az eurózóna második legnagyobb gazdaságában. Olaszország esetén kedvezőbb költségvetési pályával számolt az IMF, azonban az áprilisi fiskális monitor kiadását követően mutatta be programját az Öt Csillag Mozgalom (M5S) és a Liga. Ennek keretében jelentős adócsökkentéseket, feltételes alapjövédelmet, nyugdíjreformot és a nemzetközi szerződések újratárgyalását ígérik, amelynek költsége egyes számítások szerint elérheti az olasz GDP 10 százalékát. Az Egyesült Királyságban ezzel szemben a költségvetési konszolidációt a Brexit miatti lassabb növekedési kilátások korlátozzák, így a költségvetési hiány csupán 2021 után csökkenhet a GDP 1 százaléka alá a jóléti kiadások megvágása ellenére. Ennek következtében mindösszesen 4 százalékponttal, 82,5 százalékra mérséklődhet a GDP-arányos államadósság az IMF számítása szerint az Egyesült Királyságban.

Az USA esetében ezzel szemben a vállalati és a személyi jövedelemadó csökkentése, valamint a kiadások emelése miatt tovább emelkedhet a költségvetési hiány és tartósan a GDP 5 százaléka felett alakulhat, amely nominális értékben meghaladja az 1 000 milliárd dollárt. Emiatt az USA GDP-arányos államadóssága 108 százalékról

fokozatosan tovább emelkedhet és 2023-ra megközelítheti a 117 százalékot. Hasonlóan az USA-hoz Kína esetén is emelkedő hiánnyal számol a Valutaalap a következő években. Az infrastrukturális kiadások visszafogása ellenére elsősorban a fogyasztás vezérelt gazdaságra való átállás, valamint az állami irányítású vállalati rendszer átalakítása következtében tartósan a GDP 4 százaléka felett maradhat a kínai hiány, amelynek következtében az államadósság közel 18 százalékponttal emelkedhet a következő 6 évben és meghaladhatja a GDP 65 százalékát.

## A magyar gazdaság helyzetértékelése fél év távlatában

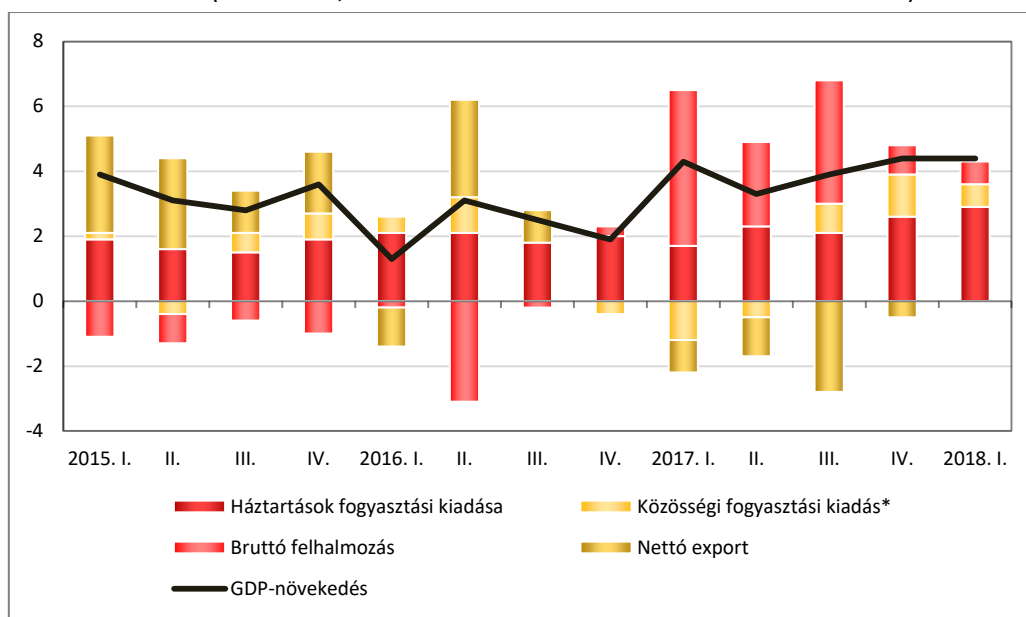
### A növekedés alakulása

A magyar gazdaság növekedése 2017 negyedik negyedévében és 2018 első negyedévében is 4,4 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakának értékét a nyers adatok szerint, míg a szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok alapján átlagosan 4,8 százalékos volt a bővülés az egy évvel korábbi értékekhez képest.

A növekedést felhasználási oldalról közelítve a vizsgált félév során a végső fogyasztás bizonyult a bruttó hazai termék bővülése legfőbb hajtóerejének, ugyanis az előző évhez képest mért átlagosan 5,4 százalékos növekedés következtében 2017 negyedik negyedévében 4 százalékponttal, 2018 első negyedévében pedig 3,6 százalékponttal járult hozzá a GDP-bővüléshez. A végső fogyasztás értékét jelentős részben meghatározó tétel, a háztartások tényleges fogyasztása a tavalyi év utolsó negyedévében 5,2 százalékkal, az idei első negyedévben pedig 5,1 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi azonos időszaki értéket. Ezen belül a háztartások fogyasztási kiadása alá tartozó kiadáscsoportok mindegyike mindkét negyedévben bővülést mutatott, amelyek közül a lakberendezés, lakásfelszerelés, valamint az élelmiszerek volumene a vizsgált időszakban az átlagot meghaladó mértékben emelkedett. A háztartások fogyasztási kiadásainak bővülése mögött továbbra is elsősorban a bérek dinamikus emelkedése áll, továbbá az olyan kormányzati intézkedések, amelyek közvetetten (például kétgyermekesek családi adókedvezményének növelése) vagy közvetlenül (például az egyes alapvető élelmiszerek áfájának mérséklése) járulnak hozzá a fogyasztás bővüléséhez. A közösségi fogyasztás 2017 utolsó negyedévében 8,8 százalékkal, 2018 első negyedévében pedig 4,6 százalékkal növekedett.

A bruttó felhalmozás a vizsgált negyedévek közül az első időszakban 0,9 százalékponttal, a másodikban pedig 0,7 százalékponttal járult hozzá a bruttó hazai termék bővüléséhez. A bruttó állóeszköz-felhalmozás az elmúlt év utolsó negyedévében 13,1 százalékkal növekedett az azt megelőző év azonos időszakához képest, míg az idei első negyedévben 17,1 százalékkal bővült. Mindkét negyedévben elsősorban az építési beruházások volumene, valamint a gép- és berendezés-beruházások játszották a legjelentősebb szerepet a bruttó állóeszköz-felhalmozás növekedésében.

5. 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 külkereskedelmi forgalmat tekintve az export a vizsgált időszak első felében 8,3 százalékkal, a második felében pedig 3,5 százalékkal emelkedett, míg az import 9,7 százalékkal, illetve 3,8 százalékkal növekedett. Az így kialakuló egyenleg a GDP növekedési ütemét az előző év utolsó negyedében 0,5 százalékponttal mérsékelte, az idei első negyedévben azonban nem változtatott rajta. A külkereskedelmi forgalomban kerülő áruk esetében az import a vizsgált időszak első felében 10,1 százalékkal, a másodikban 4,7 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. Ezen belül a két legjelentősebb tétel közül gépek és szállítóeszközök behozatala átlagosan 4,2 százalékkal, a feldolgozott termékek importja pedig átlagosan 11,8 százalékkal növekedett. Az áruk exportjában rendre 7,5 százalékos, valamint 4,1 százalékos növekedés volt tapasztalható a két negyedév során. A gépek és szállítóeszközök kivitelében átlagosan 4,2 százalékos volt a növekedés, míg a feldolgozott termékek esetében 8 százalékos bővülés következett be. Összességében a külkereskedelmi forgalomba kerülő áruk esetében a külkereskedelmi egyenleg értéke a vizsgált időszak első felében éves alapon 19,7 százalékkal, míg a második felében 1,6 százalékkal mérséklődött.

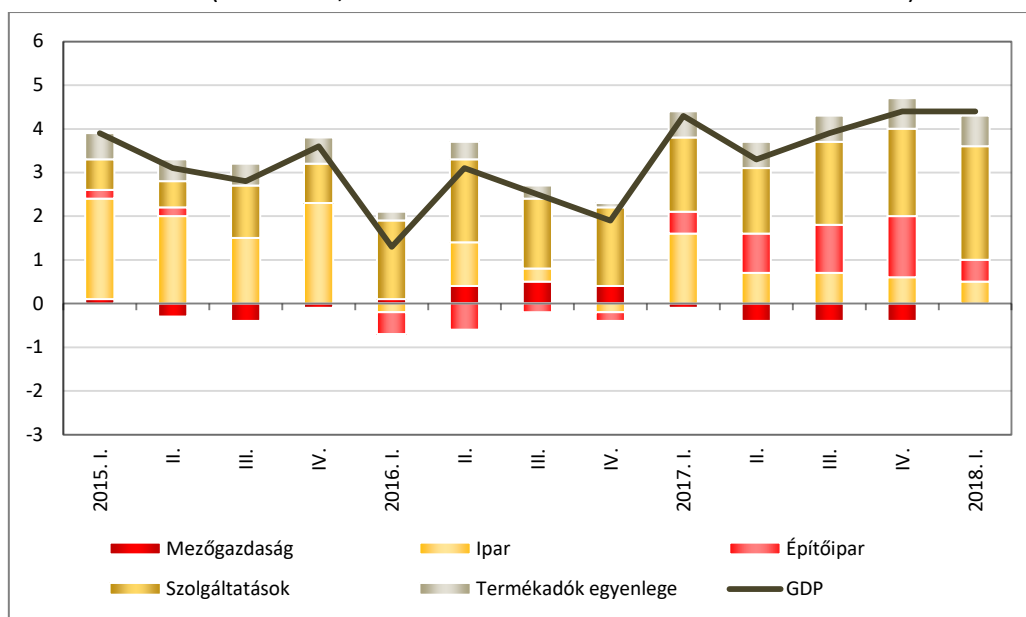
A szolgáltatások importjában az előző év utolsó negyedében 0,7 százalékos növekedés, míg az idei első negyedévben 2,2 százalékos csökkenés történt az egy évvel ezelőtti értékhez képest. Az adott kategórián belül a legjelentősebb tétel, az egyéb üzleti szolgáltatások esetében átlagosan 5,3 százalékos csökkenés volt megfigyelhető, míg a másik jelentős szállítási szolgáltatások esetén szintén átlagosan 5,3 százalékos nagyságú, de pozitív irányú változás következett be. A szolgáltatások exportjában 2017 utolsó negyedében 8,3 százalékos, az idei első negyedévben pedig 5,2 százalékos volt a növekedés. A kivitelben

legjelentősebb tételnek számító szállítási szolgáltatások esetén átlagosan 14,5 százalékos, az egyéb üzleti szolgáltatások esetén 1,1, míg a turisztikai szolgáltatások kivételében 7,6 százalékos volt a bővülés az előző év azonos időszakához képest. A szolgáltatások külkereskedelmi egyenlege 2017 utolsó egyed évében 26,3 százalékkal, az idei első negyedévben pedig 22,1 százalékkal növekedett.

A bruttó hazai termék termelési oldalán mindkét vizsgált negyedévben a szolgáltatások járultak hozzá legjelentősebb mértékben (2017 negyedik negyed évében 2 százalékponttal, 2018 első negyed évében pedig 2,6 százalékponttal) a GDP növekedéséhez. A megfigyelt időszak első felében a szolgáltatások bruttó hozzáadott értéke 3,6 százalékkal, a másodikban pedig 4,9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. A szolgáltatásokon belül az egyes nemzetgazdasági ágak közül az információ, kommunikáció ágban átlagosan 9,6 százalékkal, a kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás ágban 7,4 százalékkal, a szakmai, tudományos, műszaki és adminisztratív tevékenység területén 7 százalékkal, a szállítás és raktározás nemzetgazdasági ágban pedig átlagosan 6 százalékkal növekedett a bruttó hozzáadott érték az adott időszakot megelőző év azonos időszakához képest.

Az elmúlt év utolsó negyed évében a szolgáltatások után az építőipar (1,4 százalékponttal), míg az idei első negyed évben a termékadók és –támogatások egyenlege (0,7 százalékponttal) járultak hozzá a legnagyobb mértékben a növekedéshez. A 2017-től felélénkülő építőipar teljesítményében jelentős szerepet játszanak az uniós támogatások, valamint a versenyszférából és a költségvetési ösztönzőkből (CSOK) finanszírozott keresletnövekedés is. Az előző év utolsó negyed évében az építőipar termelési értéke 44,5 százalékkal haladta meg a 2016-os negyedik negyed évi értéket. Az épületek esetében 39,6 százalékos, az egyéb építményeknél pedig 50,8 százalékos volt a növekedés. Az idei első negyed évben 29,5 százalékos volt az építőipari termelés teljesítménye az előző év azonos időszakához képest. Az épületek termelési értéke 29,8 százalékkal, az egyéb építmények pedig 28,7 százalékkal haladták meg a 2017. január-márciusi értékeket. A kiadott lakásépítési engedélyek 2017 negyedik negyed évében 5,5 százalékkal csökkent, az épített lakások száma pedig 35,6 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakában megfigyelt értékekhez képest. Az idei első negyed évben előbbi 3,4 százalékkal, utóbbi 64,7 százalékkal magasabb értéken alakult. A tavalyi utolsó negyed év során a vállalkozások által épített lakások számában 32,2 százalékos, a természetes személyek által épített lakások számában 48,3 százalékos növekedés ment végbe a 2016 negyedik negyed évében mért értékekhez képest, míg idén az első három hónapban összesen az előbbi értékek rendre 96,9 százalékon, illetve 42,6 százalékon alakultak.

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



Forrás: KSH

Az ipar hozzáadott értéke a vizsgált időszak első felében 2,9 százalék, a második felében pedig 2 százalék volt. A GDP növekedéséhez való hozzájárulása 0,6 százalékpont, a másodikban 0,5 százalékpont volt. Az iparon belül a feldolgozóipar a 2017-es év utolsó negyedévében 3,6 százalékkal, az idei első negyedévben pedig 2,5 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. A vizsgált negyedévekben – a gép, gépi berendezések gyártásán kívül – átlagosan minden jelentősebb súlyú feldolgozóipari ágazat bővült: a leginkább a fémalapanyag és fémfeldolgozási termékek gyártása, a gumi-, műanyag és nemesfém ásványi termékek gyártása, a kokszyártás, kőolaj-feldolgozás, a vegyi anyag, termékek gyártása, valamint a járműgyártás bővült az előző év azonos időszakához viszonyítva.

A mezőgazdaság, erdőgazdálkodás, halászat hozzáadott értéke a vizsgált félév során átlagosan 6,1 százalékkal csökkent az adott időszak egy évvel korábbi értékéhez képest (2017 utolsó negyedévében 11,5 százalékkal, míg az idei első negyedévben 0,6 százalékkal). Ez a negatív változás az egy évvel korábban tapasztalt kedvező időjárás miatti magas bázissal magyarázható. A mezőgazdaság így 2017 negyedik negyedévében 0,4 százalékponttal mérsékelte a GDP-növekedés ütemét, míg 2018 első negyedévében nem járult hozzá a bruttó hazai termék változásához.

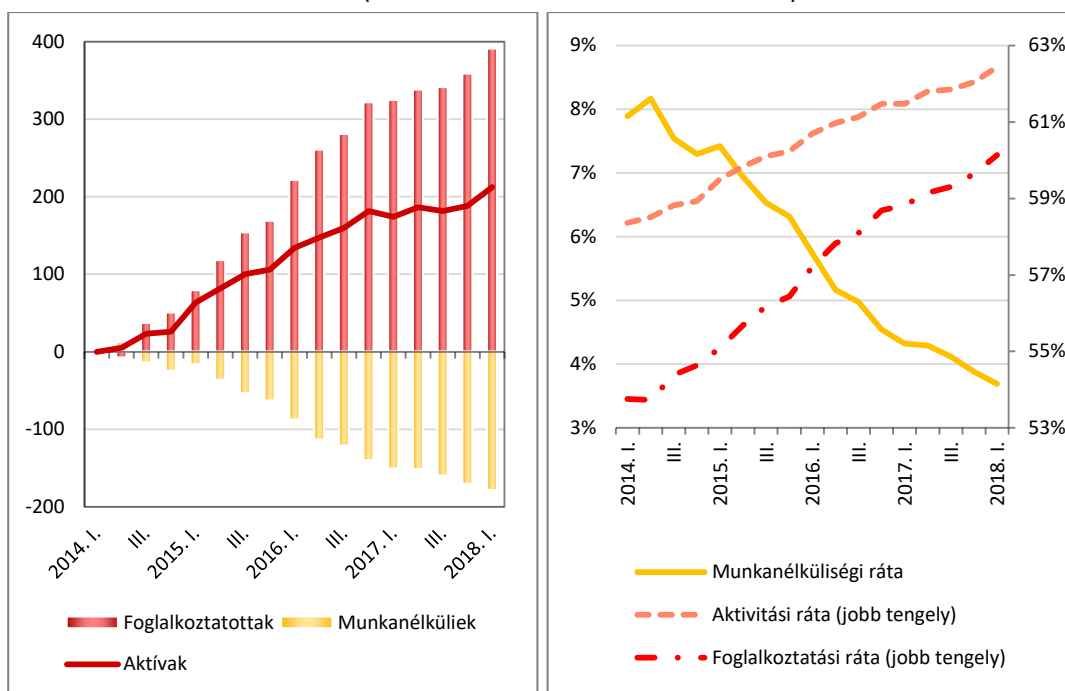
## Munkaerő-piaci folyamatok

A korábban vártnál gyorsabb ütemben bővült a foglalkoztatottak száma az elmúlt félév során. A szezonálisan kiigazított adatok alapján az idei első negyedév végén közel 50 ezer fővel többen 4 millió 472 ezren dolgoztak, mint a tavalyi harmadik negyedévben. A

foglalkoztatás növekedésével párhuzamosan 31 ezer fővel tovább emelkedett az aktívak szezonálisan kiigazított száma, aminek köszönhetően az aktivitási ráta a 15-74 éves korosztályban 62,4 százalékra, míg a foglalkoztatási ráta 60,1 százalékra emelkedett. A hazai foglalkoztatási ráta így már megegyezik az Európai Unió átlagával, míg a visegrádi négyek között a második legmagasabb, azonban jelentősen elmarad a 64,6 százalékos cseh rátától.

Az alkalmazottak szezonálisan kiigazított száma az intézményi statisztikák alapján 29 ezer fővel emelkedett fél év alatt, amely megfelel a korábbi időszakok növekedési ütemének, vagyis az emelkedő bérek ellenére sem csökken a vállalkozások munkaerőfelvételi hajlandósága. A növekedés a korábbi félévekhez hasonlóan most is szinte teljes egészében a versenyszférához köthető, ahol 30 ezer fővel nőtt az alkalmazotti létszám, de az utóbbi időszakban a non-profit szférában is 8 ezer fős állománybővülést regisztráltak. Egyedül a közszférában csökkent az alkalmazottak száma, fél év alatt 9 ezer fővel a szezonálisan kiigazított adatok alapján. Emögött elsősorban a közfoglalkoztatás visszaszorulása játszik szerepet. Márciusban már csupán 132 ezren vettek részt a Start-munkaprogramokban, amely több mint 24 ezer fővel marad el a szeptemberi létszámadattól. A továbbra is kedvező munkaerőpiaci folyamatoknak köszönhetően a munkanélküliek száma egy félév alatt több mint 18 ezer fővel 171 ezer főre, míg részarányuk 3,7 százalékra csökkent az első negyedévben a szezonálisan kiigazított adatok alapján.

7. ÁBRA: A FOGLALKOZTATOTTAK, A MUNKANÉLKÜLIEK ÉS AZ AKTÍVAK SZÁMÁNAK (2014 I.=0), ILLETVE A MUNKANÉLKÜLISÉGI-, AZ AKTIVITÁSI ÉS A FOGLALKOZTATÁSI RÁTA ALAKULÁSA (SZEZONÁLISAN IGAZÍTOTT ADATOK)



Forrás: KSH, Századvég-számítás

Ugyan a tavalyi évi ütemnél lassabban, de idén is kiemelkedő mértékben emelkednek a keresetek. A bruttó átlagkereset 12,2 százalékkal nőtt éves szinten az idei első negyedévben és elérte a 316 ezer forintot. A növekedés az állami szférában volt gyorsabb, ahol az átlagbér 16,4 százalékkal emelkedett, míg a versenyszférában csupán 10,5 százalékkal. Előbbit az állami bérrendezések és a különböző bónuszok kifizetése, míg utóbbit a minimálbér és a garantált bérminimum 8, illetve 12 százalékos emelése, valamint a munkaerőhiány hajtotta. Az első negyedéves 2 százalékos infláció hatását is figyelembe véve a nettó reálkereset éves szinten 10,0 százalékkal emelkedett, vagyis tovább javult hazánkban a bérből élők helyzete.

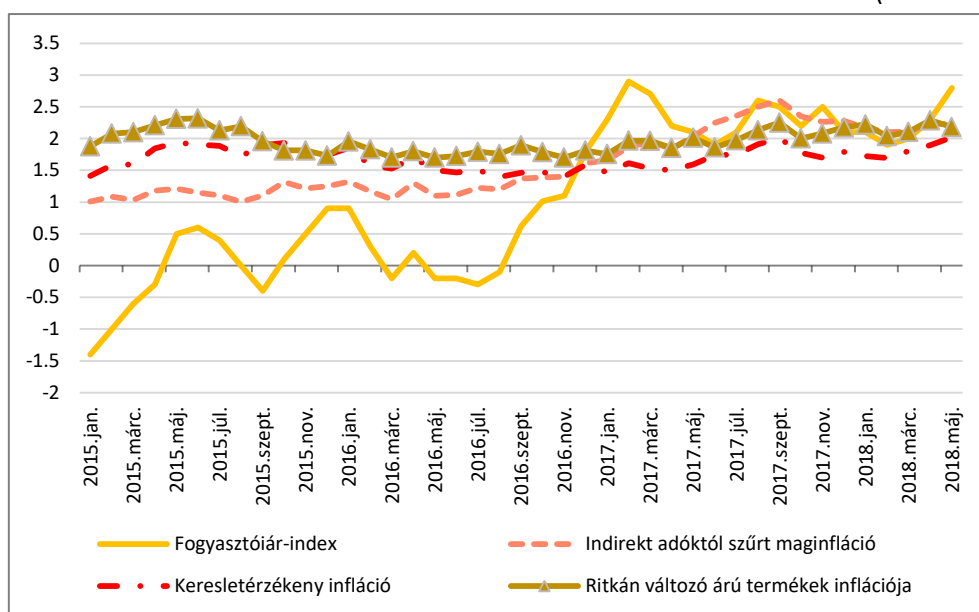
## Infláció

A tavalyi év második felében az infláció stabilan 2 százalék felett alakult, amely szintet 2018 első felében is sikerült elérni, egy hónap kivételével. Februárban az infláció 1,9 százalékon állt, amely a megelőző év februárjának kiugróan magas értékének tudható be (2,9 százalék). Az inflációs ráta – kisebb ingadozással – növekvő trendet mutatott a magyar gazdaságban 2018 első félévében, júniusban elérte a 3,1 százalékos szintet. A júniusi 3 százalékos meghaladó inflációs adat várhatóan időszakos volt, amelyet az üzemanyag és a dohánytermékek drágulása, valamint az alacsony bázis okozott. Ennek hatására az üzemanyag 15 százalékkal-drágult.

Amíg 2018 első négy hónapjában az inflációt leginkább a szeszesitalok, dohánytermékek és az élelmiszerek drágulása hajtotta felfelé, addig májustól már a szeszesitalok és dohánytermékek mellett a járműüzemanyagok árnövekedése volt jelentős az árnövekedés szempontjából. A szeszesitalok, dohánytermékek árának növekedése a korábbi jövedéki adó emelések miatt következett be elsősorban. Az üzemanyag árnövekedéséhez nagyban hozzájárult az olaj világpiaci árának a növekedése, valamint hatott rá a forint dollárral szembeni április közepe óta folyamatosan tartó gyengülése is. Az olajár a Kőolaj-exportáló Országok Szövetségének (OPEC) tagországai és a többi olajexportáló ország között megkötött szerződés következtében, továbbá Venezuela államcsőd közeli helyzete miatti exportvisszaesés, illetve az Egyesült Államok Iránnal szembeni szankciói miatt kezdte meg az emelkedését. Így Magyarországon a járműüzemanyagok ára 2018 első félévében átlagosan 3,6 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. A háztartási energia ára átlagosan 1,4 százalékkal emelkedett a vizsgált időszakban. A külkereskedelmi partnereink esetében mért alacsony infláció, valamint a historikusan alacsony inflációs várakozások szintén csökkentőleg hatottak a hazai pénzromlás mértékére. A 2018 elején bevezetett áfacsökkentések, valamint a szociális hozzájárulási adó 2,5 százalékpontos mérséklése szintén fékezőleg hatnak az infláció alakulására.



8. ÁBRA: AZ INFLÁCIÓ ÉS AZ INFLÁCIÓS TRENDMUTATÓK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az élelmiszerek ára január és június között átlagosan 4,0 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, amelyhez hozzájárult a tojás (26,2 százalék), a tejtermékek (7,7 százalék), a vaj, vajkrém (13,0 százalék), a kenyér (5,4 százalék), a száraztészta (10,5 százalék) és az éttermi étkezés (5,6 százalék) árának növekedése. Fékezte az élelmiszerek átlagos inflációját a cukor (-17,4 százalék), a burgonya (-5,4 százalék), a belsőségek (-2,3 százalék) és a friss zöldség (-2,2 százalék) árának csökkenése. Noha 2018-tól a hal 5 százalékos áfakulccsal adózik, az első félévben az ára átlagosan 1,0 százalékkal nőtt. A tejtermékek esetében, habár tavaly csökkent a tej áfája, ez a friss tejet és nem a legnagyobb mennyiségben fogyasztott UHT tejek forgalmi adóját érintette, így itt nem is mérséklődtek az árak. A tojás kiugróan magas árnövekedése a fibronil-botrány, illetve az Európai Uniót sújtó baromfiállomány csökkenés miatt következett be, amit a madárinfluenza okozott. A szolgáltatások az év első hat hónapjában átlagosan 1,2 százalékkal lettek drágábbak, amelyet elősegített a lakbér (4,8 százalék), az egészségügyi szolgáltatások (3,7 százalék), a járműjavítás, -karbantartás (4,0 százalék), az oktatás (2,7 százalék), illetve a belföldi üdülés (8,0 százalék) árnövekedése. A szolgáltatásokon belül csökkent az ára a külföldi üdülésnek (-3,7 százalékkal), a telefon, internetnek (-6,1 százalékkal), valamint a TV-előfizetésnek (-2,5 százalékkal). A tartós fogyasztási cikkek ára 1,0 százalékkal alacsonyabb, míg az egyéb cikkek, üzemanyagok ára 1,8 százalékkal magasabb lett egy év alatt.

Az MNB inflációs alapmutatói közül valamennyi megközelítette a jegybank által kitűzött, középtávú 2-4 százalékos inflációs célt. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció 2,1 és 2,2 százalék között mozgott, míg a keresletérzékeny infláció januárban 1,7 százalékon állt, ami májusra 2,0, júniusra 2,1 százalék lett, így 2017 szeptember után először lépett be a

2 százalékos célsávba. A ritkán változó áru termékek inflációja a vizsgált hónapokban 2,0 és 2,3 százalék között alakult.

## Monetáris és pénzügyi kondíciók

Az EKB Kormányzótanácsa az elmúlt félévi ülésein változatlanul hagyta az irányadó refinanszírozási műveletek 0,00 százalékos kamatlábát, valamint az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatlábának 0,25 százalékos, illetve -0,40 százalékos szintjét. A Kormányzótanács arra számít, hogy az EKB irányadó kamatai legalább 2019 nyaráig jelenlegi szintjükön maradnak.

A Kormányzótanács döntése értelmében az EKB a hagyományostól eltérő monetáris politikai intézkedéseket illetően 2018. szeptember végéig a jelenlegi 30 milliárd eurós havi ütemben folytatja a nettó eszközvásárlást az eszközvásárlási program keretében. A Kormányzótanács arra számít, hogy 2018 szeptembere után annak függvényében, hogy a beérkező adatok megerősítik-e a testület középtávú inflációs várakozását, a nettó eszközvásárlás havi ütemét 2018. december végéig 15 milliárd euróra csökkenti, ezt követően pedig a nettó eszközvásárlás megszűnik.

A Fed kamatokról határozó Nyíltpiaci Bizottsága (FOMC – Federal Open Market Committee) változtatott kamatkondícióin a 2018. márciusi- és júniusi ülésein és egyaránt 25-25 bázisponttal az 1,25-1,5 százalékos sávról az 1,75-2 százalékos célsávra emelte azt.

A magyar jegybank 2018. januártól júniusig nem változtatott, és így 0,9 százalékon hagyta az irányadó rátát. A grémium megjelent jegyzőkönyvei alapján a testület döntése minden alkalommal egyhangú volt.

A jegybanki irányadó eszköz igénybe vételének folyamatos szűkítése (majd 2017. december végétől maximum 75 milliárd forintos szintje) következtében tovább erősödött a BUBOR (budapesti bankközi kamatláb) szerepe. A jegybank hangsúlyozta, 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. Érdekesség azonban, hogy jelenleg a bankok a 9 hónap múlva induló 3 hónapos BUBOR-ral 1 százalék feletti kamaton kereskednek, ami pedig a kamatfolyosón kívül esik. Ez pedig azt jelentheti, hogy a banki szereplők arra számíthatnak, hogy a kamatfolyosó felső szélét a jegybank feljebb tolja majd.

Június első napjaitól kezdődően a forint árfolyama az euróval szemben jelentősen gyengült és elérte a 330 forintos mélypontot. Az árfolyamváltozás a nemzetközi turbulenciának, nemzetközi folyamatoknak volt köszönhető és nem fundamentális okokon alapult. A forint mellett a régiós devizák is gyengültek, habár kissé csekélyebb mértékben. A hazai jegybank a júniusi MT ülés utáni kommentárjában azt hangsúlyozta, hogy a jelenlegi laza monetáris környezet nem maradhat fenn 5-8 negyedéven keresztül. Az MNB és a Kormány többször is

hangsúlyozta, hogy nincsen árfolyamcéljuk. A jegybank számára az elsődleges cél az infláció cél elérése, amelyet véleményük szerint nem veszélyeztet a gyengébb forintárfolyam. Két szűk keresztmetszet van véleményünk szerint a tartósan gyengébb forintárfolyamnak, egyrészt az importált infláció révén esetleg túlzottan magas inflációs ráta alakulhat ki. Másrészt pedig az államadósság devizaarányának szintje 21 százalék, amely ugyan markánsan csökkent, de egy tartósan gyengébb forintárfolyam esetén a GDP arányos adósság előírt csökkentésének betartását nehezíti meg. A forint euróárfolyama a július 2-i mélypont után erősödött (2018. július 5.:324,24).

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) vezetett be, amelynek 2018 szeptember végéig vonatkozó keretösszegét 900 milliárd forintban határozta meg. Az eszközt – amelynek vonatkozásában az MNB kiemelten veszi figyelembe a hazai és a nemzetközi hozamgörbék egymáshoz képesti pozícióját - az MNB a korábbi IRS programjához hasonlóan kéthetente csütörtökön megrendezésre kerülő tendereken értékesíti. A korábbi jegybanki IRS-programokhoz képest stratégiai eltérés, hogy a MIRS használata nem feltételhez kötött, illetve ebből adódóan nincs mód az ügyletek MNB-vel történő lejárat előtti lezárására sem. Az első félévben a MIRS-tendereket mindegyik alkalommal 50 milliárd forint értékben és nagy túlkereslet mellett tartotta a jegybank.

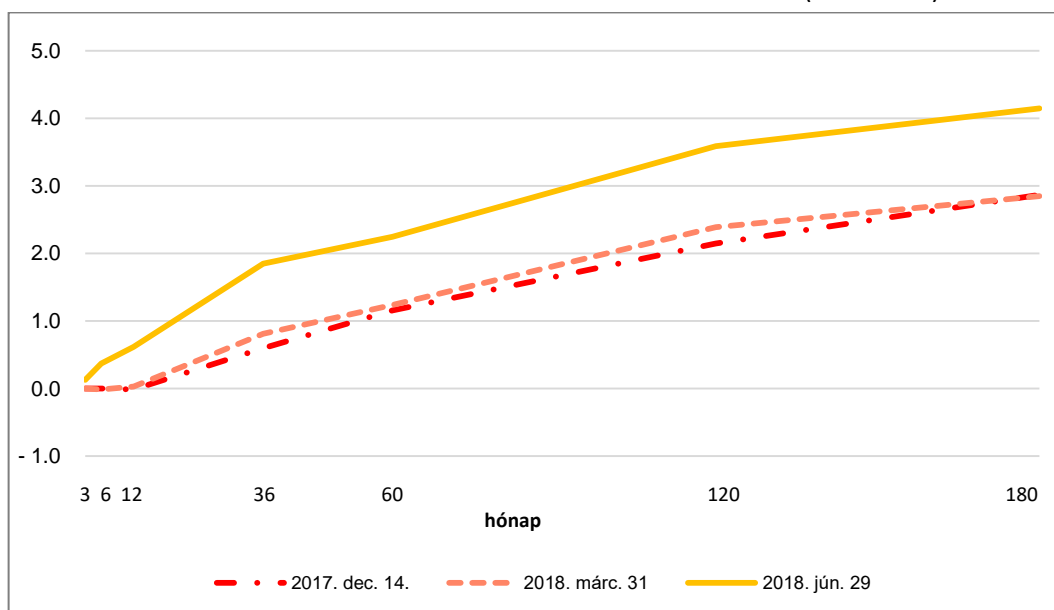
Az MNB egy célzott programot is indított február végén, amelyben jelzálogleveleket vásárol. A Monetáris Tanács a jelzáloglevél-vásárlási programtól a jelzáloglevél-kibocsátás (elsősorban hitelintézetek, biztosítók, nyugdíjpénztárak és a külföldi tulajdonosai jelenleg a jelzálogleveleknek, de kismértékben a háztartások is tulajdonosok) emelkedését és a piaci aktivitás élénkülését várja. A hazai jegybank az elsődleges piacon március eleje (a program kezdete) óta 63 milliárd forint értékben, míg a másodlagos piacon az év eleje óta 105 milliárd forint értékben vásárolt jelzálogleveleket.

A magyar államadósság devizaaránya tovább csökkent az elmúlt félévben, mivel a 2017 október végi 23,0 százalék után 2018 májusának végén 21,0 százalékot tett ki. Ez az arány megfelel a 2018. évi finanszírozási tervben meghatározott 15-25 százalékos sávellőírásnak. A kiadvány egészen pontosan úgy fogalmaz, hogy az összes államadósságon belül a devizaadósság aránya maradjon a 15-25 százalékos sávban. A cél tehát az, hogy a devizaarány tovább mérséklődjön, amelyet az ÁKK a devizalejáratok jellemzően forintpiacról történő megújításával szeretne elérni.

2017 októberben lejárt 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. A 30 milliárd japán yen értékű kötvénykibocsátásra

2018. március 22-én került sor. A hozzávetőleg 73 milliárd forint értékű japán yen kötvénykibocsátás ugyan minden más változatlansága mellett is csak elenyésző mértékben növelte a devizaarányt. Februárban lejárt egy 1,25 milliárd amerikai dolláros 5 éves kötvény, amelynek kamata 4,125 százalékos volt. Júniusban pedig egy 10 éves 5,75 százalékos 1,5 milliárd euróban denominált államkötvény járt le. Ezeket a kötvényeket a forintpiacon újíttotta meg az ÁKK.

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



Forrás: ÁKK Zrt.

A hazai másodpiaci állampapír hozamgörbe jelentős mértékben módosult az elmúlt fél évben, ha a 2017. december közepe (vagy a 2018. március végi) és a 2018. június végi hozamok közötti különbségeket vizsgáljuk. A hozamgörbe rövid végén az éven belüli hozamok csak közepes mértékben (13-37 bázisponttal) nőttek. A hozamgörbe középső részén az 1 éves, 3 éves és az 5 éves hozamok 63 és 125 bázispont közötti mértékben emelkedtek. A másodpiaci hozamgörbe hosszú végén pedig jelentősen, 128 és 144 bázisponttal nőttek a hozamok. Összességében a hozamgörbe a 2018. márciusi állapotához képest felfelé tolódott és meredekebbé vált. Az emelkedő hosszabb lejáratú hozamok egyrészt illeszkednek az általános, globális hozamemelkedési trendbe. Másrészt május második felében az olasz kormányalakítást meglehetősen nagy bizonytalanság jellemezte, amely megmutatkozott mind az euró gyengülésében az amerikai dollárhoz képest, mind pedig az olasz CDS felárban és az állampapír hozam emelkedésében. Ezek a pénzügyi-, állampapír piaci események (továbbá a török líra árfolyamának jelentős gyengülése is) megmutatkoztak a magyar hosszú állampapír piaci hozamok növekedésében is.

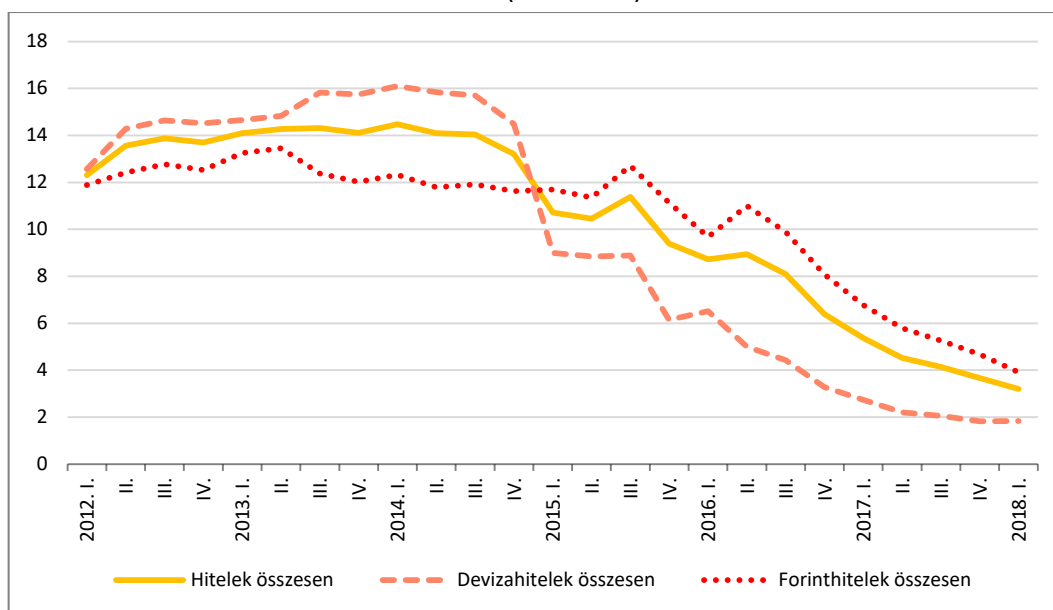
2018. április 4-től változott az ÁKK 15 éves benchmark állampapírja, hiszen az új állampapír lejáratára 2038, azaz 20 év a korábbi 2031. évi lejáratával, ami pedig 13 éves volt. Ennek

következtében a jelentősebb hozamnövekedés a benchmark állampapír hosszabb futamidejének is köszönhető.

Az MNB auditált adatai szerint 2017 negyedik negyedévében 162,1 milliárd forint adózás előtti és 140,5 milliárd forint adózás utáni nyereséget jelentett a bankszektor. A 2018. első negyedévében pedig az adózás előtti eredmény 171,9, míg az adózás utáni eredmény 159,9 milliárd forint volt. Ezzel szemben egy évvel korábban a bankszektor a vizsgált félévben az adatok alapján 71,7 milliárddal kisebb, 262,2 milliárd forint adózás előtti- és 92,9 milliárd forinttal kisebb, 207,4 milliárd forint adózás utáni nyereséget ért el. Az előző év azonos időszakához képest csökkent a kamateredmény, míg a nem kamateredmény nőtt. Előbbi a csökkenő kamatkörnyezetben a zsugorodó kamatmarzsok mellett a jelentősen olcsóbb forrásoknak köszönhetően 7,2 százalékkal alacsonyabb, míg utóbbi 54,5 százalékkal nagyobb volt az előző év azonos időszakának eredményénél (ebben a jutalékeredmény kis mértékű csökkenése mellett a kisebb bankadó is szerepet játszott). A bankok tőkeellátottsága 2017 harmadik negyedévéhez képest felfelé módosult, hiszen a tőke megfelelési mutató 2017. negyedik negyedévében és 2018. első negyedévében összesen 0,9 százalékponttal, 22,5 százalékra nőtt. A hitelintézetek szavatoló tőkéje 340,9 milliárd forinttal (4037,9 milliárd forintra) emelkedett, miközben a kockázatokkal korrigált mérlegfőösszeg 4,9 százalékkal nőtt, és 2018. március 31-én 17 924 milliárd forintot tett ki.

Az MNB Hitelintézeti szektorról szóló negyedéves időszora alapján 2017. negyedik negyedévében és 2018. első negyedévében összességében a lakossági szegmensben és a vállalati szegmensben is csökkent a 90 napon túli késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. A vállalati szegmensben elsősorban a portfóliótisztítás következtében csökkent majdnem 0,57 százalékponttal 3,23 százalékra a nem teljesítő hitelek aránya, míg a lakosságnál a követelés eladások és a nettó jövedelmek növekedése is hozzájárulhattak a fél év alatt bekövetkező 2,5 százalékpontos NPL ráta csökkenéséhez, amely így 6,5 százalékot tesz ki.

10. ÁBRA: A NEM TELJESÍTŐ HITELEK ARÁNYA (NPL) A VÁLLALATI ÉS LAKOSSÁGI SEKTORBAN (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az elmúlt fél évben a nagy nemzetközi hitelminősítők közül egyik sem módosított Magyarország államadósságának besorolását. A S&P-nak (február 16-án), a Moody's-nak (június 1-jén) és a Fitch-nek (március 9-én) 1-1 alkalommal nyílt (volna) lehetősége a kilátás módosítására (Moody's) vagy a jelenlegi pozitív kilátásról a besorolás javítására (S&P, Fitch). Így jelenleg az a hitelminősítőknél a befektetésre ajánlott szinten van - kettő esetben - pozitív kilátással. A piac várta a jelenlegi befektetésre javasolt kategória legalsó szintjén a kilátásjavítást. Ennek elmaradása azonban nem okozott hozamváltozást a másodlagos piacon. Habár a korábbi kilátásjavításkor elsősorban a stabilan szufficites folyó fizetési mérleg, a magánszektor és az állam adósságának csökkenése, a külföldiek által tartott magyar állampapír állomány csökkenése, a nem teljesítő hitelek arányának jelentős csökkenése és a bankrendszer likviditási helyzetének javulása jelentették a pozitív kilátás indokát. Továbbá a kilátásjavítás következménye a kedvező tendencia folytatódása esetében a felminősítés lehetne fél éven belül (általában a döntéstől számított 1-1,5 éves időtávon belül), azonban tekintettel a turbulenciákra a nemzetközi piacokon nem számítunk felminősítésre a közeli jövőben.

A BIS (Bank for International Settlements – Nemzetközi Fizetések Bankja) negyedévente publikálja a magánszektorban (lakosság és vállalatok) nyújtott hitelek/ GDP-rés adatát, amely a magánszektorban nyújtott hitelezés mértékét – túlfűtöttséget vagy alulhitelezést – mutatja. Csehországban és Franciaországban ez az érték pozitív, azaz túlhitelezés van a magánszektor részére. Ennek alapján Csehországban a jegybank deklaráltan a túlfűtött hitelezéssel (legutóbb pedig az infláció alakulásával) indokolta az elmúlt időszakban kétszer is 25 bázisponttal történő kamatemelését. Franciaországban pedig a bankszektor részére

anticiklikus tőkepuffert<sup>1</sup> vezettek be. Magyarországon ez a mérték –30 százalék körüli, azaz az aktuális érték jelentősen a trend érték alatt marad, így fontos kérdés lehet a jövőben a hitelezés felfuttatása természetesen a pénzügyi stabilitási szempontok figyelembe vételével. A hazai jegybank a félév során egy konferencián hangsúlyozta is, hogy a jövőben a magánszektorban nyújtott hiteleknel kétszámjegyű éves növekedési ütemben gondolkodik. Ugyanakkor ezt követően a félév során az MNB módosította/szigorította az adósságfék szabályt. Ennek értelmében például jelzáloghiteleknel a havi törlesztőrészlet nagysága nem lehet nagyobb, mint a havi összevont nettó jövedelem 25 százaléka, ami kevesebb, mint a korábbi szabályozásnál. A korábbi szabályozásnál ez az arány 50 százalék volt. Fontos hangsúlyozni azonban, hogy az 50 százalékos arány csak akkor érvényes továbbra is, ha a hitel kamatperiódusa 10 évnél több. Ha 5 és 10 év közötti, akkor 35 százalék, ha 5 év alatti akkor 25 százalék a maximális JTM (jövedelemarányos törlesztő részlet) előírás. Ez azt jelenti, hogy a jegybank szigorított és behúzta az ún. adósságfeket (2018. október 1-jétől), pontosabban azt szeretné, ha a lakossági új jelzáloghitelek kamatperiódusa minél hosszabb lenne. Így ugyanis a lakosság védve van a kamatperiódus idejére a kamatkockázattól.

---

<sup>1</sup> A bankok konjunktúra idején túlhitelik a gazdaságot, így ennek tompítására egyes országokban szükséges lehet annak előírása, hogy a hitelek után a kötelezően előírtan felül tartsanak többlettőkét. Ezt recessziókor, amikor a bankok amúgy is alulhitelik a gazdaságot, feloldhatnak.

## A Brexit-tárgyalások haladása

### A Brexit-tárgyalások első fázisának sikere...

2016. június 23-án a britek szűk többsége (51,9 százaléka) megszavazta az Egyesült Királyság kilépését az Európai Unióból, amely folyamat hivatalosan 2017. március 29-én lépett életbe az 50. cikkely elindításával. Ennek következtében a britek legkésőbb 2019. március 29-én el kell, hogy hagyják az EU-t.

Theresa May, hogy érdekeit a tárgyalások során jobban érvényesíthesse, előrehozott választásokat írt ki 2017. június 8-ára, amelyen azonban pártja elvesztette abszolút többségét és koalícióra kényszerült az észak-ír Demokratikus Unionista Párttal. Így a Brexit tárgyalások komoly bizonytalanságtól övezve vették kezdetüket.

A tárgyalások során három főbb kérdéskör tisztázását tűzték ki célul: az Egyesült Királyság jelenlegi uniós költségvetési ciklushoz való hozzájárulását, az uniós munkavállalók helyzetének tisztázását, valamint az ír-északír határ kérdését. A tárgyalások megkezdésekor komoly problémát jelentett a két fél eltérő álláspontja, amely hosszú időre megakasztotta a tárgyalásokat, azonban 2017 novemberében sikerült megállapodást kötni az Egyesült Királyság „kilépési számlájáról”. A szigetország így várhatóan 45 és 55 milliárd euró közötti összeget fog befizetni még az EU költségvetésébe, amely egyrészt a 2014–2020-as költségvetési ciklusból vállalt hozzájárulását, másrészt pedig a tárgyalások miatt felmerülő költségeket takarja.

A következő sarkalatos pont a munkavállalók kérdésköre volt, amelyben végül 2017. december 8-án született megállapodás: a kilépés határidejéig öt éve életvitelszerűen az országban élők letelepedett jogi státuszt igényelhetnek majd, míg a többi munkavállalónak munkavállalói vízumot kell majd igényelnie. Az uniós állampolgári jogok sem sérülnek a Brexit után, mivel a szigetország a kilépést követően is elismeri majd az Európai Bíróság joghatóságát az esetükben. Ezen megegyezés alapján az EU állampolgárainak jogai teljes körűen biztosítottak, és vice versa, az Unión belül élő brit állampolgároké is. Szintén a december 8-i sajtóértekezleten Juncker és May bejelentették, hogy az ír-északír határ kérdéskörében is sikerült kompromisszumot kötniük, mely szerint nem állítják vissza a fizikai határellenőrzést.

### ... a második fázis „kudarca”

A fentiek fényében úgy tűnt, hogy a Brexit tárgyalások első fázisa sikeresen lezárult, és a következő lépés a kétéves átmeneti időszak részleteinek a tisztázása lesz, amely 2020. december 31.-ig tartana az uniós elképzelések szerint. Ez idő alatt az Egyesült Királyság még az egységes piac és a vámunió része maradna, továbbá elfogadja és betartja az uniós



jogszabályokat (régieket és újonnan hozottakat egyaránt), de ezek kidolgozásában, az uniós döntéshozatalban már nem vehet részt, mivel harmadik országnak minősül.

Már az átmeneti időszak kapcsán kiütközött az újabb ellentét a két fél érdekei között, mivel a brit javaslat az átmeneti időszak hosszát a majdani partneri viszonyt alátámasztó új eljárások, valamint rendszerek előkészítéséhez és bevezetéséhez szükséges időtartam alapján határozná meg. A 2018. február 28-án kelt kiválási egyezmény első jogi tervezete alapján végül az átmeneti időszak végső határideje 2020. december 31. lesz, vagyis a jelenlegi uniós költségvetési ciklus vége, ha sikerül a feleknek tisztázni és megállapodni a sarkalatos kérdésekben.

Ezek egyike volt az átmeneti időszakban az uniós állampolgárok helyzete az Egyesült Királyságban. Az első fázisban biztosították azon uniós munkavállalók jogait, akik a kilépésig érkeznek a szigetországba, kérdés maradt azonban az átmeneti időszakban, valamint az az után érkezők helyzete. Erre a brit kormány vízumrendszer bevezetését javasolta, azonban ez ellentmondana az uniós jogszabályoknak, így végül február 28-án a brit belügyminisztérium új javaslatot tett közzé, amely alapján az átmeneti időszakban érkezők is határidő nélküli letelepedési engedélyért folyamodhatnak öt év eltelte után. Ettől függetlenül a regisztrációs kötelezettség életbe lépne, amelynek az újonnan érkező munkavállalóknak három hónapon belül kell eleget tenniük.

A legsúlyosabb akadály a megállapodás előtt változatlanul az ír-északír határ kérdése, mivel az Egyesült Királyság kiválásával Észak-Írországnak is távoznia kell az EU-ból. Az egységes piacból és vámunióból való kilépés azonban egyet jelent az ír-északír fizikai határellenőrzés visszaállításával, amely azonban sértené az 1998-ban, Nagypénteken kötött egyezményt. Épp ezért a határ visszaállításától Theresa May teljes mértékig elzárkózott.

Komoly kihívás még az egyes gazdasági területek, kiemelten a pénzügyi szektor jövőbeli működésének kérdése, amely a brit gazdaság szerves részét képezi. A pénzügyi szolgáltatási ágazat termeli meg az éves GDP 7 százalékát, valamint a költségvetés adóbevételeinek 10 százalékát, a teljes exportnak pedig a 14 százalékát adja. A Brexit kezdete óta több bank megkezdte az átköltözést Londonból jellemzően Frankfurtba és Párizsba. A kezdeti riadalmak ellenére azonban nem várható, hogy tömegesen szűnnének meg a munkahelyek a brit fővárosban. Eleinte a becslések 10 ezer munkavállaló költözéséről számoltak be, amelyek később már ennek kevesebb, mint a feléről szóltak. A másik probléma a bankszektor kapcsán, hogy az Egyesült Királyság kilépését követően már nem férhetnek hozzá az EU belső piacához, ha nem igényelnek EU-s útlevelet, amelyet az EKB júliusi nyilatkozata alapján mindössze 20 bank tett meg a júniusi határidőig. Amennyiben nem sikerül megállapodásra jutni ezen kérdéskör kapcsán, úgy a brit bankszektornak komoly nehézségekkel kell szembenéznie.

## A Brexit gazdasági hatásaira vonatkozó becslések

A várható gazdasági hatásokról a legrészletesebb, nyilvános elemzés az Oliver Wyman globális vállalati tanácsadó céghez köthető. A modelljük számításai szerint a legrosszabb forgatókönyvek megvalósulása miatt az EU-piachoz kötődő üzleti aktivitás a londoni pénzügyi szolgáltatási szektorban 40–50 százalékkal esne vissza, amely 18–20 milliárd font bevételkiesést, illetve 31–35 ezer munkahely megszűnését eredményezné. Ha pedig a tovagyűrűző, másodlagos hatásokat is figyelembe vesszük, akkor további 14–18 milliárd font bevételtől esnének el a szegmens szereplői, valamint 34–40 ezer további munkahely szűnne meg.

2017 végén az IMF előrejelzése alapján 2017-re 1,7 százalék helyett 1,6 százalékot, míg 2018 egészére 1,5 százalékos növekedést valószínűsített. A mérséklést a beruházási ütem visszaesésével magyarázták.

A brit kormány számára készített előrejelzésben három forgatókönyv gazdasági hatását vizsgálták meg 15 éves időtávon. Az első forgatókönyv alapján az Egyesült Királyság az EU egységes piacának része marad, de nem lesz az Unió tagállama: ekkor 15 éves távlatban a gazdasági növekedés 2 százalékponttal marad el az alappálya előrejelzésétől. A második forgatókönyv arra az esetre vonatkozott, ha az Egyesült Királyságnak sikerül szabadkereskedelmi megállapodást kötnie az Európai Unióval. Ebben a forgatókönyvben az előrejelzések alapján a brit gazdasági növekedés 5 százalékponttal maradna el az alappályától, vagyis attól, ha a britek az EU-ban maradtak volna. A harmadik vizsgált eset, amikor az Egyesült Királyság szabadkereskedelmi megállapodás nélkül hagyja ott az EU-t, vagyis a Kereskedelmi Világszervezet (WTO) szabályrendszere lépne életbe a két gazdaság kereskedelmében. Ez a legrosszabb forgatókönyv a vizsgáltak között, ekkor a gazdasági növekedés 8 százalékponttal esne. A tanulmány alapján London szenvedné meg legkevésbé a kilépést (rendre –1, –2 és –3,5 százalékpont lenne a halmozott növekedési eltérés), míg a legrosszabbul az északkeleti térség és Észak-Írország járna. Északkelet-Angliában a modell szerint a gazdasági növekedés rendre –3, –11 és –16 százalékpontot esne vissza, Észak-Írországban pedig –2,5, –8, illetve –12 százalékpontot. Skócia és Wales várható helyzetét is megvizsgálták: előbbiben –2,5, –6 és –9, míg utóbbiban –1,5, –5,5, valamint –9,5 százalékpontos kumulatív növekedési hatással járna a fenti három forgatókönyv bekövetkezése.

A Bank of England (BoE) nyilatkozata alapján az Egyesült Királyság már most megszenvedte a Brexitet: 2018 májusában a brit GDP 1,5–2 százalékkal volt alacsonyabb a népszavazás előtt valószínűsített növekedésnél. Ez a háztartásokra vetítve éves szinten 900 font jövedelemvesztést jelent reálértéken. Az üzleti beruházásokban is érdemi csökkenést figyeltek meg: 2017-ben 3–4 százalékkal csökkent az értékük.

A vámunióból való kilépés hatásáról is készült elemzés a brit adó- és vámhivatal (HMRC) jóvoltából. A HMRC becslése alapján minden egyes exporttétel után 32,5 fontot kellene fizetnie az exportáló cégeknek. Ha figyelembe vesszük, hogy évente 200 millió tétel érkezik a szigetországból az EU más piacaira, akkor összesen 6,5 milliárd font költség merülne fel éves viszonylatban az export kapcsán. Hasonló nagyságrendű költségnövekedés menne végbe az Európai Unióból érkező importtételek árában is, így összességében a vámunióból való kilépés évente 13 milliárd font többletköltséget eredményezne. Ha egyéb köteleket is figyelembe veszünk (pl. eredetigazolási), akkor pedig ez az összeg tovább emelkedik és elérheti a 17–20 milliárd fontot is.

## Hogyan tovább?

A második szakasz legfőbb kérdése az átmeneti időszak kapcsolatrendszerének tisztázása. Ez azonban – ahogy fentebb is láttuk – több részletkérdés megoldását feltételezi, amelyek kapcsán a tárgyalások ismételten elakadtak a két fél eltérő érdekeinek következtében.

Az első fázis lezárását követően felvetődött a kanadai-EU szabadkereskedelmi szerződéshez hasonló viszony kialakítása, amely azonban nem tér ki a szolgáltatások kereskedelmére. Ez a britek esetében, szemben Kanadával, kiemelkedő terület, mivel a GDP-jük 80 százalékát a szolgáltatási szektor állítja elő. Épp ezért London ennek egy kibővített formáját tudná elképzelni, amely kitér a szolgáltatási szektorra is. Ellenben az uniós fél elzárkózik ettől, mivel az Egyesült Királyság így olyan előnyökre tenne szert, amely a többi tagállamot is kilépésre buzdíthatná. Az EU állásfoglalása alapján ilyen megállapodás csak abban az esetben születhetne, ha a szigetország eleget tenne a vonatkozó uniós szabályoknak, ez azonban ellentmond a brit népszavazás indokainak. Ezzel szemben az Egyesült Királyság olyan kereskedelmi egyezményre törekszik az EU-val, ami nem zárja ki hasonló kereskedelmi egyezmények megkötését a világ más országaival.

A tárgyalások során felmerült még a vámpartnerség, mint lehetséges opció. A lényege az lenne, hogy az EU 2023-ig harmadik külső félként kezelné az Egyesült Királyságot, amelyre így nem a WTO-s, hanem annál kedvezményesebb vámok vonatkoznának. Ekkor tehát az EU-ba érkező áruk esetén kívülről egységesen lépnének fel, de egymás között az EU és az Egyesült Királyság valamilyen rugalmas szabályrendszer szerint kereskedne. Ez átmenetileg ugyan megoldást jelentene az ír-északír határ kérdésére, azonban tartósan nem tartható fenn.

Júliusban Theresa May és kormánya új kilépési stratégiát dolgozott ki és fogadott el, amelyben egy az EU-val közös szabadkereskedelmi térség kialakítását tűzték ki célul a fizikai áruk forgalma esetén. Vagyis megőriznék az áruk szabad áramlását. A javaslat alapján az Egyesült Királyság kvázi a vámunió része maradna, mivel a határellenőrzés visszaállításának elkerülésére egy vámügyi felügyeleti rendszer kialakítását látják megoldásnak. Ennek

lényege, hogy technológiailag nyomon követnék, hogy az importált termékek végfelhasználás hol történne meg. A munkaerő szabad beáramlását ellenben – híven a népszavazás mögött meghúzódó indokoknak – korlátoznák a legtöbb szegmensben, míg a szolgáltatási szektor esetében különkegyzménnyel, azon belül is engedményekkel biztosítanák a megfelelő létszámú munkavállalót.

A fenti javaslat kapcsán azonban több probléma is körvonalazódott: egyrészt a vámügyi felügyeleti rendszer még nem létezik és a termékáramlás bonyolult rendszere miatt valószínűsíthetően alkalmazhatatlan lenne. Ennek következtében a briteknek vagy az EU-s szabályozást és vámrendszert kell alkalmazniuk továbbra is, vagy legalábbis ahhoz közelit. Másrészt a munkaerő szabad áramlásának jogát elvetnék, csupán a számukra kedvező szegmensnél engedélyeznék, amely ellentmond az uniós alapelveknek. Továbbá a fenti javaslat nem a várt tiszta és határozott szakítás szellemében íródott, hanem továbbra is szoros együttműködést szorgalmaz az Európai Unióval. A javaslat elfogadását követően David Davis, a Brexit-ügyi miniszter a helyettesével, Steve Bakerrel, valamint Boris Johnsonnal, a külügyminiszterrel egyetemben benyújtotta lemondását. Lépésüket azzal indokolták, hogy a javaslat alapján London tárgyalási pozíciója jelentős mértékben meggyengült, és egyre valószínűtlenebb, hogy a kormány végig tudja vinni, amire a népszavazáskor felhatalmazást kapott, illetve ígéretet tett. Davis helyére Dominic Raabot, az önkormányzatokért és helyi közösségekért felelős minisztérium volt államtitkárát, egy Brexit-párti újoncot nevezett ki May, míg az új külügyminiszter Jeremy Hunt, az eddigi egészségügyi miniszter lett.

Összességében megállapítható, hogy az első fázis lezárása óta nem sikerült érdemi haladást elérni a tárgyalásokban. A korábbi problémák változatlanul fennállnak, sőt, továbbiak merültek fel. Ugyanis ahhoz, hogy az átmeneti időszak életbe léphessen a britek kilépését követően, vagyis 2019. március 29. után, idén októberig tisztázni kellene minden vitás kérdést és azt törvénybe foglalni. A jelenlegi helyzetet figyelembe véve azonban sokkal nagyobb az esélye egy „hard” Brexitnek, vagyis hogy a kilépés megállapodás és átmeneti időszak nélkül következik be.

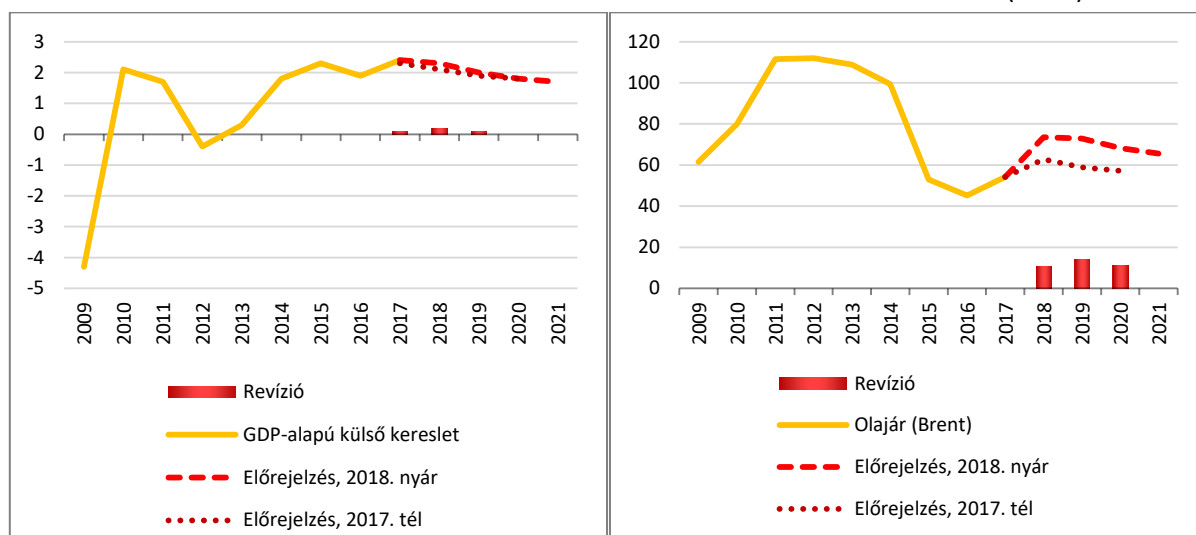
## A várható makrogazdasági pálya (2018–2021)

### A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés

Az elmúlt időszakban az Európai Unió gazdasága a várakozásoknak megfelelően növekedett. Tekintettel arra, hogy Magyarország legfontosabb külkereskedelmi partnere az Unió többi országa, ezért az EU stabil gazdasági növekedése fontos feltétele a magyar gazdaság növekedésének. Az Európai Unió gazdasága a nyers adatok szerint 2017 IV. negyedévében 2,4, míg 2018 I. negyedévében 2,2 százalékkal növekedett. Nem tért el ettől jelentősen az eurózóna gazdasági növekedése sem: 2017 IV. negyedévében 2,6, míg 2018 I. negyedévében 2,2 százalékot tett ki.

A magyar növekedés szempontjából jelentős hatása van a német gazdasági teljesítmény alakulásának. Nem csak azért nagy a német gazdaság szerepe, mert Magyarországon jelentős számú vállalat van német tulajdonban, hanem azért is, mert a magyar áru, illetve szolgáltatás export legfontosabb célpiaca Németország. A német gazdaság a IV. negyedévben 2,3, az I. negyedévben pedig 1,6 százalékkal növekedett éves összehasonlításban a nyers adatok szerint. A német gazdaság növekedése hosszabb távon is 2 százalék körül alakulhat – az előrejelzési horizont elején inkább kismértékben felette, a végén inkább kismértékben alatta.

11. ÁBRA: BAL: A GDP-ALAPÚ MAGYAR KÜLSŐ KERESLET ALAKULÁSA (ÉV/ÉV, %)   
 JOBB: A BRENT TÍPUSÚ OLAJ HORDÓNKÉNTI ÁRÁNAK ALAKULÁSA (USD)



Forrás: Thomson Reuters, Eurostat, Századvég-számítás

A külső keresletre vonatkozó előrejelzésünk nem változott az előző félévhez képest. Továbbra is a teljes előrejelzési horizonton a külső kereslet emelkedésére számítunk. A külső kereslet alakulása kapcsán mindig fontos hangsúlyozni a kockázatokat, hiszen ezek alakulása

nem csak legfontosabb külkereskedelmi partnereink, de a magyar gazdaság növekedését is nagyban befolyásolhatják. Bár az előző féléves elemzésünkben a kockázatok között első helyen még a Brexitet említettük, mostani előrejelzésünkre ennél lényegesen fontosabb kockázatok is megjelentek. Ide sorolható az Egyesült Államok és Európa, illetve Kína között kitört vámháború, a monetáris kondíciók világszerte tapasztalható szigorodása és az új olasz kormány várható expanzív politikája. A kockázatok közé sorolhatók ugyanakkor az Európai Unió belüli feszültségek is, ezek szintén az uniós és a magyar gazdaság lassabb növekedését idézhetik elő. Előrejelzésünk szerint a külső kereslet növekedése 2018-ban 2,3, 2019-ben 2,0, 2020-ban 1,8, 2021-ben pedig 1,7 százalék lehet.

A Brent típusú kőolaj ára az előző időszakban növekedésnek indult (elsősorban az Irán és az Egyesült Államok között kialakult feszültség valamint a Venezuelában tapasztalható bizonytalanság miatt) és megközelítette a 80 dollárt, majd 75 dollár környékén stabilizálódott.

A Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) adatai<sup>2,3</sup> szerint a globális olajkereslet 2018 első negyedévében éves bázison napi 1,9 millió hordóval emelkedett. Ilyen mértékű emelkedést utoljára 2015-ben regisztráltak. A szervezet 2018. második felében az olajigény növekedési ütemének mérséklődését várja az olajár-emelkedés keresletcsökkentő hatása eredményeként. Az erős kereslet mellett 2018 első hónapjaiban visszaeső kínálat volt jellemző. Az IEA adatai szerint a Kőolaj-exportáló Országok Szervezetének (OPEC) olajkitermelése 2018 első negyedévében átlagosan napi 32 millió hordó volt, ami a 2016. novemberi, kitermeléscsökkentésről szóló megállapodásban rögzített szintnél is jelentősen alacsonyabb. Áprilisban pedig tovább csökkent a kitermelés, elsősorban a venezuelai olajipar válságának következményeként, de több jelentős súllyal rendelkező afrikai országban is a kitermelés csökkenését regisztrálták. Ezzel szemben 2018. első négy hónapjában az OPEC-en kívüli, elsősorban az Egyesült Államokban folytatott kitermelés robusztus növekedése volt tapasztalható. A piaci folyamatok eredményeként a globális kereskedelmi olajtartalékok szintje hosszú idő után az 5 éves átlag alá esett vissza.

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

<sup>2</sup> IEA, Oil Market Report, 16 May 2018. <https://www.iea.org/oilmarketreport/omrpublic/currentreport/> (letöltés: 2018. 06.03.)

<sup>3</sup> IEA, Oil Market Report Tables, 16 May 2018. <https://www.iea.org/media/omrreports/tables/2018-05-16.pdf> (letöltés: 2018. 06.03.)

Az olajár gyors emelkedésének az a május végén napvilágot látott értesülés<sup>4</sup> vetett véget, amely szerint az OPEC június 22-i bécsi ülésén felülvizsgálhatja a kitermelés csökkentéséről szóló paktumot, és akár már 2018 második felében magasabb kitermelési szintről dönthet.

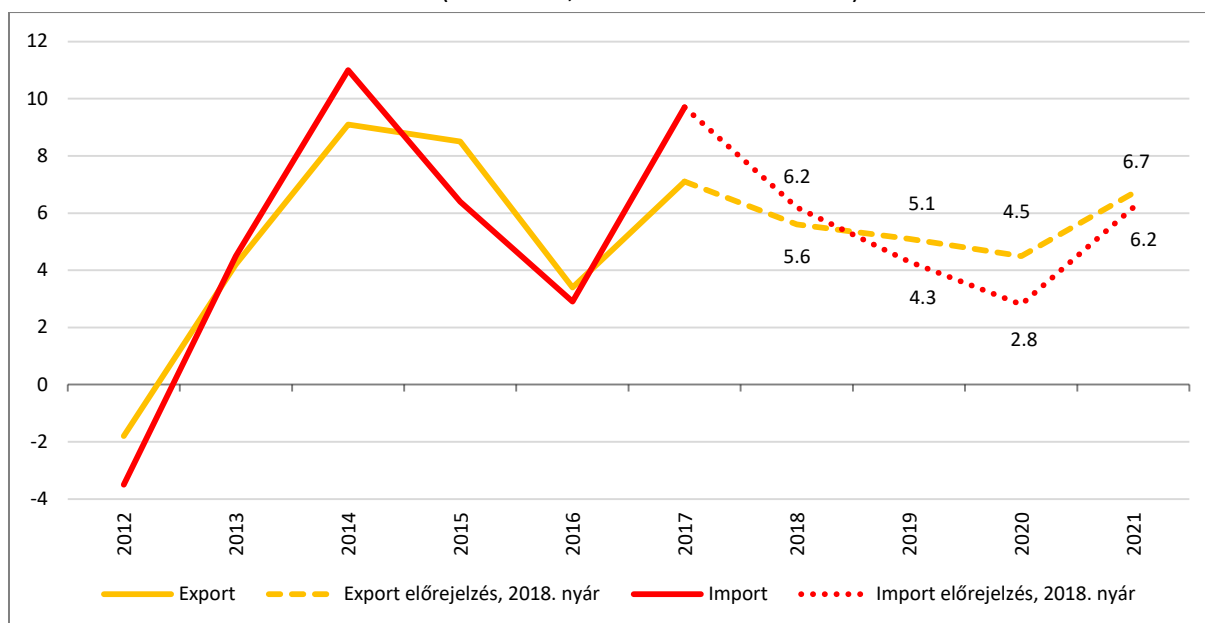
A határidős árfolyamok alapján az olaj hordónkénti ára 2018 második felében 75-76 dollár körül alakulhat, míg 2019 végéig 71 dollárra süllyedhet. Ezt követően az olaj ára tovább csökkenhet, 2020-ban 68, míg 2021-ben 66 dollárra.

Az export a IV. negyedévben 8,3, míg az I. negyedévben 3,5 százalékkal növekedett, mely egyik esetben sem tért el jelentősen téli előrejelzésünktől (a IV. negyedévre 7,6 százalékos, az I. negyedévre 4,0 százalékos növekedést vártunk). Ennek megfelelően a jövőre vonatkozó várakozásaink is csak kismértékben módosultak. Így 2018-ra 5,4 százalékos növekedés helyett 5,6 százalékot várunk, míg a bővülés mértéke 2019-ben a korábban várt 5,5 százalék helyett 5,1 százalék, 2020-ban pedig 6,0 százalék helyett 4,5 százalék lehet. 2021-ben a kivitel volumene modellünk becslése szerint ismét dinamikusán, 6,7 százalékkal nőhet. Az export növekedését nagyban befolyásolja a beruházások alakulása: a beruházások magas volumene növeli a termelőkapacitásokat, illetve a hatékonyságot, és ezen keresztül serkenti a kivitel volumenét. A belső kereslet, illetve az export növekedése az import bővülését eredményezi. Az import dinamikája a várakozásoktól kismértékben elmaradt, ám tekintettel a belső kereslet dinamikusabb növekedésére, az importra vonatkozó 2018-as várakozásainkat felfelé korigáltuk, míg 2019-re és 2020-ra a korábbinál mérsékeltebb importbővüléssel számolunk. Itt figyelembe vettük azt is, hogy a beruházások korábban vártnál magasabb volumene az import helyettesítését is eredményezheti amellet, hogy időlegesen importkeresletet támaszt. Így 2018-ban a behozatal volumene a korábban várt 5,6 százalék helyett 6,2 százalékkal bővíthet, míg a növekedés 2019-ben 5,3 százalék helyett 4,3 százalék, 2020-ban 3,6 százalék helyett 2,8 százalék lehet, 2021-ben pedig 6,2 százalékot tehet ki. A behozatal 2020-as kisebb növekedését az export alacsonyabb bővülése, illetve a beruházások uniós források miatti ciklikussága okozza.

---

<sup>4</sup> Reuters: OPEC may decidet to ease oil supply curbs in June: sources, <https://www.reuters.com/article/us-oil-opec/opec-may-decide-to-ease-oil-supply-curbs-in-june-sources-idUSKCN1IN2NS> (letöltés (2018. 06.03.))

12. ÁBRA: AZ EXPORT ÉS AZ IMPORT ALAKULÁSÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉS  
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV BÁZISÁN)



Forrás: KSH, Századvég-számítás

Várakozásaink szerint tehát az import növekedése 2018-ban még kismértékben meghaladja az exportét, így a nettó export alakulása fékezi a gazdaság növekedését. Ezzel szemben 2019-ben ez a folyamat várakozásaink szerint megfordul, és így a külkereskedelmi egyenleg növekedési hatása már pozitív lesz.

A fogyasztás bővülése az elmúlt félévben jelentősen meghaladta várakozásainkat: a IV. negyedévben 4,3 százalék helyett 5,6 százalékkal, míg az I. negyedévben 4,2 helyett 5,9 százalékkal nőtt a háztartások fogyasztási kiadásának volumene. A háztartások fogyasztásának bővüléséhez a rendelkezésre álló jövedelem dinamikus bővülése járult hozzá, melyet a munkaerőhiány mellett a szociális hozzájárulási adó 5, illetve 2,5 százalékpontos csökkentése, az állami szféra bérrendezései valamint a minimálbér és a garantált bérminimum emelése is elősegítették. Míg azonban a tavalyi év első felében a háztartások fogyasztásában a béremelkedés csak mérsékelten jelent meg, addig az év végére a fogyasztás bővülése dinamikusabbá vált. Ennek következtében a fogyasztás bővülésére vonatkozó várakozásainkat 2018-ra és 2019-re felfelé módosítottuk. Így a fogyasztás bővülése 2018-ban 4,2 helyett 5,1 százalék, 2019-ben 3,3 helyett 4,0 százalék, 2020-ban pedig 4,2 helyett 4,0 százalék lehet. 2021-ben a háztartások fogyasztásának volumene 3,7 százalékkal haladhatja meg az egy évvel korábbit.

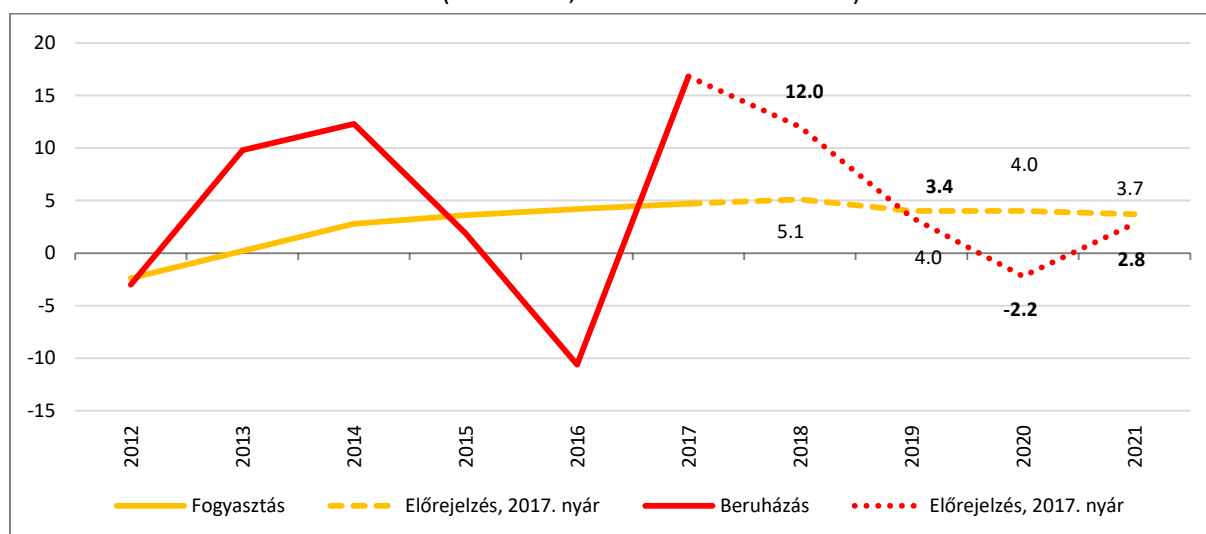
Szintén a várakozásoknál kedvezőbben alakult a beruházások növekedése, így a prognózisunkat 2018-ra itt is felfelé módosítottuk. Ez a módosítás az érdeemben magasabb bázisidőszaki adat miatt a 2019-es növekedésre negatívan hatott. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a beruházások kapcsán fontos szerepe van az uniós források



alakulásának, így ez a ciklikusság a jövőben is megmarad. Nem ismert azonban még a források felhasználásának pontos üteme, illetve az új költségvetési ciklikusban rendelkezésre álló források volumene, így ezek még nagyban befolyásolják a beruházások alakulását. A beruházások kapcsán az uniós források alakulása mellett két további kockázat azonosítható: a monetáris kondíciók szigorodása, illetve az új lakások áfakulcsának 27 százalékra emelkedése. A kedvezményes áfakulcs csak 2019 végéig van érvényben, és meghosszabbításáról egyelőre nem döntött a Kabinet, azonban Varga Mihály egy interjú keretében kijelentette, hogy a Kormány jelenleg nem gondolkodik a kedvezmény meghosszabbításán. A mielőbbi döntés itt azért lenne lényeges, mert egy-egy építési projekt átfutása 1-2 év is lehet, így a most induló beruházások esetében már kérdéses az alkalmazandó áfakulcs mértéke.

2018-ra a beruházások növekedése a korábban várt 6,2 százalék helyett 12,0 százalék, 2019-ben 5,4 százalék helyett 3,4 százalék, 2020-ban –4,5 százalék helyett –2,2 százalék, míg 2021-ben 2,8 százalék lehet.

13. ÁBRA: A FOGYASZTÁS ÉS A BERUHÁZÁS ALAKULÁSÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉS  
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV BÁZISÁN)



Forrás: KSH, Századvég-számítás

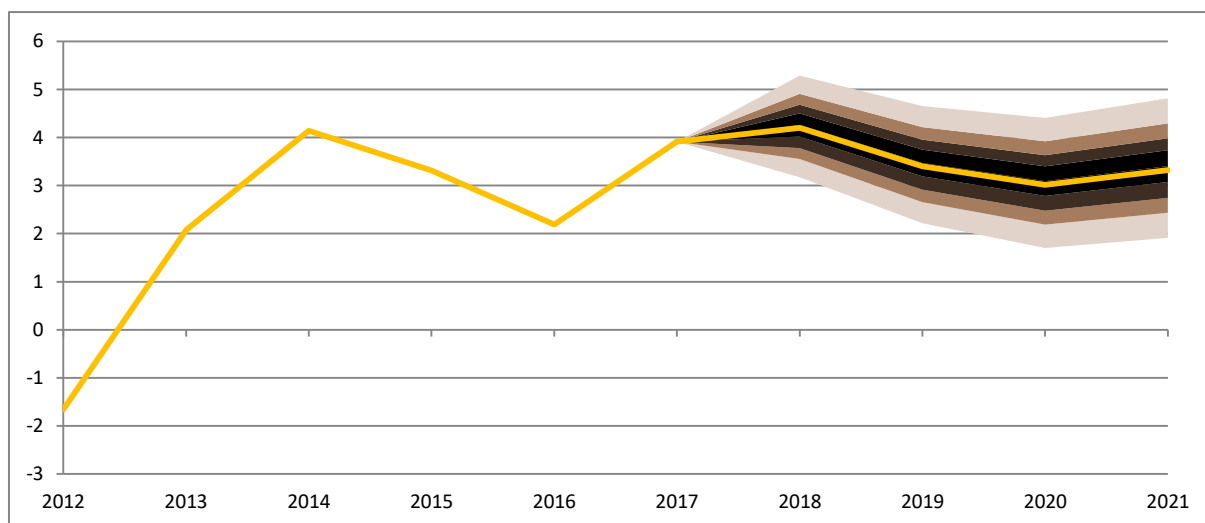
Téli előrejelzésükhöz képest felfelé módosítottuk a növekedési várakozásainkat 2018-ra és 2019-re is, miközben 2020-ra a korábban vártnál kismértékben alacsonyabb növekedéssel számolunk. A dinamikusabb növekedést 2018-ban a fogyasztás és a beruházások korábban vártnál gyorsabb, míg 2019-ben a fogyasztás erőteljesebb és az import lanyhább növekedése okozhatja. Így a GDP növekedése 2018-ban a korábban várt 3,7 százalék helyett 4,2 százalék, 2019-ben 3,0 százalék helyett 3,4 százalék, 2020-ban pedig 3,3 százalék helyett 3,1 százalék lehet, miközben 2021-re 3,4 százalékot prognosztizálunk.

A növekedéshez felhasználási oldalról minden évben jelentősen hozzájárul majd a fogyasztás, míg a beruházás szerepe leginkább 2018-ban és 2019-ben, a külkereskedelmi

egyenlegé pedig 2020-ban lesz jelentős. Termelési oldalról a növekedés szintén széles bázisú lehet, ahhoz minden ágazat hozzájárulhat. Azonban a GDP-re vonatkozó prognózisunkat talán még a szokásosnál is több kockázat övezi. Ezek közül a legfontosabbak a következők:

- A mezőgazdaság teljesítménye: Magyarországon a mezőgazdaság teljesítményét nagyban befolyásolja az időjárás alakulása, a mezőgazdaság teljesítménye pedig érdemben hat a gazdasági teljesítmény alakulására.
- A külső kereslet alakulása: a korábbiakban láttuk, hogy a Brexit mellett egyre több más tényező is kockázatot jelent a külső keresletre. Ilyen például a protekcionista gazdaságpolitika az Egyesült Államokban, az olasz és spanyol belpolitikai bizonytalanság, a törökországi események, valamint az Egyesült Államok és Irán közötti feszültség.
- A forint árfolyamának alakulása: az elmúlt időszakban a forint árfolyama érdemben gyengült az euróhoz képest. Amennyiben ez tartós marad, az az export számára kedvező, de a magasabb infláció miatt a fogyasztást fékezheti, illetve elősegítheti a munkaerő külföldre áramlásának felgyorsulását. A forint tartós gyengülése a Magyar Nemzeti Bankot beavatkozásra készítheti, ami szintén lassíthatja a növekedést.
- A hozamok alakulása: amennyiben a hozamok emelkedése tartós marad, az magasabb kamatkidáshoz vezethet, amely hosszabb távon azzal jár, hogy a költségvetésnek ennyivel kevesebb forrása marad más kiadásokra.
- Versenyképesség: az, hogy az új kormányzatnak mennyire gyorsan sikerül a versenyképességet növelnie, szintén meghatározó lehet a gazdasági növekedés szempontjából.
- A munkaerőpiaci folyamatok alakulása: a magas növekedés fenntartásához egyrészt szükség van a foglalkoztatottak számának további bővítésére (és így a munkaerőhiány kezelésére), másrészt a dinamikus bérnövekedés fenntartására.
- Olajár alakulása: az elmúlt időszakban az olajár emelkedésnek indult. A folyamat tartóssá válása vagy fokozódása magasabb inflációhoz és mérsékeltebb növekedéshez vezet.
- A lakásáfa sorsa: az új lakások kedvezményes áfakulcsa 2019 végéig van érvényben. Amennyiben a kedvezményes áfakulcs nem kerül meghosszabbításra, az alacsonyabb növekedéshez vezethet. A növekedési és demográfiai hatások megőrzése kapcsán fontos az intézkedés meghosszabbításának időben történő kommunikációja is.
- Az uniós források alakulása: az Európai Bizottság a hazánknak járó források jelentős csökkentését tervezi. Kérdés, hogy a költségvetési tárgyalások során a kormányzatnak milyen eredményeket sikerül elérnie.
- A cafeteria rendszer átalakítása: amennyiben a munkáltatók a cafeteria rendszerben eddig adott pénzt nem adják oda bérként, az a fogyasztás és a GDP szintjének csökkenését eredményezheti, mivel a reálbérek csökkenését jelenti.

14. ÁBRA: A KÖZÉPTÁVÚ GDP-ELŐREJELZÉS LEGYEZŐÁBRÁJA



Forrás: KSH, Századvég-számítás

Modellünk becslése szerint a kibocsátási rés 2017. I. negyedéve óta pozitív, 2018. I. negyedévére elérte a GDP 2,4 százalékát. Ezt követően becslésünk szerint az előrejelzési horizont egészében csökken, de pozitív marad.

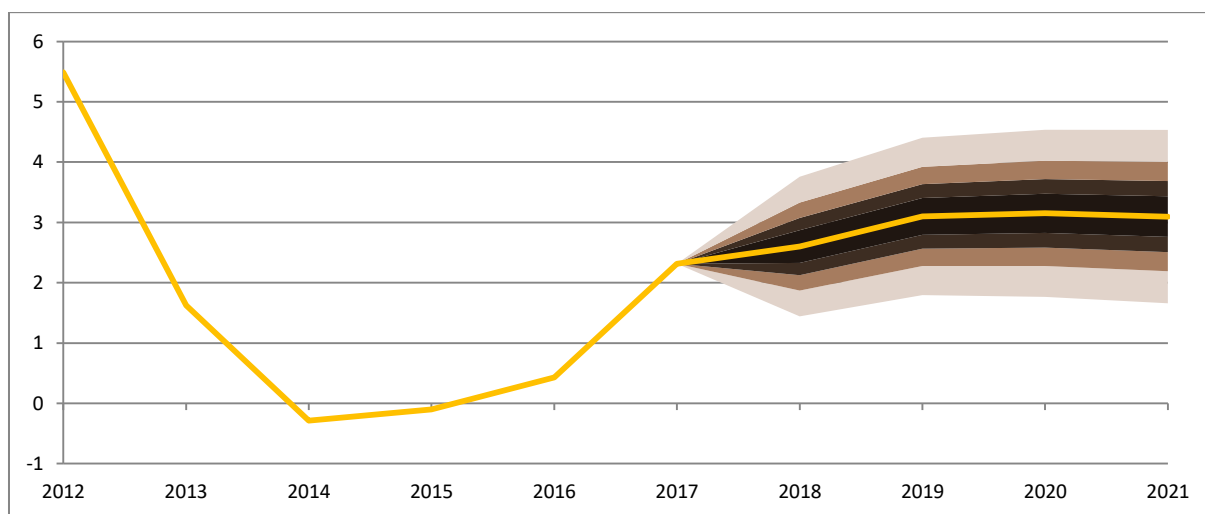
A foglalkoztatottak száma előrejelzésünk szerint idén a tavalyi 4,42 millió fő után megközelítheti a 4,47 millió főt, míg 2019-ben érheti el a rendszerváltás óta először a 4,5 millió főt. 2019 után már jelentősen lassabb foglalkoztatás bővülést valószínűsítünk, évente átlagosan 15-20 ezer fővel nőhet majd a foglalkoztatottak száma, amely elsősorban a negatív demográfiai folyamatokra vezethető vissza. Azonban ennek ellenére várakozásaink szerint jelentős kedvező tendenciák is végbemehetnek a munkaerőpiacot. Prognózisunk szerint tovább mérséklődik majd a közfoglalkoztatásban dolgozók száma, aminek köszönhetően az évtized végére 100 ezer fő alá csökkenhet azok létszáma, akik csupán a Start-munkaprogramokon keresztül tudnak elhelyezkedni a munkaerőpiacon, míg a programokból kikerülők enyhíthetik a munkaerőhiány okozta problémákat. A másik tényező, amellyel számoltunk a közszféra átalakítása, a digitalizáció segítségével jelentős mennyiségű munkaerő szabadulhat fel, akik a jelenlegi munkaerőpiaci környezetben könnyen el tudnak helyezkedni az elsődleges munkaerőpiacon is. Ez a folyamat amellett, hogy csökkenti az állam kiadásait, jelentősen mérsékelheti a már szinte minden ágazatot érintő munkaerőhiányt. Előrejelzésünk szerint a növekvő foglalkoztatás tovább mérsékelheti a munkanélküliségi rátát, amely idén 3,7 százalékra mérséklődhet, majd ezt követően kis mértékben 3 százalék felett stabilizálódhat.

A bérek hatására rövid távon több kedvező folyamat is hatást gyakorol, azonban hosszú távon már jelentős változások is szükségesek a bérfelzárkózás folytatásához. Várakozásaink szerint idén 10,9 százalékkal nőhet a nettó átlagkereset, amely emelkedés jövőre 8,9 százalékra lassulhat, majd a rákövetkező két évben tovább mérséklődhet, azonban

továbbra is jelentős, 7 százalék feletti növekedést valószínűsítünk. Ilyen mértékű béremelkedés mellett jövőre a 6 éves bérmegállapodás alapján jövő év július elsejétől csökkenhet ismét 2 százalékponttal a szociális hozzájárulási adó kulcsa. A béremelkedés fennmaradásához azonban a következő években nem elég tovább emelni a minimálbér és a garantált bérminimum értékét, hanem szükség lesz a hatékonyság, a munkatermelékenység növelésére is, annak érdekében, hogy a béremelések foglalkoztatási áldozat nélkül valósuljanak meg. Az emelkedő infláció hatását is figyelembe véve a reálbér növekedési üteme a tavalyi 10,2 százalék után idén 8,1 százalékra, 2019-ben 5,6 százalékra, majd azt követően fokozatosan 4 százalékra mérséklődhet.

Téli előrejelzésünkhöz képest az inflációra vonatkozó prognózisunk csak kismértékben változott. 2018-ra a korábbi 3,0 százalék helyett 2,6 százalékos inflációt várunk tekintettel az első öt hónap vártnál alacsonyabb tényadatára, ám itt jelentős kockázatot jelent a forint árfolyamának elmúlt időszakban tapasztalt érdemi gyengülése, amelynek tartóssá válása az infláció jelentős növekedését eredményezheti. Az előrejelzési horizont további részében a jegybanki 3 százalékos célja körüli, azt néhány tized százalékponttal meghaladó inflációra számítunk. Itt ismét kockázatot jelent a tartósan laza monetáris politika forintgyengítő hatása, ami nem csak a valutaárfolyamon keresztül, de a várakozások miatt is a cél feletti inflációt eredményez.

15. ÁBRA: A KÖZÉPTÁVÚ INFLÁCIÓS ELŐREJELZÉS LEGYEZŐÁBRÁJA



Forrás: KSH, Századvég-számítás

A magyar monetáris politika a gyengülő forintárfolyam ellenére is a laza kondíciók fenntartását tűzte ki célul, ugyanakkor a júniusi kamatlétszámítás után kiadott kommentárban jelezték, hogy 5-8 negyedéves időhorizonton már elképzelhető a szigorítások megkezdése. Ez először vélhetően a nem konvencionális eszközök kivezetését jelentheti, majd ezt követően (illetve egy idő után ezzel párhuzamosan) kezdődhet meg a kamatok emelése. A Magyar Nemzeti Bank monetáris politikáját továbbra is nagyban meghatározza majd az Európai

Központi Bank monetáris politikája, ám ha a forint tovább gyengül, az a tervezettnél korábban kamatemelésre készítheti a jegybankot.

## Az államháztartási helyzet prognózisa

### A 2018. évi költségvetés

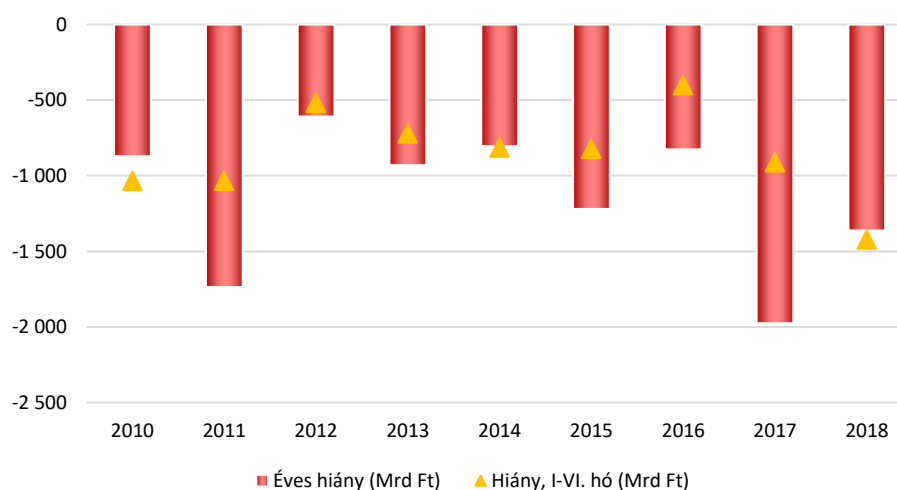
2018 első negyedében 1,1 százalékon alakult a kormányzati szektor GDP-arányos hiánya. Az idei első negyedévben a hiány 115,5 milliárd forintot tett ki, ami 402,3 milliárd forint értékű, GDP-arányosan 4,2 százalékos romlást jelent az előző év azonos időszakához képest. Ez a változás a kiadásoknak a bevételeknél nagyobb mértékű növekedéséből adódott. A bevételek 241,7 milliárd forinttal (6,2 százalékkal), a kiadások pedig 644 milliárd forinttal (17,7 százalékkal) teljesültek magasabb értéken a 2017 első negyedében mért eredményekhez képest. Előbbi esetében a termelési adóknál figyelhető meg a legnagyobb mértékű többletbevétel (138,4 milliárd forint), amelynek 58,2 százalékát az áfabevétel bővülése adta. A jövedelemadó-bevételek 60,3 milliárd forinttal (9,5 százalékkal), a társadalombiztosítási hozzájárulások pedig 65,8 milliárd forinttal (5,7 százalékkal) növekedtek, az uniós támogatásokból álló egyéb bevételek viszont 24 milliárd forinttal (4,2 százalékkal) csökkentek. A kiadások bővülésének jelentős része a működési és felhalmozási transzfereket tartalmazó egyéb kiadások 404,7 milliárd forintos (80,9 százalékos) növekedésének köszönhető. Emellett a kifizetett munkavállalói jövedelmek 118,8 milliárd forintos (12,3 százalékos), a pénzbeli társadalmi juttatások 63,6 milliárd forintos (5,5 százalékos), folyó termelő-felhasználás 47,4 milliárd forintos (9,2 százalékos), valamint a bruttó állóeszköz-felhalmozás 29,3 milliárd forintos (12,9 százalékos) bővülése is nagymértékben hozzájárult a kiadások növekedéséhez. A kormányzati szektor kamatkidásai viszont 19,8 milliárd forinttal (7,2 százalékkal) mérséklődtek.

Az idei év júniusának végéig az államháztartás központi alrendszerének hiánya 1420,5 milliárd forintot ért el. A központi költségvetés hiánya 1476,3 milliárd forinton alakult, azonban az elkülönített állami pénzalapok 15,3 milliárd forintos, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai pedig 40,5 milliárd forintos többletet mutattak. Az éves célt jelenleg 60 milliárd forinttal meghaladó hiány továbbra is jelentős mértékben a hazai és uniós fejlesztési kiadások növekedésének köszönhető, ami összhangban van a kormány költségvetési politikájával, amelynek középpontjában továbbra is a gazdasági növekedés ösztönzése és a magyar családok támogatása áll.

Az első hathavi egyenleg alakulásában továbbra is a legmeghatározóbb szerepet az uniós programokkal kapcsolatos kifizetések játszották, amelyek értéke az előző év azonos időszakában mérthez képest 6,9 százalékkal alakult magasabban, és így elérte az 1118,4 milliárd forintot, ugyanakkor az uniós programokat fedező bevételek eddig

162 milliárd forinton teljesültek. A fejlesztések közül a ráfordítások súlyát tekintve olyan programok emelhetők ki, mint a közútépítés és közúthálózat felújítása, a Modern Városok Program beruházásai, Egészséges Budapest Program megvalósítása, továbbá a MRE Bethesda Gyermekkórház és a Budai Irgalmasrendi Kórház közös fejlesztése. A hazai és az uniós fejlesztésekre fordított kiadások mellett júniusban a kamatkidadások is jelentős összegben (268 milliárd forintban) teljesültek, ugyanis több – javarészt 2008 és 2014 között kibocsátott, hosszú futamidejű, fix kamatozású – kötvénysorozatnak is ekkorra esett a kamatfizetési időpontja.

16. ÁBRA: A KÖZPONTI ALRENDSZER ELSŐ HATHAVI HIÁNYÁNAK ALAKULÁSA 2010 ÉS 2018 KÖZÖTT



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

Forrás: Pénzügyminisztérium, MÁK

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

## Bevételek

A központi alrendszer áprilisi halmozott bevétele 5977,9 milliárd forinton alakult, amely 518,2 milliárd forinttal (9,5 százalékkal) haladja meg az előző év első négyhavi teljesülésének

értékét. A bevételek növekedése mögött a központi költségvetésbe és a társadalombiztosítási alapokba beérkező nagyobb összegek állnak.

A központi költségvetés 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, ami jelentős részben a társasági adóból származó 115,9 milliárd forinttal kevesebb bevételnek köszönhető. Ezt az elmaradást a 2017. évi adóelőleg-kiegészítést érintő rendelkezések 2018 januárjára történő jelentős áthúzódása, 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 társaságiadó-bevételeknél a 2018. évi előirányzat értékéhez képest.

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

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

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

A fogyasztáshoz kapcsolt adóbevételek a 2018. első négyhavi eredmények alapján 171,9 milliárd forinttal (12,6 százalékkal) haladták meg az előző év azonos időszakához

viszonyított teljesülést. Az általános forgalmi adóból származó bevételek összege 136,5 milliárd forinttal (14,1 százalékkal), a jövedéki adóból befolyt összegek pedig 25,6 milliárd forinttal (9 százalékkal) alakultak magasabban, mint az előző év azonos időszakában. A fogyasztás (és így a hozzá kapcsolódó adóbevételek) növekedésének az alapját a háztartások számára rendelkezésre álló jövedelem dinamikus bővülése adja, amelyben meghatározó szerepe volt a 2016-ban megkötött hatéves bér- és adómegállapodás keretében végrehajtott intézkedéseknek. A minimálbér és a garantált bérminimum további (8 százalékos, illetve 12 százalékos) emelésének, továbbá a közsférában megkezdett életpályamodellek és a célzott ágazati béremelések eredményeképp idén is tovább bővül a háztartások jövedelme. Az éttermi étkezés áfája 2018-ban tovább csökkent (18 százalékról 5 százalékos mértékre), azonban idén új adónemként bevezették a 4 százalékos turizmusfejlesztési hozzájárulást, amelytől 2018-ra 11,4 milliárd forint bevételt vár az állam. A fogyasztáshoz kapcsolt adóbevételek idei előirányzatának összege 6,8 százalékkal haladja meg a 2017-es előirányzat értékét, azonban figyelembe véve az előző évi előirányzat értékeit és a tényadatokat, előrejelzésünkben a várt bevételekhez képest 7,5 milliárd forint negatív kockázatot azonosítunk.

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

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

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



## Kiadások

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

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

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

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

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

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

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

A közfoglalkoztatásra (Start munkaprogramra) költött kiadások 2018. évi előirányzata 225 milliárd forint, amely az előző évi keret 84,5 százaléka. A javuló munkaerő-piaci feltételek, valamint a kormányzat által bevezetett ösztönzők, támogatások révén a közfoglalkoztatásból nagyobb számú elsődleges munkaerő-piacra történő átlépésre számítva a kiadásokban 43,8 milliárd forint értékű megtakarítást azonosítunk az előirányzat értékéhez képest.

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

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

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

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

### **Kamat egyenleg**

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 kamat egyenleg 95,4 milliárd forinttal lett kevesebb az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva, ami a kamatfizetések éven belüli eltérő lefutásával magyarázható.

Az államadósság forint–deviza arányából és a fix–változó arányból készített becslésünk mellett figyelembe vette intézetünk a megújuló kötvényeket és a teljes hátralévő futamidőt, így 2018-ra 37,9 milliárd forinttal kedvezőbb kamategyenleget várunk, mint a 2017-es teljesülés során kialakult összeg, és 44,2 milliárd forinttal kedvezőbbet, mint a 2018-as előirányzatban szereplő érték.

### Egyenleg és államadósság

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

#### 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>	-7,5	-0,02
<b>Lakossági befizetések</b>	60,6	0,15
<b>Bevételi oldali kockázatok</b>	<b>59,8</b>	<b>0,15</b>
<b>Start munkaprogram</b>	-43,8	-0,11
<b>Szociálpolitikai menetdíj</b>	-6,1	-0,02
<b>Téli rezsicsökkentés</b>	40	0,1
<b>Erzsébet-utalvány</b>	27	0,07
<b>Bérintézkedések</b>	40	0,1
<b>Tartalékok felhasználása</b>	-162,8	-0,4
<b>Kiadási oldali kockázatok</b>	<b>-105,7</b>	<b>-0,26</b>
<b>Nettó kamatkidadások</b>	-44,2	-0,1
<b>Központi alrendszer egyenlege</b>	<b>121,3</b>	<b>0,3</b>
<b>Önkormányzati alrendszer egyenlege</b>	<b>53</b>	<b>0,13</b>
<b>ESA-híd</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Összesen</b>	<b>174,3</b>	<b>0,43</b>

Forrás: Századvég-számítás

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

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

Intézetünk előrejelzése szerint a 2018. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re és a költségvetési hiányra vonatkozó, a KESZ-

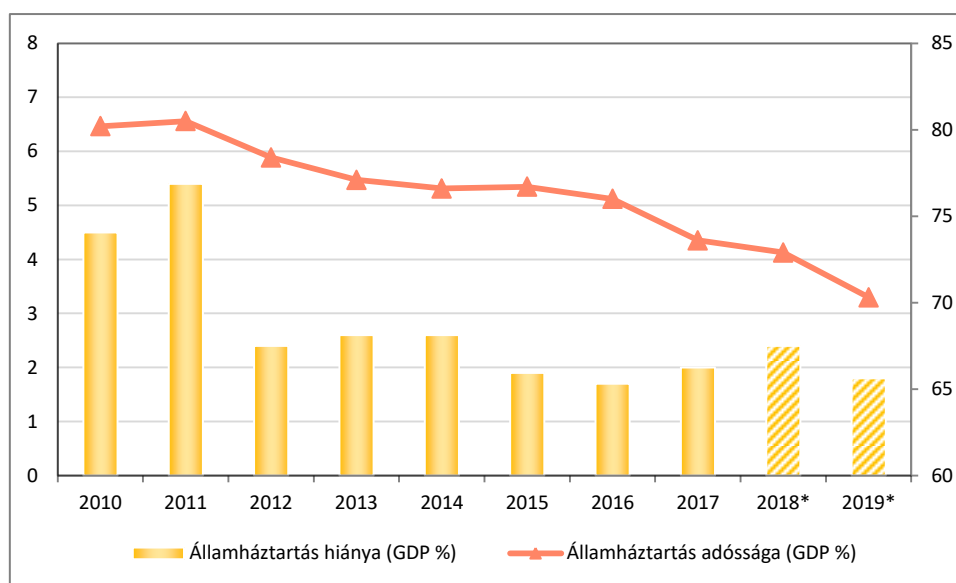
állomány 2017. december 31-i szintjével kalkulálva, valamint az Eximbank adósságát is beleszámítva – a 2017. évi 73,6 százalékos szintről 2018 végére a GDP 71,6 százalékára csökkenhet. Az Alaptörvényben meghatározott adósságszabály, valamint a stabilitási törvényben szereplő hiánykritérium teljesítése mellett az államháztartás várhatóan az adósságrátára vonatkozó európai uniós költségvetési szabályokat is teljesíteni tudja. Az EU adósságszabálya előírja, hogy az adott tagállam maastrichti adóssága nem haladhatja meg a GDP 60 százalékát, vagy amennyiben mégis meghaladja, akkor az adósság mértékét az ún. egyhuzados szabálynak megfelelően csökkenteni kell. Ennek számítására az Európai Bizottság háromféle módszert is alkalmaz (előretekintő, visszatekintő és ciklikus), amelyek közül elég az egyik módszer szerint teljesülnie az elfogadáshoz. Az elmúlt évek tényadatai és a 2018-ra vonatkozó becslésünk alapján a visszatekintő módszer szerint számolva (1,1 százalékponttal) teljesül az adósságszabály. A becsült értékek és a tényleges teljesülés közötti különbség alakulására – a költségvetési hiány alakulásán keresztül – az európai uniós források beérkezésének mértéke jelent kockázatot.

### 2019. évi költségvetési kilátások

A 2019-es költségvetésről szóló törvényjavaslatot Varga Mihály pénzügyminiszter 2018. június 13-án terjesztette be az Országgyűlés elé, és várhatóan július 20-án kerül sor a törvényjavaslattal kapcsolatos zárószavazásra.

A Kormány az előterjesztett költségvetés tervezésekor a gazdasági növekedés fenntartását, az ország biztonságának garantálását, a családok támogatását és a teljes foglalkoztatottság elősegítését tartotta szem előtt. A következő kormányzati ciklus meghatározó gazdaságpolitikai célja továbbra is a pénzügyi stabilitás fenntartása (a GDP-arányos államadósság és az államháztartási hiány csökkentése), továbbá előtérbe helyezi a demográfiai intézkedéseket, valamint a versenyképesség erősítését és a termelékenység javítását.

17. ÁBRA: A MAASTRICHTI HIÁNY ÉS AZ ÁLLAMADÓSSÁG ALAKULÁSA



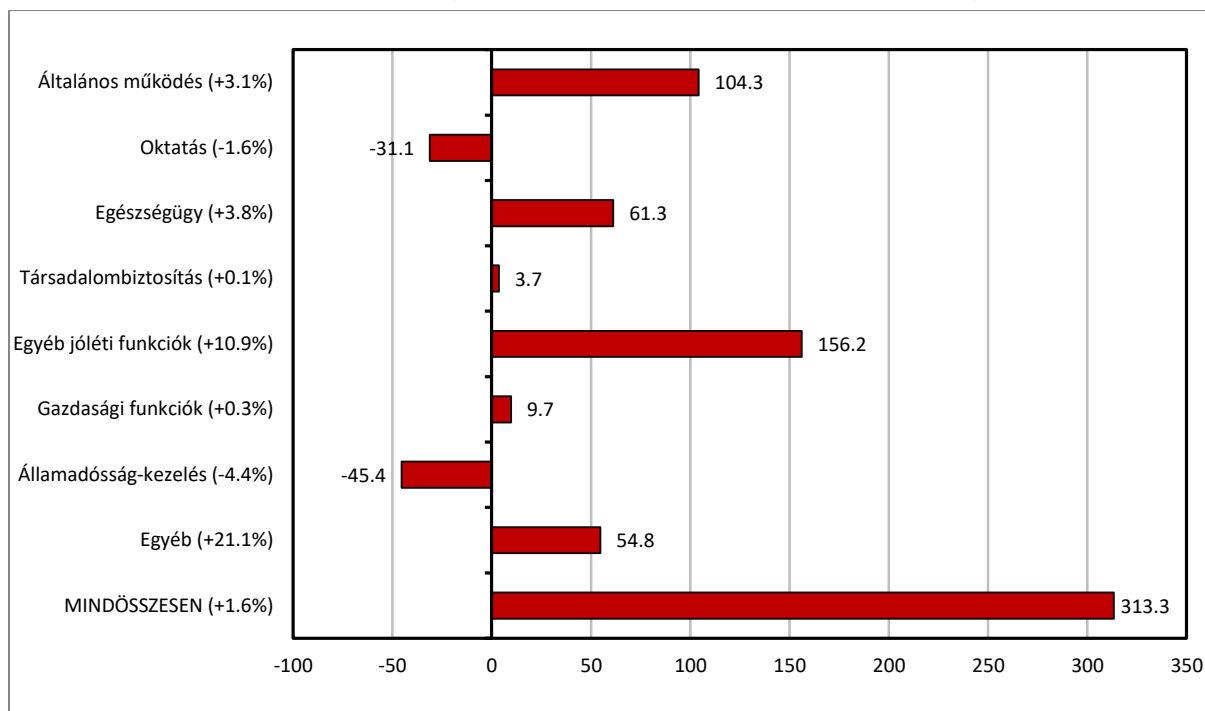
Forrás: Eurostat, Századvég-számítás

Megjegyzés: A 2018. és 2019. évi adatok előirányzatok, a többi tényadat

A 2019. évi költségvetési törvényjavaslatban megfogalmazottak szerint a következő évben a maastrichti kritériumok alapján számított GDP-arányos államháztartási hiány 1,8 százalékon teljesülhet, az államadósság pedig 72,9 százalékról 2019-re 70,3 százalékra csökkenhet.

Az alábbi ábrán a jövő évi törvénytervezet konszolidált kiadásait 2018. évi összehasonlító áron számítva (az összevetést torzító tényezők kiszűrése végett), funkcionális bontás alapján hasonlítjuk össze az ideai előirányzatokkal. A számítások során a Századvég Gazdaságkutató 2019. évi 3,1 százalékos inflációs várakozását használtuk fel.

18. ÁBRA: A FŐBB KIADÁSI TÉTELEK VÁLTOZÁSA 2019-BEN, 2018-HOZ KÉPEST, REÁLÉRTÉKEN SZÁMÍTVA (MRD FT, KONSZOLIDÁLT ADATOK ALAPJÁN)



*Forrás: A T/503. számú törvényjavaslat alapján Századvég-számítás*

Az általános működési és egészségügyi kiadások emelkedését leginkább a közsféra korábban megkezdett életpályamodelljei alakítják, amelyek bérnövelő hatása várhatóan 2020-ig fokozatosan kifut majd. A törvényjavaslatban ágazati életpályákra és bérintézkedésekre 78 milliárd forintot különítettek el, továbbá döntés született arról, hogy a 2019-es költségvetés biztosítson forrást a kormánytisztviselők illetményének akár 25–30 százalékos emelésére, amelynek részleteit az ősz folyamán dolgozzák ki.

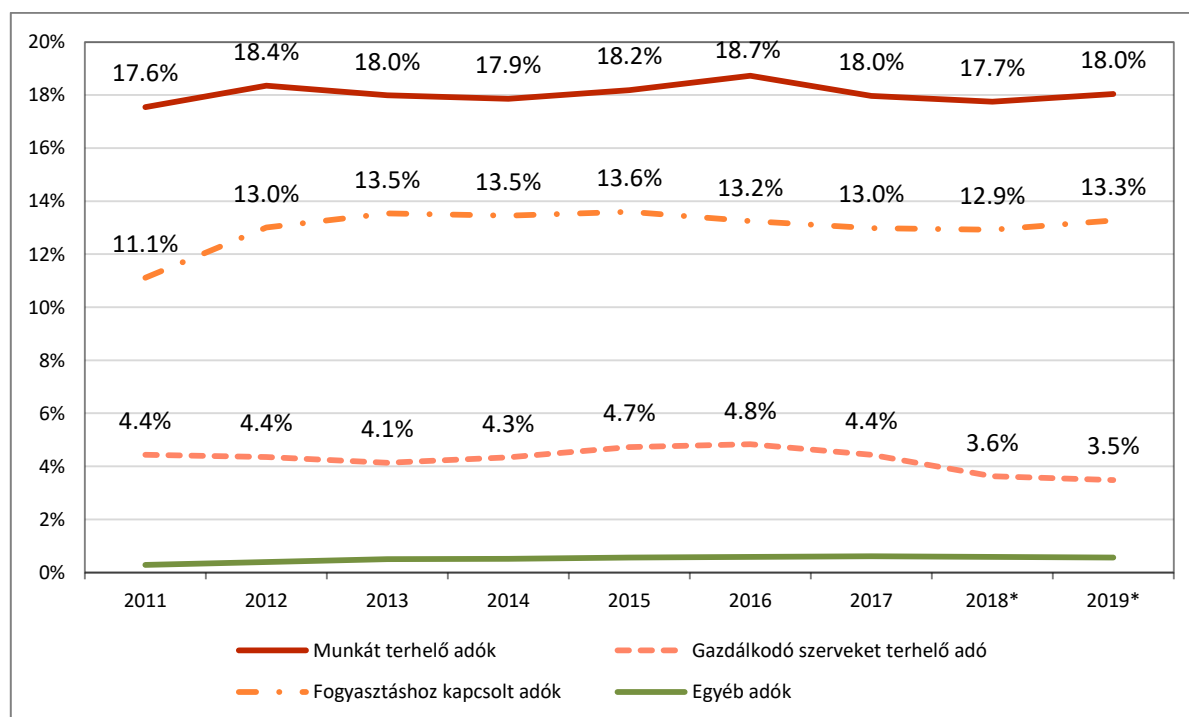
Az oktatásra fordított kiadásokban reálértékben összességében csökkenés tapasztalható, ám az adatokat részletes bontásban vizsgálva alapfokú oktatásra 7 milliárd forinttal, középfokú oktatásra 30,1 milliárd forinttal és felsőoktatásra 20,4 milliárd forinttal költ többet az állam reálértéken számítva, azonban az egyéb oktatási kiadások 88,6 milliárd forinttal csökkennek, és ez okozza a negatív eredményt az adott tételnél.

A társadalombiztosítási kiadások 0,6 százalékos és a jóléti szolgáltatások 11,5 százalékos, reálértelemben vett emelkedése mögött több tényező együttes hatása rejlik. A kormányzati politika fontos eleme továbbra is az, hogy segély helyett munkát adjanak az embereknek. Csökken a Start munkaprogram kerete 45 milliárd forinttal, mivel a kormányzat célja az ebben részt vevők visszaterelése az elsődleges munkaerőpiacra. A 2018-as költségvetés biztosítja a nyugdíjak reálértékének megtartását is, valamint a gazdasági növekedéshez kötött nyugdíjprémium forrásait. Utóbbi érdekében 24,6 milliárd forintot különítettek el céltartalékként. A nyugellátások éves kerete 101,5 milliárd forinttal (3 százalékkal) emelkedik

a 2018-as előirányzathoz képest. A harmadik változás a családi adókedvezmény emelkedése: ennek értelmében a családi adókedvezmény 2019-ig évente, lépcsőzetesen emelkedik. A kétgyermekes családok esetében a gyermekenként igénybe vehető, 2015-ben havi 10 000 forintos kedvezmény jövőre 20 000 forintra növekszik. Emellett folytatódik a családi otthonteremtési kedvezmény, amely a többgyermekes családok saját lakáshoz jutását segíti. A kormányzat így lakásépítési támogatásokra 2019-ben nominális értékben 2,6 százalékkal több forrást biztosít a költségvetésben az idei előirányzat értékéhez képest. Szórakoztató, kulturális, vallási tevékenységekre és szolgáltatásokra 21,6 százalékkal több forrást biztosít a jövő évi költségvetés, amelyben jelentős szerepe van egyrészt a kulturális tevékenységekhez kapcsolódó kiadásnövekedésnek, valamint a sportra és szabadidős tevékenységekre nyújtott források növekedésének.

A gazdasági funkciókra fordítandó kiadások a 2018. évi előirányzathoz képest relatíve kisebb mértékű növekedése mögött az áll, hogy idén teljes egészében lekötötték a 2014–2020-as európai uniós költségvetési ciklus forrásait, így 2019-ben a hangsúly a jelentős összegű előlegfizetésekről áthelyeződik a felhasználásra. Az uniós forrásokból megvalósuló fejlesztések mellett tovább folytatódnak a jelentős részben hazai forrásokból megvalósuló fejlesztési projektek, például a országos közúthálózat felújítása, bővítése, amelyre 2019-ben közel 200 milliárd forint jut. Másrészt a Modern Városok Program (MVP) keretében a megyei jogú városokban fejlődnek a közszolgáltatások és az infrastruktúra, amelynek köszönhetően javul az ott élők életminősége és a városok turisztikai vonzereje. Ennek keretösszege 2019-ben 135 milliárd forint.

19. ÁBRA: AZ EGYES ADÓBEVÉTELEK SZERKEZETE A GDP ARÁNYÁBAN



Forrás: A T/503. számú törvényjavaslat alapján Századvég-számítás

Megjegyzés: A 2018. és 2019. évi adatok előirányzatok, a többi tényadat.

A fenti ábrán az egyes adóbevételek GDP-arányos értékének alakulása látható. Az idei és a jövő évi előirányzatok alapján a munkát terhelő és a fogyasztáshoz kapcsolt adóbevételek esetében enyhe pozitív növekedést, a gazdálkodó szervezetekből származó adóbevételeknél pedig stagnálást figyelhetünk meg. A várhatóan növekvő, fogyasztáshoz kapcsolódó, valamint munkát terhelő adóbevételek egyrészt a kedvező gazdasági folyamatoknak, másrészt a Kormány utóbbi nyolc évben meghozott gazdaságpolitikai intézkedéseinek köszönhető. A munkaalapú társadalom alapjainak megteremtése és az ezzel kapcsolatos adókiengedések gazdaságélénkítő hatásai, továbbá a gazdaságfehérítő intézkedések miatt az adóbevételek csupán alig vagy egyáltalán nem csökkentek. A hatéves bérmegállapodás értelmében a munkát terhelő adókat illetően a szociális hozzájárulási adó a jelenlegi 19,5 százalékról leghamarabb 2019 júliusában 2 százalékponttal csökkenhet, ha az első negyedévben a reálkereseti mutató 6 százalékkal emelkedik az előző év azonos időszakához képest. Az adórendszert érintő részletesebb, 2019. évi változások a jövő évi adócsomagból ismerhetők majd meg, ezek azonban csak a tanulmány lezárását követően kerülnek nyilvánosságra.

## A 2019. évi költségvetés kockázatai

A költségvetésitörvény-tervezet ismertetése után bemutatjuk az intézetünk által számszerűsített költségvetési kockázatokat. Az aktuális makrogazdasági előrejelzésünkre alapozva kivetítést készítünk a bevételek és a kiadások alakulására, eredményeinket összevetjük a benyújtott javaslat előirányzataival. Az önkormányzati szektor és az ESA-híd esetében a költségvetési törvényjavaslatban szereplő tervszámokat alapul véve számszerűsítjük, mekkora költségvetési hiány várható az általunk ismert javaslat alapján.

A bevételi oldalt főképp a gazdasági növekedés és az adókat érintő gazdaságpolitikai intézkedések befolyásolják. A folyamatosan csökkenő munkanélküliség és az emelkedő reálbérek támogatják a hazai gazdasági szereplők fogyasztását és beruházásait, ami jelentős adóbevétel-generáló hatással jár. Ugyanakkor a 2019-es előirányzatok tervezésekor figyelembe vett makropálya és intézetünk előrejelzése közötti különbségből fakadóan, valamint figyelembe véve az egyes tételeknél az előző évek teljesülésének dinamikáját, a következő kockázatokat azonosítottuk: **a gazdálkodó szervezetek befizetéseit 7,4 milliárd forinttal**, míg a **fogyasztási adókat 44 milliárd forint felülbecsültnek, a lakossági befizetéseket pedig 5,2 milliárd forinttal alulbecsültnek** tartjuk.

Kiadási oldalon a váratlan gazdasági, illetve társadalmi folyamatok okozta negatív hatások enyhítését célozva a Kormány 2019-ben összességében 100 milliárd forinttal megnövelte a rendelkezésre álló tartalék előirányzatok összegét. A tartalékok felhasználásával kapcsolatban a jövő évre vonatkozóan a következő feltételezéssel élünk: az egyes tételeknek



a 75 százalékát használja fel a kormányzat a következő évben, amelynek hatására összesen **90,4 milliárd forint megtakarítást** prognosztizálunk a kiadásokat illetően.

A munkaerőpiaci folyamatok egyenlegjavító hatása, hogy a közfoglalkoztatásban elhelyezkedők nagyarányú átlépését prognosztizáljuk a versenypiacra. Emiatt a **Start munkaprogram során 16 milliárd forint megtakarításra számítunk**.

Makrogazdasági előrejelzésünk az inflációra magasabb, a GDP növekedésére pedig alacsonyabb értékekkel számol, ezért a nyugdíjjövedelmeket ezeknek megfelelően korrigáltuk. Mivel az éves nyugdíjemelések esetében az állam vállalja a nyugdíjjövedelmek vásárlóerejének megtartását, így várakozásunk szerint ez nagyobb kiadást jelent a költségvetés számára, mint az előirányzat, ugyanakkor a 3,4 százalékos várható GDP-növekedés mellett a nyugdíjprémiumot nem fizetik ki, így megtakarítást jelent a költségvetésben. A két hatás eredőjeként a **nyugdíjkiadások kapcsán 18,8 milliárd forintos megtakarítást prognosztizálunk**.

**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 2019-re 43,3 milliárdos nettó kamatkiadás-emelkedést várunk a módosított előirányzathoz képest.**

#### **Az államadósság 69,4 százalékra csökkenhet**

Az önkormányzatok gazdálkodása, valamint az ESA-híd tekintetében elfogadtuk a kormányzati előzetes becslést, így összességében a kormányzat által a 2019-es költségvetési törvénytervezetben prognosztizálttól 0,2 százalékponttal kedvezőbb, 1,6 százalékos GDP-arányos hiánnyal számolunk 2019-re. Kivetítésünk alapján az államadósság maastrichti kritériumok alapján kalkulált értéke a GDP 69,4 százalékát éri majd el, ami 0,9 százalékponttal kedvezőbb, mint a költségvetési törvényjavaslatban szereplő 70,3 százalékos GDP-arányos adósság. A becsült államadósság így a 2018-ra prognosztizált 71,6 százalékhoz képest 2,2 százalékponttal alacsonyabb értéken alakulhat.

#### **A 2020–2021. évi fiskális prognózis**

A fiskális politika hatékonyságának mércéjét az államháztartási folyamatok fenntarthatósága jelenti, amit lefordíthatunk úgy, mint a rövid- és hosszútávon jelentkező szükségletek és feladatok közötti egyensúly megteremtése. Állandó feladat egyrészt a versenyképesség – mint európai, mind globális trendnek megfelelő – biztosítása, ami a gazdasági növekedés biztos forrása. Másrészt az európai társadalmak nagy többsége, így Magyarország előtt is komoly demográfiai kihívások állnak: módot kell találni, hogy a társadalom elöregedését megfelelően kezeljük, illetve a demográfiai folyamatokat kedvezőbb irányba mozdítsuk elő. A két kiemelt feladat komoly hangsúlyt kap 2010 óta és ezen prioritások mentén szerveződik a középtávon ismert fiskális politika is.

Fejezetünk következő részében áttekintjük, melyek azok az intézkedések, amikre a következő években számíthatunk.

### **1. Munkaerőpiac**

A 2016 végén bejelentett munkaerő-piaci intézkedések 2019-től négy éven keresztül további 2-2 százalékponttal csökken a munkáltatói járulék mértéke, ha a 6 százalékot eléri a reálbérek növekedése, tehát összességében hat év alatt 27 százalékról 15,5 százalékponttal csökkenhet a munkáltatói járulék. A szociális hozzájárulási adó fokozatos csökkentésével az adóék a 2017-es 46,2 százalékról a következő években tovább mérséklődik, megközelítve ezzel az uniós átlagot, ami 2017-ben 40,5 százalék volt.

### **2. Családpolitika**

A kormányzat aktív családpolitikája komoly lépés, aminek célja a kedvezőtlen demográfiai folyamatok javítása, amely szükséges feltétele a társadalombiztosítási rendszer finanszírozása stabilitásának fenntartásához. A kormányzati intézkedéseknek köszönhetően a népességfogyás üteme lelassulhat, így lehetőséget kap az ország a megfelelő gazdasági struktúra kialakítására. A demográfiai csomagra – amely tartalmazza például a babakötvény kiterjesztését, a jelzáloghitel elengedését, valamint a bölcsődefejlesztéseket – fordított összegek mértéke 2020-ban és 2021-ben is várhatóan a GDP 0,04 százalékát fogja elérni.

### **3. Versenyképesség**

A kormányzat továbbra is kiemelkedő fontosságú célként kezeli az ország versenyképességének erősítését és a termelékenységének javítását. Az ebből a szempontból meghatározó irányokat és intézkedéseket tartalmazó csomag idén nyár végére készülhet el a versenyképességi tanács közlése alapján, ahol figyelembe veszik a jegybank 180 pontból álló javaslatcsomagját, valamint az újonnan alakult Innovációs és Technológiai Minisztérium és egyéb szakmai szervezetek javaslatait is. A fejlesztések területén a következő években egyre nagyobb hangsúly kerül a hazai források szerepére, amelynek következtében a tisztán hazai forrásból finanszírozott beruházások GDP-arányos kiadásai 2020-ban várhatóan a GDP 5,3 százalékában, 2021-ben 5,1 százalékában teljesülnek.

### **4. Életpálya modellek**

Az állami szférában dolgozók bérrendezése évek óta folyamatosan zajlik. Az életpálya modellek keretében történő bérnövekedés hatására egyrészt nőhet a fogyasztás és a megtakarítás, másrészt a magasabb fizetés a csoport külföldi munkavállalásának esélyét csökkenti. A közszférában eddig bevezetett életpálya modellek bérnövelő hatása 2020-ig fokozatosan kifut. 2019-től azonban azoknál az állami tisztviselőknél is megtörténik a béremelés, akiknél eddig még nem került sor erre.

### **5. Honvédelem**

A magyar kormány Magyarország és a magyar emberek biztonságának fenntartása érdekében a jövőben egy átfogó haderő-fejlesztési terv keretében 2026-ra szeretné az éves katonai kiadások arányát a GDP 2 százalékára emelni, teljesítve ezzel a NATO tagállamokra vonatkozó kritériumot.

A kedvező makrogazdasági folyamatok fennmaradása mellett intézményünk az államháztartás GDP-arányos egyenlegének és a változatlan árfolyamon számolt bruttó államadósság szintjének kedvező alakulására számít, ami egyaránt megfelel a vonatkozó hazai és európai uniós elvárásoknak is. Fiskális politikai modellünkkel készített, középtávú előrejelzésünk szerint a maastrichti kritériumok szerint kalkulált GDP-arányos hiány 2020-ban és 2021-ben is 1,7 százalékos szintet érhet el. Az intézetünk által 2020-ra várt hiány szintje kis mértékben (0,2 százalékponttal), míg a 2021-es várt érték már jelentősebb mértékben (0,5 százalékponttal) pesszimistább a 2018-as Konvergencia programban megismert kormányzati várakozásoknál. Hasonló a helyzet a bruttó módon számolt, GDP-arányos államadósság esetében, amit kutatócsoportunk 2020-ra 66,9, 2021-re pedig 64,6 százalékos államadósságot prognosztizált, ami 0,2 százalékponttal, illetve 1,2 százalékponttal haladja meg a kormány által becsült eredményeket.

## Táblázatok

### 2. Táblázat: Középtávú előrejelzés

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Bruttó hazai termék (volumenindex)</b>	<b>4,0</b>	4,2	3,4	3,1	3,4
<b>A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)</b>	<b>4,7</b>	5,1	4,0	4,0	3,7
<b>Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)</b>	<b>16,8</b>	12,0	3,4	-2,2	2,8
<b>Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>7,1</b>	5,6	5,1	4,5	6,7
<b>Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>9,7</b>	6,2	4,3	2,8	6,2
<b>Fogyasztóiár-index (%)</b>	<b>2,4</b>	2,6	3,1	3,2	3,1
<b>A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)</b>	<b>0,9</b>	0,9	0,9	1,5	2,0
<b>Munkanélküliségi ráta (%)</b>	<b>4,2</b>	3,7	3,4	3,3	3,2
<b>A bruttó átlagkereset alakulása (%)</b>	<b>12,9</b>	10,9	8,9	8,0	7,3
<b>Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>-2,0</b>	-2,0	-1,7	-1,7	-1,7
<b>A bruttó államadósság-ráta a GDP százalékában (EDP)</b>	<b>73,6</b>	71,6	69,4	66,9	64,6
<b>GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)</b>	<b>2,4</b>	2,3	2,0	1,8	1,7
<b>Brent típusú olaj hordónkénti ára (USD)</b>	<b>54,2</b>	73,5	72,9	68,3	65,6
<b>Euróárfolyam (HUF)</b>	<b>309,2</b>	312,4	312,1	317,3	319,6

*Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás*

## 3. Táblázat: Az előrejelzés változása az előző félévhez képest

	Előrejelzés – 2018 nyár			Előrejelzés – 2017. tél		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
<b>Bruttó hazai termék (volumenindex)</b>	<b>4,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	3,7	3,0	3,3
<b>A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)</b>	<b>5,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	4,2	3,3	4,2
<b>Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)</b>	<b>12,0</b>	<b>3,4</b>	<b>-2,2</b>	6,2	5,4	-4,5
<b>Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>5,6</b>	<b>5,1</b>	<b>4,5</b>	5,4	5,5	6,0
<b>Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>6,2</b>	<b>4,3</b>	<b>2,8</b>	5,6	5,3	3,6
<b>Fogyasztóiár-index (%)</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	3,0	3,2	3,2
<b>A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	0,9	1,05	1,5
<b>Munkanélküliségi ráta (%)</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	3,9	3,8	3,7
<b>A bruttó átlagkereset alakulása (%)</b>	<b>10,9</b>	<b>8,9</b>	<b>8,0</b>	8,6	8,2	8,7
<b>Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,7</b>	-2,1	-1,9	-2,0
<b>A bruttó államadósság-ráta a GDP százalékában (EDP)</b>	<b>71,6</b>	<b>69,4</b>	<b>66,9</b>	69,8	67,8	65,7
<b>GDP-alapon számított külső kereslet</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	2,1	1,9	1,8
<b>Brent típusú olaj hordónkénti ára (USD)</b>	<b>73,5</b>	<b>72,9</b>	<b>68,3</b>	62,7	58,92	57,14
<b>Euróárfolyam (HUF)</b>	<b>312,4</b>	<b>312,1</b>	<b>317,3</b>	309,8	314,5	317,0

Forrás: Századvég-számítás