

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

**2018. szeptember**

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A jelentést Regős Gábor makrogazdasági üzletágvezető szerkesztette.

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

Az előrejelzéshez felhasznált adatbázis szeptember 6-án zárult le.

# Tartalomjegyzék

<b>Vezetői összefoglaló .....</b>	<b>1</b>
<b>Nemzetközi környezet .....</b>	<b>8</b>
A globális konjunktúra alakulása .....	8
Munkaerőpiac .....	12
Monetáris kondíciók alakulása .....	15
Pénzügyi folyamatok .....	16
Az infláció alakulása .....	20
Fiskális politika.....	23
Csehország.....	23
Lengyelország .....	25
Szlovákia .....	26
<b>A magyar gazdaság jelenlegi helyzete.....</b>	<b>28</b>
A hazai növekedés alakulása .....	28
Munkaerőpiaci folyamatok .....	32
Infláció .....	35
Monetáris és pénzpiaci kondíciók .....	39
Hitelezési helyzet.....	45
Külső finanszírozási képesség.....	50
<b>A várható makrogazdasági és fiskális pálya (2018).....</b>	<b>53</b>
Feltevéseink alakulása .....	53
A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés .....	56
A külső egyensúly várható alakulása.....	61
Az államháztartási helyzet prognózisa .....	62
Bevételek.....	63
Kiadások .....	66
Kamat egyenleg .....	68
Egyenleg és államadósság .....	69
<b>Táblázatok.....</b>	<b>71</b>



## Vezetői összefoglaló

*Az USA-ban 2,9 százalékra gyorsult, míg az Európai Unióban 2,1 százalékra lassult a gazdasági növekedés üteme az idei második negyedévben. Az unióban a beruházás és a fogyasztás, míg az USA-ban pedig a fogyasztás és a külkereskedelmi mérleg volt a bővülés motorja.*

*Lassult a foglalkoztatás bővülése az Egyesült Államokban annak ellenére, hogy a foglalkoztatás továbbra is elmarad a válság előtti szinttől. Tovább nőtt a foglalkoztatottak száma az Európai Unióban, azonban itt is lassult a növekedés üteme. Ezzel együtt éves alapon mindkét gazdaságban csökkent a munkanélküliség ráta, az USA-ban 3,8, míg az Európai Unióban 6,8 százalékra.*

*A munkaerőpiaci és az inflációs adatok alapján is további két kamatemelés (szeptember végén és decemberben) várható a Fed részéről, míg az Európai Központi Bank várhatóan jövő év nyaráig nem módosít kamatkondícióin. A lassuló gazdasági növekedés ellenére, a 2 százalékos jegybanki cél fölötti infláció következtében kétszer is kamatot emelt a Cseh Nemzeti Bank az elmúlt negyedév során. A kereskedelmi háborús félelmek következtében a világ vezető valutái gyengültek a dollárral szemben a nyári hónapokban. A kereskedelmi háború leginkább a kínai gazdaságot viselte meg: a júan árfolyama 6 százalékot, míg a Shanghai Composite értéke több mint 11 százalékot esett három hónap alatt. Az USA-ban 2,9 százalékra, míg az Európai Unióban 2,2 százalékra emelkedett júliusra a pénzromlás éves üteme, elsősorban az üzemanyagárak növekedése miatt.*

*A benyújtott konvergencia- és stabilitási jelentések alapján jelentősen nőhet a költségvetési mozgástér a csökkenő államadósság és költségvetési hiány révén a visegrádi országokban. Szlovákia és Lengyelország esetében ez leginkább a fegyelmezett költségvetési politika eredménye, míg Csehországban a költségvetési konszolidáció már korábban megkezdődött.*

*A magyar gazdaság 2018 II. negyedévében 4,8 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. Termelési oldalról a bővüléshez valamennyi gazdasági ág hozzájárult, a legkisebb mértékben a mezőgazdaság, amelynek hozzáadott értéke 3,2 százalékkal nőtt éves összehasonlításban, és ezzel 0,1 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. A mezőgazdaság teljesítményére továbbra is jelentős befolyással volt az időjárás alakulása. Az ipar hozzáadott értéke a bázisidőszaki adatokhoz képest 3,6 százalékkal növekedett, és így 0,8 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. Az építőipar teljesítménye a 2017. II. negyedéves jelentős bővülést követően továbbra is kiemelkedő mértékben növekszik, 2018 II. negyedévében 23,7 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi szintet. Az építőipar így 0,9 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. A bővülés az európai uniós források megelőlegezésének, valamint a kormányzati ösztönzőknek, a családi otthonteremtési kedvezménynek, illetve az új lakások 5 százalékos áfakulcsának volt köszönhető. A*

szolgáltató ágazatok a vizsgált időszakban 4,3 százalékkal nőttek a bázisidőszaki adatokhoz képest, amellyel az ágazatok közül a legnagyobb mértékben, összesen 2,3 százalékponttal járultak hozzá a gazdaság növekedéséhez.

A felhasználási oldalon a háztartások fogyasztási kiadásának 5,3 százalékos és a bruttó állóeszköz-felhalmozás 15,0 százalékos növekedése jelentette a bővülés motorját, előbbi 2,6 százalékponttal, míg utóbbi 3,3 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. A háztartások növekvő fogyasztási kiadásának az oka a bérek emelkedése, valamint a foglalkoztatás bővülése volt. A negyedév külkereskedelmi forgalmát tekintve az export 6,2 százalékkal, míg az import 7,5 százalékkal növekedett egy év alatt, így a külkereskedelmi mérleg 0,5 százalékponttal lassította a GDP növekedését. Az egy évvel korábbi szinthez képest 2018 II. negyedévében a közösségi fogyasztás növekedni tudott, 1,9 százalékkal, így 0,2 százalékponttal járult hozzá a GDP bővüléséhez. A teljes bruttó felhalmozás a vizsgált időszakban 13,5 százalékkal, míg a belföldi felhasználás 6,0 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva. Ezzel a bruttó felhalmozás 2,6 százalékponttal, a belföldi felhasználás pedig 5,4 százalékponttal járult hozzá a GDP negyedéves növekedéséhez.

Az első negyedév kiemelkedő bővülése után lassult a foglalkoztatottak számának növekedése a második negyedévben. A foglalkoztatottak száma negyedéves alapon mindösszesen 6 ezer fővel, 4,475 millió főre emelkedett a szezonálisan kiigazított adatok alapján. Az aktívák számának minimális csökkenése következtében így tovább mérséklődött a munkanélküliek száma, a második negyedévben az aktívák közül már csak 166 ezren nem rendelkeztek álláshellyel, ami 3,6 százalékos munkanélküliségi rátát jelent, a harmadik legalacsonyabbat az Európai Unió tagországai között. Éves alapon 35 ezer fővel csökkent a közfoglalkoztatásban dolgozók száma, így a Start munkaprogramokban már kevesebb mint 135 ezren dolgoztak a második negyedévben. Az egyre feszesebb munkaerőpiacnak, az állami bérrendezéseknek, valamint a minimálbér és a garantált bérminimum év eleji 8, illetve 12 százalékos emelésének köszönhetően a nettó átlagkereset a második negyedévben 11,3 százalékkal, 221 139 forintra emelkedett, ami a 2,7 százalékos fölé gyorsuló inflációt is figyelembe véve a reálbérek 8,3 százalékos emelkedését jelenti.

2018 második negyedévében tovább folytatódott a fogyasztói árak növekedése a magyar gazdaságban: áprilisban 2,3 százalékkal, májusban 2,8 százalékkal, míg júniusban 3,1 százalékkal növekedtek átlagosan a fogyasztói árak. Júliusban és augusztusban egyaránt 3,4 százalékos infláció volt a gazdaságban az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az infláció alakulásához jelentősen hozzájárult a szeszes italok, dohánytermékek, illetve az üzemanyagok árának a növekedése. A szeszes italok, dohánytermékek árnövekedése a korábbi jövedékiadó-emelésből, az üzemanyagoké pedig az olaj világgpiaci árának a növekedéséből és a forint az euróval, illetve a dollárral szembeni árfolyamának a gyengüléséből adódott. A második negyedév átlagában a szeszes italok, dohánytermékek ára az előző év azonos időszakához viszonyítva 5,8 százalékkal, az üzemanyagoké 8,9 százalékkal

*emelkedett, ez a júliusi, illetve augusztusi átlagban rendre 5,0, illetve 17,1 százalékot jelentett. A maginfláció 2018 második negyedévében 2,2 százalékot tett ki. A jegybank előrejelzése szerint, habár az olajár emelkedésének hatására az infláció átmenetileg enyhén meghaladja a középtávú célt, továbbra is 2019 közepére érhető el fenntarthatóan a 3 százalékos inflációs cél*

*A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa a nyár folyamán mindhárom kamatdöntő ülésén egyaránt változatlanul (0,9 százalékon) hagyta az irányadó kamatát. A hazai jegybank az előző év szeptemberi deklarációjának megfelelően a 3 hónapos jegybanki betét először 2017. december végén és azóta minden hónapban az elhelyezhető maximális szintjén, 75 milliárd forinton zárt. Ennek az intézkedésnek a célja a meglehetősen nagy forintlikviditás kiszorítása (a jegybank számításai szerint 400–600 milliárd forint) a 3 hónapos jegybanki betétből. További cél az is, hogy a referenciahozamok (BUBOR) szintjének mérséklődésén keresztül a vállalati és a lakossági hitelek költségei csökkenjenek, alacsony szinten maradhassanak.*

*A magyar jegybank Monetáris Tanácsa novemberi döntése értelmében a hitelfelvevők kamatkockázatát is mérsékelni igyekszik. Ebből a célból a Monetáris Tanács feltétel nélküli, 5 és 10 éves futamidejű monetáris politikai célú kamatcsereeszközt (MIRS) (változó kamatozást cserél fix kamatozásúra) vezetett be, amelynek 2018 első kilenc hónapjára vonatkozó keretösszegét 900 milliárd forintban határozta meg. Az MNB egy célzott programot is indított február végén, amelyben jelzálogleveleket vásárol. A fő cél a hosszú kamatperiódusú lakossági jelzáloghitelek arányának növelése és ezáltal a pénzügyi stabilitás javítása.*

*A folyó fizetési mérleg pozitív egyenlege erősítette, a külföldiek által hazai fizetőeszközben tartott állampapírok állományának jóformán stagnálása nem volt hatással rá, a jegybank nem konvencionális lazítása gyengítette a vizsgált időszakban (2018. június eleje – 2018. augusztus vége) a hazai valuta árfolyamát. További negatív hatást gyakorolt azonban a török líra jelentős gyengülése, illetve a török gazdaság strukturális problémái. Mindezek eredményeként a forint kurzusa az euróval szemben a június elejei 320 forintról augusztus végére 326 forintra gyengült.*

*A vállalati hitelek állománya 397 milliárd forinttal (7092 milliárd forintra) nőtt július végére, míg a lakossági hitelek állománya 156 milliárd forinttal, 5977 milliárd forintra emelkedett az április végi hitelállományhoz képest. A lakossági hiteleken belül jelentősen, 100 milliárd forinttal növekedett a lakáscélú hitelállomány, és 3191 milliárd forintot ért el.*

*Az MNB előzetes adatai szerint 2018 első fél évében 323,4 milliárd forint adózás előtti és 299,8 milliárd forint adózás utáni nyereséget jelentett a bankszektor. Ezzel szemben egy évvel korábban a bankszektor az adatok alapján 393,4 milliárd forintos adózás előtti és 362,9 milliárd forintos adózás utáni nyereséget ért el. Az előző év azonos időszakához képest csökkent a kamat-, míg nőtt a jutalékeredmény.*

Magyarország befektetői megítélése kedvezőtlenül alakult a 2018. június elejétől szeptember elejéig tartó időszakban: nőtt a CDS-felár (88 bázispontról 90 bázispontra), emelkedett a 10 éves állampapírhozam (3,17-ről 3,49 százalékra), a forint pedig gyengült a svájci frankkal (278-ról 289 forintra), az euróval (320-ról 326 forintra) és a dollárral (274-ről 280 forintra) szemben.

Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága az előzetes adatok szerint 2018 második negyedévének végén 28 743 milliárd forint volt, ami a GDP 72,5 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 73,6 százalék után.

Az elmúlt időszakban a Moody'snak nem volt meghirdetett minősítési időpontja, továbbá sem az S&P, sem pedig a Fitch a meghirdetett időpontban (2018. augusztus 17-én és augusztus 31-én) nem változtatott a magyar államkötvények hitelminősítésén, azaz továbbra is a 2016-ban meghozott jelenlegi befektetésre javasolt kategória legalsó szintje van érvényben a 2017-ben adott pozitív kilátással.

Az államadósság devizaaránya tovább csökkent az elmúlt időszakban, mivel a 2018. április végi 21 százalék után 2018 júliusának végén már 20 százalékot tett ki, tehát az ÁKK 2018. évi finanszírozási tervében meghatározott (és a 2017. évi tervhez képest nem változtatott) 15–25 százalékos sávban tartózkodott.

Magyarország továbbra is megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, hiszen a rövid lejáratú devizatartozás szintjénél jelentősen magasabb (1,27-szoros) a jegybanki devizatartalékok szintje.

A folyó fizetési mérlegen belül az áruk és szolgáltatások (szezonálisan kiigazított) egyenlege 2018 első negyedévében az előző negyedévhez képest 100 millió euróval, 2333 millióról 2233 millió euróra csökkent, míg éves összevetésben 2213 millió euróról 20 millió euróval emelkedett. A jövedelemkiáramlás mértéke csökkent, míg az EU-transzferek beáramlása jelentős mértékben visszaesett negyedéves bázison. Idén a tartósan magas fogyasztás, az erősebb beruházások indukálta élénkebb importkereslet és a világgazdaság jelentősebb növekedése miatti nagyobb exportkereslet, valamint a megvalósult beruházások miatti magasabb export eredőjeként, illetve a tőkemérleg javulása miatt a nettó finanszírozási képesség növekedését várjuk. Ezt elsősorban az előző évinél magasabb EU-s források okozzák. 2018-ra 5,7, 2019-re 6,2 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet becslünk.

Tekintettel arra, hogy a II. negyedéves növekedés jelentősen meghaladta a várakozásokat, így a gazdasági növekedésre vonatkozó előrejelzésünket felfelé módosítottuk, 2018-ra 4,2 százalékról 4,4 százalékra. Idén a növekedéshez elsősorban a háztartások fogyasztási kiadásának bővülése (5,6 százalék) és a beruházások volumenének emelkedése (13,0 százalék) járul hozzá – mindkét mutatót felfelé módosítottuk előző előrejelzésünkhöz képest. A fogyasztás növekedése egyértelműen a reálbérek dinamikus, éves szinten 8 százalékot megközelítő emelkedésére vezethető vissza. A bérek dinamikus növekedésének



*fenntartása fontos feladat a gazdaságpolitika számára. Ehhez szükséges a versenyképesség és így a gazdaság teljesítményének növelése, azonban a kapcsolat kétirányú: a magasabb bér egyrészt keresletet teremt a hazai termékek és szolgáltatások iránt, másrészt pedig a bérek kigazdálkodása beruházásokra ösztönözheti a kisebb, kevésbé hatékony vállalkozásokat. A beruházások mellett ehhez hozzájárulnak a nagyvállalatok beruházásai (például BMW-gyár), az uniós forrásból lezajló beruházások és a kormányzati finanszírozású fejlesztések (például Modern Városok és a Magyar Falvak Programja).*

*A beruházások magas volumene elősegíti az export bővülését is. Fontos azonban célként azt is megfogalmazni, hogy az exporton belül minél magasabb legyen a hazai hozzáadott érték aránya. Figyelembe véve a II. negyedéves adatokat és a forint tartós gyengülését, felfelé módosítottuk az export bővülésére vonatkozó várakozásainkat. Így a bővülés mértéke 2018-ban 6,7 százalék lehet. A dinamikusabban növekvő export és belső kereslet magasabb importot eredményez, melynek növekedése idén várhatóan 7,7 százalék lehet. Így a nettó export 2018-ban még nem tud hozzájárulni a gazdasági növekedéshez.*

*A gazdasági teljesítmény alakulásával kapcsolatban a legfontosabb kockázati tényezőknek a következőket látjuk:*

- *A mezőgazdaság teljesítményének alakulása, amelyet nagyban befolyásol az időjárás.*
- *A külső kereslet alakulása: tekintettel arra, hogy Magyarország kis, nyitott gazdaság, ezért a külső kereslet alakulása nagyban képes befolyásolni a gazdaság teljesítményének alakulását. A kockázatok között itt említhetjük a Brexit alakulását, Trump protekcionista gazdaságpolitikáját, a török helyzetet, a jövő évi európai parlamenti választásokat és a monetáris politikák szigorodását.*
- *A forint árfolyamának alakulása: a korábbi 310 körüli értékről az árfolyam 325 körülire gyengült. Ez, bár az exportáló multinacionális cégek szempontjából előny, magasabb inflációhoz és így alacsonyabb reálbér-emelkedéshez vezet. Az árfolyam további alakulása kockázatot jelent: vissza tud-e erősödni a forint korábbi egyensúlyi szintjére, a mostani szinten marad, vagy esetleg tovább gyengül.*
- *Versenyképesség, munkaerőpiac és hozzáadott érték: kérdés, hogy sikerül-e a versenyképesség érdemi növekedését elérni, illetve hogy sikerül-e javítani a munkaerő-állomány képzettségén, valamint növelni a hazai munkahelyek hozzáadott értékét. Ezen tényezők segíthetik a gazdasági növekedést.*
- *Olajár alakulása: a magasabb olajár növekvő inflációval jár, és a vállalati költségeket lassíthatja, míg a csökkenő olajár gyorsíthatja a gazdaság növekedését.*

*Idén várhatóan elérheti a foglalkoztatottak száma a 4,5 millió főt. A foglalkoztatásbővülés forrása részben az aktivitás lehet, amely idén 25 ezer fővel emelkedhet. Emellett várhatóan tovább csökken majd a munkanélküliségi ráta. Emellett várhatóan tovább folytatódik a munkaerőpiac szerkezetének átalakulása, tovább csökken a közfoglalkoztatottak száma, míg a közsféra átalakítása révén tovább nőhet a versenyszektorban foglalkoztatottak*

részaránya. A nettó átlagbér idén várhatóan 10,7 százalékkal emelkedik majd nominálisan, míg reálértelemben 7,7 százalékkal.

Felfelé korrigáltuk az inflációra vonatkozó prognózisunkat is. A forint tartós gyengülésének, valamint az olajárak emelkedésének eredményeként az infláció 3 százalék fölé került. Ennek megfelelően 2018-ra 2,8 százalékos inflációt várunk, azaz az infláció a jegybanki cél közelében, némileg afelett alakulhat, de a 2 és 4 százalék közötti toleranciasávon belül marad.

A forint gyengülése kapcsán a figyelem középpontjába került a várható monetáris szigorítás ideje. A júniusi kamatdöntő ülése után a Magyar Nemzeti Bank közleményben fejtette ki, hogy a jelenlegi laza monetáris kondíciók már csak 5–8 negyedévig tarthatók fenn. Ez egyben azt is jelenti, hogy 2019-ben már várható szigorítás – vélhetően először a nem konvencionális eszközök visszafogásával. Egy ilyen lépésnek tekinthető már a hitelfelvételi korlátok szigorítása is. Az ennél komolyabb szigorítások kapcsán meghatározó lesz, hogy az Európai Központi Bank mikor kezd monetáris politikájának érdemi szigorításába – ez azonban 2019 második fele előtt nem várható.

Az idei év augusztusának végéig az államháztartás központi alrendszerének hiánya 1 646,2 milliárd forintot ért el. A központi költségvetés 1 708 milliárd forint hiánnyal zártak, az elkülönített állami pénzalapok 21,8 milliárd forint, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai pedig 40 milliárd forintos többletet mutattak. Az előző három év azonos időszakához képest számított, viszonylag magas hiány mögött az uniós források megelőlegezése, a különféle infrastrukturális fejlesztések támogatása (például Modern Városok Program, Egészséges Budapest Program, kiemelt közúti projektek), valamint egyszeri kiadások állnak. Ezek összhangban vannak a Kormány költségvetési politikájával, amelynek középpontjában továbbra is a gazdasági növekedés ösztönzése, illetve a családok támogatása áll. Az adóbevételek alakulására pozitív hatást gyakorló kedvező gazdasági környezet mellett az előző években tapasztalt teljesülési dinamikát is figyelembe vettük, így összességében a gazdálkodó szervezetek és a lakosság befizetéseinél 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, nagyszámú munkavállalói átlépésekre alapozunk. Összességében a kormányzati tervekben szereplő, a GDP 2,4 százalékát kitevő deficittől kisebb mértékű, 2,0 százalékos államháztartási hiánnyal számol intézetünk. Ez azt is jelenti, hogy az idei év lehet egymás után a hetedik, amikor országunk teljesíteni tudja a 3 százalék alatti költségvetési deficit célt. Mivel Európa több országában már szufficites a költségvetés (például Csehország, Dánia, Németország), így a hiány fokozatos mérséklése kívánatos. A 3 százalékos hiánycél elérésére ezt megelőzően utoljára 2000-ben volt példa. A változatlan árfolyamon számolt, GDP-arányos bruttó

államadósság tekintetében 2018 végére 71,4 százalékos szintet várunk, ami 2,2 százalékpontos mérséklődés a 2017-es 73,6 százalékhoz képest.

1. táblázat: A főbb makrogazdasági változók várható alakulása

	2017	2018
<b>Bruttó hazai termék (volumenindex)</b>	<b>4,0</b>	4,4
<b>A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)</b>	<b>4,7</b>	5,6
<b>Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)</b>	<b>16,8</b>	13,0
<b>Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>7,1</b>	6,7
<b>Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>9,7</b>	7,7
<b>A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)</b>	<b>8,1</b>	7,4
<b>Fogyasztóiár-index (%)</b>	<b>2,4</b>	2,8
<b>A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)</b>	<b>0,9</b>	0,9
<b>Munkanélküliségi ráta (%)</b>	<b>4,2</b>	3,6
<b>A bruttó átlagkereset alakulása (%)</b>	<b>12,9</b>	10,6
<b>A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>3,1</b>	2,9
<b>Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában</b>	<b>4,1</b>	5,7
<b>Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>-2,0</b>	-2,0
<b>GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)</b>	<b>2,4</b>	2,3

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

## Nemzetközi környezet

### A globális konjunktúra alakulása

Az előző negyedévhez viszonyítva nem változott az eurózóna, valamint az Európai Unió GDP-jének növekedési üteme, mindkét gazdaság 0,4 százalékkal bővült a szezonálisan kiigazított adatok alapján, azonban éves alapon jelentős lassulás figyelhető meg. Az előző negyedév rendre 2,4, illetve 2,3 százalékos bővülése után a második negyedévben már csak 2,1-2,1 százalékos növekedést mért az Eurostat. Az eurózóna esetében a növekedésben elsősorban a 2,8 százalékkal bővülő beruházások játszottak szerepet, ami közel 0,6 százalékponttal járult hozzá a növekedési ütemhez, de a háztartások 1,3 százalékkal növekvő fogyasztási kiadásai is 0,72 százalékpontot adtak a növekedésből. A beruházások bővülése mögött a Juncker-tervnek nevezett beruházásösztönző csomag kibővítése, valamint az új uniós költségvetési ciklus gazdaságösztönző támogatásai állnak. A korábbi negyedévekhez hasonlóan a második negyedév során is gyorsabban bővült az eurózóna exportja az importjánál, rendre 3,2, illetve 2,7 százalékkal, amelynek köszönhetően a folyó áron 130 milliárd euró fölé emelkedő külkereskedelmi egyenleg a korábbi negyedéveknél kisebb mértékben, 0,38 százalékponttal járult hozzá a növekedési ütemhez. A kormányzati kiadások ellenben mindösszesen 1,1 százalékkal nőttek, ennek köszönhetően a GDP-hez való hozzájárulásuk a korábbi negyedévekhez hasonlóan alacsony volt (0,23 százalékpont).

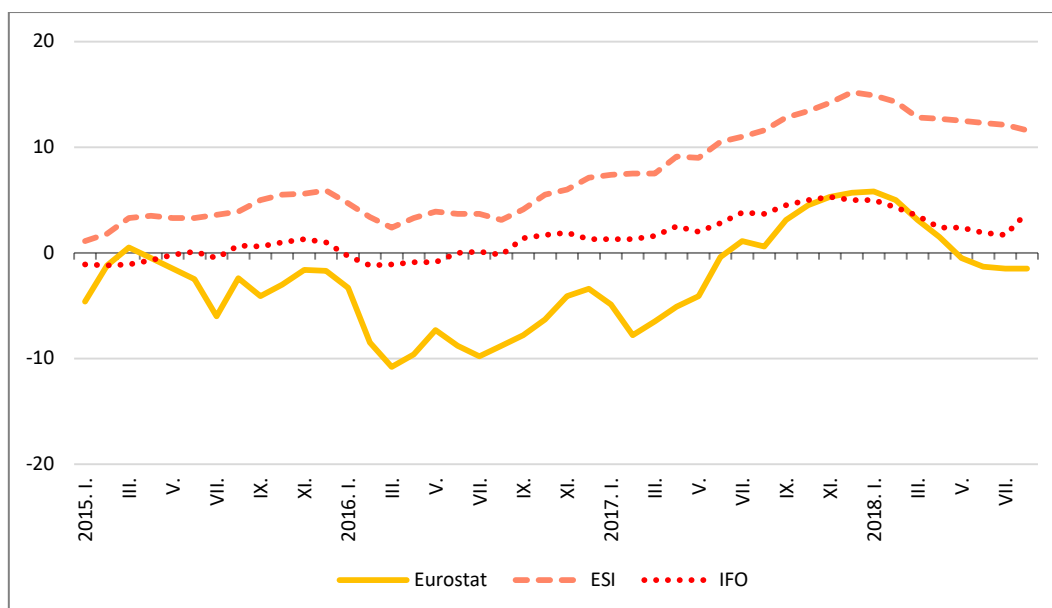
Az Európai Unió legnagyobb gazdaságai közül Németország GDP-je 1,9 százalékkal nőtt éves alapon, míg 0,5 százalékkal negyedéves alapon a második negyedévben. A növekedéshez elsősorban a beruházások bővülése (2,6 százalék) járult hozzá, míg a háztartások fogyasztási kiadása mindösszesen 1,1 százalékkal emelkedett. Franciaországban is csökkent a növekedési ütem az előző negyedévekhez képest, a második negyedévben csupán 1,7 százalékkal nőtt az eurózóna második legnagyobb gazdasága. Hasonlóan Németországhoz, elsősorban a beruházások növekedése húzta a francia gazdaságot, míg a háztartások fogyasztása 1 százalék alatt bővült. Franciaországban az export növekedése meghaladta az importét (3,1, illetve 2,9 százalék), szemben a német gazdasággal, ahol az import növekedett jobban. Olaszország növekedési üteme (1,2 százalék) ezzel szemben Dánia (0,6 százalék) után a második legalacsonyabb lett a tagállamok között, annak ellenére, hogy a beruházások 6,2 százalékkal bővültek. Ennek oka, hogy a GDP közel 20 százalékát kitevő kormányzati fogyasztás mindösszesen 0,1 százalékkal növekedett, míg a háztartások fogyasztási kiadásai 0,9 százalékkal. A Brexitet övező bizonytalanság miatt az Egyesült Királyság gazdasága mindösszesen 1,3 százalékkal bővült a második negyedévben. A korábbi negyedévekkel ellentétben jelentősen visszaestek a beruházások a szigetországban: 2018 második negyedévében mindössze 0,7 százalékkal bővültek éves alapon mérve. A GDP több mint 65 százalékát kitevő háztartási fogyasztások is csupán 1,1 százalékkal bővültek,

míg az export a font leértékelődése ellenére 1,8 százalékkal mérséklődött, amelyet az import 0,6 százalékos csökkenése csak részben tudott ellensúlyozni.

A visegrádi országok a korábbi negyedévekhez hasonlóan az európai uniós átlagot meghaladó mértékben bővültek a második negyedévben, azonban jelentős eltérések adódnak az országok között. Az uniós országok közül a lengyel gazdaság Málta (5,7 százalék) után a második leggyorsabb ütemben, 5,0 százalékkal növekedett éves, míg 1,0 százalékkal negyedéves alapon. A növekedéshez a beruházások 5,4 százalékos és a háztartások fogyasztási kiadásának 4,5 százalékos növekedése járult hozzá, előbbi 2,9, míg utóbbi 0,7 százalékponttal. De emellett a második negyedév során az euróval szemben több mint 4 százalékkal gyengülő zloty révén a külkereskedelmi egyenleg is javult Lengyelországban: amíg az export 7,5 százalékkal bővült, addig az import mindösszesen 6,2 százalékkal, így a külkereskedelmi mérleg 0,5 százalékponttal járult hozzá a növekedéshez. Jelentősen lassult a cseh gazdaság növekedési üteme a második negyedévben, éves alapon mindösszesen 2,4 százalékos növekedést mért a Cseh Statisztikai Hivatal. Ennek oka, hogy a GDP negyedét kitevő beruházások a megelőző negyedév 10 százalék feletti növekedési ütemét követően lassultak, és 7,8 százalékkal bővültek, de a háztartások fogyasztási kiadásai is csupán 3,5 százalékkal növekedtek, ami közel 1 százalékponttal elmarad az előző negyedéves ütemtől. Emellett a külkereskedelmi mérleg is fékezte a növekedést: az export csak 3,5 százalékkal emelkedett, elsősorban az elektronikai és optikai termékek exportja révén, míg az import a kőolajszármazékok behozatala eredményeképp 4,4 százalékkal nőtt. A szlovák gazdasági növekedés éves üteme ellenben 0,1 százalékponttal, 3,9 százalékra gyorsult a második negyedévben. Ennek oka elsősorban, hogy bár a beruházási aktivitás 20 százalék feletti ütemben növekedett, a szlovák export bővülési üteme is meghaladta az importét, míg a háztartások fogyasztási kiadása csak 2,7 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva.

Az elmúlt három hónap során csökkent az eurózóna hangulatváltozását mérő főbb indexek értéke, ez alapján a következő negyedévekben tovább mérséklődhet az európai gazdaság növekedési üteme. Az euróövezet gazdasághangulat-indexe (ESI) a májusi -0,5 pontról előbb júniusban -1,3 pontra, majd júliusban -1,5 bázispontra csökkent. Ezzel az index év eleje óta 7,3 bázispontot csökkent, és immár tartósan a negatív tartományban tartózkodik. Az Eurostat euróövezeti bizalmi indexe is tovább mérséklődött az elmúlt időszakban, május óta 0,9 bázisponttal, 11,6 pontra, noha az évet még 15 pont környékén kezdte. Az euróövezeti hangulatindexekkel szemben a német gazdaság üzletihangulat-változását kifejező Ifo-indikátor összességében emelkedett az utóbbi időszakban: a májusi 2,4 bázispontról júliusig 1,7 pontra csökkent, majd augusztusban jelentősen, 2,1 bázisponttal, 3,8 pontra emelkedett az index értéke, azonban így is elmarad az év eleji 5,0 pontos szinttől.

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



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

A hangulatindexek romlásával párhuzamosan jelentősen rontotta gazdasági várakozásait az Európai Bizottság a legfrissebb nyári előrejelzésében. Az eurózána esetében a korábbi 2,3 százalékos növekedés helyett 2,1 százalékos GDP-bővüléssel számol a Bizottság, üteme 2019-ben 2,0 százalékra lassulhat. Várhatóan jövőre is minden gazdaság bővül majd az eurózánaiban, azonban a sereghajtók a legnagyobb gazdaságok lesznek: Németországban 1,9 százalékos, Franciaországban 1,7 százalékos, míg Olaszországban mindösszesen 1,1 százalékos bővülést valószínűsít az Európai Bizottság. Az előrejelzés szerint a növekedés forrása továbbra is a belső fogyasztás maradhat, amelyet a növekvő foglalkoztatás és bérek hajthatnak, azonban a beruházásokkal együtt csökkenhet a szerepe. A Bizottság várakozása szerint a külkereskedelmi mérleg kismértékben lassíthatja az eurózána növekedését: az exportbővülés lassulhat, míg az import növekedése a világgazdaság bővülése révén jelentős maradhat.

Az első negyedéves 2,2 százalék után a második negyedévben 4,2 százalékkal bővült az USA gazdasága negyedéves alapon, évesítve<sup>1</sup>. 4 százalék feletti ütemben legutóbb a 2014 harmadik negyedében bővült a világ legnagyobb gazdasága. Éves alapon ellenben 2,9 százalékos növekedést figyeltek meg, így növekedési üteme továbbra is meghaladja az Európai Unióét. A növekedésben elsősorban a külkereskedelmi mérleg játszott közre: amíg

<sup>1</sup> Az évesített növekedés a negyedéves növekedési ráta felszorzásából adódik, miközben a Magyarországon gyakrabban használt éves növekedési ráta az egymást követő években lévő két negyedév gazdasági teljesítményét viszonyítja egymáshoz. Az amerikai gazdaság reálkibocsátása 2018 első és második negyedéve között 2,9 százalékkal bővült, miközben a 4,2 százalékos évesített rátát a 2018 első és második negyedévének reálkibocsátása közötti, 1,05 százalékos negyedéves növekedési ráta indukálta.

az amerikai gazdaságpolitikai döntéshozatalban gyakrabban használt negyedévek közötti növekedési ráta alapján az export 2,3 százalékkal bővült, elsősorban az áruexport 3,3 százalékos bővülése következtében, addig az import 0,1 százalékkal mérséklődött. Ezek alapján évesítve 9,1 százalékkal emelkedett az export, míg az import 0,4 százalékkal esett vissza. Ennek köszönhetően a külkereskedelmi mérleg közel 1,2 százalékponttal járult hozzá a növekedéshez. Jelentős volt még a fogyasztás hozzájárulása, amely negyedéves alapon 1,0 százalékkal nőtt. Ez évesítve 3,8 százalékos bővülésnek felel meg, és így 2,55 százalékponttal járult hozzá a GDP-bővüléshez. A fogyasztás növekedésében elsősorban a termékek fogyasztása játszott közre, amely évesítve 5,4 százalékkal bővült, a tartós javak fogyasztásának 8,6 százalékos növekedése következtében, míg a szolgáltatások fogyasztása mindösszesen 3,1 százalékkal nőtt az idei második negyedévben. Az éves alapon mért indexek alapján is hasonló kép rajzolódik ki: a fogyasztás 2,6 százalékos növekedése mögött az áruk fogyasztásának 3,9 százalékos, valamint a szolgáltatások 2,0 százalékos növekedése állt.

Ezzel szemben a kormányzati fogyasztás csak 2,3 százalékkal, míg az állóeszköz-felhalmozás 0,4 százalékkal nőtt az évesített index alapján. Ez utóbbiban a lakóépületek építésének 1,6 százalékos visszaesése játszott közre, valamint a készletváltozás, amely önmagában közel 1 százalékponttal lassította a GDP növekedési ütemét. Ezzel szemben a vállalatok építési beruházásai 13,2 százalékkal, az eszközberuházások 4,4 százalékkal, míg a szellemi termékekbe való beruházások 11,0 százalékkal bővültek az évesített indexek alapján. Éves alapon mérve a kormányzat fogyasztása 1,3, míg a beruházás 4,8 százalékkal emelkedett. A jelentős bővülést a vállalatok részéről részben a tavalyi gyenge beruházási volumen miatti bázishatás magyarázhatja, ugyanakkor Donald Trump társaságiadó-csökkentést tartalmazó programja is a beruházási aktivitás további emelkedését valószínűsíti.

Dinamikusan bővült a második negyedévben a japán gazdaság. A szezonálisan kiigazított adatok alapján az előző negyedévhez viszonyítva 0,7 százalékkal nőtt a japán GDP, azonban az éves növekedési ráta csupán 1,3 százalék volt, ami elmarad a tavalyi év végén mért 2,0 százalékos ütemtől. A növekedéshez elsősorban a vállalati beruházások járultak hozzá, éves alapon 6,4 százalékkal bővültek, és így 0,9 százalékpontot adtak a növekedésből. Ezzel szemben a lakásépítési beruházások 8,9 százalékkal, míg az állami beruházások 3,3 százalékkal estek vissza, és így 0,3, illetve 0,1 százalékponttal mérsékeltek a növekedés ütemét. A háztartások fogyasztása jelentősen lassult, csupán 0,1 százalékkal nőtt éves alapon, és így mindösszesen 0,1 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. A háztartások fogyasztásához hasonlóan a kormányzati fogyasztás is csak korlátozott mértékben, 0,3 százalékkal bővült egy év alatt, és így a GDP-hez való hozzájárulása is alacsony (0,1 százalékpont) volt. Tovább csökkent az exportbővülés dinamikája a szigetországban a második negyedévben, az előző év azonos időszakához viszonyítva 5,0 százalékkal nőtt az export értéke, míg tavaly még 6 százalék feletti ütemet mértek



Japánban. Azonban, mivel az import csak 2,9 százalékkal növekedett, a külkereskedelmi mérleg 0,4 százalékponttal javította a növekedést.

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

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

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

## Munkaerőpiac

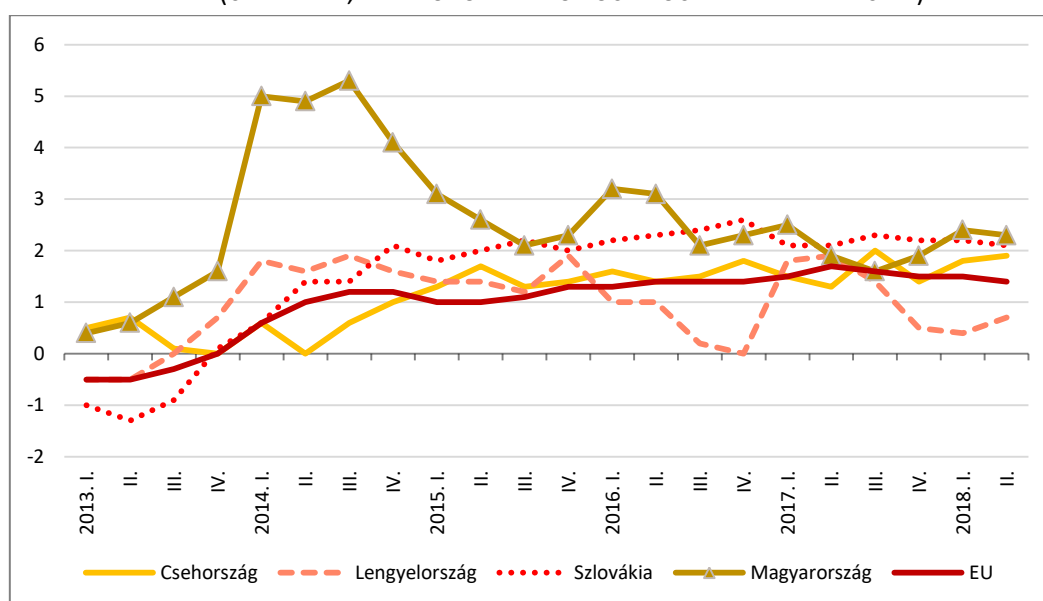
A március–májusi időszaknál lassabb ütemben, 556 ezer fővel bővült a nem mezőgazdaságban foglalkoztatottak száma a nyári hónapokban az USA-ban. Ez közel 100 ezer fővel elmarad az előző év azonos időszakában mért bővüléstől. Az augusztusi 201 ezer új álláshely is csak kismértékben haladta meg az elemzők 192 ezer fős várakozását. A munkanélküliségi ráta ezzel együtt 3,9 százalékon stagnált. Ez magasabb, mint a májusi 3,8 százalékos ráta, azonban a problémát továbbra is az alacsony foglalkoztatási ráta jelenti, ami hiába növekszik 2013 vége óta szinte folyamatosan, és állt 60,4 százalékon idén nyáron, még mindig közel 3 százalékponttal elmarad a válság előtti szinttől. Emellett a szélesebb értelemben vett alulfoglalkoztatottsági ráta<sup>2</sup> továbbra is magas, 7,4 százalék. Az átlagos órabérek az előző év azonos időszakához viszonyítva 2,8 százalékkal emelkedtek a nyári hónapokban. A béremelések üteme év eleje óta folyamatosan gyorsul, augusztusban már 2,92 százalék volt, vagyis a keresetek dinamikája leköveti az infláció alakulását az USA-ban. A kedvező munkaerőpiaci adatok tovább növelik a valószínűségét, hogy a Federal Reserve további két kamatemelést hajt végre az idei évben.

<sup>2</sup> A munkanélküliségi rátán túl az önhibájukon kívül félállásban foglalkoztatottak, illetve a munkaerőpiacon csak marginálisan, heti pár óra erejéig foglalkoztatottak részarányát tartalmazza.



Az Európai Unióban minimálisan csökkent, míg az eurózónában nem változott a foglalkoztatás bővülésének üteme a második negyedévben, az Eurostat az előbbi esetben 1,4 százalékos, míg utóbbi esetében 1,5 százalékos növekedést mért. Ennek köszönhetően a második negyedévben az EU-ban 238,9 millió, míg az eurózónában 158 millió munkavállaló dolgozott, amely a valaha mért legmagasabb adat mindkét gazdaság esetében. Az Európai Unióban a növekedés motorja az IKT-szektor, valamint az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység ágazat volt, amelynél egyaránt 3,1 százalékkal nőtt a foglalkoztatás, de 2,5 százalékos növekedést mértek az ingatlanügyletek esetében is. A nagyobb ágazatok közül egyedül a mezőgazdaságban csökkent a foglalkoztatás éves szinten 2,8 százalékkal, míg az állami szférában átlag alatti, 1,2 százalékos növekedést mértek. A tagállamok közül leggyorsabb ütemben Máltán (5,5 százalék) nőtt a foglalkoztatás, míg 3 százalék feletti ütemben bővült még az ír (3,4 százalék), a ciprusi (4,3 százalék) és a luxemburgi (3,8 százalék) munkaerőpiac. A korábbi negyedévekkel szemben nem minden gazdaságban nőtt a foglalkoztatotti létszám, Romániában éves szinten 1,5 százalékos visszaesést mértek a második negyedév során. A 4 legnagyobb tagállamban ellenben átlag alatti mértékben bővült a foglalkoztatottak száma: Németországban 1,4 százalékkal, az Egyesült Királyságban 1,0 százalékkal, Franciaországban 0,8 százalékkal, míg Olaszországban 0,9 százalékkal.

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



Forrás: Eurostat

A legfrissebb, júliusi adatok alapján 6,8 százalékra csökkent a munkanélküliek részaránya az Európai Unióban, míg az eurózónában 8,2 százalékos munkanélküliségi rátát mértek. Előbbi éves alapon 0,8 százalékpontos, míg utóbbi 0,9 százalékpontos csökkenés. Kivételem nélkül minden tagállamban csökkent a munkanélküliségi ráta: a leggyorsabb ütemben Görögországban (2,2 százalékponttal, 19,5 százalékra, májusi adat), Horvátországban

(2,1 százalékponttal, 8,8 százalékra) és Portugáliában (2,1 százalékponttal, 6,8 százalékra). Az Európai Unió nagy gazdaságai közül Olaszországban (10,4 százalék), Spanyolországban (15,2 százalék) és Franciaországban (9,2 százalék) bőven átlag feletti, míg Németországban (3,4 százalék) és az Egyesült Királyságban (4,0 százalék, májusi adat) átlag alatti munkanélküliségi rátát mértek.

A visegrádi államok közül Csehország és Lengyelország esetében nőtt, míg Szlovákia és Magyarország esetében csökkent a foglalkoztatás éves növekedési üteme a második negyedévben, ennek ellenére az utóbbi két gazdaságban bővült gyorsabban a foglalkoztatás. Szlovákiában a szezonálisan kiigazított adatok alapján negyedéves alapon 0,5 százalékkal nőtt a foglalkoztatás, míg éves alapon 2,1 százalékkal. A foglalkoztatás ezzel már 3 éve nő stabilan 2 százalék feletti ütemben a szlovák gazdaságban. A munkanélküliségi ráta így júliusban már csak 6,8 százalék volt Szlovákiában, ami éves szinten 1,2 százalékpontos csökkenés. Lengyelországban ezzel szemben negyedéves alapon az uniós országok közül az egyik leggyorsabb ütemben, 1,2 százalékkal nőtt a foglalkoztatottak szezonálisan kiigazított száma, ami éves alapon azonban csak 0,7 százalékos bővülésnek feleltethető meg. Ezzel Lengyelországban megfordult a négy negyedév óta tartó csökkenés a foglalkoztatottak számának növekedési ütemében. Csehországban a legmagasabb az aktivitási ráta és a legalacsonyabb a munkanélküliségi ráta a visegrádi országok közül, vagyis a cseh gazdaságban a legkisebb a munkaerő-tartalék. Ennek ellenére a foglalkoztatottak száma egy év alatt 1,9 százalékkal nőtt Csehországban, miközben 2,3 százalékra mérséklődött a munkanélküliségi ráta júliusban. A munkaerőhiány azonban egyre jelentősebb a cseh gazdaságban, a második negyedévben az összes álláshely 5,4 százaléka volt betöltetlen, míg az Európai Unió egészében ugyanez az arány csak 2,2 százalék, Magyarországon pedig 2,6 százalék volt.

Az Európai Bizottság a nyári előrejelzésében az első fél évben továbbra is az erőteljesen emelkedő foglalkoztatást emelte ki az eurózónában, azonban több negatív tendenciára is rávilágított. Egyrészt a ledolgozott órák száma a foglalkoztatásnál lassabb ütemben nőtt, ami a részmunkaidős foglalkoztatás bővülésével magyarázható, azonban a munkaerőpiaci felmérések alapján a részmunkaidős munkavállalók egy része dolgozna teljes munkaidőben is, ha lenne rá lehetősége. Vagyis a foglalkoztatás bővülésével párhuzamosan nőtt az alulfoglalkoztatottság is az eurózónában. Ez az idei első negyedévben 2006, az adatgyűjtés kezdete óta legmagasabb 2,1 százalékos szintre emelkedő üres álláshely aránnyal együtt jelentős strukturális problémákat jelez az eurózóna munkaerőpiacán.

Az Európai Központi Bank előrejelzése szerint lassulhat a foglalkoztatás bővülése az eurózónában. Idén várhatóan 1,4 százalékkal nőhet a foglalkoztatottak száma, üteme az évtized végéig 0,8 százalékra lassulhat. Ennek köszönhetően tovább mérséklődhet a munkanélküliségi ráta az euróövezetben: az idei 8,3 százalék után jövőre 7,8 százalékos, míg 2020-ban 7,4 százalékos rátával számolnak a jegybankban. A feszedő munkaerőpiac

azonban várhatóan kedvező hatást gyakorol majd a bérekre, a szeptemberi előrejelzés alapján 2020-ig 2,7 százalékra gyorsulhat a béremelkedés, amely, figyelembe véve a munkatermelékenység folyamatos emelkedését, csupán az infláció ütemével megegyező mértékben emeli majd a vállalatok munkaerőköltségét.

## Monetáris kondíciók alakulása

A várakozásoknak megfelelően nem változtatott monetáris kondícióin vagy kommunikációján az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa. Az alapkamat értéke így továbbra is 0 százalék az eurózónában, és a jövő év nyaráig fennmaradhat. Nem változott emellett az eszközvásárlási programok kivezetésének ütemezése sem: szeptember végéig havi 30 milliárd euró értékben vásárol állampapírokat és vállalati kötvények az EKB a tagországok jegybankjain keresztül, majd azt követően a havi ütem 15 milliárd euróra mérséklődik az idei év végéig. A jegybank a legutóbbi kamatdöntéshez kapcsolódó kommentárban azonban hangsúlyozta, hogy amennyiben az inflációs folyamatok megkövetelik, készek kitolni az eszközvásárlások lezárásának határidejét. Viszont fontos hangsúlyozni, hogy amennyiben le is zárulnak az eszközvásárlások az idei év végeztével, a jegybank még egy jó ideig újra befekteti majd a lejáró kötvények tőkéjét, vagyis egyelőre nem várható a pénzösség hirtelen megszűnése az eurózónában.

A piaci várakozásoknak megfelelően szeptemberi ülésén a 2-2,25-ös sávba emelte irányadó rátáját a Federal Reserve Nyílt Piaci Bizottsága (FOMC). A Fed a döntést a továbbra is kedvező munkaerőpiaci folyamatokkal (növekvő aktivitás, alacsony munkanélküliség), valamint a 2 százalékos inflációs cél közelében alakuló áremelkedéssel indokolta. A kiadott dot-plot alapján idén még egy (várhatóan decemberben), míg jövőre további három kamatemelés várható. Jerome Powell a kamatdöntést követő beszédében a jegybank továbbra is támogató szerepét, valamint a költségvetési kiigazítás és így az államadósság csökkentésének szükségességét hangsúlyozta. A Fed emellett szeptemberben frissítette gazdasági előrejelzését, a GDP-növekedés terén idén a korábbi 2,8 százalék helyett 3,1 százalékos, míg jövőre a korábbi 2,4 százalék helyett 2,5 százalékos növekedésre számít, amely ütem 2021-ig 1,8 százalékra lassulhat. A munkanélküliség 4 százalék alatt maradhat, míg az infláció kicsivel 2 százalék fölött alakulhat.

Augusztus eleji ülésén 0,25 százalékponttal, 0,75 százalékra emelte irányadó rátáját a Bank of England, míg a szeptemberi ülésén nem módosított a kamatkondíciókon. A kamatemelés mögött elsősorban a 2 százalékos jegybanki célt meghaladó 2,4 százalékos infláció állt, amely elsősorban külső tényezők következménye. Azonban a jegybank előrejelzése szerint a külső inflációs nyomás enyhülhet a következő időszakban, míg a belső erősödhet, így az inflációs cél tartós elérése csupán az előrejelzési horizont harmadik évében várható. Így lassan emelkedő alapkamat-pálya mellett visszafogott, átlagosan 1,75 százalékos növekedéssel számol a Bank of England az Egyesült Királyságban. A brit pénzügyminiszter szeptember 11-

én jelentette be, hogy az eredeti tervekkel (2019 nyara) szemben Mark Carney, a Bank of England kormányzója 2020 januárjáig tölti be pozícióját annak érdekében, hogy biztosítva legyen az EU-ból való kilépés zökkenőmentessége.

Június végi, augusztus eleji és szeptember végi ülésén is 0,25-0,25 százalékponttal emelte irányadó rátáját a Cseh Nemzeti Bank, ennek köszönhetően az alapkamat 1,5 százalékra emelkedett. A kamatemelésekkel párhuzamosan ismét szimmetrikussá vált a kamatfolyosó Csehországban: az egynapos jegybanki betét kamata 0,5, míg az egynapos hitelé immár 2,5 százalék. Az augusztusi kamatdöntést követően a jegybank nyilvánosságra hozta legfrissebb, harmadik negyedéves inflációs jelentését is. A jegybank a tavalyi 4,5 százalékos növekedés után idén 3,2 százalékos bővülésre számít, amely a következő két évben is fennmaradhat. Ezzel szemben a jegybanki előrejelzés szerint az infláció 2020-ig a 2 százalékos jegybanki cél fölött maradhat elsősorban az olajárak emelkedése, valamint a korona leértékelődése következtében, de jelentős inflációs hatása lehet a lendületes béremelkedésnek is. Idénre 8,6 százalékos béremeléssel számolnak, ami 2020-ig 5,4 százalékra mérséklődhet.

A várakozásoknak megfelelően nem emelte 1,5 százalékos irányadó rátáját a Lengyel Nemzeti Bank. A jegybank a legutóbbi, szeptemberi kamatdöntéséhez kapcsolódó közleményben a bérek és a foglalkoztatás hajtotta fogyasztást emelte ki, ami hozzájárult a második negyedéves gazdasági növekedéshez, valamint hogy az export növekedése révén az elmúlt fél évben már pozitív külkereskedelmi mérleg is segítette a lengyel gazdaság bővülését. A jegybank az inflációs folyamatokat is kedvezően értékelte, a növekvő üzemanyagárak ellenére az infláció bőven a 2,5 százalékos jegybanki cél alatt maradt elsősorban az élelmiszerárak alacsony növekedése miatt. Az előrejelzés szerint az infláció tartósan a jegybanki cél alatt maradhat, és csak lassan közelítheti azt az elkövetkező években.

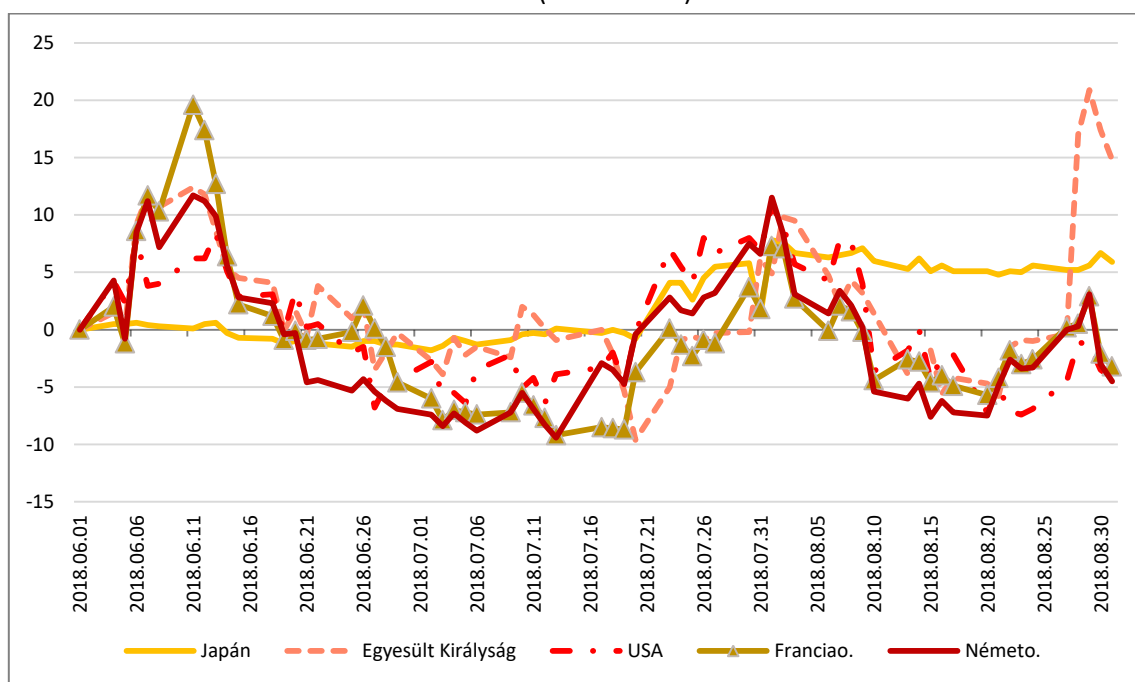
A várakozásokkal szemben nem emelte tovább irányadó rátáját a Román Nemzeti Bank az elmúlt fél év során, ennek oka, hogy a júniusban 5,4 százalékon tetőző infláció júliusban a jegybank várakozásainak megfelelően 4,6 százalékra mérséklődött, azonban augusztusban ismét 5,1 százalékra emelkedett. A legfrissebb inflációs jelentés szerint a pénzromlás éves üteme az idei év végén elérheti az inflációs célsáv felső határát (3,5 százalék), míg az inflációs célt (2,5 százalék) a jövő év közepére közelítheti meg.

## **Pénzügyi folyamatok**

Az Európai Központi Bank legfrissebb, júliusi második negyedéves hitelezési körképe alapján mindhárom csoportban (vállalati hitelek, lakossági lakáshitelek és fogyasztási hitelek) enyhültek a hitelezési feltételek, illetve nőtt a hitelkereslet az eurózónában. A vállalati hitelek esetében a bankok közötti verseny játszott szerepet elsősorban a hitelezési feltételek

enyhülésében, de hozzájárult a források alacsony költsége, valamint a kockázat megítélése, ellenben a bankok kockázatvállalása nem változott a negyedév során. A hitelkereslet növekedését a vállalati szektorban elsősorban az alacsony kamatok magyarázták, de hozzájárult a készletek és a forgótőke alacsony szintje, valamint az egyéb finanszírozási szükségletek is, azonban a bankok elutasítási rátája kismértékben emelkedett.

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

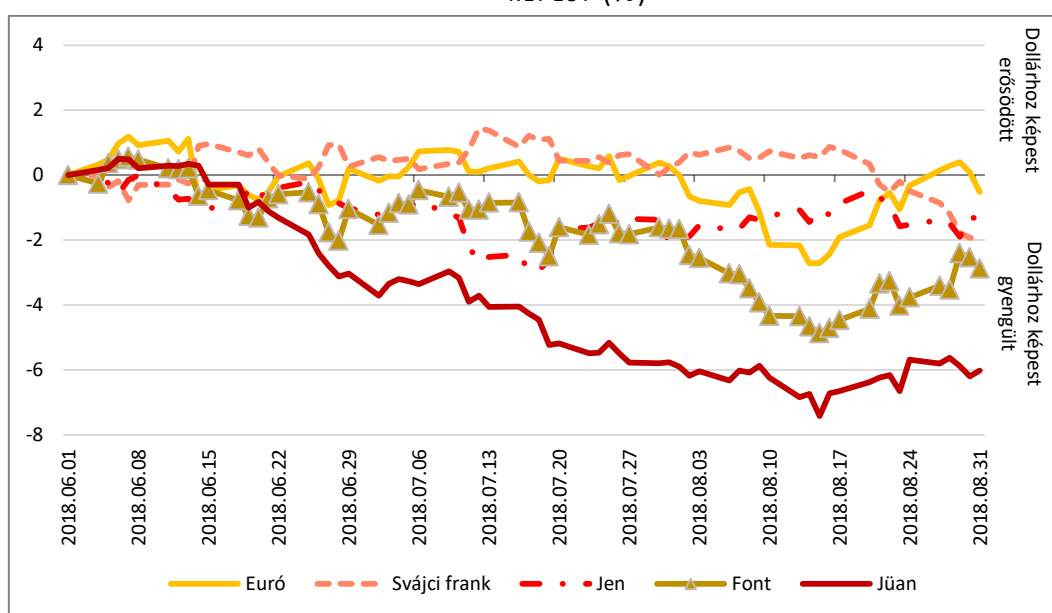


Forrás: Thomson Reuters, Száadvég-szerkesztés

A harmadik negyedévben várhatóan tovább enyhülhetnek a hitelezési feltételek, és ezzel párhuzamosan növekedhet a vállalatok hitelkereslete. A háztartási hitelek esetében ellenben mindkét csoportban a várakozásoknál kisebb mértékben enyhültek a hitelezési feltételek, főként a verseny és a kockázat megítélése miatt. Ennek következtében mindkét hiteltípus esetében csökkent a bankok kamatmarzsa, valamint javultak az általános feltételek, azonban a kockázatosabb ügyfelek esetében csak a lakáshiteleknél csökkentek a marzsok. Úgy a lakás-, mint a fogyasztási hitelek esetében az alacsony kamatok, valamint a fogyasztói bizalom növekedése járult hozzá a hitelkereslet növekedéséhez. Előbbi csoportban emellett a kedvező lakáspiaci kilátásokat jelölték meg a bankok önbevallása alapján. A várakozások szerint a harmadik negyedévben is tovább élénkülhet a lakossági hitelezés, azonban a fogyasztási és egyéb hitelek esetében lassabb bővülésre számítanak az eurózóna kereskedelmi bankjai. A hitelezést segíti, hogy továbbra is jelentős likviditásbőség van a bankközi piacokon, az EKB -0,4 százalékos betéti kamatlába következtében az eurózóna bankjai közötti egynapos kölcsönügyletek kamatlábát kifejező EONIA, valamint a három hónapos euró LIBOR kamatlába is negatív: előbbi -0,36 százalék, míg utóbbi -0,32 százalék körül mozgott a nyári hónapokban.

Jelentős volatilitás mellett, de összességében alig változtak a 10 éves állampapírhozamok a világ vezető gazdaságaiban. Június elején jelentősen emelkedett a francia, a német, a brit és az amerikai 10 éves állampapír hozama, azonban ez csak átmeneti volt, június végére a jegyzés ismét visszatért a hónap eleji szintjére. Ehhez hasonlóan a július végi, augusztus eleji hozamemelkedés sem bizonyult tartósnak: a hozamok rövid időn belül visszakonvergáltak a korábbi szintjükre. Ennek oka elsősorban, hogy a vezető jegybankok továbbra is fenntartják a laza monetáris politikát, ami jelentős likviditásbőséget eredményez a pénzpiacokon, illetve a feltörekvő piacokat (Törökország és Argentína) érő turbulenciák miatt a befektetők igyekeznek a pénzüket minél biztonságosabb eszközökben elhelyezni. A vizsgált országok között Japán képezi a kivételt: az ázsiai országban július közepéig érdemben nem változott a 10 éves állampapír hozama, azonban július 23-án 5 bázisponttal emelkedett a jegyzés, 0,036 százalékról 0,087 százalékra, majd ezt követően 0,1 százalékon stabilizálódott. Az emelkedés oka egyrészt, hogy a Bank of Japan bejelentette, hogy februárban ismét korlátozások nélkül vásárol állampapírokat 0,11 százalékos kamattal. Másrészt a befektetők arra reagáltak, hogy médiaértesülések szerint az eszközvásárlási program felülvizsgálatát tervezik Japánban, nagyobb figyelmet szentelve a költségekre, a mellékhatásokra és a vásárlások fenntarthatóságára. A 10 éves brit hozam a vizsgált időszakban együtt mozgott a német és a francia hozammal, azonban augusztus 28-án jelentősen, több mint 17 bázisponttal emelkedett a hozam annak következtében, hogy Theresa May egy interjúban kijelentette, nem lenne probléma, ha az Egyesült Királyság megállapodás nélkül lépne ki az Európai Unióból.

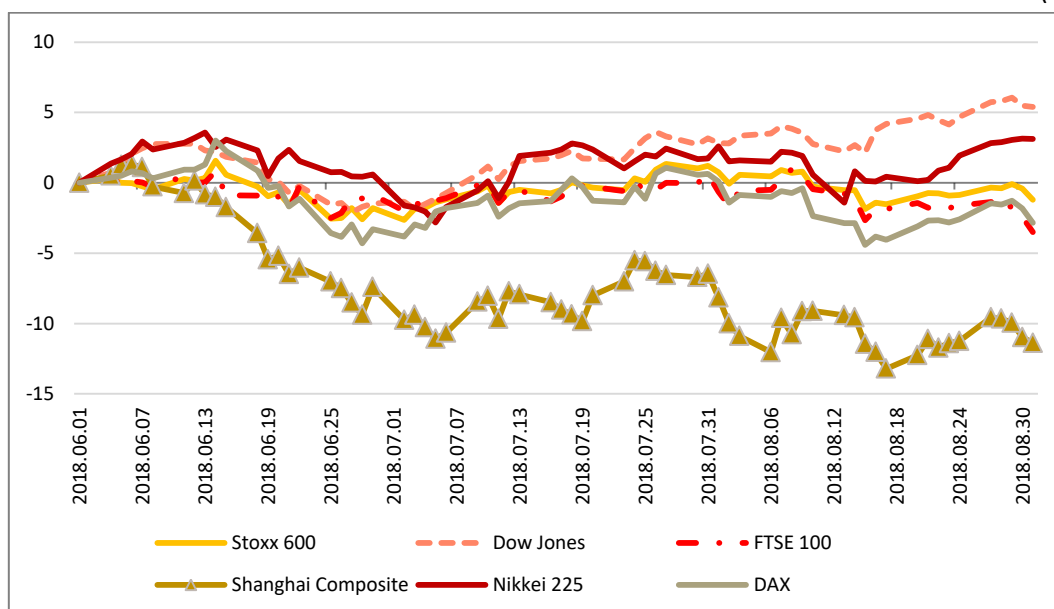
4. ÁBRA: A DOLLÁR FŐBB DEVIZÁKKAL SZEMBENI ÁRFOLYAMVÁLTOZÁSA 2018. JÚN. 1-JÉHEZ KÉPEST (%)



Forrás: Thomson Reuters, Századvég-számítás

A nyári hónapokban a főbb lebegő árfolyamrendszerű valuták mindegyik gyengült a dollárhoz viszonyítva. A legkisebb volatilitást az euró mutatta, amely július végéig szűk sávban mozgott a dollárhoz viszonyítva, azonban az augusztus eleji Fed-ülést követően jelentősen, az 1,13-os szint közelébe gyengült a jegyzés. Augusztus végére visszaerősödött az árfolyam a június eleji szint közelébe. A svájci frank ezzel szemben augusztus közepéig erősödött a dollárral szemben, és csak a vizsgált időszak végén kezdett gyengülni. Jelentősen, közel 3 százalékkal gyengült a font is a dollárral szemben az utóbbi hónapokban. Ennek hátterében az húzódott meg, hogy a tárgyalások alakulásának hatására fokozatosan emelkedik annak a valószínűsége, hogy az Egyesült Királyság megállapodás nélkül lép majd ki az Európai Unióból. A szigetország helyzetét jelentősen rontotta, hogy július 9-én lemondott David Davis, a Brexit-ügyi miniszter, mivel nem értett egyet a kormány Brexit-politikájának irányával és taktikájával. Még ugyanezen a napon Boris Johnson külügyminiszter is felmondott a Brexit-tárgyalások alakulása miatt.

5. ÁBRA: A FONTOSABB TŐZSDEINDEXEK ALAKULÁSA 2018. JÚN. 1-JÉHEZ KÉPEST (%)



Forrás: Thomson Reuters, Századvég-számítás

A vizsgált devizák közül a legnagyobb leértékelődést a jüan mutatta a dollárral szemben az elmúlt időszakban. Június eleje és augusztus vége között a kínai valuta árfolyama 6 százalékkal, a 6,8-es szint fölé gyengült a dollárral szemben. A jüan gyengülésének oka elsősorban az USA és Kína között kirobbant vámháború. A még márciusban hozott döntés eredményeként július 6-án 34 milliárd dollár értékű kínai termékekre vetettek ki 25 százalékos vámot az USA-ban, amelyre válaszul a kínai vezetés hasonló értékű amerikai termékekre vetett ki szintén 25 százalékos vámot. Augusztus 15-e után a vezető devizák (euró, font, jüan) egyszerre erősödésnek indultak a dollárral szemben. Ennek oka egyrészt, hogy sajtóinformációk szerint megkezdődtek az előkészületek egy Donald Trump és Hszi Csin-ping



közötti novemberi tárgyalásnak, ami csökkentette a vámháborútól való félelmet. Emellett a határidős piaci adatok alapján augusztus 15-én tetőztek a dollár erősödésére játszó pozíciók.

Június és augusztus között az amerikai és a japán tőzsdeindex erősödött, míg a vezető európai tőzsdeindexek kismértékben, a kínai részvényindex pedig jelentősen gyengült. A Dow Jones index értéke a nyár végére a kereskedelmi háborútól való félelem ellenére ismét megközelítette a 26 ezer pontos szintet. Az indexet felépítő részvények közül az Apple-t és az Amazont kell kiemelni: előbbi a kedvező második negyedéves gyorsjelentésének köszönhetően augusztus 2-án elsőként érte el az 1000 milliárd dolláros piaci értéket, míg az Amazonnak ez szeptember 4-én sikerült, köszönhetően annak, hogy az idei évben eddig több mint 70 százalékat emelkedtek a seattle-i központú cég részvényei. A kínai részvényindex ezzel szemben több mint 11 százalékat esett a nyár folyamán az USA-val folytatott kereskedelmi háború következtében, így a Shanghai Composite értéke év eleje óta már 18,6 százalékat gyengült. A vámháború és a romló gazdasági kilátások következtében a német tőzsdeindex, a DAX közel 3 százalékat, míg a Brexit körüli félelmek miatt az FTSE 100 3,5 százalékat esett a nyári hónapokban. Ezzel utóbbi ismét az év eleji szintjére csökkent, míg a DAX január óta már közel 4 százalékat gyengült.

## Az infláció alakulása

A második negyedévben a globális inflációs folyamatokat alapvetően meghatározó világpiaci olaj vegyes képet mutatott. A benchmarkként használt Crude kőolaj hordónkénti ára az április eleji 63 dolláros szintről májusig előbb 71 dollár fölé emelkedett, majd ezt követően június elejéig ismét 65 dollár alá csökkent. Július elején ezzel szemben ismét 74 dollár fölé emelkedett a jegyzés, majd ismét esésbe kezdett az olajár. Augusztus közepén már csak 65 dollárt fizettek egy hordó olajért, ahonnan azonban emelkedésnek fordult a jegyzés, és augusztus végéig 70 dollárra emelkedett. Júniusban a Kőolaj-exportáló Országok Szervezete (OPEC), valamint a kartellben részt vevő további olajkitermelő országok a globális kereslet növekedése miatt a kitermelés növelésében állapodtak meg, míg július elején a líbiai állami olajvállalat bejelentése a lezárt kikötői újrainyitásáról hatottak az olajár alakulására.

A másik jelentős tényező az olajpiacon az iráni szankciók körül kialakult bizonytalanság volt. Májusban Donald Trump amerikai elnök felmondta a 2015-ben Iránnal kötött atomkutat, annak ellenére, hogy a többi aláíró (Egyesült Királyság, Oroszország, Kína, Franciaország és Németország) ellenezte a lépést. Ezt követően augusztusban az Egyesült Államok bejelentette, hogy megújítja az Irán ellen bevezetett büntető intézkedéseket, ezt azonban a többi nagyhatalom elítélte. A szankciókkal párhuzamosan felpörgött az olajkitermelés az USA-ban: az áprilisi napi 10,5 millió hordós kitermelési szintről júniusig 10,9 millió hordóra nőtt a kitermelés, júliusban és augusztusban pedig elérte a 11 millió hordót. Ez közel megegyezik az orosz napi kitermelési szinttel (11,2 millió hordó júniusban). Az OPEC közzétett adatai alapján a napi kitermelése az első negyedéves 32,4 millió hordóról

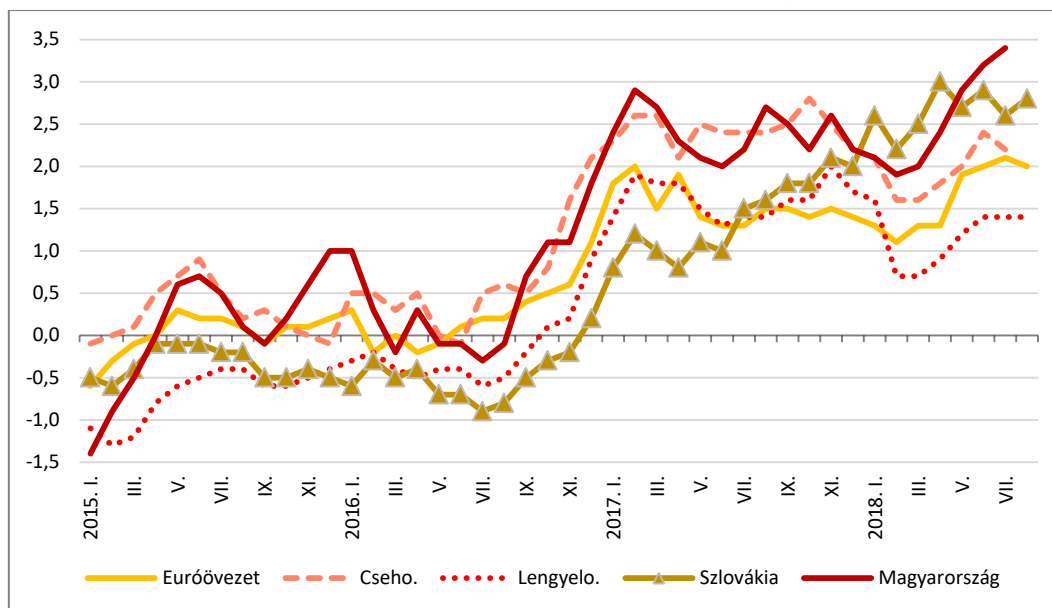


32,2 millió hordóra mérséklődött a második negyedévben. A csökkenésben az afrikai országok (Angola, Líbia és Nigéria), valamint a hiperinflációval és a gazdaság összeomlásával küzdő Venezuela kitermeléscsökkenése játszott szerepet, míg a legnagyobb kitermelő Szaúd-Arábiában közel 200 millió hordóval nőtt a napi kitermelés mértéke az előző negyedévhez viszonyítva.

Tovább emelkedett az infláció a világ legnagyobb gazdaságában a második negyedévben. Áprilisban éves szinten 2,5 százalékkal nőttek az árak az USA-ban, amely ütem májusban 2,8 százalékra, majd azt követően júniusra és júliusra 2,9 százalékra emelkedett. Az áremelkedést elsősorban az energiaárak növekedése okozta, amely éves alapon 12,1 százalékkal, ezen belül is a gázolaj ára 25,4 százalékkal nőtt. A 13,2 százalékos súlyú élelmiszerek ára ezzel szemben mindösszesen 1,4 százalékkal emelkedett júliusban, köszönhetően annak, hogy több termék kategóriában, például a húsok esetében (-0,7 százalék) árcsökkenés történt az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az alkoholos termékek ára ezzel szemben 1,5 százalékkal, míg a dohánytermékek ára 3,1 százalékkal emelkedett egy év alatt. A szolgáltatások árai is tovább emelkedtek, átlagosan 3,1 százalékkal a júliusi adatok alapján, ezen belül az albérletárak 3,5 százalékkal, az egészségügyi ellátások ára 2,3 százalékkal, az utazási költségek 4,0 százalékkal, az oktatási költségek pedig 1,5 százalékkal emelkedtek.

Jelentősen emelkedett az infláció az Európai Unióban és az eurózónában: előbbi esetében a márciusi 1,5 százalékról júniusig 2,1 százalékra, míg utóbbinál 1,3 százalékról 2,0 százalékra. Az áremelkedés júliusban is folytatódott, az eurózónában 2,1 százalékra, míg az EU-ban 2,2 százalékra nőtt a pénzromlás éves üteme. A növekedésben elsősorban az energiaárak emelkedése játszott szerepet: az áprilisi 2,6 százalékos bővülés után májusban 6,1 százalékos, júniusban 8,0 százalékos, míg júliusban 9,5 százalékos növekedést regisztráltak ebben a kategóriában az eurózónában. Jelentős mértékben hozzájárult az áremelkedéshez a fogyasztói kosár közel 20 százalékát kitevő élelmiszerek, alkohol és dohányárak áremelkedése: ebben a kategóriában átlagosan 2,5 százalékkal nőttek az árak az Eurostat adatai alapján, míg a szolgáltatások esetében mindösszesen 1,4 százalékos emelkedés következett be július során. A maginfláció 0,1 százalékponttal, 1,3 százalékra emelkedett az év hetedik hónapjában. Tagországra lebontva azonban eltérések adódnak az eurózónán belül a júliusi adatok alapján: Görögországban (0,8 százalék), Dániában (0,9 százalék), Írországban (1,0 százalék) jelentősen elmaradt, míg Belgiumban (2,7 százalék), Lettországban (2,7 százalék) és Észtországban (3,3 százalék) pedig jelentősen meghaladta a pénzromlás éves üteme az EKB 2 százalékos célját.

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



Forrás: Eurostat

Az euróövezethez hasonlóan a visegrádi országokban is nőtt az infláció az elmúlt időszakban. Csehországban a márciusi 1,6 százalékról júniusig 2,4 százalékra emelkedett az infláció, amely aztán júliusban 2,2 százalékra mérséklődött. Csehország esetében is elsősorban az energiaárak játszottak szerepet az infláció növekedésében, de a szolgáltatások ára is jelentősen a 2 százalékos jegybanki inflációs cél felett nőtt, negyedéves átlagban 2,4 százalékkal, míg júliusban már 3,6 százalékkal. Lengyelországban ezzel szemben a márciusi 0,7 százalékról csak 1,4 százalékig nőtt az infláció éves üteme júliusig, amely így továbbra is jelentősen elmarad a 2,5 százalékos jegybanki inflációs céltől. Lengyelországban is az energiaárak játszottak döntő szerepet az infláció alakulásában: április és július között az energiaárak növekedési üteme 1,7 százalékról 6,8 százalékra emelkedett, ellenben a szolgáltatások áremelkedési üteme tartósan 1 százalék alatt maradt az elmúlt időszakban. A másik két országgal szemben Szlovákiában áprilisban 3 százalékon tetőzött a pénzromlás éves üteme, majd ezt követően fokozatosan 2,6 százalékra lassult 2018 júliusára. Szlovákiában az energiaárak mellett az élelmiszerárak emelkedése játszott szerepet az inflációban. Az élelmiszerek és alkoholmentes italok árai a második negyedévben átlagosan 5 százalékkal nőttek, majd júliusban 3,6 százalékra lassult az emelkedés mértéke, de a szolgáltatások árai is 2,9 százalékkal növekedtek éves összehasonlításban a második negyedév során, júliusban pedig 2,8 százalékos emelkedést tapasztaltak.

Növelte inflációs várakozását az Európai Bizottság a nyári előrejelzésében, a korábbi 1,5, illetve 1,6 százalékos infláció helyett 1,7 százalékos pénzromlásra számít idén és jövőre is az eurózónában, míg az Európai Unióban idén 1,9 százalékkal, jövőre pedig 1,8 százalékkal nőhetnek az árak. Ezzel szemben az Európai Központi Bank stabilan 1,7 százalékos, vagyis a

jegybanki 2 százalékos inflációs céltól elmaradó áremelkedéssel számol idén és a következő két évben. Ennek oka elsősorban, hogy a jegybank előrejelzése szerint 70 dollár körül stabilizálódhat az olajár az előrejelzési horizonton, amelynek köszönhetően az energia- és élelmiszerárak szerepe csökkenhet az inflációban, míg az ettől szűrt infláció a 2018-as 1,1 százalékról 1,8 százalékra emelkedhet 2020-ig.

## Fiskális politika

Minden év áprilisában az Európai Unió tagállamainak jelentést kell készíteniük a fiskális politika várható alakulásáról a következő 3 év tekintetében. Az eurózóna tagállamaiban ezt stabilitási jelentésnek, míg a saját valutát használó országok esetében konvergenciajelentésnek nevezik. Ez utóbbi kiegészül a monetáris politikára vonatkozó előrejelzéssel. A 2018-ban benyújtott konvergencia- és stabilitási jelentés alapján javuló költségvetési helyzettel számolnak a visegrádi országok a következő három év során.

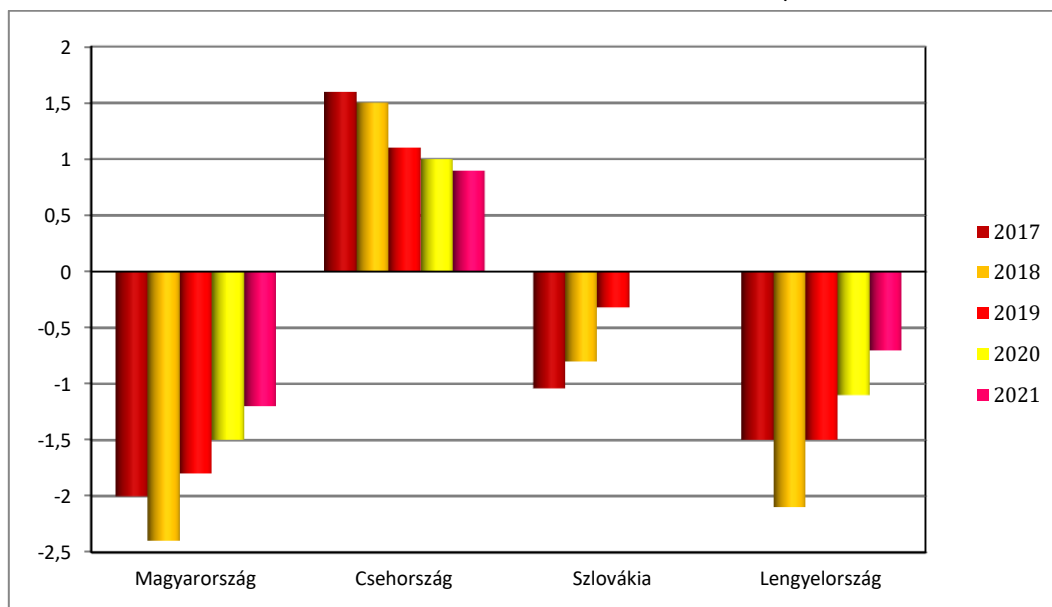
## Csehország

A cseh kormányzat előrejelzése szerint a költségvetés többlete 2021-ig fennmaradhat, azonban ennek értéke a 2017-es 1,6 százalékról fokozatosan 1 százalék alá csökkenhet. A csökkenés elsősorban a konjunkturális folyamatok lassulásának eredménye, tekintve, hogy a kormány a következő három évben stabilan 0,2 százalékos strukturális többlettel számol. A tartósan szufficites költségvetésnek köszönhetően tovább csökkenhet a cseh államadósság, az előrejelzés szerint a 2017-es 34,6 százalékról 2021-ig a GDP 30 százaléka alá.

Az adópolitikában a cseh kormányzat kiemelt célja az utóbbi években az adóelkerülés csökkentése volt, amelynek érdekében több intézkedést is bevezettek. Az áfabevallás átalakítása, valamint az elektronikus számlázás bevezetése 2017-ben a számítások szerint 14 milliárd koronával növelte a költségvetési bevételeket, de a két intézkedés az idei évben is 3, illetve 1 milliárd korona többletbevételt eredményezhet. Továbbá idén a csökkenő forgalom mellett is 0,3 milliárd koronával több áfabevétel folyhat be a költségvetésbe a dohánytermékek adóemelése miatt, míg a jövedékiadó-emelés oldaláról ugyanez 1,4 milliárd korona bevételnövekedést eredményezhet. A személyi jövedelemadóból idén 12 százalékkal több bevételt várnak Csehországban, elsősorban a tavalyi évhez hasonló (7,7 százalék) bérdinamikából kifolyólag. Emellett az első gyerek után járó havi adókedvezmény 150 koronával való emelése várhatóan 2,1 milliárd koronával csökkenti majd a bevételeket. Szociális hozzájárulási adóból 7,7 százalékkal magasabb bevételt várnak, amelyből 3,5 milliárd koronát az állami biztosítottak jövedelemnövekedése eredményez, míg az újonnan bevezetett betegbiztosítási juttatások, valamint az apasági szabadság bevezetése várhatóan 0,7 milliárd koronával csökkenti a bevételeket. Kiadási oldalon az idei folyamatok közül elsősorban a 4 százalékkal növekvő nyugdíjakat kell megemlíteni, ami 17 milliárd korona többletkiadást eredményez a költségvetésben. Emellett idéntől a

fogyatékkal élők szélesebb köre részesül majd nagyobb értékű, a munkavállalásukat elősegítő támogatásban Csehországban, míg családtámogatásokra 5 milliárd koronával terveznek többet fordítani, mint a tavalyi évben.

7. ÁBRA: A KÖLTSÉGVETÉSI EGYENLEG VÁRHATÓ ALAKULÁSA (A GDP SZÁZALÉKÁBAN)



Forrás: Konvergencia- és stabilitási jelentés, 2018

A kormányzat előrejelzése szerint a következő években sokkal kevesebb diszkrecionális döntés várható, így a kormányzat bevételei a következő években átlagosan 4,3 százalékkal nőhetnek, amelyen belül az adóbevételek 4,5 százalékkal emelkedhetnek, elsősorban a személyi jövedelemadóból származó bevételek 6 százalékos növekedése révén. A költségvetés kiadási oldala ezzel szemben évente átlagosan 4,7 százalékkal növekedhet. Ennek oka elsősorban, hogy jövőre a bérektől és az inflációtól függő indexálás miatt 5 százalékkal nőhetnek a nyugdíjak Csehországban, de 2020–21-ben is 3–4 százalékos dinamika várható. A most bevezetett nyugdíjreform (amely a nyugdíjak átalányösszegét az átlagkereset 9 százalékaról 10 százalékára emeli, illetve a 85 év feletti nyugdíjasok számára 1000 koronával emeli a nyugdíjak összegét) jövőre 14 milliárd koronával emeli a kiadásokat. Ezenfelül jelentős béremelésekkel számolnak az állami szférában Csehországban, amelynek köszönhetően a költségvetés bérjellegű kiadásai 9 százalékkal emelkedhetnek. Elsősorban az oktatás területén terveznek jelentős béremeléseket, illetve megszüntetnék a területi egyenlőtlenségeket annak érdekében, hogy javítsák az oktatás minőségét. Emellett a kormányzat tovább kívánja folytatni a közszféra digitalizálását. Még idén minden hatóság elérhetővé válik elektronikus úton is. Emellett jelentősen csökken az építkezéshez szükséges adminisztráció annak köszönhetően, hogy közös eljárás alá vonják a különböző engedélyek megszerzését, és csökkentik a földhasználati tervezés felülvizsgálatának határidejét.

## Lengyelország

Lengyelországban ezzel szemben 2018-ban tetőzhet a költségvetési hiány a GDP 2,1 százalékán, majd a rá következő években fokozatosan csökkenhet, így 2021-ben már csak 0,7 százalékos hiánnyal számol a lengyel kormányzat. Az előrejelzés szerint a költségvetési helyzet javulásában a szigorú fiskális fegyelem játszhat szerepet elsődlegesen, mivel a strukturális hiányszám a 2018-as 2,8 százalékról évente átlagosan 0,5 százalékkal mérséklődhet. Az államadósság a fegyelmezett költségvetési politika következtében az évtized végén állhat csökkenő pályára, azonban fontos kiemelni, hogy Lengyelország már most is teljesíti az államadósságra vonatkozó maastrichti kritériumot, így az esetleges euróbevezetést nem gátolja a költségvetési konszolidáció elhúzódása.

A kormányzat elsősorban az adóelkerülés elleni intézkedéseket emeli ki a konvergenciaprogram keretében. 2017-ben módosították a számviteli szabályokon, növelték a büntetések mértékét, változtattak az áfanyilvántartásba kerülés feltételein, míg az elkövetkező években bevezetnek egy közúti áruforgalmat figyelő rendszert, illetve egy online számlázási rendszert, csökkentik az adókedvezménnyel bevitt külföldi üzemanyag mennyiségét, megadóztatják az elektromos cigarettát több, az adóadminisztrációt csökkentő intézkedés mellett. A kormányzat számításai szerint az eddigi intézkedések következtében 24,5 százalékról 14,1 százalékra csökkent 2015 és 2017 között az áfarés (a beszedett és a beszedhető áfa közötti különbség) Lengyelországban. Ezenfelül az intézkedésektől a lengyel kormány idén 10,6 milliárd, jövőre 5,9 milliárd, míg 2020-ban 4 milliárd zloty többletbevételt vár, az adóelkerülés csökkentésére tett intézkedések teljes költségvetési hatása így elérheti a GDP 1 százalékát. A lengyel konvergenciaprogramba foglaltak alapján a költségvetés fő bevételi forrása a szociális hozzájárulás lesz a következő években Lengyelországban. A szociális hozzájárulási adó bevételeire elsősorban a kedvező munkaerőpiaci adatok hatnak, azonban adminisztratív átalakítások, mint az egyéni befizetések a korábbi több helyett egy alapba irányítása, valamint az elektronikus fizetés bevezetése is jelentősen növelheti a bevételeket, illetve javíthatja a rendszer átláthatóságát és hatékonyságát.

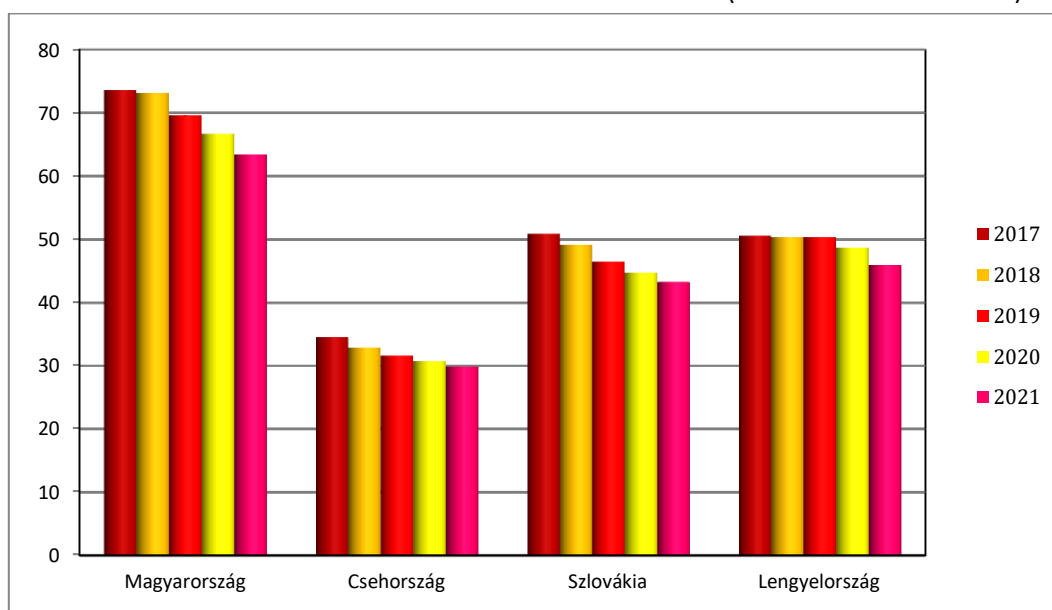
Lengyelországban a költségvetés kiadási oldalát egy fiskális szabály korlátozza, amely meghatározza minden évben a végrehajtható kiadások felső korlátját. A különböző fiskális szabályok révén a költségvetés kiadási oldala az elmúlt években rendre az eredetileg tervezett alatt maradt, 2011 és 2017 között átlagosan 10,2 milliárd zlotyval (a lengyel GDP 0,6 százaléka). A költségvetés szociális kiadásai 2018 és 2021 között várhatóan a GDP 17,1 százalékról 16,2 százalékára csökkenhetnek, annak ellenére, hogy 2017 októbere óta a férfiak esetében 65 évre, míg a nőknél 60 évre csökkentették a nyugdíjkorhatárt (67 évről mindkét nem esetében), illetve Lengyelországban a nyugdíjak indexálása az infláció és a bérnövekedés függvénye. Ehhez hasonlóan várhatóan a szociális támogatásokra fordított összegek is csökkenhetnek a GDP arányában, elsősorban a munkaerőpiaci helyzet további javulása miatt. A kiadási oldal egy másik jelentős tétele az állami beruházások, amelyek GDP-

arányos értéke idén elérheti a 4,3 százalékot, részben az európai uniós források fokozott felhasználása következtében. Az állami beruházások elsősorban a közútépítéshez és a vasútfejlesztéshez köthetők, mindkét esetben a kormányzat egy 2023-ig tartó fejlesztési programot készített. Az előrejelzés szerint ezenfelül a költségvetés bérkifizései évente átlagosan 9 százalékkal nőhetnek, míg a jövőre bevezetendő vállalati nyugdíj (Employee Capital Plans, PPK) – figyelembe véve a támogatásokat és az állami szférából belépőket – 2019-ben 1,3 milliárd zlotyval, míg 2021-ben már 2,8 milliárd zlotyval terheli meg a lengyel költségvetés kiadási oldalát.

## Szlovákia

Szlovákiában a kormányzat előrejelzése szerint a költségvetés 2020-ra érheti el az egyensúlyi szintet. Ennek oka elsősorban a fiskális fegyelem, az előrejelzés szerint a költségvetés strukturális hiánya is folyamatosan csökkenhet az idei 1,0 százalékról 2021-ig 0,3 százalékra. Ennek köszönhetően az államadósság is tovább mérséklődhet Szlovákiában, idén 50 százalék alá, míg 2021-ig 43,3 százalékra csökkenhet a GDP-arányos államadósság mértéke.

8. ÁBRA: AZ ÁLLAMADÓSSÁG VÁRHATÓ ALAKULÁSA (A GDP SZÁZALÉKÁBAN)



*Forrás: Konvergencia- és stabilitási jelentés, 2018*

A következő években több intézkedés is jelentős hatást gyakorol majd a költségvetés helyzetére Szlovákiában. Egyrészt az idei évben bevezetett 13. és 14. havi fizetés, amely után nem kell egészségbiztosítást, jövedelemadót és társadalombiztosítási járulékot fizetni. Ez 2019-ben és 2020-ban 82 millió euróval, míg 2021-ben 135 millió euróval csökkenti a költségvetés bevételeit. Ezenfelül idéntől megszűnik az egészségügyi kifizetések a munkaadó adóalapjából való levonhatósága, azonban bevezetik a szociális támogatást. A költségvetés bevételeit ellenben növeli a szerencsejátékot terhelő adó bevezetése (2019-ben 70 millió euróval, majd évente 10 millió euróval), az olaj- és kőolajtermékek rendkívüli

készleteinek fenntartására vonatkozó díj emelése (37 millió euróval évente), illetve a biztosítási díj után fizetendő közteher átalakítása (36 millió euróval évente).

A kiadási oldalon ezzel szemben 2018-ban több egyszeri költség is megjelenik a költségvetésben, amelyek összesen 479 millió euróval (a GDP 0,53 százaléka) növelik a kiadásokat. A szlovák kormányzat az idei évben többek között 40 millió euróval növelte a költségvetés tartalékait, 63 millió eurót fordít a nemzeti futballstadion építésére, 126 millió eurót ipari park fejlesztésére, 49 millió eurót a Közlekedési Minisztérium projektjeire, míg 27 millió eurót a Szlovák Nemzeti Galéria felújítására. Ezen felül az idei évben megkezdik a költségvetési plafon bevezetésének tesztelését Szlovákiában. Azonban egyelőre még nem született döntés a költségplafon bevezetésének mikéntjéről (a költségvetés mekkora részére terjed ki, milyen időközönként frissítik a célszámokat, mely változókat vizsgálják, illetve az elköteleződés erőssége), viszont a fiskális szabály bevezetése jelentősen erősítheti a kormányzat hitelességét a befektetők előtt.

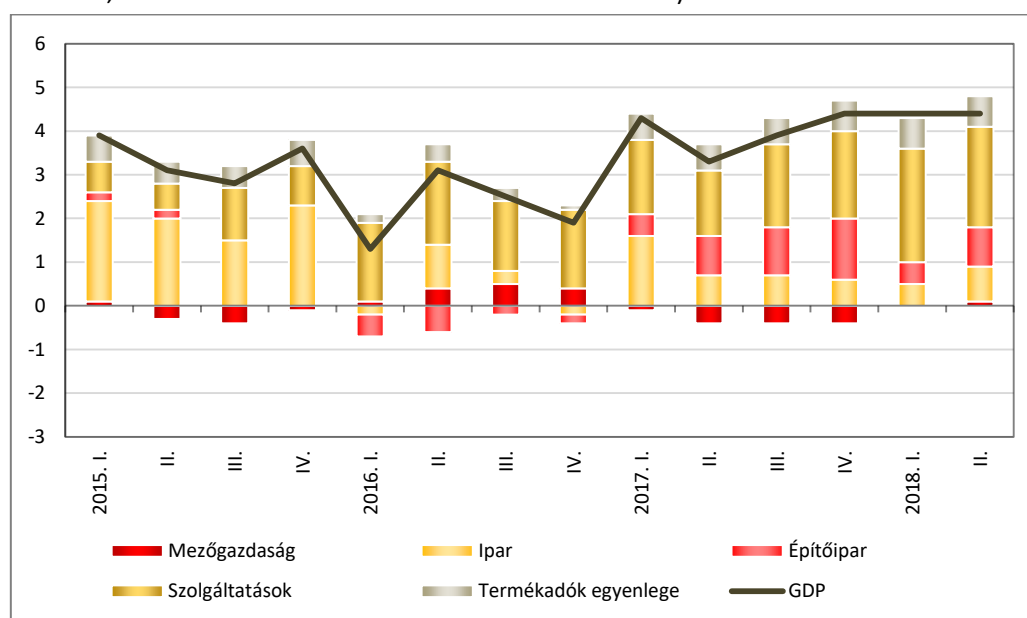
## A magyar gazdaság jelenlegi helyzete

### A hazai növekedés alakulása

2018 II. negyedévében a magyar gazdaság bruttó hazai terméke a nyers adatok alapján 4,8 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi szintet. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított mutató 4,6 százalékos bővülést jelzett az egy évvel korábbi, és 1,0 százalékos növekedést a megelőző negyedév adatához képest. A magyar gazdaság 2018 második negyedévében mért adatok alapján felülmúlja az európai uniós átlagot (a szezonálisan kiigazított adatok szerint 2,1 százalék). Az uniós tagországok közül csupán Málta (5,7 százalék) és Lengyelország bővülése (5,0 százalék) haladta meg a magyart, így a visegrádi országok közül Szlovákiáé (3,9 százalék) és Csehországé (2,4 százalék) is kisebb volt annál. Az előző negyedévhez képest a bővülés mértéke 1,0 százalékos volt.

A magyar gazdaság a termelési oldalról nézve a második negyedévben sokkal kiegyensúlyozottabb szerkezetben bővült, mint egy évvel korábban. A mezőgazdaság hozzáadott értéke 3,2 százalékkal növekedett a vizsgált időszakban, azonban a teljesítményét továbbra is nagyban befolyásolja az időjárás alakulása. Az ágazat a II. negyedévben 0,1 százalékponttal járult hozzá a GDP negyedéves növekedéséhez.

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



Forrás: KSH

Az ipar hozzáadott értéke az előző negyedéves szinthez képest 3,6 százalékkal emelkedett, amivel 0,8 százalékponttal segítette a GDP növekedését. Az iparon belül a feldolgozóipar 4,0 százalékkal bővült, így az iparral azonos mértékben járult hozzá a bruttó hazai termék



negyedéves növekedéséhez. A gép és gépi berendezés gyártása ágazat kivételével, amelynek kibocsátása 12,3 százalékkal csökkent, a jelentősebb súlyú feldolgozóipari ágazatok közül valamennyi bővülni tudott. Az iparon belül a legnagyobb növekedést a bányászat, kőfejtés kibocsátása érte el, amely 40,8 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. Jelentős mértékben növekedett továbbá a gumi, műanyag és nem fém ásványi termék gyártása (16,0 százalékkal), a villamos berendezés gyártása (15,4 százalékkal), a vegyi anyag, termék gyártása (12,5 százalékkal), valamint a fémalapanyag és fémfeldolgozási termék gyártása (11,0 százalékkal).

Az építőipar teljesítménye a 2017 második negyedéves erőteljes bővülés után tovább tudott növekedni, a második negyedévben 23,7 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi szintet, amivel 0,9 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. Az európai uniós források megelőlegezése, valamint az egyéb ösztönzőknek (például: csok, 5 százalékos áfakulcs) köszönhetően jelentősen nőtt az építőipari kereslet, amelynek köszönhetően az építőipar termelési értéke 10,5 százalékkal volt magasabb az épületek és 32,2 százalékkal az egyéb építmények esetében az előző év azonos időszakához képest az idei második negyedévben. A negyedév során, a tárgyhóban kötött szerződések folyó áron számított növekedése 15,2 százalékot tett ki az előző év azonos időszakában mért adatokhoz viszonyítva.

A szolgáltató ágazatok negyedéves növekedése 4,3 százalék volt, amellyel összesen 2,3 százalékponttal járultak hozzá a gazdaság növekedéséhez. A szolgáltató ágazatokon belül a kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás érte el a legjelentősebb növekedést, 7,7 százalékot. Növekedett továbbá a szakmai, tudományos, műszaki és adminisztratív tevékenység (6,7 százalék), a művészet, szórakoztatás és egyéb szolgáltatás (6,7 százalék), az információ, kommunikáció (5,2 százalék), a szállítás, raktározás (3,8 százalék), a pénzügyi, biztosítási tevékenység (2,8 százalék) hozzáadott értéke is. Utóbbi esetében a növekedést nagyrészt a pénzügyi közvetítő szolgáltatások közvetett módon számított díjának (FISIM) a növekedése okozta, valamint az, hogy emelkedett a nem pénzügyi vállalatok és a háztartások hitel- és betétállománya. A közigazgatás, oktatás, egészségügyi, szociális ellátás lényegében stagnált a negyedév során, növekedése csupán 0,1 százalék volt. A szolgáltató ágazatokon belül a legnagyobb mértékben a kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás (0,8 százalékponttal), a szakmai, tudományos, műszaki és adminisztratív tevékenység (0,5 százalékponttal), valamint az ingatlanügyek (0,3 százalékponttal) járultak hozzá a GDP növekedéséhez.

Felhasználási oldalon a háztartások tényleges fogyasztása 2018 második negyedévében 4,3 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. A tényleges fogyasztáson belül a legnagyobb arányt a háztartások fogyasztási kiadása jelenti, amely a negyedév során 5,3 százalékkal bővült, a háztartások hazai fogyasztási kiadásait tekintve ez 5,4 százalékos növekedés. A növekedés oka, hogy a bérek emelkedése és a foglalkoztatás bővülése

következtében jelentősen nő a háztartások rendelkezésre álló jövedelme, ami a fogyasztás élénküléséhez vezet.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás továbbra is növekedni tudott: a negyedév során 15,0 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi szintet, a GDP-hez való hozzájárulása így 3,3 százalékpont volt, és részben a közel azonos ütemben növekvő építőipari beruházásoknak, illetve a gép- és berendezésberuházásoknak volt köszönhető.

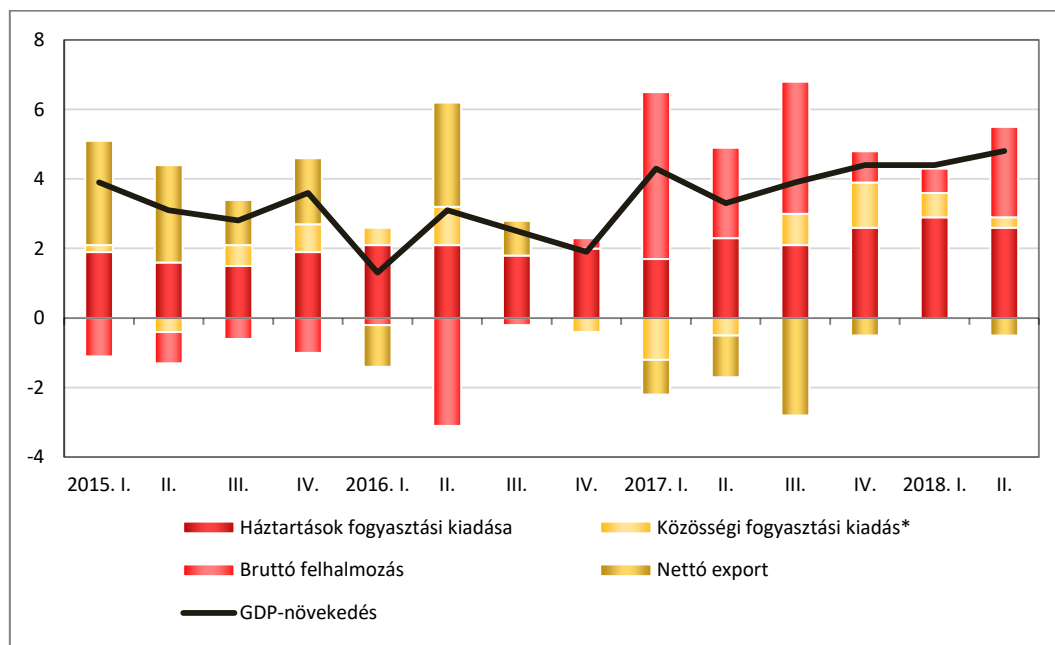
A negyedév során jelentős mértékben, 15,3 százalékkal nőtt a beruházások volumenindexe, amelyen belül a vállalkozások 10,1 százalékos, a költségvetési szervek pedig 44,1 százalékos növekedést mutattak a bázisidőszaki adatokhoz viszonyítva. A növekedésben nagy szerepet játszottak az európai uniós források, illetve a kormányzati ösztönzők (csak, 5 százalékos lakásáfa). A beruházásokon belül nagymértékű növekedést mutatott a bányászat, kőfejtés (128,2 százalék), a közigazgatás, védelem, kötelező társadalombiztosítás (75,5 százalék), a villamos energia-, gáz-, gőzellátás, légkondicionálás (66,6 százalék), a pénzügyi, biztosítási tevékenység (65,8 százalék). Jól teljesített a vizsgált időszakban az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység (43,5 százalék), az építőipar (29,3 százalék), valamint az oktatás (23,0 százalék) és a szállítás, raktározás (21,9 százalék) ágazat is. Az elmúlt negyedév során csupán három ágazatban csökkent éves alapon a beruházási volumen: információ, kommunikáció (-19,4 százalékkal), a mezőgazdaság, erdőgazdálkodás, halászat (-1,5 százalék) és a humán-egészségügyi, szociális ellátás (-1,5 százalék).

A teljes bruttó felhalmozás a vizsgált hónapokban 13,5 százalékkal, míg a belföldi felhasználás 6,0 százalékkal nőtt az egy évvel korábbi sinthez képest. Így a bruttó felhalmozás 2,6 százalékponttal, a belföldi felhasználás pedig 5,4 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. A közösségi fogyasztás éves alapon 1,9 százalékkal növekedett a második negyedévben az alacsony bázisidőszaki adatot követően. A végső fogyasztás így 2,8 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez.

2018 második negyedévében is növekedett a külkereskedelmi forgalom az áruk és a szolgáltatások vonatkozásában, mind az export, mind az import bővülni tudott az egy évvel korábbi sinthez képest. Az áruk és szolgáltatások egyenlegét tekintve azonban nem történt növekedés, ugyanis a negyedév során 827 milliárd forint többletet képzett a magyar gazdaság az egy évvel korábbi 931 milliárd forinthez képest. A GDP végső felhasználásának volumenindexei tekintetében az export 6,2 százalékkal, míg az import 7,5 százalékkal nőtt egy év alatt, 0,5 százalékponttal lassítva a gazdasági növekedést. Az áruforgalmat tekintve a behozatal 8,4 százalékkal, míg a kivitel 5,9 százalékkal bővült a negyedév során az előző év azonos időszakához képest. A külkereskedelmi forgalmon belül a szolgáltatások az idegenforgalommal együtt 7,2 százalékkal nőttek az exportot és 3,0 százalékot az importot tekintve egy év alatt. Az élelmiszerek importja 7,3 százalékkal nőtt, ellenben exportja 6,2 százalékkal csökkent egy év alatt. Azonos időszakot vizsgálva a nyersanyagok behozatala 2,9 százalékkal nőtt, míg a kivitele 0,9 százalékkal csökkent. Az energiahordozók importja egy

év alatt 1,3 százalékkal nőtt, míg a feldolgozott termékeké 10,4 százalékkal, a gépeké és szállítóeszközöké 8,3 százalékkal. Az energiahordozók kivitele az előző év azonos időszakához képest 3,5 százalékkal csökkent, míg a feldolgozott termékeké 9,1 százalékkal, a gépeké és szállítóeszközöké pedig 6,9 százalékkal bővült.

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



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

A szolgáltatások külkereskedelmén belül a bérmunka esetében az előző év azonos időszakához képest a behozatal 31,3 százalékkal emelkedett, a kivitel azonban csökkent, 2,9 százalékkal a folyó áras adatok szerint. A javítási és karbantartási szolgáltatások esetében az import 37,3 százalékkal, az export 19,6 százalékkal növekedett. A turizmus tekintetében csekélyebb, de az exportoldalón súlya miatt jelentős növekedés valósult meg, a magyarok külföldi költségei esetében 1,1 százalék, míg a külföldiek magyarországi költségeinél 8,3 százalék. A szállítási szolgáltatások importjának bővülése 11,8 százalék, az exporté 18,7 százalék volt az egy számjegyű 2017. II. negyedéves növekedést követően. A számítástechnikai és információs szolgáltatások egy év alatti növekedése az import tekintetében 7,9 százalék, míg az exportéban 16,1 százalék volt a negyedév során. Az egyéb üzleti szolgáltatások kategóriájába tartozó tevékenységek (mint K+F szolgáltatások, üzletviteli, tanácsadási és könyvvizsgálói, tudományos és műszaki szolgáltatások) importja 2,8 százalékkal nőtt, ellenben az exportja 5,7 százalékkal csökkent. A szellemi tulajdon használatáért fizetett díjak 1,8 százalékkal, míg a kapott díjak 10,1 százalékkal növekedtek. A személyes, kulturális és szórakoztatási szolgáltatások behozatala 28,9 százalékkal csökkent a tavalyi alacsony bázis ellenére, kivitele azonban 15,1 százalékkal növekedett az előző évi esést követően.

Az Eurostat üzleti és fogyasztói felmérése szerint a háztartások aggregált bizalmi indexe a szezonálisan és naptárhatástól kiigazított értékek alapján, habár továbbra is a negatív tartományban található (-5,4 indexpont), mind az előző negyedévi (-7,3 indexpont), mind a 2017 II. negyedéves (-14,8 indexpont) adatokat felülmúlja. A háztartások véleménye az általános gazdasági helyzetről továbbra is pozitív, ám a korábbi negyedévhez képest 2,1 indexponttal csökkent (3,0 indexpontra). A következő évi pénzügyi helyzettel kapcsolatban a megkérdezettek körében továbbra is növekedés figyelhető meg (7,6 indexpont), ellenben a háztartások munkanélküliséggel kapcsolatos várakozásai az előző negyedévi és az előző évi adatokkal szemben negatív értéket mutatnak (-1,7 indexpont). Habár a háztartások továbbra is negatívan nyilatkoztak a következő évi megtakarításukkal kapcsolatban (-34,0 indexpont), javulás figyelhető meg többek között a 2017. második negyedéves adatokhoz (-45,7 indexpont) viszonyítva.

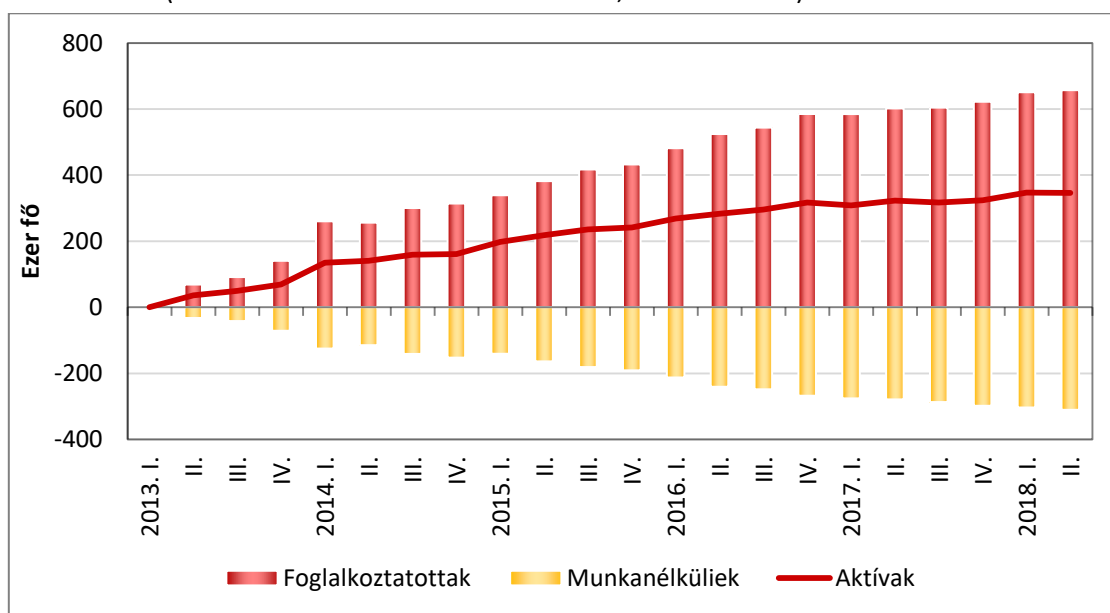
## Munkaerőpiaci folyamatok

Lassult, de tovább folytatódott a foglalkoztatás bővülése a második negyedévben. Negyedéves alapon a szezonálisan kiigazított adatok alapján 6 ezer fővel, míg éves alapon 55 ezer fővel nőtt a foglalkoztatottak száma, és elérte a 4 millió 475 ezer főt. Ezzel szemben az aktívak szezonálisan kiigazított száma a 15–74 éves korosztályban ezer fővel csökkent egy negyedév alatt, azonban az előző év azonos időszakához viszonyítva így is 24 ezer fővel többen jelentek meg a munkaerőpiacon a második negyedévben. A foglalkoztatási ráta ennek köszönhetően 60,2 százalékra emelkedett, míg az aktivitási ráta 62,4 százalékon stagnált. A 15–74 éves korosztályban így a hazai foglalkoztatási ráta már megegyezik az európai uniós átlaggal (60,2 százalék az első negyedévben a szezonálisan kiigazított adatok alapján), míg a 15–64 éves korosztályban arányaiban már hazánkban dolgoznak többen (69,3 százalék, szemben az uniós átlag 68,3 százalékkal).

A második negyedév során is a versenyszféra volt a munkaerőpiac bővülésének motorja. A szezonálisan kiigazított adatok alapján a legalább 5 főt foglalkoztató vállalkozások esetében 25 ezer fővel, 2 millió 123 ezer főre nőtt az alkalmazotti létszám. Ezzel szemben a költségvetési szférában 4 ezer fővel csökkent az alkalmazottak száma, míg a nonprofit szervezetek esetében nem változott negyedéves alapon. A közsféra létszámcsökkenésében a korábbi hónapokhoz hasonlóan a közfoglalkoztatás visszaszorulása játszott szerepet. A második negyedévben átlagosan 134,6 ezren dolgoztak a Start-munkaprogramokban, ami közel 7 ezer fővel marad el az előző negyedéves és 35 ezer fővel a tavalyi második negyedéves létszámadattól. A második negyedévben a ledolgozott munkaórák száma 2,4 százalékkal meghaladta az előző év azonos időszakának értékét, részben annak köszönhetően, hogy az idén eggyel több munkanap esett a vizsgált periódusra. A korábbi negyedévekhez hasonlóan ismét a részmunkaidőben ledolgozott órák száma növekedett gyorsabb ütemben, éves alapon 8,8 százalékkal, míg a teljes munkaidőben ledolgozott órák

száma csupán 2 százalékkal nőtt. Ennek ellenére a részmunkaidős foglalkoztatás nem elterjedt Magyarországon, az összes munkavállaló mindösszesen 4,8 százalékát foglalkoztatatták részmunkaidőben a második negyedévben. Ezzel szemben az első negyedéves adatok alapján az Európai Unióban az összes munkavállaló 20,2 százaléka dolgozott részmunkaidőben, de a visegrádi országok esetében is elterjedtebb a részmunkaidős foglalkoztatás: Csehországban 7,4, Lengyelországban 7,2, míg Szlovákiában 6,0 százalék volt a csoport részaránya a foglalkoztatottakon belül.

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

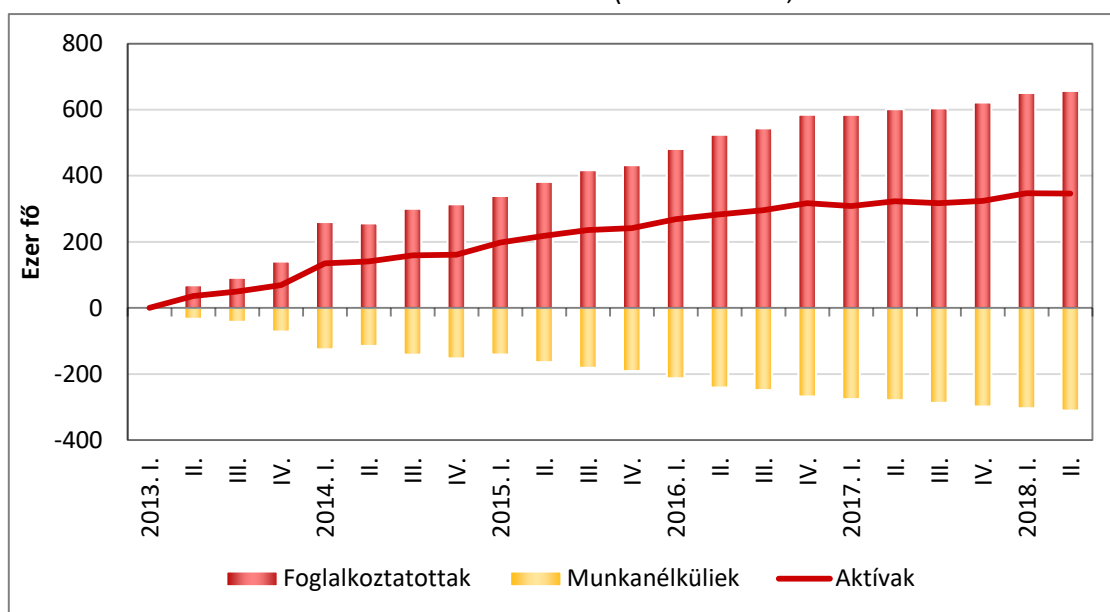


Forrás: KSH, Századvég-számítás

A foglalkoztatás bővülésével párhuzamosan tovább mérséklődött a munkanélküliek száma. A második negyedév során a szezonálisan kiigazított adatok alapján már csak 166 ezren feleltek meg a munkanélküliség hármaskritériumának<sup>3</sup>, ami negyedéves alapon 7 ezer fős, míg éves alapon 31 ezer fős csökkenést jelent. Tovább csökkent a tartós munkanélküliek száma is, a második negyedévben már csak 67 ezren nem találtak munkát legalább egy éve, azonban részarányuk ismét 40 százalék fölé emelkedett. A munkanélküliségi ráta a második negyedévben újabb mélypontra, 3,6 százalékra mérséklődött, a harmadik legalacsonyabb az Európai Unióban Csehország (2,3 százalék) és Németország (3,5 százalék) után.

<sup>3</sup> Nem dolgozott az elmúlt hét során, és nincs is olyan munkája, amelyből átmenetileg hiányzott; a kikérdezést megelőző négy hét folyamán aktívan keresett munkát; két héten belül munkába tudna állni vagy már talált munkát, és 90 napon belül dolgozni kezd.

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

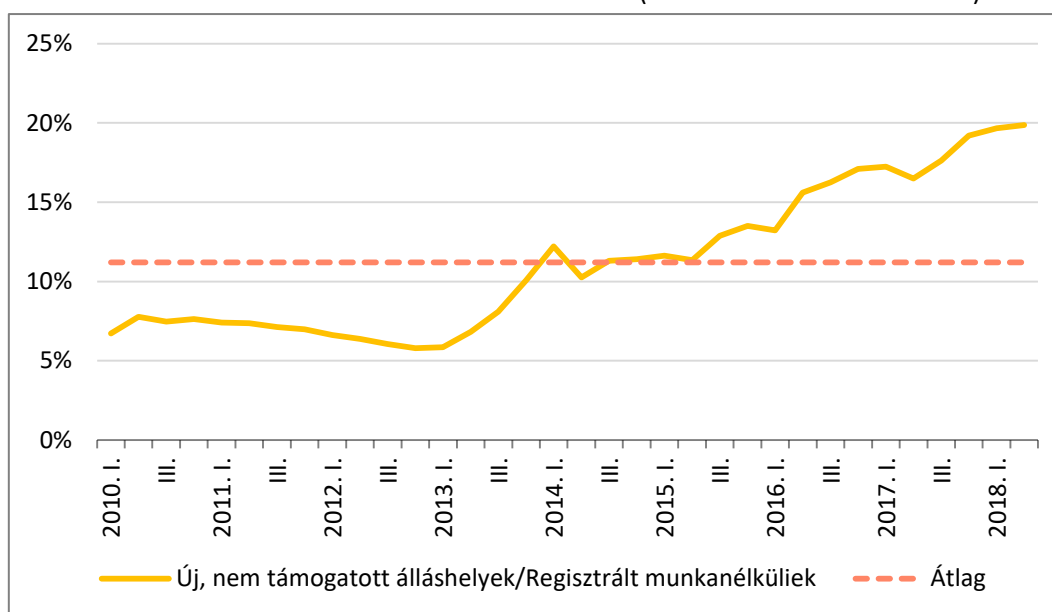


Forrás: KSH, Századvég-számítás

Több mint 3 ezer fővel, 252 ezer főre csökkent az álláskeresők száma a Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat adatai alapján negyedéves, míg 45 ezer fővel éves alapon. Ezzel együtt az új nem támogatott álláshelyek száma nem változott az előző negyedévhez képest, míg éves szinten kismértékben emelkedett. Ennek köszönhetően tovább emelkedett a munkaerőpiac feszességét jelző Beveridge-görbe értéke a második negyedévben.

Lassult a bérnövekedés a második negyedévben, azonban továbbra is jelentős. A nemzetgazdasági bruttó átlagkereset 332 540 forintra emelkedett, ami 11,3 százalékos éves növekedés. A növekedés a korábbi negyedévekhez hasonlóan az állami szférában volt jelentősebb (13,5 százalék), amelyben az egészségügyben, a felsőoktatásban és a rendvédelemben dolgozókat, valamint az egyes közszolgáltató cégeket érintő bérrendezések játszottak szerepet. A versenyszektorban ellenben 10,3 százalékkal nőtt a bruttó átlagkereset, elsősorban a munkaerőhiány, valamint a minimálbér 8, illetve a garantált bérminimum 12 százalékos emelése és a szociális hozzájárulási adó 2,5 százalékpontos csökkentése következtében. A nemzetgazdasági nettó kereset szintén 11,3 százalékkal, 221 139 forintra emelkedett, míg a családi adókedvezményt is figyelembe véve 229 763 forintra. A nettó keresetemelkedés a 2,7 százalékos fölé emelkedő infláció hatását is figyelembe véve 8,3 százalékos reálbér-növekedésnek feleltethető meg, ami ugyan elmarad a korábbi hónapok 10 százalékos feletti ütemétől, azonban jelentősen meghaladja a gazdasági növekedés ütemét, így javítja a bérből élő háztartások abszolút és relatív helyzetét.

13. ÁBRA: A MUNKAERŐPIAC FESZESSÉGE (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat, Századvég-számítás

A bérnövekedés hatása több adatsor esetében is kimutatható: a kereskedelmi vendéglátóhelyek forgalma az első fél évben 7,7 százalékkal, a szálláshelyek vendégéjszakában számolt belföldi forgalma 6,8 százalékkal, a kiskereskedelmi forgalom értéke pedig 8,9 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva. De külföldre is egyre többet utaznak a magyarok, az idei első 8 hónapban 8,7 százalékkal nőtt a Horvátországba utazó magyar turisták száma, és az idei évben elérheti a 600 ezer főt, míg az általuk eltöltött vendégéjszakák száma a 3 milliót. A munkavállalók azonban nemcsak fogyasztásra költik a növekvő béreket, hanem megtakarítanak is belőle: a második negyedév végén éves alapon 12,2 százalékkal nőtt a háztartások készpénz- és betétállománya. A bérnövekedés az adóbevételeken is meglátszik, az első fél évben 13,9 százalékkal több személyi jövedelemadó folyt be a költségvetésbe, míg szociális hozzájárulási adóból 7,2 százalékkal több, annak ellenére, hogy 2,5 százalékponttal csökkent az adókulcs.

## Infláció

2018 második negyedévében átlagosan 2,7 százalékkal, júliusban és augusztusban pedig 3,4 százalékkal növekedtek az árak az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az áprilisi infláció 2,3 százalék volt, amelyhez legnagyobb mértékben a szeszes italok, dohánytermékek 6,3 százalékos áremelkedése járult hozzá, ez a jövedéki adó korábbi emeléséből származott. Májusban 2,8 százalékkal, míg a nyári hónapokban rendre 3,1, 3,4 és 3,4 százalékkal nőttek a fogyasztói árak az előző év azonos hónapjaihoz viszonyítva. A szeszes italok, dohánytermékek ára májusban 5,2 százalékkal, majd az azt követő hónapokban 5,9, 5,3, illetve 4,6 százalékkal növekedett. A negyedév során nagymértékben hozzájárult az inflációhoz az üzemanyagok árának 2,1, 9,5, illetve 15,0 százalékos emelkedése is. Az



üzemanyagok ára júliusban már 17,8, míg augusztusban 16,3 százalékkal növekedett éves bázison. Az üzemanyagok áremelkedésére nagy hatással volt az olaj világpiaci árának a növekedése, ami a folyamatosan növekvő kereslet miatt valósult meg. Az áremelkedésre a Kőolaj-exportáló Országok Szövetségének (OPEC) tagországai és az egyéb olajkitermelő országok közös június végi megállapodása mérséklő hatással bírt, hiszen a megállapodás szerint összességében növelni kezdték a kitermelt olaj mennyiségét. Áprilisban a Brent olaj hordónkénti átlagos ára 75,17 dollárt tett ki, ez májusban 76,96 dollárra, majd júniusban 75,94 dollárra módosult, ami például a januári 69,08 dolláros vagy a 2017 júniusi 47,55 dolláros átlagárhoz képest komoly emelkedésnek tekinthető. Júliusban azonban az olaj hordónkénti ára csökkenni kezdett, átlagos ára 74,95 dollár volt ekkor, és augusztusra 73,84 dollárra mérséklődött. Az év második felében várhatóan az olaj világpiaci ára növekedni fog, mivel Venezuela egyre nehezebben tudja kitermelni hatalmas olajkészletét, illetve az Amerikai Egyesült Államok által kivetett szankciók eredményeként az iráni termelés is visszaeshet. A dollárban denominált olajár emelkedése mellett a nyári időszakban a forint is gyengült a dollárhoz, illetve az euróhoz képest, ami szintén az üzemanyagok árának felfutását eredményezte.

A termékek és szolgáltatások főbb csoportjai közül a második negyedévben fékezően hatott az inflációra a tartós fogyasztási cikkek átlagosan 1,1 százalékos átlagos árcsökkenése, amelyen belül a személygépjármű használatának (-9,6 százalékos), a televízióknak (-4,7 százalékos), valamint a számítógép, fényképezőgép, telefonkészüléknek (-3,2 százalékos) az átlagos ármérséklése járult hozzá a leginkább. Júliusban és augusztusban is ez a főcsoport húzta vissza egyedül az inflációt, a két hónap átlagában 0,1 százalékponttal.

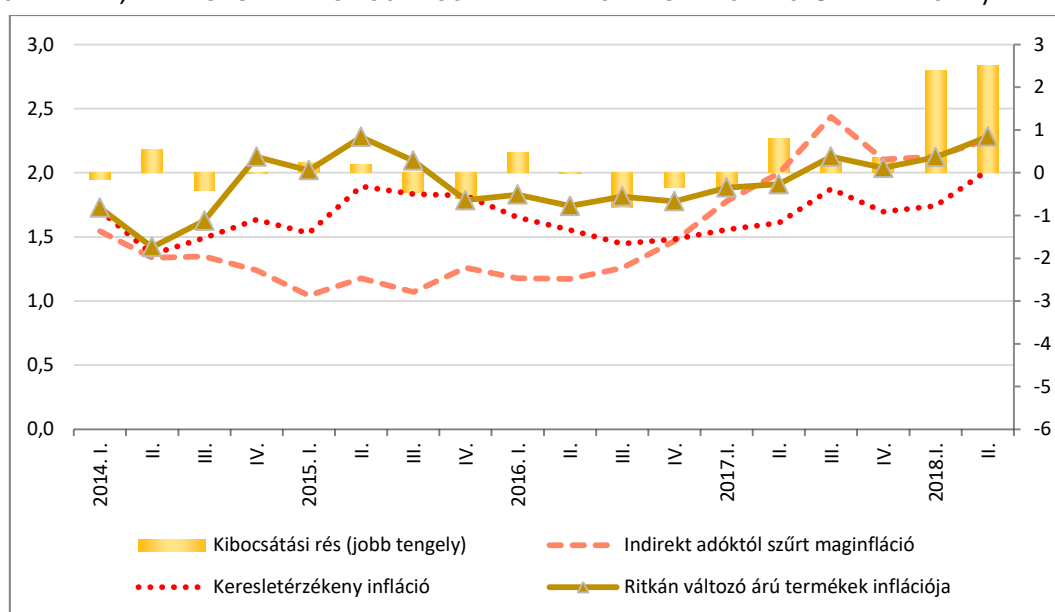
Az élelmiszerek negyedéves átlagos árnövekedése 3,8 százalékot tett ki, amelyen belül a tojás 15,0 százalékkal, a vaj,vajkrém 12,2 százalékkal, a száraztészta 11,1 százalékkal, a tejtermékek 8,0 százalékkal, az éttermi étkezés 5,7 százalékkal, a kenyér 4,6 százalékkal, a tej 4,5 százalékkal, a baromfihús 4,1 százalékkal, a párizsi, felvágott, kolbász 3,7 százalékkal került többre, mint egy évvel korábban. Az élelmiszerek átlagos árnövekedését visszahúzta a cukor (-20,8 százalékos) és a belsőségek (-2,4 százalékos) árcsökkenése. Júliusban és augusztusban a friss zöldség 21,3 százalékkal, a burgonya 15,0 százalékkal, a száraztészta 9,4 százalékkal, a vaj, vajkrém 9,1 százalékkal, a tojás 7,3 százalékkal, a tejtermékek 6,6 százalékkal, a liszt 6,1 százalékkal, az éttermi étkezés 5,8 százalékkal, a kenyér 4,0 százalékkal, a baromfihús és a tej 3,8 százalékkal került átlagosan többre, mint egy évvel korábban.

A ruházkodási cikkek a negyedév során csupán kismértékben, 0,9 százalékkal drágultak az egy évvel korábbi adatokhoz viszonyítva. A háztartási energia ára a II. negyedévben 1,3 százalékkal, míg júliusban és augusztusban átlagosan 1,6 százalékkal nőtt. Továbbra sem drágult a vezetékes gáz, a távfűtés és az elektromos energia sem. Az energiaárakat a tűzifa 13,2 százalékos, a szén, illetve a palackos gáz 4,0 százalékos, valamint a brikett, koks

4,4 százalékos árnövekedése hajtotta felfelé a negyedév során. A nyár utolsó két hónapjában hasonlóan nőttek az energiaárak: a tűzifáé 13,4 százalékkal, a palackos gázé 8,8 százalékkal, a brikett, kocszé 4,6 százalékkal, míg a szénéé, 4,2 százalékkal az előző év azonos időszakához viszonyítva.

Az egyéb cikkek, üzemanyagok negyedéves átlagos árnövekedése 4,0 százalék, míg a július–augusztusi 7,3 százalék volt. A vizsgált hónapok átlagában a járműüzemanyagok jelentették a legjelentősebb árfelhajtó tényezőt, azonban az árak növekedését minden vizsgált hónapban a tankönyvek 58,7 százalékos árcsökkenése, valamint a kulturális cikkek negyedéves 3,1 százalékos, illetve a július–augusztusi átlagos 2,5 százalékos árcsökkenése mérsékelte.

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



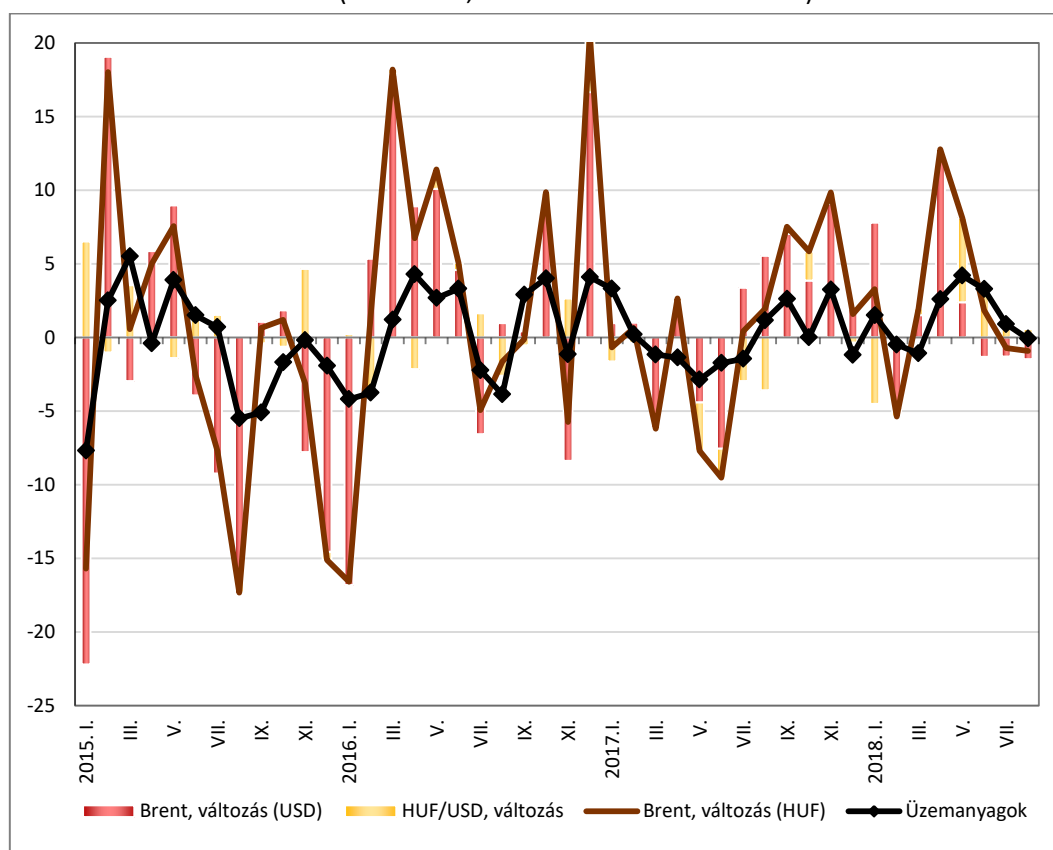
Forrás: MNB, Századvég-számítás

A negyedév során a szolgáltatások átlagos inflációja 1,4 százalék volt, ami a nyár utolsó két hónapjában 1,7 százalékra emelkedett. Ehhez a negyedév során a belföldi üdülés 8,9 százalékos, a lakbér 4,6 százalékos, a sport-, múzeumi belépők 4,3 százalékos és az egészségügyi szolgáltatások 3,8 százalékos árnövekedése járult hozzá a legnagyobb mértékben, azonban mérsékelte a telefon, internet (–5,8 százalék), a hírközlés (–5,7 százalék), a tv-előfizetés (–2,7 százalék), valamint a külföldi üdülés (–2,6 százalék) árcsökkenése. Júliusban és augusztusban a szolgáltatások drágulásához leginkább a lakbér 4,8 százalékos, az egészségügyi szolgáltatások 3,6 százalékos, a belföldi üdülés 8,2 százalékos, valamint a taxihasználat 10,8 százalékos árnövekedése járult hozzá, utóbbira a taxi alap-, perc- és km-díjának az emelkedése volt hatással. Ellenben mérsékelte a szolgáltatások inflációját a telefon, internet (–5,1 százalék) és a tv-előfizetés (–2,8 százalék) árcsökkenése. Az év korábbi hónapjaival ellentétben, júliusban és augusztusban a külföldi üdülés átlagosan 3,5 százalékkal került többre, mint egy évvel korábban. A lakosság inflációs

várakozásai kismértékben emelkedtek az elmúlt időszakban, azonban továbbra is visszafogott szinten alakulnak. A 2017 első negyedévéől folyamatosan emelkedő kibocsátási rés számításaink szerint 2018 első negyedévében elérte a 2,2 százalékot, amely a második negyedévben már 2,5 százalékkal haladta meg a hosszú távú trend szerinti értékét. Számításaink szerint, habár 2018-ban még további enyhe emelkedés várható, 2019 első negyedévéől újra 2 százalék alá bukhat a mutató, ami csökkentheti a keresleti oldali inflációs nyomást, így csökkenhet a pénzromlás üteme a gazdaságban.

Az MNB inflációs alapmutatói közül az indirekt adóktól szűrt maginfláció áprilisban és májusban 2,2 százalék, majd a nyári hónapokban rendre 2,3, 2,4 és 2,3 százalék volt az előző év azonos időszakához viszonyítva. A keresletérzékeny infláció hasonló emelkedést mutatott, amíg áprilisban 1,9 százalékkal nőtt az egy évvel korábbi szintjéhez képest, addig az azt követő két hónap mindegyikében 0,1 százalékponttal. Júliusban a mutató 2,3 százalékra emelkedett, majd augusztusban ugyancsak ezen az értéken alakult. A ritkán változó árú termékek inflációja nagyobb kilengést mutatott: áprilisban 2,3, májusban 2,2, júniusban 2,4, júliusban és augusztusban pedig 2,7 százalék volt.

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



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

A maginfláción kívüli tételek ára 2018 második negyedévében 3,4százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva. Ezt főképp az üzemanyagok árának az emelkedése

magyarázta. Az üzemanyagárak növekedése a Kőolaj-exportáló Országok Szövetségének (OPEC) tagországai és az azon kívüli olajkitermelő országok között létrejött szerződéseknek, valamint a dollár forinthez viszonyított árfolyama erősödésének az eredménye, ami többek között a Fed kamatemelésének a következménye. Az üzemanyagárak a vizsgált hónapok átlagában 12,1 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához képest. A jegybank tájékoztatása szerint, habár az olajár emelkedésének hatására az infláció enyhén meghaladja a középtávú célt, a jegybank továbbra is 2019 közepére várja az inflációs cél tartós elérését.

A nyers élelmiszerek ára 2018 II. negyedévében 3,4 százalékkal növekedett. A mezőgazdasági termelői árak 0,6 százalékkal emelkedtek az elmúlt negyedév hónapjainak az átlagában az előző év azonos időszakához viszonyítva. Ehhez jelentősen hozzájárult a gabonafélék 11,1 százalékos, valamint a gyümölcsök 4,4 százalékos áremelkedése, ellenben visszahúzta az ipari növények (-11,0 százalékos) és az élő állat (-7,4 százalékos) árcsökkenése. Összességében a negyedév során a maginfláción kívüli tételek az infláció növekedésének irányába hatottak.

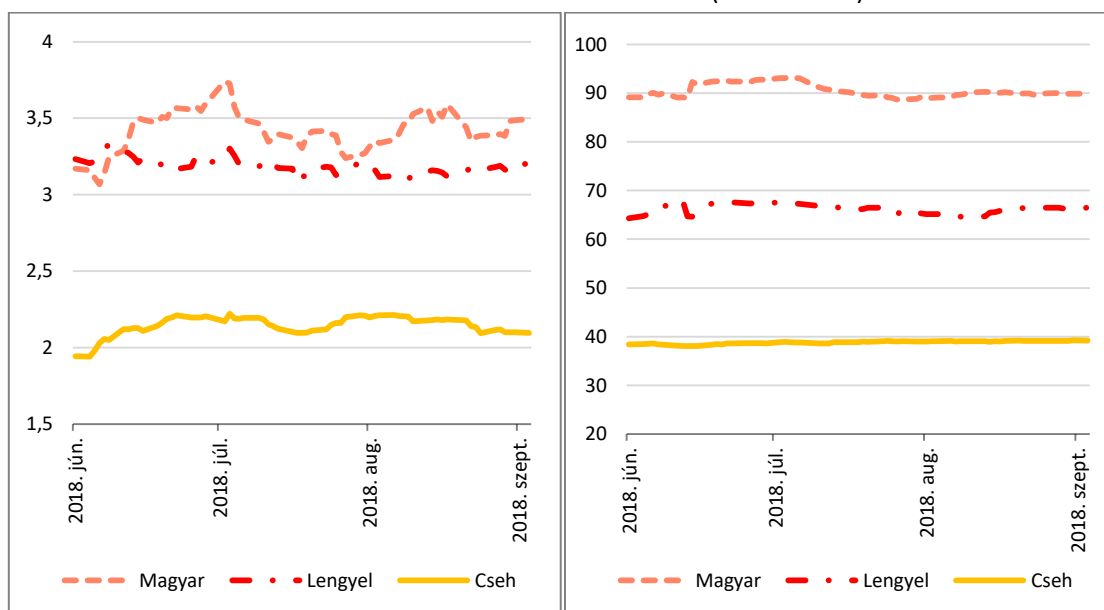
## Monetáris és pénzügyi kondíciók

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

A magyar jegybank Monetáris Tanácsa novemberi döntése értelmében a hitelfelvevők kamatkockázatát igyekeznek mérsékelni. Ebből a célból a Monetáris Tanács feltétel nélküli, 5 és 10 éves futamidejű monetáris politikai célú kamatcsereeszközt (MIRS, változó kamatozást cserél fix kamatozásúra) vezetett be, amelynek 2018 első kilenc hónapjára 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 megrendezett 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. A harmadik negyedévben a MIRS-tendereket 2018. július 5-én, július 19-én, augusztus 2-án, augusztus 16-án és augusztus 30-án mindegyik alkalommal 50 milliárd forint értékben, nagy túlkereslet (2,7–3,1 szeres túljegyzés) mellett tartott a jegybank. A korábbi 10 (5 év) – 40 (10 év) milliárdos keretet június 21-én 20-30 milliárdos megoszlásúra változtatta a jegybank, azaz nagyobb relatív jelentőséget tulajdonít az 5 éves futamidőnek, mint korábban.

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) emelkedését és a piaci aktivitás élénkülését várja. A program keretében az MNB hazai kibocsátók nyilvános kibocsátású, forintban denominált, legalább 3 éves eredeti és 1 éves aktuális hátralévő futamidejű, fix kamatozású jelzálogleveleket vásárolja. A programban való részvétel feltétele, hogy a jelzálogleveleknél a rendes fedezeten belül legalább 90 százalék legyen a fogyasztónak nyújtott (lakossági) jelzáloghitel aránya. A lehetséges vásárlások összesített felső korlátja kibocsátónként a teljes forgalomban lévő állomány 70 százaléka, illetve az MNB törekszik arra, hogy részesedése egy adott sorozat esetében se haladja meg a 70 százalékot. A hazai jegybank az elsődleges piacon az év eleje (a program kezdete) óta 75 milliárd forint értékben, míg a másodlagos piacon az év eleje óta 123 milliárd forint értékben vásárolt jelzálogleveleket.

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



Forrás: Thomson Reuters

A folyó fizetési mérleg pozitív egyenlege erősítően, a külföldiek által hazai fizetőeszközben tartott állampapírok állományának növekedése jóformán semleges, a jegybank nem konvencionális lazítása gyengítően hatott a vizsgált időszakban a hazai valuta árfolyamára. További negatív hatást gyakorolt azonban a török líra jelentős gyengülése. Mindezek eredményeként a forint kurzusa az euróval szemben a június elejei 320 forintról augusztus végére 326 forintra gyengült. A régió devizái közül a cseh korona árfolyama 0,3 százalékkal, míg a lengyel zloty árfolyama 0,5 százalékkal erősödött az euróval szemben.

Ha a török líra árfolyamgyengülésének okait keressük, akkor egyrészt a gazdaság fundamentumainak gyengeségét, másrészt a politikai okokat kell megemlíteni. Törökországban ikerdeficit alakult ki, azaz a költségvetési hiány mellett a folyó fizetési mérleg is markánsan deficites. Emellett Törökország devizatartalékai csak az 50 százalékát teszik ki az éven belüli külföldi kötelezettségeinek, azaz nem teljesül a Greenspan–Guidotti-szabály. Ezáltal a török líra fundamentumai gyengék, és így június és szeptember eleje között 42,55 százalékot gyengült a dollárral szemben. A lakosság és a háztartások jelentősen eladósodottak devizában. Az éves infláció a júliusi 15,9 százalék után augusztusban 17,9 százalékra emelkedett. A kamat egyelőre a szeptember 13-i kamatdöntő ülés előtt 17,75 százalékon áll, a piaci konszenzus azonban 425 bázispontos kamatemelést prognosztizál<sup>4</sup>. A politikai ellentétet, ha elemezzük, akkor a Törökország által fogva tartott amerikai lelkész szabadon engedését és az emiatti amerikai nyomásgyakorlásként az importvámok megemelését emelhetjük ki. Válaszul a török vezetés is megemelte az USA-ból származó termékek egy részének vámját. A Moody's és az S&P is egy fokozattal rontotta a török állampapírok besorolását.

A 10 éves forint állampapírok piacán június elejéhez képest 32 bázisponttal (3,49 százalékra) emelkedett a hozam. Csehországban a 10 éves futamidejű állampapírok hozama 16 bázisponttal (2,10 százalékra) növekedett, míg Lengyelországban 5 bázisponttal (3,18 százalékra) csökkent. A magyar 10 éves állampapírok hozama a lengyel 10 éves állampapírok hozama fölé emelkedett, és júniustól kezdődően tartósan felette maradt. A hozamkülönbség előjelének megváltozása nem meglepő, hiszen a lengyel állampapírok besorolása a nagy nemzetközi hitelminősítői intézményeknél (S&P, Moody's, Fitch) több fokozattal jobb, mint a magyar állampapíroké. Az országhozadékot kifejező ötéves magyar CDS értéke 1 egységgel nőtt az elmúlt három hónap folyamán, amely így jelenleg 90 bázisponton áll. Mindeközben Csehországban 1 bázisponttal, 39 bázispontra, míg Lengyelországban a kockázati megítélés e mutatója 2 egységgel, 66 bázispontra emelkedett.

Az állampapírpiaci aukciókon kialakult hozamok az éven belüli futamidőkre (diszkontkincstárjegyek) kisebb mértékben, míg az éven túli határidőkre (államkötvények) kicsit nagyobb mértékben emelkedtek. A diszkontkincstárjegyeknél a vizsgált 2018. június–augusztus időszak elejét és végét tekintve a 3 hónapos hozam 6 bázisponttal, 9 bázispontra csökkent, míg az egyéves hozam 15 bázisponttal, 55 bázispontra nőtt. Az államkötvények közül a 3 éves lejáratúnál 49 bázispontos, az 5 éves lejárat esetében 115 bázispontos hozamemelkedés következett be, míg a 10 éves állampapíroknál 10 bázispontos hozamcsökkenés történt. A 3 éves hozam így 1,63 százalékra, az 5 éves 2,8 százalékra nőtt, míg a 10 éves 3,41 százalékra csökkent. A 15 éves állampapíroknál két alkalommal történt kibocsátás a vizsgált időszakban, az augusztus elejei kibocsátás hozama (3,83 százalék)

---

<sup>4</sup> A török jegybank ennél nagyobb mértékben, 625 bázisponttal 24 százalékra emelte az irányadó rátáját 2018. szeptember 13-án.

13 bázisponttal alacsonyabban alakult a június elejei kibocsátás hozamánál. A 2018. június elejétől augusztus végéig tartó időszakban összességében a diszkontkincstárjegyek és az államkötvények kibocsátása során is fordult elő olyan eset (előbbinél 10 alkalommal, míg utóbbinál 13 alkalommal), amikor az ÁKK a tervezettnél nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat. Kisebb összegben kilencszer (háromszor a 12 hónapos diszkontkincstárjegynél, egyszer a 3 éves államkötvények, háromszor az 5 éves államkötvények, kétszer pedig a 15 éves államkötvények aukciójánál), de összességében mindkét értékpapírcsoportban a meghirdetethez képest markáns többletkibocsátás mutatkozott a június–augusztusi időszakban.

A másodlagos állampapírpiacra a hozamok a jegybanki önfelfinanszírozási program folytatásaként értelmezhető lépéseknek (korábban a kötelező tartalékráta csökkentése és a 3 hónapos jegybanki betét limitjének fokozatos csökkentése, végül 75 milliárdnál a csökkentés leállítása) köszönhetően a rövid lejáratoknál továbbra is nagyon alacsonyak. A hozamgörbe rövid futamidejű végén (3 hónapos futamidőre) 2 bázisponttal (13 bázispontra) csökkentek, míg a 6 hónapos lejáratra és az egyéves futamidőre 19, illetve 28 bázisponttal (33, illetve 53 bázispontra) emelkedtek a hozamok. A hosszabb futamidőkön a hozamok azonban esetenként még ennél is nagyobb mértékben emelkedtek. Az egyes lejáratokra az alábbi mértékű volt a változás (jellemzően a növekedés, kivéve a 15 éves futamidőnél): 50 bázispont (3 éves), 122 bázispont (5 éves), 34 bázispont (10 éves) és –2 bázispont (15 éves). 2018. július 11-től változott az ÁKK 5 éves benchmark állampapírja: az új állampapír lejáratára 2024. október 24., azaz több mint 6 év a korábbi 2022. október 26-i lejáratával szemben, ami pedig kicsit több mint 4 évet jelentett. Ennek következtében a jelentősebb hozamnövekedés az 5 éves lejáratnál részben a futamidő „meghosszabbodásának” köszönhető.

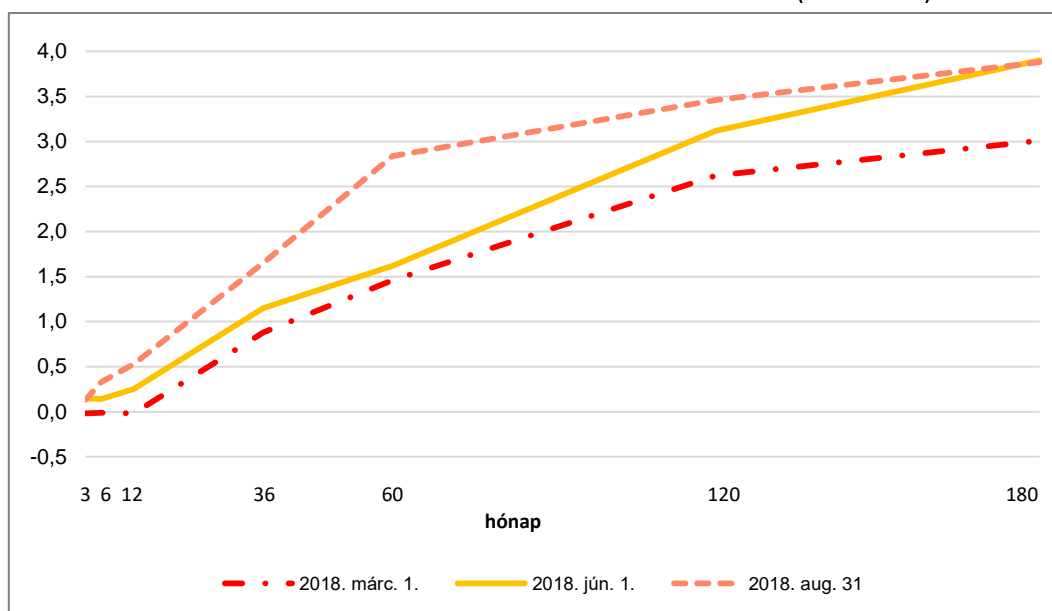
Összességében a hozamgörbe a júniusi állapothoz képest feljebb tolódott. Az emelkedő hosszabb lejáratú hozamok illeszkednek az általános, globális hozamemelkedési trendbe. A török líra dollárral szembeni árfolyamának év eleje óta tartó jelentős gyengülése a feltörekvő országok devizapiacain is jelentős turbulenciákat okozott, amelyek kockázatkerülés formájában az állampapírpiacokon is éreztethették hatásukat. A hazai állampapírpiacra azonban nem jelentős mértékű a külföldiek állományának csökkenése. Az elmúlt időszakban ugyanis a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány augusztus végi értéke 5 milliárd forinttal csökkent a június elejei értékéhez képest, és így 3710 milliárd forintot tett ki.

A határidős kamatmegállapodások (FRA) piacán a bankok 0,89 százalékon kötnek üzleteket szeptember elején (a június elejei 0,39 százalék után), azaz a jelenlegi, a jegybanki alapkamattal nagyjából megegyező kamattal mellett üzletelnek a 9 hónap múlva induló, 3 hónapos futamidejű lejáratra. Ez azt jelentheti, hogy a bankok a jövőben a 3 hónapos BUBOR (BUdapest InterBank Offered Rate) markánsan magasabb szintre emelkedését feltételezik (jelenleg 0,18 százalék). A bankközi piac számára a kamatfolyosó teteje a



maximum, így látható, hogy gyakorlatilag itt köttenek az üzletek, ami vagy a kamatfolyosó szélesítésére, vagy pedig a közelgő kamatemelésre utal.

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



Forrás: ÁKK Zrt.

Az ÁKK 2018. évi finanszírozási tervében a legelső kitüntetett célja az államadósság GDP-arányos mértékének további csökkentése. Továbbá a külső sérülékenység mérséklése érdekében az adósságkezelő folyamatosan törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők és kiemelten a lakosság körében. 2018. június végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt forint állampapírok állománya 7203,6 milliárd forintra emelkedett. 2017. év végén ez az összeg még több mint 400 milliárd forinttal alacsonyabb (6802,9 milliárd forint) volt úgy, hogy a nonprofit intézményeket és az önkormányzatokat kiszorították a lakossági állampapírok vásárlói köréből. Habár nem történt a vizsgált időszakban jegybanki alapkamat-emelés, az ÁKK a kifejezetten a lakosságnak szánt állampapírok<sup>5</sup> kamatát július 30-i hatállyal 50 bázisponttal megemelte. Ennek értelmében az eredetileg 1,5 és 2,5 százalékos kamatozású állampapírok ezt követően 2 és 3 százalékos új kamatozású papírokká emelkednek. Az ÁKK indoklása szerint: a lakossági állampapír-befektetések népszerűségének megőrzése érdekében hozta ezt az intézkedést.

A magyar államadósság devizaaránya csökkent, hiszen a 2018. április végi 21 százalék után 2018 júliusának végén 20 százalékot tett ki. Ez az arány megfelel a 2018. évi finanszírozási tervben meghatározott 15–25 százalékos sávellőírásnak. A cél tehát az, hogy a devizaarány tovább mérséklődjön (ezt honorálják egyrészt az egyes hitelminősítők, és az árfolyamkockázat is kisebb az alacsonyabb devizaarány mellett), amelyet az ÁKK a

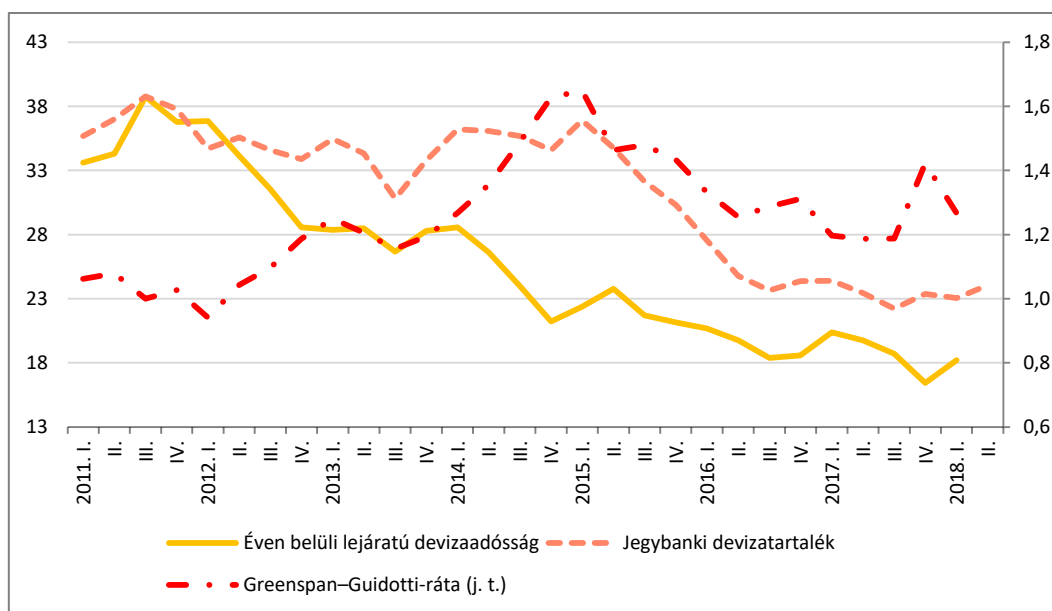
<sup>5</sup> A Féléves Magyar Állampapír (FMÁP) 1,5-ről 2 százalékra, a Egyéves Magyar Állampapír (1MÁP) 2 százalékról 2,5 százalékra, a Kétéves Magyar Állampapír (2MÁP) 2,5 százalékról 3 százalékra, a Kincstári Takarékjegy Plusz (KTJ Plusz) 2 százalékról 2,5 százalékra, az 1 éves Kincstári Takarékjegy (KTJ I) 1,75 százalékról 2,25 százalékra és a 2 éves Kincstári Takarékjegy (KTJ II) 2,25 százalékról 2,75 százalékra módosul.

devizalejáratok jellemzően forintpiacról történő megújításával szeretne elérni. Június 11-én lejárt egy 1,5 milliárd euró értékű, 10 éves államkötvény, amelynek kamatozása 5,75 százalék volt. Az ÁKK nem devizában (euróban), hanem forintban újította meg a lejárt államkötvényt, így csökkent az államadósság devizaaránya.

Az ország pénzügyi stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2018. március vége óta az MNB devizatartalékai kicsit több mint 1000 millió euróval növekedtek, és 2018. június végén 24,061 milliárd eurót tettek ki. A jegybanki devizatartalékok e szintje révén Magyarország a válság óta alkalmazott és a következőkben részletezett Greenspan–Guidotti-szabályt betartja.

Éven belüli devizakötelezettségekről a legutolsó adat 2018 első negyedéről ismert. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz a jegybanki devizatartalékai magasabbak, mint az éven belüli devizakötelezettségei. Az elmúlt időszakban a mutató nevezője – a rövid lejáratú külföldi adósság – elsősorban az adósság egy részének rövidülése miatt jelentősen emelkedett. Az ennek eredményeként kialakuló, 1,27-os Greenspan–Guidotti-ráta csökkent az előző negyedévhez képest, de továbbra is van mozgásteret a jegybanknak tartalékai további mérséklésére, ez azonban jelenleg a turbulensebb devizapiaci környezet miatt nem ajánlott. A jegybanki devizatartalékokról ismert legutolsó adat a 2018. július végi 23 944 milliárd euró.

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

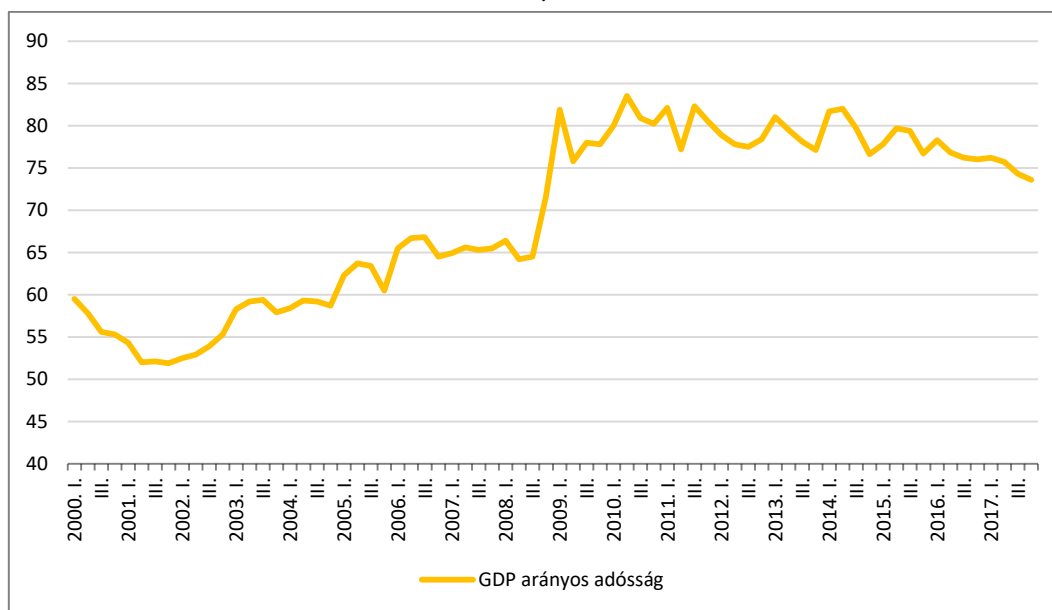


Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 2018 második negyedévének végén 28 743 milliárd forint volt, és a GDP 72,5 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 73,6 százalék után. A második negyedévben az előző negyedévhez képest a

bruttó adósság 698 milliárd forintos emelkedésében az adósság átértékelődése 322 milliárd forintos, a tranzakciók pedig 376 milliárd forintos szerepet játszottak.

19. ÁBRA: A BRUTTÓ ADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA



Forrás: Eurostat, MNB

Az elmúlt időszakban a S&P-nek (2018. augusztus 17-én), míg a Fitchnek (2018. augusztus 31-én) nyílt lehetősége a magyar államkötvények kockázati besorolásának módosítására vagy megerősítésére. A két nagy nemzetközi hitelminősítő intézet a meghirdetett időpontokban nem változtatott a magyar államkötvények hitelminősítésén. A piac jelentős része várt felminősítést a hitelminősítők legalább egyikétől a jelenlegi, pozitív kilátással ellátott – azaz felminősítés előtt álló –, befektetésre javasolt kategória legalsó szintjén. A felminősítés elmaradása miatt azonban nem alakult ki jelentősebb hozamváltozás a másodlagos piacon. A Fitch jelezte, hogy milyen lépések lennének szükségesek ahhoz, hogy kedvezőbb besorolást kapjanak a magyar államkötvények. Két adatot emelt ki, egyrészt a külső adósság és a GDP-arányos államadósság csökkentésének további igényét. Az S&P szintén a még magas, habár 2010 óta 10 százalékpontot csökkent, GDP-arányos államadósságot jelölte meg alapvető negatívumként. Idén sem az S&P, sem pedig a Fitch nem minősíti már a magyar állampapírokat. A Moody's azonban még nyilatkozhat novemberben. Ennél a hitelminősítőnél még nincs Magyarországnak pozitív kilátással ellátott besorolása, azaz felminősítés nem, esetleg pozitív kilátás várható.

## Hitelezési helyzet

A hazai jegybanki alapkamat mértékének változatlan (0,9 százalékos) szinten tartása mellett 2,19 százalékról 2,37 százalékra növekedett az április–júliusi időszakban a vállalati forint folyószámlahitelek kamata, míg 26 bázisponttal (1,50 százalékra) emelkedett a vállalatok

számára nyújtott forinthitelek<sup>6</sup> kamata. Eközben az euróhitelek kamata 88 bázisponttal<sup>7</sup> (1,50 százalékra) süllyedt. A lakossági szegmensben a fogyasztásihitelek-piacon 10 bázisponttal alacsonyabb kamattal (12,15 százalékon) lehetett forint fogyasztási hitelt igényelni 2018 júliusában, mint három hónappal korábban. A folyószámlahitelek kamata – bár 62 bázisponttal csökkent – ennél magasabb (22,02 százalék) volt 2018. július végén. Az utóbbi hitelek általában kisebb összegűek, és könnyebben hozzájuk lehet férni. A lakáscélú hitelek esetében a 2018. áprilisi adathoz képest 30 bázispontos emelkedés (4,39 százalékra) tapasztalható.

A hazai jegybank 2018. október 1-jei hatállyal szigorítja az ún. adóssághétszabályt. Célja nem feltétlenül a hitelezés visszafogása, hanem a hitelfelvételnél a hitelek terelése a hosszabb kamatperiódus<sup>8</sup> irányába. Az új szabályozás értelmében minél hosszabb kamatperiódusú hitelt vesz fel a hiteladós, annál nagyobb részét költheti jövedelmének havi részleteinek fizetésére. A 400 ezer forintos háztartási nettó jövedelem alatt és 5 évnél rövidebb kamatperiódusú hitel esetén 25 százalék, 5 és 10 év között 35 százalék, míg 10 év vagy annál hosszabb kamatperiódusú hitel esetén 50 százalék a maximális JTM (jövedelemarányos törlesztési mutató). 400 ezer forintos vagy magasabb jövedelemnél a limitek a jelzáloghiteleknél 30, 40 és 60 százalék.

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

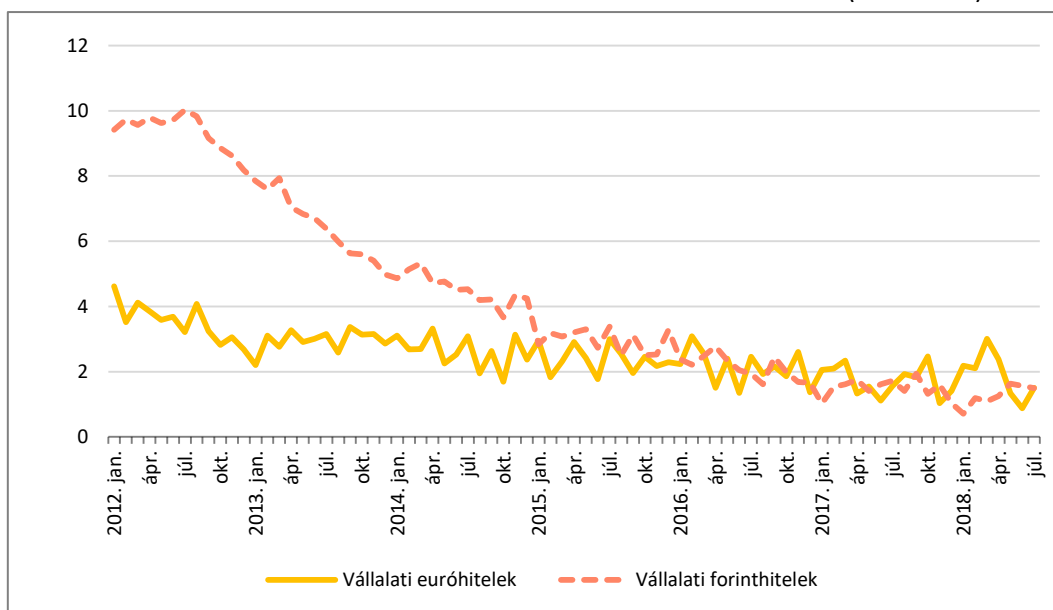
---

<sup>6</sup> Ez nem folyószámlahitel, hanem változó kamatozású, legfeljebb egyéves kamatfixálású hitel.

<sup>7</sup> Ezt azonban a nagyobb összegű (1 millió euró feletti) hitelek egyedi kamatozása jelentősen befolyásolja.

<sup>8</sup> A kamatperiódus azt az időintervallumot jelenti, amely alatt nem változik a hitel kamatának mértéke. Ebben a szerződő felek megállapodnak a hitelszerződés megkötése előtt.

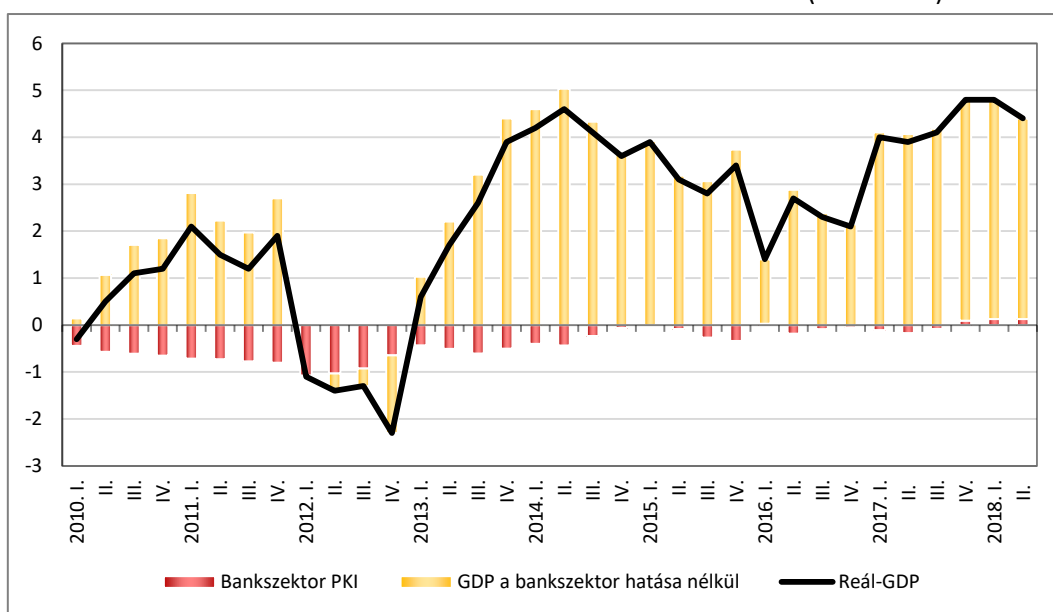
20. ÁBRA: A VÁLLALATI ÚJ HITELEK KAMATAINAK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB

A hitelezés fontosságát az MNB által publikált Pénzügyi Kondíciós Index (PKI) is jelzi, amely a bankszektor hitelezési tevékenységén keresztüli éves GDP-növekedésre gyakorolt hatását számszerűsíti. Azaz a bankszektorra számított index éves növekedési üteme azt mutatja meg, hogy mennyi a bankrendszer hozzájárulása a reál-GDP növekedési üteméhez. A jegybank számításai szerint 2018 első negyedévében a pénzügyi közvetítőrendszer a gazdasági teljesítményre kismértékben pozitív hatással volt (+0,1 százalékpont). A bankszektor teljes jövedelmi hatása 0,1 százalékpontnak felelt meg 2018 második negyedévében, tehát összességében megszűnt a bankrendszer reál GDP-re kifejtett negatív hatása.

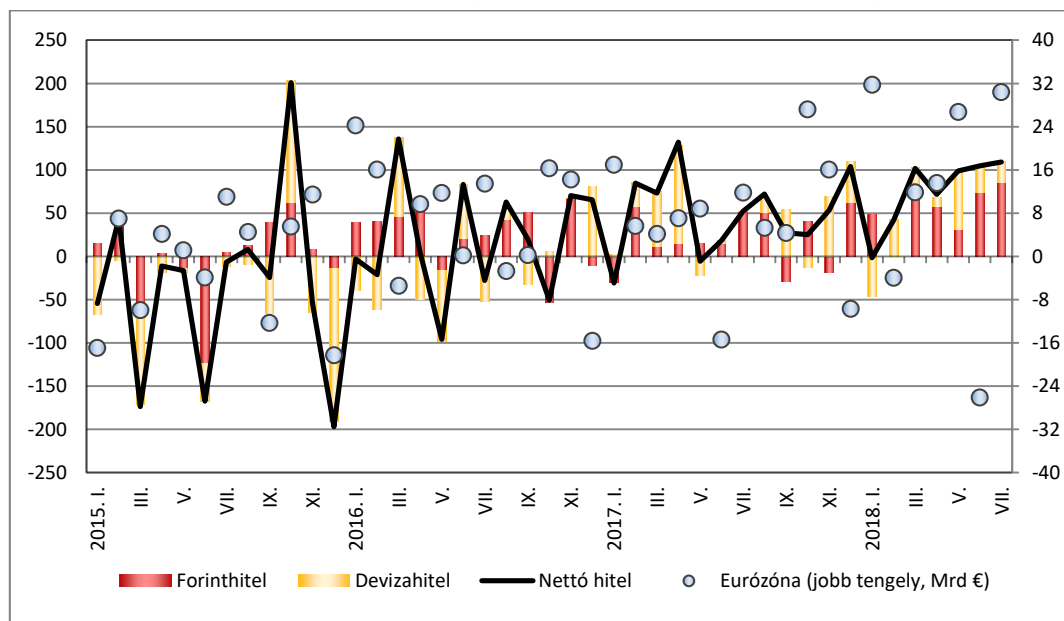
21. ÁBRA: A HITELEZÉS GDP-RE GYAKOROLT HATÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB

A vállalatoknál 2018 második negyedében a szezonálisan kiigazított adatok alapján a banki nettó forinthitel-felvétel 163,8 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke 105,4 milliárd forintot tett ki. A kettő eredményeként 2018 második negyedében a teljes nettó hitelfelvétel (szezonálisan kiigazítva) 275,5 milliárd forintnak felelt meg. 2018 júliusában a vállalati szektor teljes nettó hitelfelvétele (szezonálisan kiigazítva) 109,2 milliárd forint volt.

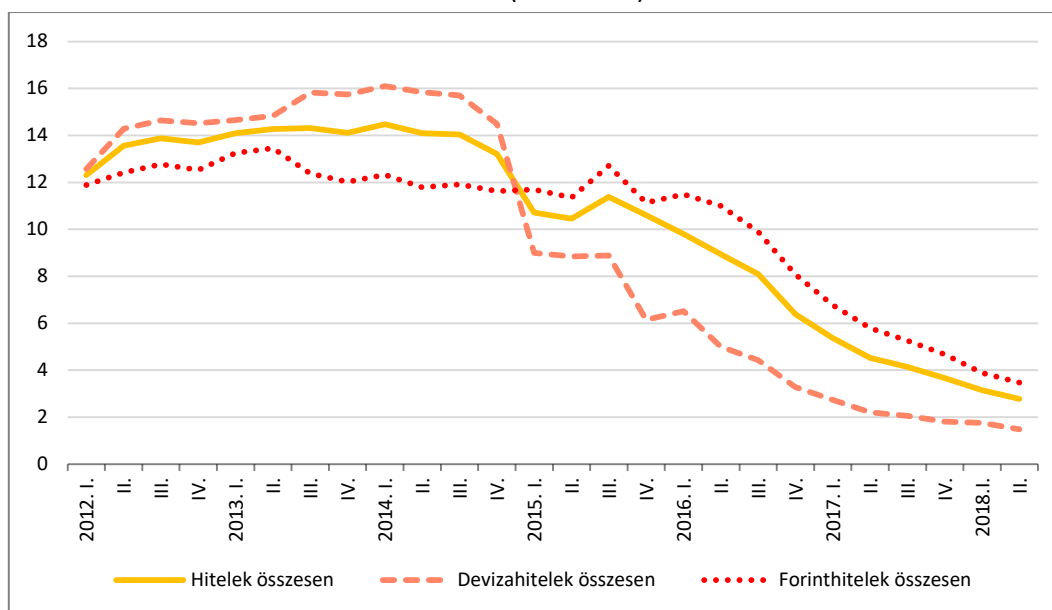
22. ÁBRA: A VÁLLALATOKKAL LEBONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK SEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT NETTÓ ÉRTÉKE (MILLIÁRD FT ÉS MILLIÁRD EURÓ)



Forrás: MNB, EKB

Az MNB hitelintézeti szektorról szóló negyedéves idősora alapján 2018 második negyedében összességében a lakossági és a vállalati szegmensben is csökkent a 90 napon túli késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. Ehhez hozzájárult a kedvezőbb gazdasági helyzet és a banki hitelportfóliók megtisztítása is. A vállalati szegmensben jóformán stagnált (0,2 százalékponttal 2,9 százalékra csökkent) a nem teljesítő hitelek aránya, míg a lakoságnál a nettó jövedelmek jelentős növekedése és a nem teljesítő hitelportfóliók eladása is hozzájárult a 0,7 százalékpontos NPL-ráta csökkenéséhez, amely így 2018. június végén 5,8 százalékot tett ki. Jól látható tehát a magyar bankrendszerrel a nem teljesítő hitelek arányának további jelentős csökkenése. Ezt a folyamatot a hitelminősítők is kiemelték tavaly ősszel, amikor a magyar államadósságot pozitív kilátásúra javították (a befektetési kategória alsó szélén). Továbbá említették idén a besorolás megerősítésekor is.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az MNB előzetes adatai szerint 2018. első fél évében 323,4 milliárd forint adózás előtti és 299,8 milliárd forint adózás utáni nyereséget jelentett a bankszektor. Ezzel szemben egy évvel korábban a bankszektor az adatok alapján 393,4 milliárd forintos adózás előtti és 362,9 milliárd forintos adózás utáni nyereséget ért el. Az előző évhez képest csökkent a kamat-, míg nőtt a jutalékeredmény. Előbbi a csökkenő kamatkörnyezetben a zsugorodó kamatmarzsok mellett a jelentősen olcsóbb forrásoknak köszönhetően 4,2 százalékkal alacsonyabb, míg utóbbi 3,9 százalékkal nagyobb volt az előző év azonos időszakának eredményénél. A bankok tőkeellátottsága 2018 második negyedévében lefelé módosult, hiszen a tőkemegfelelési mutató az előző negyedévhez képest 0,9 százalékponttal, 21,3 százalékra csökkent. A hitelintézetek szavatoló tőkéje 2,7 milliárd forinttal (3994,3 milliárd forintra) nőtt, miközben a kockázatokkal korrigált mérlegfőösszeg ennél nagyobb mértékben, 4,2 százalékkal emelkedett, és 2018. június 30-án 18 728,8 milliárd forintot tett ki.

A háztartások ebben a negyedévben is jelentős mértékben (91,5 milliárd forinttal) növelték az állampapír-megtakarításaikat, ezen belül is a hosszú lejáratú papírok iránt mutatkozott a nagyobb kereslet. Pontosabban a lakosság 43,3 milliárd forinttal csökkentette rövid lejáratú (azaz éven belüli) állampapír-állományát, továbbá növelte, 137,8 milliárd forinttal a hosszú lejáratú állampapír-állományt. A háztartások forint készpénzállománya 79,1 milliárd forinttal nőtt, továbbá nagymértékben emelkedett (235,5 milliárd forinttal) a hitelintézeteknél elhelyezett betétállományok mértéke. A részvények és részesedések 2018 első negyedéves értéke 59 milliárd forinttal emelkedett az előző hónaphoz képest.



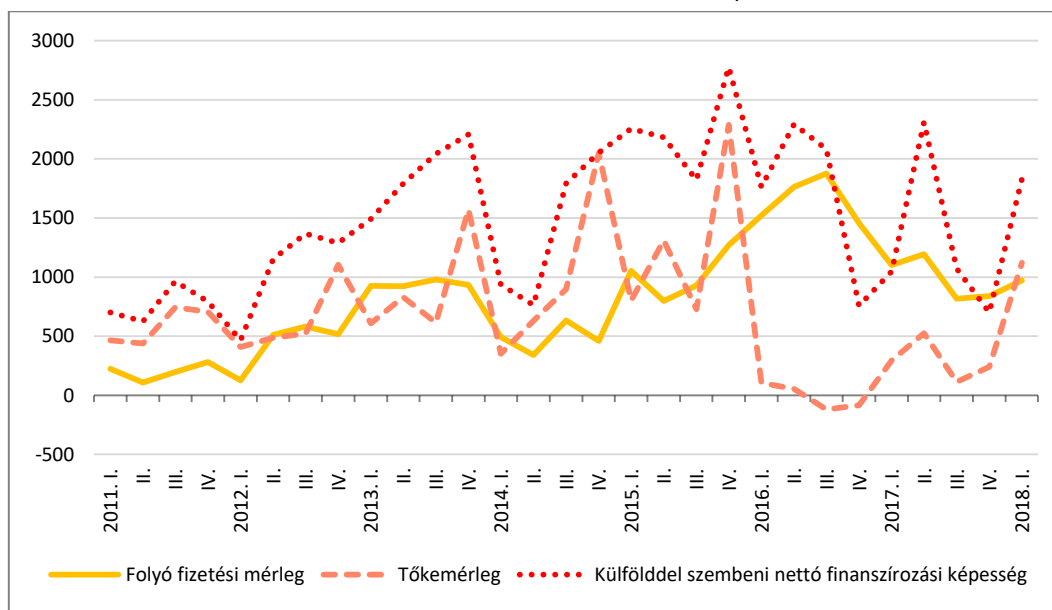
## Külső finanszírozási képesség

A folyó fizetési mérleg szezonálisan kiigazított egyenlege 2018 első negyedében 132 millió euróval, 971 millió euróra emelkedett az előző negyedévhez képest. Az áruforgalom és a szolgáltatások szezonálisan kiigazított egyenlege a vizsgált időszakban 100 millió euróval, 2233 millió euróra csökkent. Emellett az elsődleges jövedelmek negatív egyenlege 98 millió euróval csökkent, és 1162 millió euró lett, míg a másodlagos jövedelmek passzívuma 155 millió euróval, 90 millió euróra zsugorodott.

A tőkemérleg egyenlege 880 millió euróval, 1121 millió euróra emelkedett.

Az Európai Unióval szembeni egyenleg 2018 első negyedében összesen 1612 millió euró volt, amely az elsődleges és a másodlagos jövedelmek, valamint a tőkemérleg EU-val szembeni részegyenlegeiből áll össze, és nagymértékű csökkenést mutat a 2017. negyedik negyedéves adathoz képest, hiszen annak alig több mint felét teszi ki. A folyó és a tőkemérleg együttes egyenlegéből számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség 2148 millió euróra csökkent, a szezonális hatások kiszűrésével ez a mutató 1832 millió eurót tett ki, amely a negyedéves GDP 5,6 százaléka.

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



Forrás: MNB

A Magyarországra irányuló legnagyobb FDI-beáramlás az európai országok közül Luxemburgból valósult meg 2018 első negyedében, értéke 203,3 millió euró volt. A második legnagyobb FDI-beáramlás Hollandiából (168,2 millió euró), a harmadik Olaszországból (144,8 millió euró) érkezett. Az ágazati bontást tekintve a legnagyobb hozzájárulása az FDI bevonásánál ebben a negyedévben a feldolgozóiparnak (215,5 millió euró) volt.

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

A befektetés régiója	2017. I. né.	2017. II. né.	2017. III. né.	2017. IV. né.	2018. I. né.
Európa	196,9	753,2	1 022,4	4 002,4	249,5
Amerika	786,1	-418,8	59,4	-35,1	189,6
Ázsia	4,5	-82,7	71,1	-2 248,1	136,1
Afrika	24,4	7,6	4,3	-8,1	53,1
Ausztrália és Óceánia	2,5	-43,4	-3,1	1,4	23,2
Nemzetközi szervezetek	0,4	0,5	0,5	0,5	3,5
Nem azonosított	88,2	-56,0	99,0	103,8	86,1
Összesen	1 103,1	160,3	1 253,5	1 816,8	741,2

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

Az FDI külföld felé áramló volumene 36,7 millió eurót tett ki, tehát a nettó FDI-beáramlás mértéke 2018 első negyedévében 777,9 millió euró volt.

Az előző negyedévek tendenciájával megegyezően a nemzetgazdaság bruttó adósságállománya csökkent. Ennek értéke 2018 első negyedévének végén 74,0 milliárd eurót tett ki, amely 0,6 milliárd euróval alacsonyabb az előző negyedévi adatnál. Ha ezt az előző év negyedik negyedéves adatával vetjük össze, akkor 5,6 milliárd euró mértékű csökkenés figyelhető meg.

A pénzügyi számlák adatai szerint az alulról<sup>9</sup> számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség a GDP 2,7 százalékát tette ki a 2018 első negyedévével záruló elmúlt egy évben, amely növekedést jelent a 2017 negyedik negyedévével záruló időszakhoz képest. Az MNB adatai szerint 2017 negyedik negyedévében az államháztartás finanszírozási helyzete a GDP -2,5 százalékán zárt. A háztartási szektor nettó finanszírozási képessége 0,5 százalékponttal, 5,5 százalékra emelkedett. A nem pénzügyi vállalatok nettó finanszírozási képessége csökkent, és a GDP -1,8 százalékán zárt a vizsgált időszakban.

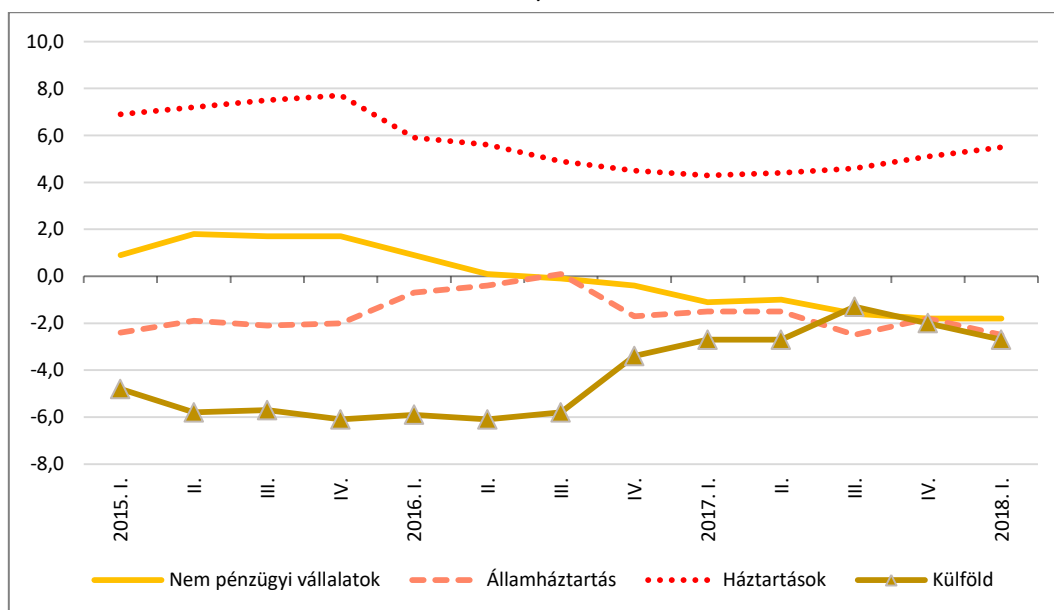
A külföld nettó finanszírozási képessége a 2018 első negyedévével záruló egy évben a GDP -2,7 százaléka (-1038 milliárd forint), az első negyedévben a negyedéves GDP -2,6 százaléka (-242 milliárd forint) volt. A külföldiek pénzügyi eszközei és kötelezettségei tranzakcióból eredően számottevően növekedtek, a kötelezettségek növekedése (+449 milliárd forint) jelentősen meghaladta a pénzügyi eszközökét (+207 milliárd forint). A pénzügyi eszközök

<sup>9</sup> Alulról számított, amikor a pénzügyi mérleget vesszük figyelembe (finanszírozási megközelítés), és az instrumentumokat (közvetlen tőkebefektetések, portfólióbefektetések, pénzügyi derivatívák, egyéb befektetések és tartalékeszközök) vagy szektorokat (államháztartás, MNB, egyéb monetáris intézmények, egyéb szektorok) összegezve számítjuk ki a külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség alakulását.

között a folyószámlabetétek (+144 milliárd forint), a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok, a részvények és részesedések, valamint különösen az egyéb követelések jelentősen növekedtek, ugyanakkor a hitelek (-264,4 milliárd forint) és a pénzügyi derivatívák tranzakcióból eredő csökkenése (-221,2 milliárd forint) számottevő volt.

A külföldiek tartozásai közül tranzakcióból adódóan jelentős mértékben emelkedtek a betétek, a hosszú lejáratú értékpapírok, a rövid lejáratú hitelek és az egyéb tartozások, míg csökkentek a rövid lejáratú értékpapírok, a hosszú lejáratú hitelek és a pénzügyi derivatívatarozások.

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



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

## A várható makrogazdasági és fiskális pálya (2018)

### Feltevéseink alakulása

A II. negyedévben az Európai Unió gazdasága a várakozásoknál gyengébben teljesített. A növekedés a nyers adatok szerint 2,2, míg a szezonálisan kiigazított adatok szerint 2,1 százalék volt. Az Eurostat ugyanakkor lefelé módosította az I. negyedéves növekedési adatokat, így a nyers érték a korábbi 2,2 százalék helyett 2,1 százalék, míg a kiigazított adat 2,4 százalék helyett 2,3 százalék lett. A várakozásoknál kedvezőbben alakult ugyanakkor néhány unión kívüli fontosabb külkereskedelmi partnerünk (például Svájc és Szerbia) gazdaságának növekedése. A következőkben röviden áttekintjük a legfontosabb export gazdasági növekedésével kapcsolatos várakozásainkat 2018-ra és 2019-re.

A II. negyedévben Magyarország legfontosabb exportcélpiaca továbbra is Németország volt. A szolgáltatások esetében a kivitel 17,9 százaléka irányult Németországba, míg a behozatal 19,2 százaléka származott onnan. A termékek külkereskedelmében Németország szerepe még ennél is jelentősebb volt: az export esetében 28,0 százalék, míg az importnál 27,3 százalék. A német gazdaság teljesítményének alakulása tehát nagyban befolyásolja a magyar gazdaság teljesítményét elsősorban a külső kereslet alakulásán keresztül. Európa legnagyobb gazdaságának növekedése az I. negyedévben a nyers adatok szerint 1,4 százalék, míg a másodikban 2,3 százalék volt, a szezonálisan kiigazított adatok szerint pedig rendre 1,9, illetve 2,0 százalék. Várakozásaink szerint így a növekedés az év egészében 2,1 százalék körül alakulhat, tehát a korábbi várakozásoknál kismértékben alacsonyabban.

Továbbra is elmarad a 2 százalékos szinttől a brit gazdaság növekedése: a nyers adatok szerint a bővülés mindössze 0,8 százalék, a szezonálisan kiigazított adat alapján pedig 1,3 százalék volt. A gyenge növekedési adathoz a Brexit körüli bizonytalanság is hozzájárulhatott. Várakozásaink szerint a szigetország növekedése idén a 1,5 százalékot alulról súrolhatja.

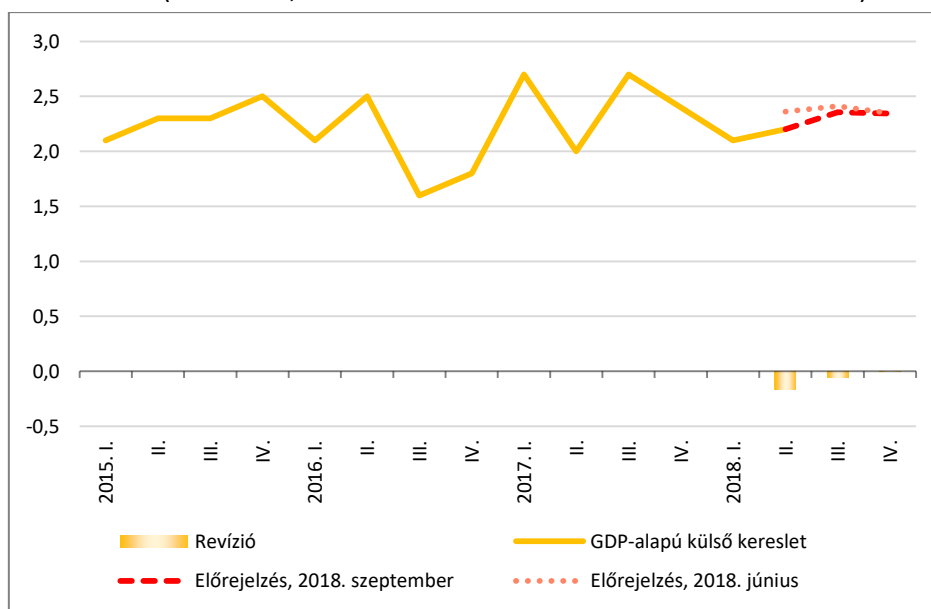
A francia gazdaság a második negyedévben a nyers adatok szerint 1,6, a szezonálisan kiigazított adatok szerint pedig 1,7 százalékkal növekedett. Éves szinten a bővülés megközelítheti a 2 százalékot. Olaszországban a bővülés mértéke a nyers adatok szerint 1,4, míg a szezonálisan kiigazított adatok szerint 1,2 százalék volt. Éves szinten 1,5 százaléknál valamivel kisebb bővülésre számítunk. Az unió nagyobb gazdaságai közül érdemes kiemelni még Spanyolországot. Itt a növekedés a nyers adatok szerint 2,6, a szezonálisan kiigazított adatok szerint 2,7 százalék volt, így éves szinten a bővülés is e két érték körül alakulhat.

A visegrádi országok növekedése a II. negyedévben is meghaladta az uniós átlagot, ugyanakkor jelentős szóródás látható az egyes tagállamok bővülése között. Míg Lengyelország növekedése a nyers és a kiigazított adatok szerint is 5,0 százalék volt, addig

Szlovákiáé rendre 4,1, illetve 3,9 százalék, Csehorszáé pedig 2,7, illetve 2,4 százalék. Látható tehát, hogy míg a lengyel és a magyar gazdaság növekedése az uniós élbolyban található, addig a cseh bővülés jelentősen lelassult. Ezt részben magyarázhatja a monetáris politika már megkezdődött szigorítása. Az év egészét tekintve a cseh gazdaság növekedése kismértékben meghaladhatja a 3 százalékot, míg a lengyel gazdaságé 4,5 százalék körül, a szlováké pedig 4 százalék körül alakulhat.

Az előző negyedévekhez hasonlóan az unión kívüli, nagyobb súlyú külkereskedelmi partnereink közül az Egyesült Államok, Kína, Oroszország Svájc, Szerbia és Ukrajna növekedését tekintjük át. Az Egyesült Államok növekedése a II. negyedévben 2,9 százalék volt, és az év egészében is ehhez hasonló mértékű bővülés várható. Oroszországban a növekedés 1,8 százalékot tett ki, éves szinten azonban a bővülés ettől néhány tized százalékponttal elmaradhat. Kínában a növekedés továbbra is egyenletes, a II. negyedévben 6,7 százalék volt. Így az éves bővülés is 6,7 százalék körül lehet. Svájc növekedése meglepetést okozott: 3,4 százalékot tett ki, így az éves növekedésre vonatkozó prognózisunkat felfelé módosítottuk, amely így meghaladhatja a 2,5 százalékot. Ukrajnában a gazdaság teljesítménye éves összehasonlításban 3,6 százalékkal bővült, melytől az éves növekedés néhány tized százalékponttal elmaradhat. Szerbiában a növekedés 4,8 százalék volt, így az éves bővülés a korábban vártnál magasabb lehet, 4,5 százalék körül alakulhat.

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



Forrás: Századvég-számítás

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

A Brent típusú olaj ára a Kőolaj-exportáló Országok Szervezete (OPEC) és több jelentős kitermelő ország által megkötött, a kitermelés csökkentéséről szóló megállapodás betartása ellenére egészen 2017 októberéig nem emelkedett hordónként 60 dollár fölé. 2017 novembere és 2018 májusa között azonban az olajár a korábbi sávjából kilépve egészen 80 dollárig kúszott fel. Az ár ezt követően lefordult csúcsáról, és június–augusztus folyamán jellemzően 70 és 75 dollár között ingadozott.

Az olajár szűk sávban történő ingadozása látszólagos nyugalmat sugall, ugyanakkor a piacot számos, egymással ellentétes irányú hatás éri.

2018 első negyedében a globális olajkereslet robusztus emelkedése volt tapasztalható. Az idei második negyedévben a Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) adatai szerint ugyanakkor a növekedési ütem kevesebb mint a felére esett vissza, és a szervezet a harmadik negyedévben is a kereslet visszafogott bővülését várja<sup>10</sup>. (Ezzel együtt az IEA a 2018-as, illetve 2019-es globális olajkeresletre vonatkozó, napi 1,4, illetve 1,5 millió hordós növekedésről szóló prognózisát változatlanul hagyta.) A visszafogott kereslet mellett szintén nyomás alá helyezi az olajárát az OPEC és több, olajkartellen kívüli ország 2018. júniusi megállapodása, amely a kitermelés napi 1 millió hordóval történő növeléséről szól. Ezzel szemben jelentős piaci félelmet vált ki az iráni olajexport teljes visszaszorítását célzó, november folyamán életbe lépő amerikai szankció, amelynek eredményessége esetén a globális kitermelés akár 1,5 százalékkal is visszaeshet. Továbbá a korábban meghatározó venezuelai olajkitermelés csökkenése a magas olajár ellenére sem állt meg. A felszínre hozott olajmennyiség két év alatt közel 40 százalékkal zsugorodott, és a várakozások szerint az esés folytatódni fog. Az olaj piacán jellemző rendkívüli bizonytalanságot az amerikai kormányzati kommunikáció, illetve cselekvés közötti disszonancia is erősíti, hiszen – bár az amerikai adminisztráció az olajárak növekedése ellen emel szót – az iráni atomalku egyoldalú felmondása, illetve az olajipart sújtó szankciók bevezetése egyértelműen árnövelő hatású.

Az olajár jövőbeli alakulását illetően az elemzők és meghatározó piaci szereplők várakozása megoszlik. Egy–másfél éves időtávon a határidős jegyzések 73–77 dolláros hordónkénti árat vetítenek előre, ugyanakkor egyes elemzések szerint az iráni olajexport teljes leállása esetén – ami a gyakorlatban kizárható, az országgal szembeni korábbi szankciók hatására sem következett be – a Brent-ár akár hordónként 120 dollárig is emelkedhetne.

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

Brent-ár (USD/hordó)	
2018Q2	74,7

<sup>10</sup> IEA: Oil Market Report, 10 August 2018., <https://www.iea.org/oilmarketreport/omrpublic/currentreport/> (2018. 08. 25.).

<b>2018Q3</b>	74,8
<b>2018Q4</b>	76,8

Forrás: Thomson Reuters, Századvég-számítás

## A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés

2018 II. negyedévében a magyar gazdaság növekedése ismét felülmúlta a várakozásokat. A nyers adatok alapján számított bővülés 4,8, a szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok alapján számított pedig 4,6 százalék volt.

Ellentmondásosan alakult ugyanakkor a külső kereslet. Míg az Európai Unióban a növekedés elmaradt a várttól (a nyers adatok szerint 2,2, a szezonálisan kiigazított adatok szerint 2,1 százalék volt), addig több unión kívüli, fontos külkereskedelmi partnerünk gazdasága a vártnál jóval dinamikusabban bővült (például Szerbia és Svájc). Az export volumene a II. negyedévben kismértékben meghaladta várakozásainkat (6,2 százalékos növekedést mutatott), melyhez hozzájárulhatott a forint tartós gyengülése is. A vártnál jobban nőtt ugyanakkor az import volumene is (7,5 százalékkal). Érdemes most is hangsúlyozni, hogy az áruk és a szolgáltatások külkereskedelme eltérően alakult: míg az áruknál a kivitel 5,9, addig a behozatal 8,4 százalékkal nőtt, tehát 1,5 százalékponttal lassította a növekedést, addig a szolgáltatások exportja 7,2 százalékkal, importja pedig mindössze 3,0 százalékkal nőtt, így összességében 1,0 százalékpontot adva a növekedéshez.

Előrejelzésünkben az újonnan beérkező külkereskedelmi adatok mellett figyelembe vettük a forint tartósra tűnő gyengülését és a belső kereslet korábban vártnál nagyobb növekedését is, ez egyrészt növeli az importot, másrészt a beruházások miatt serkenti az exportot. Ennek megfelelően úgy az export, mint az import volumenének változását felfelé módosítottuk, így a kivitel volumene 6,7, a behozatalé pedig 7,7 százalékkal bővíthet az év egészében. Ez egyben azt is jelenti, hogy a külkereskedelmi egyenleg alakulása az idén még kismértékben lassíthatja a gazdaság növekedését.

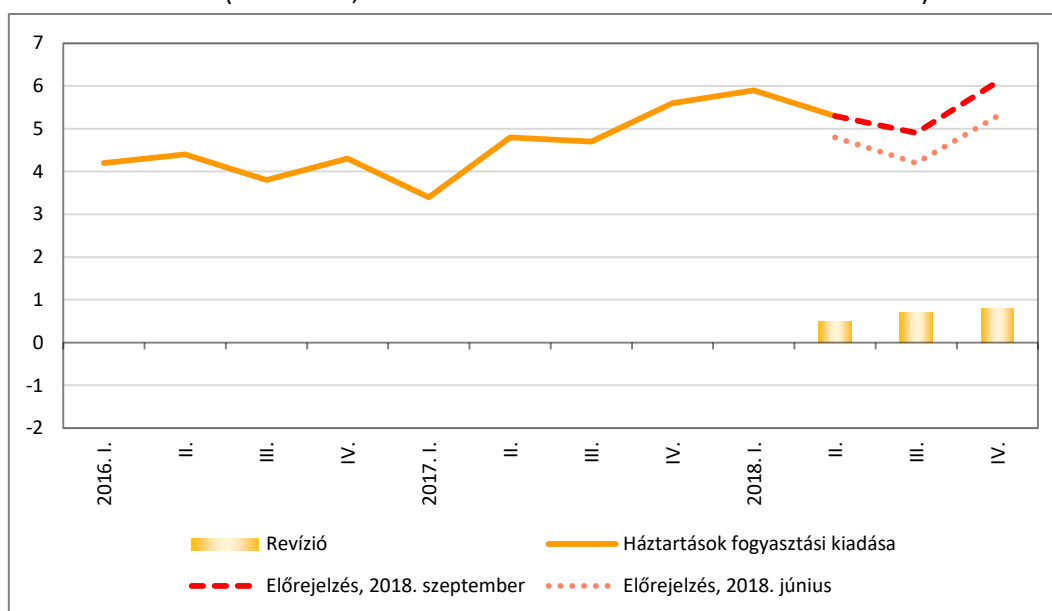
Érdemes ugyanakkor hangsúlyozni, hogy Magyarország gazdasági teljesítményét nagymértékben befolyásolja a külső kereslet alakulása, így az ezt övező kockázatokra külön is érdemes kitérni. Ezek közül talán a legfontosabb jelenleg az Egyesült Államok gazdaságpolitikájában a protekcionizmus megjelenése és így az Egyesült Államok és Kína, illetve az Európai Unió között kialakult vámháború. Bár az utóbbi időben úgy tűnik, hogy nem elsősorban az Európai Unió áll a célkeresztben, így a kockázat súlya talán valamelyest csökkent az előző negyedévhez képest, de jelen van. Szintén nem ismert még a brit kilépés feltételrendszere, így a Brexit pontos tartalma is kockázatot jelent. Érdemes megemlíteni a török gazdaságban tapasztalható problémákat is, amelyek hatása a forint árfolyamán már éreződik, kérdés, hogy a krízis milyen irányban halad majd tovább. A politikai kockázatok közül a jövő évi európai parlamenti választások eredménye lehet befolyásoló tényező. A monetáris



politikák világszerte tapasztalható szigorodása szintén fékezőleg hathat a különböző gazdaságok növekedésére.

A háztartások fogyasztási kiadásainak növekedése ismét meghaladta a várakozásokat: 4,8 százalék helyett 5,3 százalékot tett ki. Tekintettel a 3 százalékos körüli inflációra, a megtakarítások növekedésére és arra, hogy a társadalom jelentős csoportját adó nyugdíjasok nyugdíja az idén 3 százalékkal nőtt, ez az adat már önmagában is cáfolja azt, hogy a bérek nem növekednének. Kimondható tehát, hogy a reálbérek dinamikus növekedése az a tényező, amely a fogyasztás bővülését eredményezi. A vártnál kedvezőbb II. negyedéves adat nyomán 0,5 százalékponttal felfelé módosítottuk a háztartások fogyasztási kiadásaira vonatkozó várakozásainkat. Így idén a fogyasztás bővülése 5,6 százalék lehet.

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



\* Nyers adatokból számított volumenindexek.

Forrás: KSH, Századvég-számítás

A beruházások növekedése szintén kedvezőbb volt a várakozásoknál: 15,0 százalékot tett ki. Az építőipar a munkaerőhiány ellenére is képes tovább fokozni a termelését. Ez nem lehetetlen, hiszen a technológia fejlesztése még bőven rejt tartalékokat. A beruházások növekedésében azonban továbbra is jelentős szerepe van az állami szféra beruházásainak, amelyekben jelentős az uniós finanszírozás aránya – bár itt a forrásoknak egyelőre inkább csak a megelőlegezéséről van szó. A II. negyedéves adat hatására felfelé módosítottuk a beruházások alakulására vonatkozó prognózisunkat. A korábbi előrejelzésekhez képest a bruttó állóeszköz-felhalmozás volumene az idén 1,0 százalékponttal (13,0 százalékon) magasabban (3,9 százalékon) alakulhat.

A kormányzati kiadások bővülése a II. negyedévben 1,9 százalékot tett ki. Az év átlagában a kormányzati kiadások volumene 2 százalékkal növekedhet, tehát az előző negyedéves prognózisunkat itt is kismértékben felfelé módosítottuk.

A gazdaság II. negyedéves kiemelkedő teljesítménye és ezen keresztül a belső kereslet várhatóan továbbra is dinamikus bővülése indokolja a GDP növekedésére vonatkozó előrejelzésünk felfelé történő korrekcióját. Várakozásaink szerint a magyar gazdaság teljesítménye 2018-ban 4,4 százalékkal bővíthet.

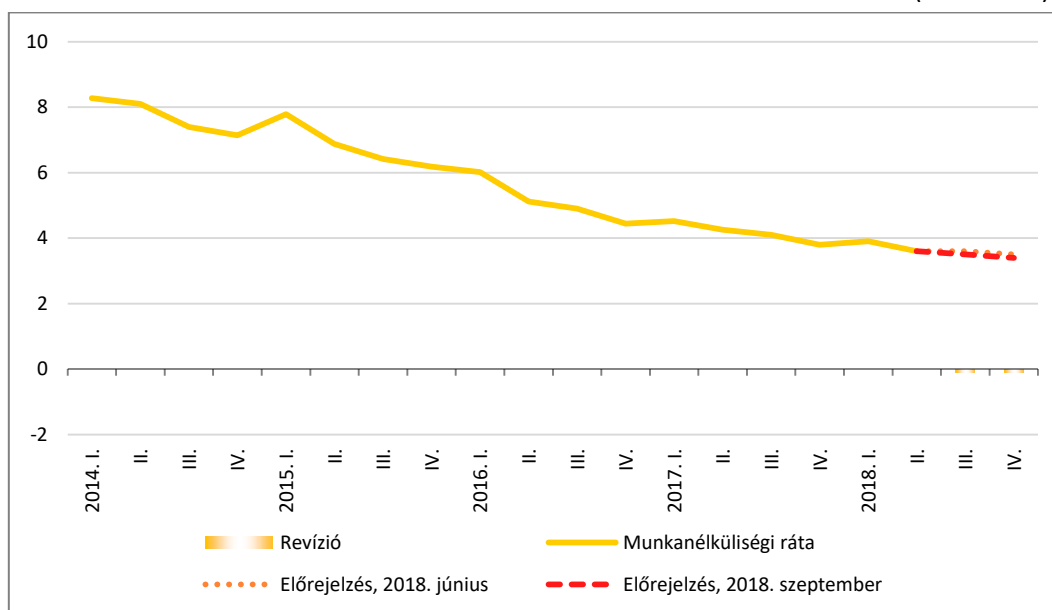
A növekedés kapcsán természetesen mindig fontos áttekinteni a kockázatokat is – úgy pozitív, mint negatív irányban. Ezek közül a legfontosabbak a következők:

- Magasabb hozzáadott értékű munkahelyek arányának növelése: a bérek növekedési ütemének fenntartásához elengedhetetlen legalább középtávon a magasabb hozzáadott értékű munkahelyek arányának növelése.
- A mezőgazdaság teljesítményének alakulása. A mezőgazdaság teljesítményét a tőkében és munkában megjelenő input mellett nagyban befolyásolja az időjárás is. Így bár az ágazatban is fontos feladat a gépesítés és a fejlesztés, ez még önmagában nem garancia a sikerre.
- A külső kereslet alakulása: tekintettel arra, hogy Magyarország kis, nyitott gazdaság, ezért a külső kereslet alakulása nagyban képes befolyásolni a gazdaság teljesítményének alakulását. A kockázatok között itt a korábbiakban bemutattuk a Brexit alakulását, Trump protekcionizmusát, a török helyzetet, a jövő évi európai parlamenti választásokat és a monetáris politikák szigorodását.
- A forint árfolyamának tartós gyengülése: a korábbi 310 körüli értékről az árfolyam 325 körülire gyengült. Ez – bár az exportáló multinacionális cégek szempontjából előny, de – magasabb inflációhoz és így alacsonyabb reálbér-emelkedéshez vezet. Az árfolyam további alakulása kockázatot jelent: vissza tud-e erősödni a forint korábbi egyensúlyi szintjére, a mostani szinten marad, vagy esetleg tovább gyengül.
- Versenyképesség és munkaerőpiac: kérdés, hogy sikerül-e a versenyképesség érdemi növekedését elérni, illetve hogy sikerül-e javítani a munkaerő-állomány képzettségén, ami segítheti a gazdasági növekedést.
- Olajár alakulása: a magasabb olajár növeli az inflációt és a vállalati költségeket, így lassítja a gazdaság bővülését.

Az idei évre vonatkozó munkaerőpiaci előrejelzésünkön nem módosítottunk. Várakozásaink szerint idén 4 millió 471 ezer főre emelkedhet a foglalkoztatottak száma. Ez 50 ezer fős növekedést jelent. A foglalkoztatás bővülésének oka egyrészt a kedvező konjunktúra, másrészt a munkaerőhiány, amelynek köszönhetően olyan munkavállalók is el tudnak helyezkedni a munkaerőpiacon, akiket korábban a munkáltatók képzettség hiányában elutasítottak. Az aktivitás növekedésére ezzel szemben elsősorban a továbbra is dinamikus béremelkedés hat, azonban demográfiai okokból kifolyólag az aktívak száma csak

korlátozottan növelhető. Várakozásaink szerint a következő években tovább folytatódik a munkaerőpiac szerkezetének átalakulása, tovább csökkenhet például a közfoglalkoztatásban dolgozók száma, akik a képzések révén várhatóan az elsődleges munkaerőpiacon tudnak majd elhelyezkedni. Jövőre várhatóan megkezdődik majd a közsféra átalakítása, amelynek következtében csökkenhet az állami szférában dolgozók száma, azonban makroszinten a pár ezer fős átalakítások érdemben nem változtatnak a munkaerőpiac szerkezetén.

28. ÁBRA: MUNKANÉLKÜLISÉGI RÁTÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK (SZÁZALÉK)

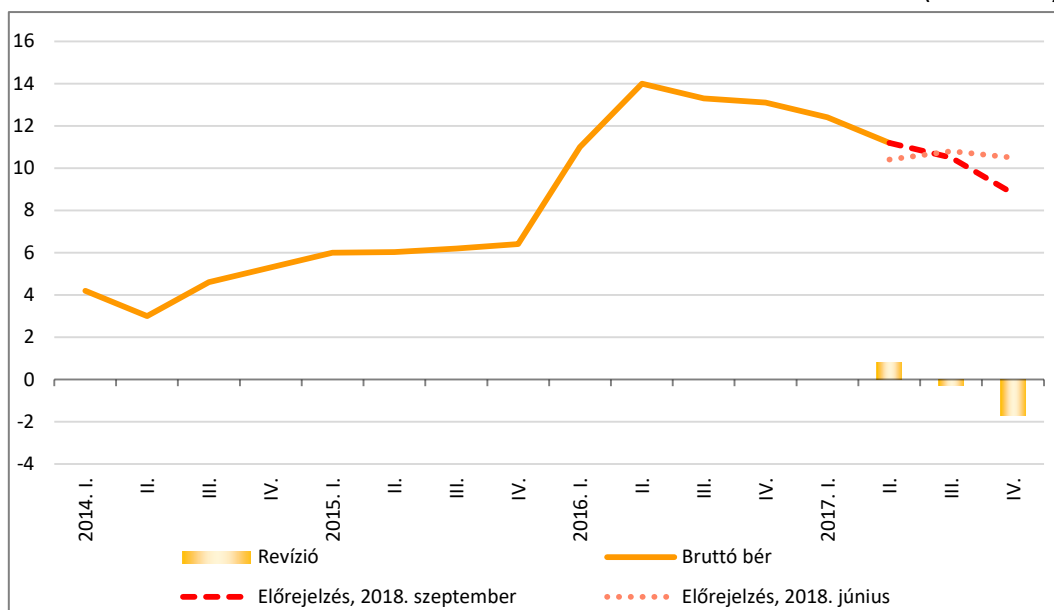


Forrás: Századvég-számítás

A foglalkoztatás bővülése miatt tovább csökkenhet a munkanélküliek száma hazánkban. Előrejelzésünk szerint idén az aktívak közül 167 ezer főnek nem lesz majd álláshelye, ami 3,6 százalékos munkanélküliségi rátát jelent. Azonban a munkanélküliek között jelentős (40 százalék) a tartósan, legalább egy éve állástalanok aránya, illetve több olyan társadalmi csoport (idősek, kisgyerekes anyukák) is található, akik esetében az aktivitási ráta terén jelentős lehetőség van még a növekedésre. Esetükben a minél szélesebb képzési programok támogatása és népszerűsítése, illetve célzott ösztönzők bevezetésére van szükség az elsődleges munkaerőpiacon való elhelyezkedéshez.

Várakozásaink szerint lassul idén a bérnövekedés üteme a gazdaságban, a tavalyi 12,9 százalék után idén 10,7 százalékos növekedést prognosztizálunk. A csökkenés oka egyrészt, hogy idén csak 8, illetve 12 százalékkal nőtt a minimálbér és a garantált bérminimum, szemben a tavalyi 15, illetve 25 százalékkal, valamint a szociális hozzájárulási adó is csak 2,5 százalékponttal csökkent. Az infláció hatását is figyelembe véve ez azt jelenti, hogy a tavalyi 10,3 százalék után idén 7,7 százalékkal emelkedhetnek a nettó reálkeresetek.

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



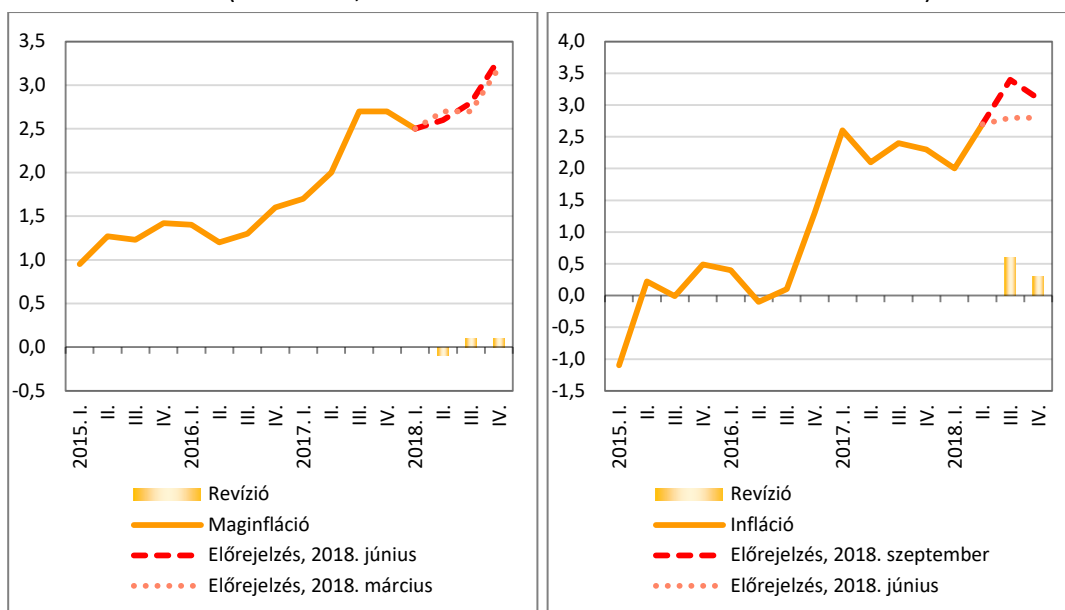
Forrás: KSH, Századvég-számítás

Az infláció az elmúlt időszakban a 3 százalékos cél fölé emelkedett, amelyhez elsősorban a járműüzemanyagok árának emelkedése járult hozzá, amely részben az olajárak emelkedésére, részben pedig a forint gyengülésére vezethető vissza. Tekintettel arra, hogy a forint árfolyamgyengülése tartós maradt, ezért felfelé módosítottunk az inflációs várakozásainkon. Így 2018-ra 2,8 százalékos inflációt várunk. Ez tehát azt jelenti, hogy az infláció több negyedéven keresztül is kismértékben az inflációs cél fölött, de a 2 és 4 százalék közötti célsávban alakulhat. A maginfláció szintje 2018-ban 2,5 százalék lehet.

Az inflációhoz kapcsolódó kockázatok az előző negyedévhez képest nem változtak. Továbbra is három fő kockázati tényezőt említhetünk, melyek a következők:

- A forint árfolyamának alakulása és ezen keresztül az importált termékek, illetve azon belül is kiemelten az üzemanyagok árának alakulása.
- A mezőgazdasági termékek kínálata, melyet nagyban befolyásol az időjárás, és kihat az élelmiszerek árára.
- Az olajárak alakulása, ez elsősorban szintén az üzemanyagok árát befolyásolja, de azon keresztül megjelenik a többi termék és szolgáltatás árában is.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

A forint gyengülése kapcsán egyre inkább előtérbe kerül a monetáris politika várható szigorításának kérdése. A júniusi kamatdöntő ülés után a Magyar Nemzeti Bank azt jelezte, hogy a jelenlegi laza monetáris kondíciók várhatóan már csak 5–8 negyedévig tarthatók fenn. Sőt, a hitelezési szabályok szigorítása is értelmezhető már egyfajta nem konvencionális szigorításként. Ennél komolyabb szigorításra azonban véleményünk szerint csak 2019-ben kerülhet sor. Az első lépés a nem konvencionális lazítások leépítése lehet, ezt követheti az alapkamat emelése 2019 második vagy 2020 első felében. Amennyiben az infláció tartósan a cél felett alakul, az a monetáris politika szigorításának irányába hathat.

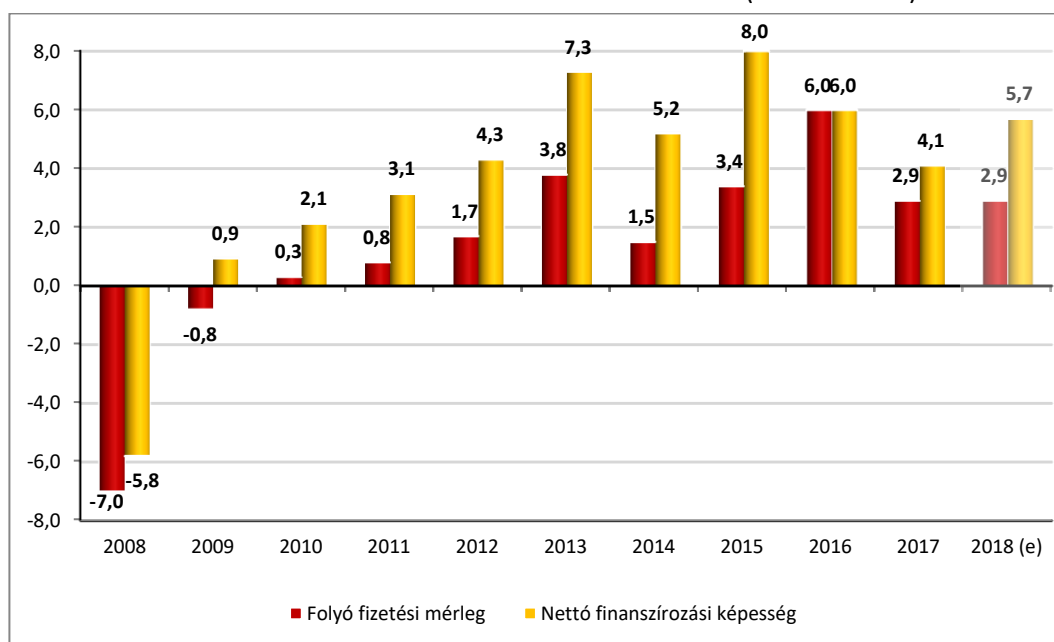
Fontos azonban azt is hangsúlyozni, hogy a Magyar Nemzeti Bank monetáris kondíciókról szóló döntései során figyelembe veszi az Európai Központi Bank politikáját is. Az EKB várhatóan 2019 közepéig nem kezd szigorításba, sőt lehet, hogy a restriktió időpontja 2020-ra tolódik. Ez viszont kitolhatja a magyar monetáris politika beavatkozását.

## A külső egyensúly várható alakulása

A továbbra is nagyon kedvező külső környezetet figyelembe véve idén az export növekedése 6,7 százalékos lehet. Itt egyúttal figyelembe vettük a beruházások hatásait is. Az exportnövekedés jövőre ennél kismértékben alacsonyabb, 6,1 százalékos lehet. Az importnál a fogyasztás, a beruházások, valamint az export importigénye miatt 7,7 százalék lehet idén a növekedés, míg jövőre 5,6 százalékos. Ennek következtében tehát a külkereskedelmi egyenleg idén még nem, de jövőre már újra érdemben hozzá tud járulni a gazdasági növekedéshez.

Az import vonatkozásában tehát az idei évi magasabb előrejelzést a tovább élénkülő belső kereslet húzza. A felfutó fogyasztás, az erősebb beruházások indukálta nagyobb importkereslet és a külső kereslet jelentős javulása, valamint az uniós támogatások lehívása élénkülésének eredményeként a nettó finanszírozási képesség erősödését várjuk. Összességében a 2018. évre 5,7 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet prognosztizálunk, míg a mutató 2019-ben 6,2 százalékra erősödhet.

31. ÁBRA: A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG ÉS A NETTÓ FINANSZÍROZÁSI KÉPESSÉG GDP ARÁNYOS ALAKULÁSA (2008-2019)



Forrás: Eurostat, Századvég-számítás

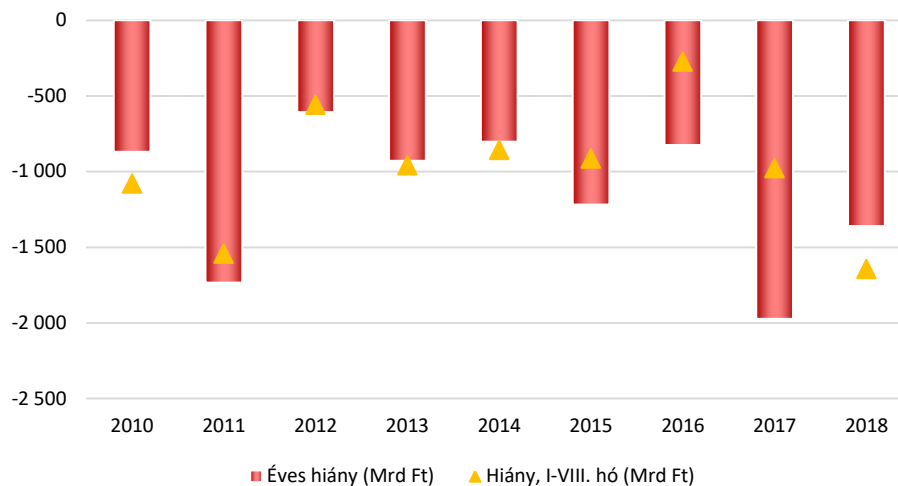
## Az államháztartási helyzet prognózisa

Az idei év augusztusának végéig az államháztartás központi alrendszerének hiánya 1 646,2 milliárd forintot tett ki. A központi költségvetés 1 708 milliárd forint hiánnyal zárt, míg az elkülönített állami pénzalapok 21,8 milliárd forint, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai pedig 40 milliárd forintos többletet mutattak. Az előző három év azonos időszakához képest magas hiány mögött az uniós források megelőlegezése, különféle infrastrukturális fejlesztések támogatása, valamint egyszeri kiadások húzódnak meg. A fentiek összhangban állnak a Kormány költségvetési politikájával, amelyben továbbra is kiemelt figyelmet fordítanak a gazdasági növekedés ösztönzésére és a családok támogatására.

A 2018. augusztusi egyenleg alakulásában a legmeghatározóbb szerepe továbbra is az uniós programok kifizetéseinek volt, amelyek értéke az előző év azonos időszakában mérthez hasonló nagyságot öltött. Az első nyolc havi egyenleg alapján az uniós programok kiadásai elérték az 1 388,5 milliárd forintot, míg az uniós programokat fedező bevételek mindössze 183 milliárd forinton teljesültek. A hazai költségvetési forrásokból finanszírozott fejlesztések, úgymint a Modern Városok Program, az Egészséges Budapest Program, a közúthálózat

felújítása, illetve a különféle vállalati beruházások támogatása, tovább folytatódtak a vizsgált időhorizonton.

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



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

*Forrás: Pénzügyminisztérium, MÁK*

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

## Bevételek

A központi alrendszer júliusi, halmozott bevétele 10 720,7 milliárd forintot állt, amely 637,1 milliárd forinttal (6,3 százalékkal) haladja meg az előző év első hét havi teljesülésének értékét. A bevételek növekedése hátterében a központi költségvetésbe, valamint a társadalombiztosítási alapokba beérkező nagyobb összegek állnak.

A központi költségvetés 2018. július végéig tartó időszakának halmozott bevételeinek összege 7 097,2 milliárd forintot tett ki, így 409,7 milliárd forinttal (6,1 százalékkal) haladta meg az előző év azonos időszaka alatt befolyt bevételek összegét. A gazdálkodó szervezetek befizetései a bázisév első hét hónapjához viszonyítva 104,6 milliárd forinttal (13,1 százalékkal) alulteljesültek, amelyhez jelentős mértékben hozzájárult a társasági adóból származó 157,8 milliárd forint bevételkiesés. A fenti elmaradást egyrészt a 2017. évi



adóelőleg-kiegészítést érintő rendelkezések 2018 januárjára történő jelentős áthúzóda, másrészt pedig a növekedési adóhitei befizetései összegének számottevő csökkenése magyarázza. A 2018. évi előirányzat értékéhez képest kivetítésünk 11 milliárd forint pozitív kockázatot azonosít, amelynek háttérében a 2017 elején életbe léptetett, egységesen 9 százalékra csökkentett társasági adó, valamint a kedvező gazdasági folyamatok adóbevétel-generáló hatása áll. Az adókulcs csökkenésének hatására Magyarország pozíciója javult a nemzetközi környezetben az új vállalatokért folytatott versenyben, valamint az adókulcs-csökkentés gazdaságfehérítő hatása is az adóbevételek emelkedésének irányába hat.

Az egyéb központosított bevételek teljesülése július végéig 32,7 milliárd forinttal (12,1 százalékkal) haladta meg az előző év azonos időszakának értékét, amelyben jelentős szerepet játszott úgy az elektronikus útdíj, mint a bírságokból származó bevételek növekedése. Előbbi 103,5 milliárd forintra emelkedett, és 6,7 milliárd forinttal (7,0 százalékkal) haladja meg a bázisév azonos időszakát. Utóbbi esetében a bevételek nagysága 25,4 milliárd forintot ért el, ami 11,6 milliárd forintos (84,5 százalékos) növekedés az előző év azonos időszaki eredményéhez képest. Az egyéb központosított bevételek megfigyelt tendenciája következtében idénre az előirányzott bevételekhez képest becslésünk 19,3 milliárd forint pozitív kockázatot mutat.

A reklámadó 2018. évi előirányzatának összegét 14 milliárd forintban határozták meg, azonban a tavalyi év eredményével megegyezően 2018-ra is a törvényi előirányzattól való jelentős alulteljesítést (23,1 milliárd forint) várunk. 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. A korábbi hónapokkal ellentétben, mikor is a korábban ismertett tendencia érvényesült, és a reklámadó a gazdálkodó szervezetek befizetései sor összegét csökkentette, 2018 július végéig a reklámadóból származó bevételek 2,6 milliárd forintra emelkedtek, vagyis a gazdálkodó szervezetek befizetései sor összegét növelték.

A kisadózók tételes adója soron beérkező összegek a hetedik hónap végéig 15,2 milliárd forinttal (27,8 százalékkal), a kisvállalati adóból származó bevételek pedig 12 milliárd forinttal (83,2 százalékkal) haladták meg az előző év azonos időszakában mért teljesülést. Mivel az előirányzat figyelembe vette mindazon tényezőket, amelyek várhatóan befolyásolják a fenti két adónemből származó bevételeket, úgymint a kisadózók tételes adójának 2017. évi értékhatár-emelő jogszabályváltozása hatását, a kisvállalati adóból származó bevételek 2018 januárjától 14 százalékról 13 százalékra csökkenő adókulcsát, illetőleg az adózói létszám növekedését, így számításainkban elfogadtuk az előirányzatban feltüntetett értékeket.

A fogyasztáshoz kapcsolt adókból származó bevételek az idei első hét hónap során 317,2 milliárd forinttal (11,9 százalékkal) haladták meg a bázisév azonos időszaki eredményét. Az általános forgalmi adókból származó bevételek összege 258,6 milliárd forinttal (13,5 százalékkal), míg a jövedéki adókból befolyt összegek 37,7 milliárd forinttal (6,7 százalékkal) voltak magasabbak, mint az előző év azonos időszakában. A fogyasztás, valamint ennél fogva a hozzá kapcsolódó adóbevételek növekedésének hátterében a háztartások számára rendelkezésre álló jövedelem dinamikus bővülése áll, amelyben meghatározó szerepet játszottak a 2016-ban megkötött hatéves bér- és adómegállapodás keretében végrehajtott intézkedések. A minimálbér, valamint a garantált bérminimum további 8, illetve 12 százalékos emelésének, továbbá a közszférában megkezdett életpályamodellek és a célzott ágazati béremelések eredményeképp idén is folytatódik a háztartások jövedelmének bővülése. 2018-ban tovább csökkent az éttermi étkezés áfája (18 százalékról 5 százalékra), valamint 5 százalékos áfakulcs alá sorolták a halakat és a sertésbelsőségeket is. A jövedéki adókból származó bevételeket főleg az uniós előírások alapján, lépcsőzetesen végrehajtott jövedékiadó-emelések alakították, amelyre legutóbb szeptember 1-jén került sor. Az áfacskökkentések mellett idén bevezették a 4 százalékos turizmusfejlesztési hozzájárulást új adónemként, amelyből 2018-ra 11,4 milliárd forint bevételre számít az állam. A fogyasztáshoz kapcsolt adóbevételek ideai előirányzatának összege 6,8 százalékkal haladja meg a 2017-es előirányzat értékét, azonban az előző évi előirányzat és a tényadatok figyelembevételére alapján előrejelzésünkben 3,1 milliárd forint negatív kockázatot azonosítunk.

A lakosság befizetései 2018 hetedik hónapjának végéig 161,5 milliárd forinttal (13,1 százalékkal) magasabb értéken teljesültek, mint az előző év azonos időszakának eredménye, ami főként a személyi jövedelemadó bevételei 149 milliárd forintos (13,5 százalékos) növekedésének tudható be. A költségvetési politika továbbra is kiemelt figyelmet fordít a gyermeket nevelő családok támogatására:

- A kétgyermekes családok esetében idén 17 500 forintra emelkedik a havi szinten, gyermekenként igénybe vehető családi adókedvezmény mértéke, ez 16,7 százalékos emelkedés a tavalyi évhez képest.
- Folytatódik a családok lakáshoz jutását, valamint lakáskörülményeik javítását segítő otthonteremtési program (csok) is. Ennek keretében már nemcsak a három és több gyermekes, új lakást építő vagy vásárló családok vehetik igénybe a 3 százalékos, fix kamatozású kölcsönt, hanem már 1 gyermek után is kérvényezhető, valamint használt lakás vásárlására és bővítésére is. A csokot 2015-ös bevezetése óta már 68 ezer család igényelte, összesen 189 milliárd forintot fizettek ki a program keretében.
- A kedvező demográfiai folyamatok támogatásának érdekében vissza nem térítendő kamattámogatásként az állam a diákhitel-tartozás felét átvállalja azon nőktől, akiknek

2018. január 1-jét követően születik a második gyermekük. Három, illetve több gyermek születése esetén a hitelt felvevő nők teljes tartozását elengedik.

- A diplomás gyed időtartamát 1 évvel meghosszabbították.
- A jelzáloghitelt felvett családok a harmadik, valamint további gyermekek esetében 1-1 millió forintot leírhatnak a tartozásukból.
- A külföldön tartózkodó vagy élő családok számára is jár a gyermekek születése után az anyasági támogatás.

A jelenlegi, kedvező munkaerőpiaci folyamatok mellett (historikusan alacsony munkanélküliség, növekvő bruttó bérek) a lakosság befizetéseinek az előirányzatban foglalt értékét alulbecsültnek véljük. Kivetítésünkben a fenti tételben 55,3 milliárd forint pozitív kockázatot azonosítunk.

## Kiadások

A központi alrendszer július végéig számított, halmozott kiadásainak összege 12 211,7 milliárd forint értékben teljesült, és 1 311,3 milliárd forinttal (12 százalékkal) haladja meg az előző év azonos időszaka kiadásainak az összegét. A növekedés szinte egészét a központi költségvetés, azon belül is a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásaihoz tartozó tételek összegében végbement emelkedés eredményezte.

A költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai az első hét hónapban 1 098,1 milliárd forinttal (21,9 százalékkal) haladták meg a bázisév azonos időszaki értékét. Ezen belül a költségvetési szervek kiadásai 469,3 milliárd forinttal (16,9 százalékkal) emelkedtek 2017 júliusának halmozott értékéhez viszonyítva. Az intézmények teljesítéséből a személyi juttatásokra, a szociális hozzájárulási adóra, valamint a munkaadókat terhelő járulékokra fordított összeg 182,7 milliárd forinttal (5,5 százalékkal) haladta meg az előző év azonos időszakának értékét.

A szakmai fejezeti kezelésű előirányzatokon belül a hazai forrásból finanszírozott kifizetések 409,4 milliárd forinttal (35,6 százalékkal) haladták meg a 2017. január és július közötti időszak teljesülését. A két év első hét hónapja között mutatkozó eltérést főleg a kiemelt közúti projektek 107,2 milliárd forintos, a Modern Városok Program fejlesztéseire fordított 96,2 milliárd forintos, a közúthálózat felújítása 51,9 milliárd forintos, valamint az Egészséges Budapest Program 20,2 milliárd forintos ráfordításai magyarázzák.

A szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok uniós kiadásai során az idei első hét hónapban 219,4 milliárd forinttal (20,1 százalékkal) volt magasabb a teljesítés, mint az előző év azonos időszakában. Az uniós támogatások hazai kifizetésénél és elszámolásánál Magyarország olyan szabályrendszert állított fel, amely leginkább kedvező a forrásfelhasználásra jogosult vállalkozások és szervezetek számára. Ezért a projektek megvalósításának mielőbbi megkezdése és sikeres befejezése érdekében a kifizetéseket a hazai költségvetés megelőlegezi, ami a költségvetés számára ideiglenesen jelentős kiadás. A magas nettó kiadás

hatását kompenzálja, hogy a kifizetések egy része a központi szervek, valamint az önkormányzatok részére folyósított előleg kifizetése volt, így azoknak nincs hatása az államháztartás pénzforgalmi egyenlegére (az önkormányzatoknak fizetett előlegek ugyanakkor növelik a központi költségvetés pénzforgalmi hiányát). A kormányzati szektoron belülrre utalt előlegek (így például az önkormányzatok számlájára utaltak) eredményszemléletben sem minősülnek kiadásnak, így azok nem befolyásolják az ESA-egyenleget.

A költségvetési előrejelzés gyakorlata szerint, míg a bevételeknél – leginkább adóbevételek esetében – alapozhatjuk az előrejelzésünket az idősoros adatokra, addig a kiadási oldal esetében ez 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 döntése nyomán a téli fogyasztási időszakban bekövetkező fogyasztásnövekedés finanszírozását segítő juttatásban részesülnek a lakossági fogyasztók, amennyiben eleget tesznek a 37/2018. (III. 8.) Korm. rendeletben foglaltaknak. Ennek értelmében:

- az egyetemes szolgáltatóval egyetemes szolgáltatói jogviszonyban álló lakossági fogyasztó részére a juttatás összege 12 000 forint, kivéve
  - o 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 közösségnek hány vételezői tagja van, valamint
  - o 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 közösségnek hány vételezői tagja van.

A fenti intézkedés a köznyelvben téli rezsicsökkentésként vált ismertté. Az intézkedés mintegy 40 milliárd forint többletkiadással járt a költségvetés számára, amelyből a szociális tűzifa kerete 1 milliárd forint, a távfűtéssel fűtők támogatása pedig 6 milliárd forint, a fennmaradó összeg pedig a gázzal fűtő családok támogatása volt.

A közfoglalkoztatásra (Start-munkaprogramra) fordított kiadások 2018. évi előirányzata 225 milliárd forint, amely a 2017. évi keret 84,5 százalékával egyezik meg. Figyelembe véve a munkaerőpiac javuló feltételeit, a kormányzat által bevezetett ösztönzők, illetve támogatások nyomán a közfoglalkoztatásból nagyobb számú, az elsődleges munkaerőpiacra való átlépést, a kiadásokban 47,6 milliárd forint értékű megtakarítást azonosítunk az előirányzatba foglalt értékhez képest.

A Kormány 2018 januárjában úgy határozott, hogy az egészségügy és szociális terület szakdolgozói a 2018 novemberére beígért béremelést már az év első hónapjában megkapják. A fenti intézkedés megközelítőleg 80 ezer foglalkoztatottat érintett, és az egyéb, tervezéskor nem látott bérintézkedésekkel együtt összesen 40 milliárd forint többletkiadással járt a költségvetésnek.

2018 márciusában az időügyi tanács javaslata nyomán a Kormány 10 ezer forint értékű Erzsébet-utalványt juttatott a nyugdíjasoknak, ami a költségvetés kiadásait mintegy 27 milliárd forinttal növelte meg. A fenti intézkedést a kedvező gazdasági folyamatokkal indokolták. A Kormány, valamint kutatóintézetünk előrejelzése alapján is az idei évi gazdasági növekedés meghaladja majd a 3,5 százalékot. Ez, valamint a GDP-arányos hiánycél teljesíthetősége alapján az év végén nyugdíjprémiumot fizetnek majd az időseknek, amelyre a Kormány kommunikációja alapján 32 milliárd forintot különítettek el a költségvetésben.

A helyi önkormányzatok egyenlege esetében elfogadtuk az MNB 2017. augusztusi költségvetési jelentésében prognosztizált 53 milliárd forintos pozitív kockázatot 2018-ra vonatkozóan, amelynek hátterében a jelentős mértékű uniós források felhasználásának az előirányzathoz képest mérsékeltebb várható növekedési üteme áll.

A kormányzat minden költségvetésében tartalékot képez arra az esetre, ha váratlan negatív gazdasági és társadalmi folyamatok következnenek be, hogy a tartalékot felhasználva ezek káros hatásait enyhíteni tudja. Az idei évre előirányzott tartalékból még semmit sem költött el. A rendkívüli kormányzati intézkedések, a céltartalék, valamint az országvédelmi alap alakulásával kapcsolatban azzal a feltételezéssel élünk, hogy az összegek 75 százalékát költi el az állam. Ennek hátterében főleg a Magyar Nemzeti Bank és az Innovációs és Technológiai Minisztérium által a Kormány elé terjesztett, a versenyképesség javítását célzó intézkedések megvalósítása, annak elindítása áll majd, valamint a júliusban elindult Magyar Falu program indokolhatja. A fenti folyamat nyomán összesen 65,1 milliárd forint megtakarítás keletkezik a kiadási oldalon.

## Kamategyenleg

2018 július végéig 81,3 milliárd forint kamatbevétel folyt be az államháztartásba, a kamatkidadások nagysága pedig 547,3 milliárd forintot tett ki. Ennek eredményeképp a nettó kamatkidadás összege 466 milliárd forinton állt. Az év hetedik hónapjának halmozott eredmények alapján számított kamategyenlege 131,1 milliárd forinttal maradt el az előző év azonos időszaki eredményéhez viszonyítva, ez a kamatfizetések éven belüli eltérő lefutásával magyarázható.

Az államadósság forint–deviza arányát és a fix–változó arányt figyelembe vevő becslésünkbe bevontuk továbbá a megújuló kötvények és a teljes hátralévő futamidő hatását, amelynek eredményeképp a nettó kamatkidadás 2017-ről 2018-ra 32,9 milliárd forinttal csökken majd

várhatóan. A 2018-as előirányzatba foglalt értékhez képest a kamatkidadások várakozásaink szerint 49,2 milliárd forinttal lesznek alacsonyabbak.

## Egyenleg és államadósság

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

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

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
<b>Gazdálkodói befizetések</b>	2,6	0,01
<b>Fogyasztási adók</b>	-3,1	-0,01
<b>Lakossági befizetések</b>	55,3	0,13
<b>Bevételi oldali kockázatok</b>	<b>54,9</b>	<b>0,13</b>
<b>Start-munkaprogram</b>	-47,6	-0,12
<b>Szociálpolitikai menetdíj</b>	-6,1	-0,01
<b>Téli rezsicsökkentés</b>	40	0,1
<b>Erzsébet-utalvány</b>	27	0,07
<b>Év végi nyugdíjprémium</b>	32	0,08
<b>Bérintézkedések</b>	40	0,1
<b>Tartalékok felhasználása</b>	-65,1	-0,16
<b>Kiadási oldali kockázatok</b>	<b>-11,8</b>	<b>-0,03</b>
<b>Nettó kamatkidadások</b>	-49,2	-0,12
<b>Központi alrendszer egyenlege</b>	<b>66,7</b>	<b>0,16</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>119,7</b>	<b>0,29</b>

Forrás: Századvég-számítás

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

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

Intézetünk előrejelzése szerint a 2018. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – figyelembe véve a nominális GDP-t, a költségvetési hiányra vonatkozó, a KESZ állomány 2017. december 31-i szintjét, valamint az Eximbank adósságát is – a 2017. évi

73,6 százalékos szintről 2018 végére a GDP 71,4 százalékára csökkenhet. A hiány alakulása tekintetében azonban komoly negatív kockázatként jelentkezik az uniós pénzek beáramlása, ez jelenleg még nem indult be. Amennyiben az uniós források elmaradnak, a GDP-arányos államadósság 75,5 százalékra emelkedhet. 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 Európai Unió adósságszabálya előírja, hogy a tagállamok maastrichti adóssága nem haladhatja meg a GDP 60 százalékát, amennyiben azonban mégis meghaladja azt, akkor az adósság mértékét az úgynevezett egyhuszados szabálynak megfelelően csökkenteni kell. Ennek kalkulálására az Európai Bizottság háromféle módszert alkalmaz (előrettekintő, visszatekintő és ciklikus), amelyek közül elég az egyik módszer szerint teljesülnie a megfogalmazott kritériumnak az elfogadáshoz. Az elmúlt évek tényadatai és a 2018-ra vonatkozó becslésünk alapján a visszatekintő módszer szerint számolva (2,5 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.

## Táblázatok

6. táblázat: Előrejelzés negyedéves bontásban

	2017		2018			
	éves	I.	II.	III.	IV.	éves
<b>Bruttó hazai termék (volumenindex)</b>	<b>4,0</b>	4,4	4,8	4,3	3,9	<b>4,4</b>
<b>A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)</b>	<b>4,7</b>	5,9	5,3	4,9	6,1	<b>5,6</b>
<b>Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)</b>	<b>16,8</b>	17,1	15,0	8,9	10,9	<b>13,0</b>
<b>Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>7,1</b>	3,5	6,2	9,4	7,7	<b>6,7</b>
<b>Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>9,7</b>	3,8	7,5	9,4	10,0	<b>7,7</b>
<b>A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)</b>	<b>8,1</b>	2,2	2,1	1,7	1,4	<b>7,4</b>
<b>Fogyasztóiár-index (%)</b>	<b>2,4</b>	2,0	2,7	3,4	3,1	<b>2,8</b>
<b>A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)</b>	<b>0,9</b>	0,9	0,9	0,9	0,9	<b>0,9</b>
<b>Munkanélküliségi ráta (%)</b>	<b>4,2</b>	3,9	3,6	3,5	3,4	<b>3,6</b>
<b>A bruttó átlagkereset alakulása (%)</b>	<b>12,9</b>	12,0	11,2	10,5	8,8	<b>10,6</b>
<b>A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>3,1</b>					<b>2,9</b>
<b>Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában</b>	<b>4,1</b>					<b>5,7</b>
<b>Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>-2,0</b>					<b>-2,0</b>
<b>GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)</b>	<b>2,4</b>	2,1	2,2	2,4	2,3	<b>2,3</b>

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás