

## Konjunktúraelemzések 2019 tavaszán

A Nemzetközi Valutaalap tavaszi világgazdasági kitekintése szerint „Európa felzárkózó és fejlődő országaiban a korábban feltételezettnél jobban gyengül a gazdasági aktivitás, annak ellenére, hogy néhány közép- és kelet-európai országban a vártnál élénkebb volt a növekedés, ezek a gazdaságok majd 2020-ban találnak ismét magukra”.<sup>1</sup> A térségben a magyar gazdaság valóban minden várakozást, még a kormányét is meghaladó mértékben bővült, 14 éves csúcstól állított be, a hazai össztermék csaknem 5 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit. Az IMF valamelyest javított is korábbi előrejelzésén, 2019-ben 3,6 százalékos, 2020-ban 2,7 százalékos növekedéssel kalkulál. Ezzel szemben a magyar kormány kitartóan azt sugallja, hogy a növekedési ütem 2022-ig, a következő választásokig nem lassul 4 százalék alá. Ezt az erőltetett, prociklikus növekedést gazdasági ösztönzés, laza monetáris politika és az Európai Uniótól kapott támogatások gyors felhasználása támasztja alá. A magyar elemzői körök némelyike bizakodóbb, mint az IMF, de a nemzetközi szervezet prognózisával összhangban szintén lassulást érzékel.

A Külgazdaság 2001 óta közli az ő elemzéseiket és prognózisaikat, ezt a hagyományt követi a mostani szám is.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: A1, E0, E6

<sup>1</sup> IMF World Economic Outlook. Growth Slowdown, Precarious Recovery, 12. o.

## GKI Gazdaságkutató Zrt.: 2019-ben jelentősen lassul, de még gyors marad a növekedés\*

KARSAI GÁBOR

*A magyar gazdaság 2018 második felében 5,1 százalékkal, az év egészében pedig 4,9 százalékkal bővült. Ilyen magas ütemre 15 éve nem volt példa. A korábban vártnál magasabb tavalyi dinamika, illetve a kormányzati gazdaságélénkítő intézkedések (például családvédelmi akcióterv) miatt a GKI a romló világgazdasági prognózisok ellenére 3,5 százalékra emelte 2019. évi növekedési előrejelzését. A növekedést idén immár harmadik éve a belföldi felhasználás bővülése gerjeszti, ugyanakkor az EU-transzferek növekedésgyorsító hatása már jelentősen csökken. Az infláció gyorsul, a külső egyensúly romlik, a magyar gazdaságpolitika prociklikus jellege csak enyhül, de nem szűnik meg. A gazdaságpolitika korrekciói a magyar modell lényegét nem érintik.*

*Világgazdaság.* A konjunktúra 2018-ban tetőzött, 2019-ben a korábban vártnál erőteljesebb lassulás, *fokozódó bizonytalanság* várható. Globális kockázatot az amerikai elnök kiszámíthatatlan politikája, a protekcionizmus terjedése, a kereskedelmi háború eszkalálódása, ettől elválaszthatatlanul a kínai gazdaság most vártnál is nagyobb mértékű lassulása jelent. A kiszámíthatatlanságot valamelyest ellensúlyozhatja az amerikai képviselőházban létrejött demokrata többség. A *Fed* idén már *nem tervez kamatemelést*. Ugyanakkor az olasz pénzügyi helyzet esetleg válságosra fordulása, a török, az argentin és a venezuelai pénzügyi válság szétterjedése különösen az eladósodott felzárkózó országokban vezethet pénzügyi gondokhoz. Továbbra is fennállnak a geopolitikai feszültségek (Irán, Ukrajna, Észak-Korea stb.). Az *EU-ban* az európai parlamenti választások közeledtével *fokozódik a politikai bizonytalanság*, amit az EU-ellenes populista erők megerősödése nyomatékosít. Különösen veszélyes az olasz kormány gazdaságpolitikája, amely szélső esetben a bankrendszer megroggyanását és államadósság-válságot idézhet elő. Továbbra is nagy a bizonytalanság az

---

\* A cikk a GKI Gazdaságkutató Zrt. egész kollektívája által készített Előrejelzés 2019-re (2019/1.) című kiadvány alapján készült, amelynek lezárására 2018. március 26-án került sor.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2019.63.3-4.4>

*Karsai Gábor*, a GKI Gazdaságkutató Zrt. vezérigazgató-helyettese.  
E-mail: [karsai.gabor@gki.hu](mailto:karsai.gabor@gki.hu)

Egyesült Királyság EU-ból való kilépése kapcsán. Az integráció működését sokféle *megosztottság* is nehezíti, földrajzi értelemben például az északi és a déli, a nyugati és a keleti államok között, tartalmilag pedig a mélyebb együttműködésben érdekelt és EU-szkeptikus politikai irányzatok között. Áthidalhatatlan különbségek érződnek a migráció megítélésével kapcsolatban is. Bizonytalanság övezi az EU-tagállamok konstruktív együttműködését az új költségvetés elfogadásában, az egységes világ-gazdasági fellépés érdekében. A politikai kockázatok felerősítik a gazdasági kockázatokot.

*Gazdasági várakozások.* Februárban közel *hároméves mélypontjára esett az EU konjunktúraindex*. A magyar várakozások ennél lényegesen optimistábbak, bár a tavalyi történelmi csúcsok után *2019 első három hónapjában* apró lépésekkel a *GKI konjunktúraindex* is folyamatosan *csökkent*. Ez az üzleti várakozások romlásának következménye, a fogyasztói várakozások ugyanis a januári romlás után a február–márciusi korrekció révén lényegében elérték tavaly decemberi szintjüket.

*Gazdaságpolitika.* A *magyar modell fő vonásai* – így mindenekelőtt az elvileg kormánytól független intézmények és piaci szereplők *egycentrumú, lojalitásalapú vezénylese*, valamint az EU-tól való maximális függetlenedés közepette a jogos járandóságnak tekintett támogatások megszerzéséhez minimálisan szükséges egyensúlyi feltételek teljesítése – évek óta *változatlanok*. Ezen elvek érvényesítése folytatódik, sőt az elmúlt hónapokban *rendkívül felerősödött a térfoglalás* a tudományban, a felsőoktatásban és a médiában. Az egycentrumú, korlátozásmentes döntéshozatal segíti, hogy a magyar kormány nem csatlakozik az *Európai Ügyészséghez*, viszont bevezette a *közigazgatási bíróság* államtól erősen függő rendszerét. A különféle *adatbázisok kontroll nélküli összekapcsolása* ugyancsak az államközpontúság megnyilvánulása.

Bár Magyarország a különböző *versenyképességi listákon* az elmúlt években jellemzően már nem csúszott tovább, de a némi hullámlás mellett, az uniós tagországok rangsorában elért *25. körüli hely nagyon gyenge* teljesítményt jelent. A rossz megítélés elsősorban a humán erőforrásokra fordított alacsony és rossz szerkezetű kiadások, valamint a kiszámíthatatlan gazdasági környezet – kimondatlanul is a magyar modell – következménye. Az EU (februári) megítélése szerint Magyarország *csak „korlátozott” haladást* ért el a 2018. évi országspecifikus ajánlások végrehajtása területén; *egyáltalán nem történt előrelépés* például a korrupcióellenes és ügyészségi munka megerősítése, a döntéshozatal és a szociális párbeszéd minősége és átláthatósága terén. Idén két *hitelminősítő* is javította Magyarország besorolását,

de ez is csak az 1997 körüli szintnek felel meg (pedig akkor Magyarország még nem volt az EU tagja), a visegrádi országok közül pedig messze a legrosszabb.

A 2018. évi gyors növekedés a magyar modell ellenére, mindenekelőtt az EU-támogatások (megalőlegezése) hatására következett be, ezek dinamizáló szerepe azonban már idén is markánsan csökken. A világgazdaság egészéhez hasonlóan a magyar gazdaság is stabilabb pénzügyi helyzetben van, mint a 2008. évi világgazdasági válság előtt, de a kockázatok emelkednek. A világgazdaságban immár szinte mindenki lassulásra számít, s a recesszió sem zárható ki. A lassulásra a magyar gazdaságpolitika még csak szavakban készült fel, a *fiskális és monetáris politika még mindig prociklikus*. A családvédelmi akcióterv költségvetési szempontból fogyasztásélénkítő csomagnak tekinthető, amely rontja a belső és külső egyensúlyt. A monetáris politikában a magas infláció már szigorítást igényelne, a Fed és az Európai Központi Bank óvatosabb magatartása azonban a Magyar Nemzeti Bank számára a márciusban megtett első lépések után hivatkozási alapot jelent a további lépések halogatására.

Idén februárban valóságos *programcunami* száguldott végig az országon. A kormányzat népesedési-családtámogatási tervet jelentett be, hatpontos célrendszert hirdetett meg, majd a Magyar Nemzeti Bankkal párhuzamosan közzétette saját versenyképességi programját, s kilátásba helyezett egy egészségügyi, valamint egy gazdaságvédelmi programot is. Ezek közös jellemzője, hogy *hatáselemzést nem* vagy alig tartalmaznak, szakmai körökben nem vitatták meg őket. Nem foglalkoznak az EU-források csökkenésének következményeivel, a javaslatok többségének szemlélete állam-, nem pedig piacközpontú. Nem látszik a valódi elkötelezettség az oktatás, az egészségügy és más állami szolgáltatások reformjára. A *versenyképességi programok* valódi verseny nélkül, vagyis a versenykorlátozó, államközpontú magyar modell érintetlenül hagyása, sőt további kiterjesztése mellett *csak csekély eredményt* hozhatnak. A megvalósításra a *legtöbb esélye* a keresletélénkítő, de egyben egyensúlyrontó döntéseknek (például 10 millió forintos kamatmentes hitel a házasok egy része számára), valamint a magyar modell lényegét nem érintő, technikai jellegű racionalizálásnak van. Ez azért is problematikus, mert a versenyképesség javítása nélkül *nem lehet kitörni* abból az ördögi körből, amelyet a régiós szinten is alacsony bérek, a munkaerőhiány és a további béremelésre való képtelenség alkot.

A magyar *energiapolitika* homályos. Sem a paksi erőmű megvalósításának mi-kéntje és üteme, sem a megújuló energiaforrásokra való tervezett támaszkodás mértéke, sem a gázimport sokféle csatornája közötti választás szempontrendszere nem tisztázott.

Az EU-val való viszony belpolitikai megfontolásokon alapuló rontása *Magyarország vészes elszigetelődéséhez vezet.*

*Fogyasztás.* A reálkeresetek 2013 óta emelkednek. A 2017-ig gyorsuló, 10 százaléknál feletti tetőző dinamika továbbra is magas maradt, azonban tavaly 8 százaléknál közelébe lassult, idén pedig várhatóan 5,5-6 körülire fékeződik. Az idei 8 százalékos minimálbér-emelés és a munkaerőhiány bérfelhajtó hatása jelentős, a versenyképességi kényszer azonban már sok cégnél erőteljes korlátot állít a béremelések elé. Az immár hét éve tartó fogyasztásbővülés 4,6 százalékkal feltehetőleg *2018-ban érte el csúcspontját*, idén 4 százaléknál körüli lesz. A fogyasztás bővülését a dinamikus béremelkedés mellett a hitelezési expanzió, a fogyasztói bizalom magas szintje és a családvédelmi program is támogatja.

*Beruházás.* Az állóeszköz-felhalmozás volumene 2017-ben 18,2 százalékkal, 2018-ban 16,5 százalékkal ugrott meg, 2019-ben már „csak” 7 százalékos bővülés valószínű. A 2016-ban 19,6 százalékos *beruházási ráta* 2017-ben 22,2 százalékra nőtt, 2018-ban 25,5 százaléknál lett, meghaladva a válság előtti szintet. 2019-ben 26,3 százalékos ráta várható, ez jelentheti a csúcspontot. A magas ráta főleg az állami – jelentős részben EU-finanszírozású – fejlesztéseknek lesz köszönhető, az üzleti befektetések jóval az átlag alatt növekednek. Tavaly 17,7 ezer *lakást* adtak át, idén 23-25 ezer várható.

*Reálfolyamatok.* A tavalyinál gyorsabb növekedésre az elmúlt mintegy fél évszázadban *csak egyszer*, 15 éve volt példa. Ezzel 2018-ban Magyarország az EU-n belül Málta, Lengyel- és Lettország után a negyedik leggyorsabban bővülő országgá vált. A magyar növekedés az év egészében csaknem 3 százalékponttal, a második félévben 3,5 százalékponttal volt gyorsabb az EU dinamikájánál. A hazai növekedést a *belföldi felhasználás 7 százalékos növekedése* ösztönözte. A külkereskedelmi aktívum csökkent, összességében 1,5 százalékponttal lassította a növekedést. 2019-ben a belföldi felhasználás üteme – főleg a beruházások miatt – jelentősen lassul ugyan, de 1 százalékponttal várhatóan továbbra is meghaladja a GDP ütemét. A leggyorsabban továbbra is az építőipar GDP-termelése bővül (8 százalékkal), de nagyon gyors marad a telekommunikációs ágazat (7 százaléknál), a szakmai, tudományos tevékenység (5 százaléknál) és a kereskedelem (4 százaléknál) növekedése is. A többi ágazatban átlag alatti növekedés várható, a magnövekedés 4 százalékos lesz.

Az *ipari GDP* a 2017. évi 3,4 százaléknál 2018-ban 3,2 százaléknál emelkedett. 2019-ben a tempó tovább lassul, elsősorban a nemzetközi konjunktúra gyengülése miatt. A bruttó ipari termelés a tavalyi 3,6 százalékról idén 3-3,5 százalékra csökken. Kifulladásban van a járműipari beszállításra és összeszerelésre alapozott növekedési

modell, ezt a belföldi kereslet bővülése – például az építőanyagok iránt – csak átmenetileg tudta helyettesíteni. Az építőipar 2017-ben 30 százalékkal, 2018-ban 22 százalékkal bővült. Bár a termelői hangulat továbbra is kiváló, az ágazat év eleji szerződésállománya nem magas. Ez okozhat némi döccenőt, de a lakásépítési fellendülés és az EU-források gyors felhasználása alapján az ágazat idei termelési dinamikája akár két számjegyű is lehet. A *mezőgazdasági GDP* 2018-ban több mint 5 százalékkal, a megelőző évi 8 százalékos visszaesésnél kisebb mértékben emelkedett. A csapadék-szegény időjárás egyelőre nem kedvez a növénytermesztésnek. A szolgáltatási GDP 2019-ben körülbelül 3,2 százalékkal, a nemzetgazdasági átlagnál és főleg az előző évinél lassabban bővül. Növekedés döntően az üzleti szolgáltatásoknál várható, a közösségi szolgáltatások esetében csak egy százalék körüli növekedés valószínű.

A *kiskereskedelmi forgalom* 2018-ban 6 százalékkal emelkedett, ugyanakkor a növekedés üteme negyedévről negyedévre fokozatosan csökkent (7,2; 6,7; 5,8, illetve 4,8 százalék). 2019-ben a reáljövedelem növekedési üteme csökken, emiatt a kiskereskedelmi forgalom is lassabban, 4 százalékkal bővülhet. A nem élelmiszerek iránti keresletet növelik az éveken át kényszerűen (például a vásárlóerő hiánya, a hiteltörlesztési terhek és a munkanélküliségtől való félelem miatt) elhalasztott vásárlások, amihez a fellendülő lakásépítések hatása társul, például a bútorok, háztartási gépek iránti igény megugrásával. A *GKI Digital* felmérése szerint a magyar online kiskereskedelmi piac 2018-ban a teljes magyar kiskereskedelmi forgalom mintegy 4,5 százalékát adta, 2019 végére 5 százalék körüli arány várható.

A *belföldi kereslet* élénkülése nyomán az áruk és szolgáltatások behozatala 2018-ban GDP-ben mérve 2,4 százalékponttal gyorsabban emelkedett a kivitelnél. Ezen belül azonban a szolgáltatások esetében a kivitel emelkedett kissé gyorsabban. Idén a belföldi felhasználás lassulása következtében kisebb, 1-1,5 százalékpontos olló várható, ugyancsak az áruforgalom romló egyenlege miatt.

*Foglalkoztatás.* A foglalkoztattak száma 2018-ban 1,1 százalékkal emelkedett, 2019-ben *stagnálás*, minimális növekedés várható, a munkaerőhiány továbbra is erőteljes lesz. A foglalkoztatás bővülése megáll, mivel demográfiai okokból csökken a munkavállalási korúak száma, a munkaerőpiacra viszonylag könnyen bevonható embereké pedig a tartósan rossz képzési struktúra, a külföldi munkavállalás, valamint egyes rétegek gyenge munkakultúrája következtében korlátozott. A *munkanélküliségi ráta* éves átlagban a tavalyi 3,7 százalék után éves átlagban 3,5 százalék körülire mérséklődik, miközben a közfoglalkoztatás tovább csökken. A tényleges helyzet azonban az inaktívnak tekintett széles rétegek perspektívtalansága miatt sokkal rosszabb, mint amit a statisztika mutat.

*Pénzügyi szektor.* 2018 végén a vállalati szektor *hitelállománya* közel 14 százalékkal, a háztartásoké 7 százalékkal volt magasabb, mint az egy évvel korábban, s a bővülés idén is folytatódik. A kamatmarzs még nagyon magas, de csökken. A bankok *nemteljesítő* hiteleinek aránya – nagyrészt a követeléskezelőknek történt átadás következtében – tovább csökkent, azonban a BISZ Hitelinformációs Rendszer adatai szerint a problémás hitelek tőketartozása az elmúlt egy évben közel 5 százalékkal bővült. A kormányzati programok során nyújtott garancia, a lakosság helyett az állam által fizetett kamatok, valamint az emelkedő kamatkörnyezet miatt a hazai bankrendszer 2019-ben ismét *kiemelkedő nyereségre* számíthat. Kockázati tényező, hogy egyes magyar tulajdonú bankoknál a tulajdonosi és a hitelezett kör *nem kellően független egymástól*, a tulajdonosok tőkeereje pedig korlátozott.

*Államháztartás.* 2018-ban az államháztartás eredményszemléletű hiánya a GDP 2,2 százaléka volt – az előző évvel azonos, ám a tervezett 2,4 százaléknál valamivel kisebb. Az államadósság (az Eximbank beszámításával) a GDP 70,9 százaléka volt, ami 2,4 százalékpontos csökkenés 2017-hez képest. A deficit az egész EU-ban, az államadósság a régióban az egyik legmagasabb. A kormányzati szektor pénzforgalmi hiánya 1445 milliárd forint volt, az EU-transzferek decemberi beömlése hatására végül csak 6 százalékkal több az előirányozottnál. 2019-ben a GKI az előirányzott *eredményszemléletű deficitnél* valamivel nagyobb, *1,8 százalék helyett 2 százalék* körüli hiányra számít, a tervezettnél szerényebb csökkenés mindenekelőtt a GDP kisebb bővülése miatt következhet be. A pénzforgalmi egyenleg az előirányzott 1000 milliárd forint körül alakulhat. A GDP-arányos államadósság a GDP 69 százaléka körüli lesz. A decemberi költségvetési prognózis – az eredeti költségvetési törvények nyári elfogadásához hasonlóan – meglehetősen értelmetlen, mivel alapvetően az előirányzatok megismétlését jelenti, függetlenül a tényleges előző évi és várhatóan módosuló 2019. évi folyamatoktól. A folyamatok átláthatatlansága miatt a bevételek és a kiadások alakulásában – az év közbeni megszorításokban és költségekben – ismét nagy szerepe lesz a politikai döntéseknek.

*Infláció, kamat, árfolyam.* A 2014–2015. évi árszínvonal-csökkenés után 2017-ben már 2,3 százalékos, 2018-ban 2,8 százalékos volt az áremelkedés, idén pedig 3,2 százalék körüli ütem várható. Az idej gyorsulás elsősorban a bérnövekedésnek, a lakossági kereslet jövedelemnövekedés generálta emelkedésének, esetenként a keresetemelkedés költségnövelő hatásának, valamint az élvezeti cikkek adóemelésének lesz a következménye. A *monetáris kondíciók szigorítása* idén elkerülhetetlen, ez főleg a nem konvencionális eszközök kivezetését fogja jelenteni, de az *alapkamat* is 1-1,15 százalékra emelkedhet. Első lépésként a Magyar Nemzeti

Bank március végén 10 bázisponttal megemelte egynapos betéti rátáját, ezt azonban egyedi lépésnek minősítette, nem trendfordulónak. A piaci várakozásoktól feltehetőleg továbbra is elmaradó monetáris szigorítás miatt a forint március végi gyengülése tartós lesz, sőt jelentős hullámzások mellett folytatódhat, éves átlagban *320 forintos euró* várható.

*Külső egyensúly.* A folyó fizetési mérleg többlete a 2016. évi 7 milliárd euróról 2017-ben a külkereskedelmi szufficit visszaesése miatt 3,5 milliárd euróra, majd 2018-ban 0,6 milliárd euróra csökkent, 2019-ben pedig *eltűnhet*, sőt hiány keletkezhet. A *külső finanszírozási képesség* a 2016. évi 7 milliárd euróról 2017-ben 4,9 milliárdra, 2018-ban – a növekvő EU-transzsferek ellenére – 3 milliárd euróra csökkent (a GDP 2,3 százaléka). 2019-ben 4,5 milliárd euró (a GDP 3,2 százaléka) körül alakulhat. A *külföldi működő tőke* nettó beáramlása 2016-ban 2,3 milliárd, 2017-ben 1,9 milliárd, 2018-ban 3,7 milliárd euró volt. Idén a tavalyihoz közeli összeg várható. A tőkehiányos magyar gazdaságban a kormányzat által meghirdetett *erőltetett „kifektetési stratégia”* racionalitása megkérdőjelezhető.

*Kockázatok.* A növekedés esetében a világgazdasági konjunktúra vártnál is erősebb romlása kisebb, a vártnál gyorsabb hazai jövedelemnövekedés nagyobb növekedéshez vezethet, sajátos módon mindkét változat *kisebb külkereskedelmi aktívumot okozna*. Az *infláció* esetében a világpiaci energiaárak prognosztizálnál gyorsabb emelkedése és a vártnál gyorsabb hazai jövedelemnövekedés egyaránt inflációgyorsító tényező lehet. A laza monetáris politika folytatása ugyancsak gerjesztheti az áremelkedést.

A magyar gazdaság növekedési pályája szempontjából *középtávon komoly kockázatot* jelent az ország *EU-n belüli elszigetelődésének*, a növekedés *EU-transzferektől való túlzott függésének*, valamint a *külső egyensúly* 2018-ban bekövetkezett látványos romlásának *folytatódása*.



## **Kopint-Tárki Zrt.: Az a bizonyos négy százalék\***

**MATHEIKA ZOLTÁN – NAGY KATALIN – PALÓCZ ÉVA**

*A magyar gazdaság növekedése 2018-ban felgyorsult, megközelítette az 5 százalékot. A gyorsulás a magánfogyasztás dinamikájának erősödése és az állóeszköz-felhalmozás EU-források által is hajtott erős bővülésének folytatódása mellett ment végbe. Az idén azonban az EU-források beruházásnövelő hatása mérséklődni fog, ami a gazdasági növekedés egészére is kihat. A Kopint-Tárki az idei esztendőre 4 százalékos gazdasági növekedéssel kalkulál, a beruházások jelentősebb és a fogyasztás mérsékelt lassulása mellett. Az infláció 3 százalékra gyorsulhat, a bérköltségek számottevő növekedése és az erős belső fogyasztói kereslet miatt.*

### **Világ gazdaság: lanyhuló konjunktúra**

Egyre kedvezőtlenebb külpiaci feltételekkel kell szembenéznie a magyar gazdaságnak, amelynek növekedését különösen az európai lassulás fékezheti le. A globális prognózisok az utóbbi időben egyre pesszimistábbakká váltak. A kínai gazdaság sérülékenysége erősödik, az európai gazdaság dinamikája gyengül, a világkereskedelem bővülése lassul. A jelentős politikai bizonytalanságok és a pénzüpiacokon megjelenő új típusú kockázatok szintén jelentősen ronthatják a középtávú növekedési kilátásokat. Az USA által generált kereskedelempolitikai konfliktusok jelentős politikai bizonytalanságokat eredményeztek, a brexit körüli huzavona mind az európai, mind a brit gazdasági szereplőket elbizonytalanítja, a kínai növekedés lassulása és ennek multiplikátor hatásai egyelőre nem becsülhetők meg pontosan. A korábban várt monetáris szigorítás szemmel láthatóan lassúbb ütemű lesz, így a továbbra is

\* A tanulmány a Kopint-Tárki Zrt. A világ gazdaság és a magyar gazdaság helyzete és kilátásai 2019 tavaszán című konjunktúrajelentése alapján készült, amelynek szerzői: *Bogóné Jehoda Rozália, Matheika Zoltán, Nagy Katalin, Oblath Gábor, Palócz Éva, Vakhal Péter.*

<https://doi.org/10.47630/KULG.2019.63.3-4.11>

---

*Matheika Zoltán*, a Kopint-Tárki Zrt. vezető kutatója. E-mail: [zoltan.matheika@kopint-tarki.hu](mailto:zoltan.matheika@kopint-tarki.hu)  
*Nagy Katalin*, a Kopint Konjunktúrakutatási Alapítvány ügyvezető igazgatója.  
E-mail: [katalin.nagy@kopint-tarki.hu](mailto:katalin.nagy@kopint-tarki.hu)  
*Palócz Éva*, a Kopint-Tárki Zrt. vezérigazgatója. E-mail: [eva.palocz@kopint-tarki.hu](mailto:eva.palocz@kopint-tarki.hu)

jellemző bőséges likviditás megakadályozza, hogy nagyobb mértékű konjunkturális visszaesés következzen be.

A *világkereskedelem* tavaly 4 százalékkal bővült, a húzóerőt a felzárkózó országok jelentették. Az év vége felé a kínai fogyasztásbővülés lassulása következtében jelentősebb (7 százalékos) importvolumen-csökkenés volt tapasztalható. Az amerikai–kínai kereskedelmi háború következményeit Kína kevésbé sínylette meg: a kínai vállalatok annak ellenére tudták növelni amerikai exportjukat, hogy az USA több kategóriában 20 százalékos vámot vetett ki rájuk. Ugyanakkor a Kínába irányuló amerikai exportvolumen az ötödével csökkent. A cserearányok amerikai szempontból nem romlottak, Kína pedig külkereskedelmi versenyképessége javítása érdekében komoly leértékeléseket hajtott végre, vagyis a kereskedelmi háború következményei hosszabb távon fognak majd megmutatkozni.

A lanyhuló kereslet a *nyersanyagárak* alakulására is hatással volt. A legtöbb ipari nyersanyag ára akár 10 százalékot meghaladó mértékben is csökkent az elmúlt évben, azonban az indexben a legnagyobb súlyt képviselő termékek vagy drágultak, vagy az átlagnál jóval kisebb árvesztéséget szenvedtek el. Zuhant az ipari fémek felvásárlási ára is, amit a kínai lassulás és a túlkínálat okozott, ezért Ázsiában elkezdtek korlátozni a kapacitásokat. A nemesfémek ára változatlan, azonban a palládium felvásárlási ára elérte az unciánkénti 1400 dollárt, s így drágábbá vált, mint az arany.

Tavaly a nyersolaj hordónkénti ára éves átlagban 71 dollárt ért el. Az idei év első hónapjaiban az árak 54-68 dollár körül mozognak. A nyersolajkereslet bővülése 2018 utolsó negyedében jelentős mértékben lelassult, különösen Európában és Ázsiában. Az OECD-országok romló kilátásai következtében az év elején a kereslet bővülése tovább lassult, élénkülés inkább az év második felében várható: így 2019-ben a globális olajkereslet mintegy napi 1,3-1,4 millió barrellel bővílhet, elsősorban a nem-OECD országok növekvő igénye miatt. Az olajár alakulásával kapcsolatban változó prognózisok látnak napvilágot: az előrejelzések az idei évre a hordónkénti 67-70 dollár körül mozognak, jövőre 65-68 dollárt valószínűsítenek. Az olajpiac volatilis marad, nagyobb áringadozások sem zárhatók ki.

A *tőzsdéken* a fokozódó geopolitikai bizonytalanságok, a rossz makrogazdasági adatok, illetőleg a monetáris szigorítás leállása fokozták a volatilitást. Márciusban az irányadó amerikai és európai részvényindexek gyengültek, a biztonságosabb eszközök iránti kereslet nőtt, a kötvényhozamok estek. Egyelőre marad a laza monetáris politika, a fejlett országok többségében az infláció alakulása nem kényszerít ki erőteljesebb intézkedéseket. Ezt támasztja alá, hogy a márciusi kamatdöntő ülésén a Fed nem változtatott az irányadó kamatlábon, sőt kommunikációjá-

ban megerősítette, hogy az idei évben már nem várható új kamatemelés, és jövőre is csak egy alkalommal kell arra számítani – azaz a piacoknak nem kell túlzott szigorítástól tartaniuk. Az euróövezet inflációs rátája ismét 2 százalék alatt mozog. Az Európai Központi Bank kormányzótanácsa márciusi ülésén változatlanul hagyta az irányadó kamatokat, s várhatóan 2019 végéig nem is változtat. A laza monetáris politika folytatását a korábbiaknál kedvezőtlenebb gazdasági kilátások is indokolják.

Az *euró* továbbra is viszonylag gyenge: jelenlegi dollárárfolyama 1,12-1,14 körül mozog, a tavalyi éves átlagtól jócskán elmarad. Az amerikai kamatemelések lassuló üteme következtében enyhült az euróra nehezedő nyomás. A kedvezőtlen gazdasági kilátások, a brexit okozta politikai bizonytalanság, a kötvény- és részvénypiacokon észlelhető turbulenciák az euró árfolyamában is jelentősebb ingadozásokat okozhatnak. A tavalyi, átlagosan 1,18 dollár/euró árfolyamhoz képest az idén alacsonyabb, 1,14 körüli dollár/euró árfolyamot jelzünk előre, inkább lefelé mutató kockázatokkal. Számottevő változásra jövőre sem számítunk.

Az *Európai Unió* nemzetközi környezetét tekintve a lanyguló konjunktúra mindenütt megmutatkozik. Az amerikai gazdasági növekedés a tavalyi csúc (2,9 százalék) után várhatóan lassul. A 2018. évi növekedést jelentős részben a lendületesen bővülő vállalati beruházásoknak lehet tulajdonítani, míg a lakásépítés viszonylag gyenge maradt. A magánfogyasztás változatlanul robusztus. Az év első negyedében a növekedési mutatók viszonylag kedvezőtlenül alakultak, de a továbbiakban ismét némi lendületet vehet a konjunktúra. Bár a termelési és beruházási adatok – elsősorban a fiskális impulzusok kifutása következtében – mérsékeltebbek maradnak, a magánfogyasztás továbbra is támaszkodhat a jövedelmek és a munkaerőpiac kedvező alakulására. Az idei évre 2,1 százalékos GDP-bővülés várható, ami jövőre 1,9 százalékra mérséklődhet. Az infláció egyelőre mérsékelt, ami az alacsony energiaáraknak tudható be, de jövőre valamelyest gyorsulhat.

*Japán* gazdasági növekedése mérsékeltebb volt a vártnál, és a prognózisidőszakra sem várható erőteljesebb dinamika: a tavalyi 0,8 százalékos GDP-bővülést mind az idén, mind 2020-ban 1 százalék alatti növekedés követi. Különösen az elmúlt év utolsó negyedében alakultak kedvezőtlenül a folyamatok. Az ipari termelés a november–januári időszakban folyamatosan csökkent. A kínai kereslet mérséklődése következtében elsősorban a beruházási javak termelése gyengékedett. Ebben a tekintetben egyelőre nem várható javulás, amit a beszerzési menedzserindexek csökkenése is megerősít. A monetáris politika változatlanul expanzív, és belátható ideig az is marad, míg a fiskális politika semleges kurzust követ. A nemrégiben közzétett középtávú költségvetési stratégia nemigen tartalmaz konszolidációs törekvéseket.

*Oroszországban* a tavalyi 2,3 százalékos növekedést az idén valamivel mérsékeltebb 1,5 százalék körüli követi, ami jelentős mértékben jövőre sem változik. Különösen az ipari termelés veszített dinamikájából, a februári feldolgozóipari beszerzési menedzserindex a stagnáláshoz közeli állapotra utal. A növekedést fékezi, hogy az év elején 2 százalékponttal megemelték az értéktöbbletadó. Az immár 20 százalékos értéktöbbletadó, illetve a gyengülő rubel felfelé nyomják az inflációs rátát, ami a jegybankot tavaly decemberben kamatemelésre kényszerítette. A nyersolajár alakulása a kormány pénzügyi mozgásterét jelentősen befolyásolja. Általában jellemző, hogy a dinamikusabb növekedés alapjául szolgáló új kapacitások hiányoznak, és a szükséges szerkezeti reformok is váratnak magukra. A külföldi tőke továbbra is óvatos, pedig e nélkül nem várható tartós dinamikus növekedés. A munkanélküliség viszonylag alacsony, de a növekedésslassulás változtathat ezen.

Egyelőre úgy tűnik, hogy *Kína* kevésbé sínylette meg a kereskedelmi háború következményeit, mint az Egyesült Államok. Ám nem szabad elfelejteni, hogy a háttérben komoly kormányzati ösztönző intézkedések vannak, ennek ellenére a világ legnépesebb országának a gazdasága lassul. Tavaly 6,6 százalékkal bővült a GDP, a tempó az idén és jövőre feltehetőleg 6,2 százalékra mérséklődik. A kormány kezében sok eszköz van, azonban a tartós eredmények eléréséhez lazítani kellene a centralizáción.

Az elmúlt évben az *euróövezet* növekedési dinamikája – elsősorban a külpiazi hatások következtében – jócskán alábbhagyott. A 2018. évi 1,8 százalékos bővülés elmaradt a korábbi várakozásoktól: negyedévről negyedévre lassult a növekedés. A dinamikát a lanya külpiazi kereslet mellett egyes országspecifikus hatások is gyengítették: Franciaországban a sztrájkok, Németországban az autóipar problémái, illetve a szárazság okozta termés kiesések, Olaszországban a politikai bizonytalanság, valamint az államháztartás körüli viták. Az általánosan romló külső környezethez hozzáadódik a brexit okozta bizonytalanság. A lefelé mutató hangulatindikátorok megerősítik azt a feltételezést, hogy a dinamika a prognózisidőszakban tovább gyengül. Jelenlegi tudásunk szerint az idei évre 1,3 százalékos, jövőre 1,4 százalékos GDP-bővülést jelzünk előre, ami a korábban vártnál jóval alacsonyabb. Különösen a beruházási tevékenység lanyhul, de az exportvárakozások is rosszabbak a korábbiaknál. A növekedés különösen az euróövezet nagy országaiban (Németország, Franciaország, Olaszország) lassult le. Az Európai Bizottság és a brit kormány közötti tárgyalások alapján elég nagy egy rendezetlen brexit esélye, az elmúlt hónapokat az egy helyben topogás, a brit kormány cselekvésképtelensége jellemezte. Ugyanakkor a brexitet ellenzők egyre inkább hallatják hangjukat.

A *harmonizált fogyasztóiár-index* az euróövezet átlagában újra lassulni kezdett, ami az alacsony energiaáraknak tulajdonítható. Míg tavaly októberben már 2 százalék felett mozgott az index, addig februárra ismét 1,5 százalékra mérséklődött. A maginfláció enyhén emelkedett, de továbbra is 1 százalék körül mozog. Az idén éves átlagban 1,4 százalék körüli áremelkedést várunk az EU-19, és 1,6 százalékot az EU-28 esetében. A *munkaerőpiaci mutatók* továbbra is kedvezőek. Az euróövezet országaiban 2018-ban – éves átlagban – 8,2 százalék volt a munkanélküliség, az EU-28 esetében pedig 7 százalék.

A *német gazdasági* növekedés vártnál sokkal erőteljesebb lassulását jelzi előre a kormány mellett működő ötfős gazdasági, szakértői testület. Az idei évre prognosztizált 0,8 százalékos GDP-bővülés mind a korábbi várakozásoktól, mind a tavalyi, 2,4 százalékos növekedési ütemtől jóval elmarad. (Pesszimista előrejelzések még ennél alacsonyabb növekedést sem zárnak ki.) A szakértők a német gazdaság utóbbi hónapokban tapasztalt gyengébb teljesítményét elsősorban a gépjárműgyártás, illetve a vegyipar terén megmutatkozó nehézségekkel magyarázzák, de a sajátos időjárási viszonyok (mint például a folyók alacsony vízszintje) is hozzájárultak. A kedvezőtlen trend kialakulását a külső kereslet lanyhulása és a brexit körüli bizonytalanságok is erősítették. A hangulatindexek vegyes képet mutatnak: míg a beszerzési menedzserindex visszaesett, az IFO-index – amely a legfontosabb német hangulatindexnek számít – több hónapos visszaesést követően márciusban enyhén javult. A külső környezet bizonytalanságai, a protekcionista tendenciák erősödése, a politikai bizonytalanságok egyrészt rontják az exportőrök hangulatát, másrészt visszafogják a beruházási tevékenységet. A brexit hatása a német exportra erőteljesen függ majd attól, hogy a brit kilépés milyen formában valósul meg. De figyelmeztető lehet, hogy 2018-ban az Egyesült Királyságba irányuló export nominális értéke több mint 7 százalékkal elmaradt a 2015. évitől, azaz a népszavazás előtti szinttől.

A brexit miatti bizonytalanság az *Egyesült Királyság* növekedési mutatóin már egyértelműen látszik. A népszavazás óta a GDP csökkenő pályán mozog. A tavalyi 1,4 százalékos bővülést az idén 0,7 százalékos, jövőre 0,9 százalékos növekedési ráta követi. Míg a szolgáltatószektorban a növekedési ütem lassulása volt megfigyelhető, addig a feldolgozóiparban, illetve az építőiparban az év utolsó negyedében már visszaesés volt tapasztalható. A kedvezőtlen tendenciák különösen a beruházások vonatkozásában mutatkoznak meg: a 2017-ben még 3,3 százalékos növekedési ráta tavaly nullára zsugorodott, és az idén már visszaesés várható. Rendezetlen brexit esetén a lefelé mutató kockázatok erősödhetnek, ami leginkább a vállalati beruházá-

sokban érződhet. Számos exportra termelő vállalat már valamelyik EU-tagországba helyezte át a nagy-britanniai székhelyét, központját, vagy ezt tervezi – ami szintén nem kedvez a jövő növekedésének.

Az új EU-tagállamok gazdasága 2018-ban valamelyest lelassult, azonban a 4,4 százalékos növekedés így is jóval az EU-15 átlaga felett van. A lassulás aszimmetrikus volt, Lengyelország és Magyarország jóval átlag felett, míg Csehország jóval, Szlovákia kicsivel az átlag alatt bővült. Románia túl van az erős növekedés korszakán, amely elsősorban a hitelalapú lakossági fogyasztásra épült és amely során a minimálbér értéke 10 év alatt a háromszorosára nőtt. Az árindexek a térségben egyre jobban megközelítik a 3 százalékos küszöbértéket, így a jegybankok lépéskényszerbe kerülhetnek. Mivel azonban a külső kereslet csökken, a monetáris tanácsoknak óvatosan kell lavírozniuk a gazdaságot támogató, ám monetáris szigorot előírányzó hullámok között.

A térségnek komoly katalizátort jelentenek az uniós források, amelyek lehívása több országban – különösen Romániában – még nem kezdődött el érdemben. A támogatások jelentősen hozzájárulhatnak a GDP idei évre jelzett 3,6 százalékos bővüléséhez.

### **Csúcsra járatott magyar gazdaság**

Magyarországon 2018-ban a GDP a 2017-es dinamikát is meghaladóan, 4,9 százalékkal bővült. Az elért ütem ismét túlszárnyalta az előzetes várakozásokat: a növekedési prognózisok átlaga csak az év második felében emelkedett 4 százalék fölé, és az előrejelzők közül még a legoptimistább is csak 4,8 százalékot várt. Mindenesetre a magyar gazdaság a kelet-európai új EU-tagállamok mezőnyében – Lengyelország mögött – a második legerőteljesebb növekedést produkálta. 2017-hez hasonlóan a tavalyi évről is elmondható, hogy a gazdaság dinamikus bővülésének egyik fontos – habár nem kizárólagos – motorja az uniós társfinanszírozású projektekhez kapcsolódó támogatások felhasználása volt.

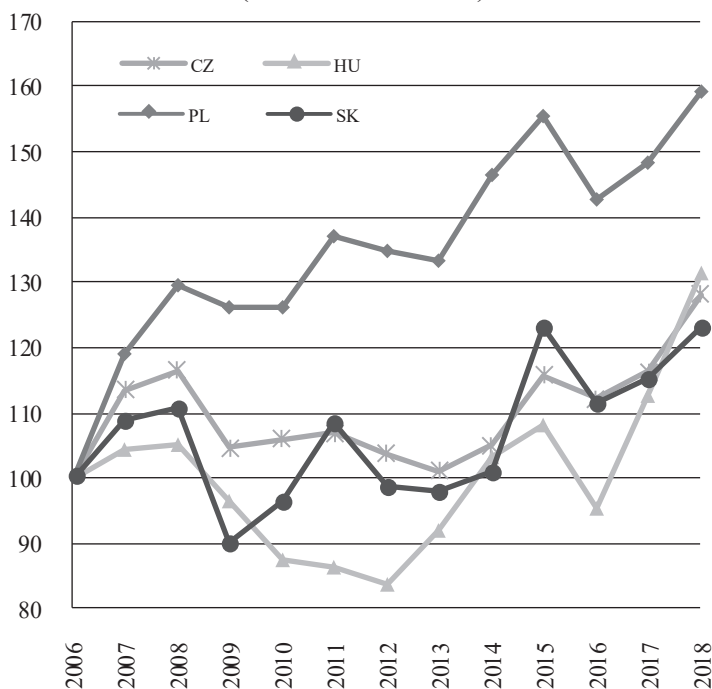
A *felhasználási oldalon* elsősorban a *beruházások* meredek emelkedése húzta erőteljesen a gazdasági dinamikát, habár a 2017-ről 2018-ra végbement gyorsulás más komponenseknek tulajdonítható. A bruttó állóeszköz-felhalmozás éves átlagban 16,5 százalékkal – vagyis az előző évitől nem nagyon elmaradó ütemben – bővült. Két év nagyon gyors beruházásnövekedése után az állóeszköz-felhalmozás volumene immár magasan túlszárnyalja a korábbi, 2015. évi rekordszintet. Mi több, míg 2006 és 2017 között a magyar halmozott beruházásemelkedés általában jócskán

alatta maradt az összes többi visegrádi ország halmozott beruházási dinamikájának, addig 2018-ban Magyarország ebben a tekintetben lehagyta Csehországot és Szlovákiát (lásd az 1. ábrát).

1. ábra

### Bruttó állóeszköz-felhalmozás a visegrádi országokban

(2006 = 100 százalék)



Forrás: Eurostat.

Ám ennek értékeléséhez figyelembe kell venni, hogy 2017-hez hasonlóan tavaly is az uniós források által (is) élénken tartott állami kereslet volt a beruházásnövekedés domináns – bár nem egyedüli – tényezője. Ebből adódik, hogy a beruházás növekedésének több mint felét egyrészt az állami beruházásoknak (például az egészségügyben és a közigazgatásban) és még inkább az uniós támogatással folyó infrastrukturális beruházásoknak (út- és vasúti fejlesztéseknek, energetikai beruházásoknak) lehet tulajdonítani. Jelentős hajtóerőt jelentettek továbbá az ingatlanberuházások, azon belül a lakossági kereslet által mozgatott lakásberuházások is.

Ugyanakkor a többi, magánvállalati szektor által dominált ágazat közül a jelentős súlyúaknál a beruházásbővülés üteme alatta maradt a nemzetgazdasági átlagnak, habár többnyire számottevő volt. Különösképpen a feldolgozóipari beruházások dinamikája mérséklődött 2017-hez képest, bár az utolsó negyedévben látványosan erőre kapott.

Az uniós források felhasználása erőteljesen nőtt ugyan 2018-ban is, de hivatalos becslés szerint a felhasznált források éves értéke – a valamivel egyenletesebb ütemezésű felhasználás miatt – 2018-ban sem érte el és várhatóan jövőre sem éri el a 2015. évi hajrá idején mért csúcsszintet. Vagyis noha az uniós források mozgatóereje továbbra is jelentős, ezek súlya mégsem olyan meghatározó, mint amilyen az előző uniós költségvetési ciklushoz tartozó források felhasználásának utolsó éveiben volt.

A magánfogyasztás 2018-ban rendkívül dinamikusán, 4,6 százalékkal bővült az előző évi 4,1 százalék után – ennél magasabb ütemet legutóbb 2002–2003-ban mértek. Ebben a nagyon feszes munkaerőpiacon kívül szerepe volt a még mindig expanzív bérpolitikának – ami mindenekelőtt a garantált bérminimum 12 százalékos emelésében, illetőleg az első három negyedévben még nagyon dinamikusán bővülő költségvetési keretekben nyilvánult meg. Ám egészében véve a nominális és a reálkeresetek növekedési üteme 2018-ban némileg lassult az intézményi statisztika szerint, vagyis a magánfogyasztás további gyorsulására ennek ellenére került sor.

Miközben a magyar háztartások vásárolt fogyasztásának volumene tavaly már 8 százalékkal felülmúlta a válság előtti csúcst, a többi visegrádi országhoz képest a magyarországi fogyasztás e téren lemaradásban van (lásd a 2. ábrát). Az is igaz viszont, hogy a legutóbbi három év átlagában a magyar fogyasztási dinamika túlszárnyalta a három visegrádi országét. Megjegyzendő, hogy a magánfogyasztás gyorsulása ellenére – a közösségi fogyasztás csökkenésbe fordulása miatt – a nemzetgazdasági szintű végső fogyasztás tavaly minimálisan lassult 2017-hez képest.

A kismértékben lassuló állóeszköz-felhalmozás és a lényegében változatlan tempóban bővülő összes fogyasztás mellett a készletváltozás pozitív növekedési hozzájárulására is szükség volt ahhoz, hogy a *belföldi felhasználás* húsz éve nem látott ütemben (7 százalékkal) emelkedjen. Ebből természetesen adódóan a *külkereskedelmi pozíció erőteljes romlása* 2017 után tavaly is folytatódott. A nettó áru- és szolgáltatásexport másfél százalékponttal húzta le a GDP-növekedést. Az áru- és szolgáltatásexport együtt és külön-külön is a 2017. évivel azonos vagy majdnem azonos (viszonylag mérsékelt) ütemben bővült. Az import viszont dinamikus maradt – habár az áruimport dinamikája a belföldi felhasználás gyorsulása ellenére, kissé meglepő módon, valamelyest mérséklődött. Ennek következtében – a már említett

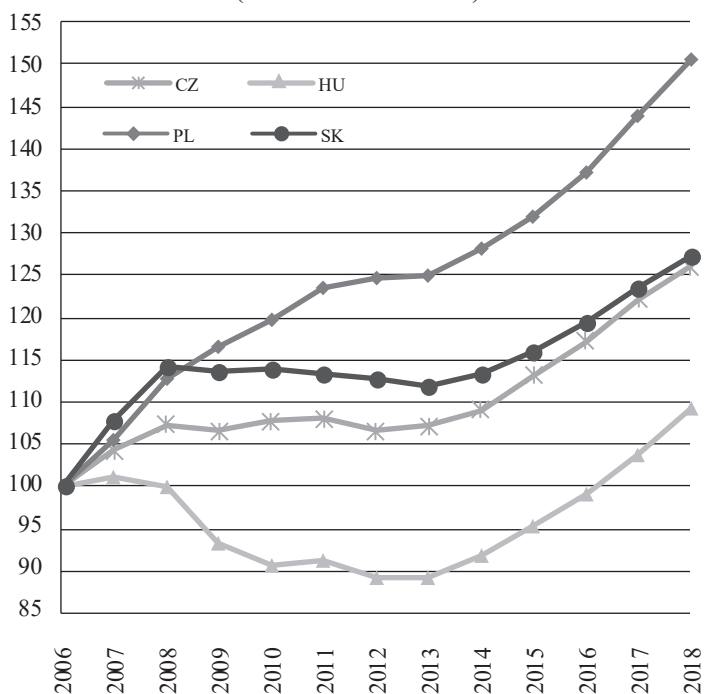


készletváltozáson felül – a nettó export negatív növekedési hatásának némi mérséklődése tette lehetővé a gazdasági növekedés dinamikájának 2018. évi erősödését.

2. ábra

### A háztartások fogyasztási kiadásainak volumenindexei a visegrádi országokban

(2006 = 100 százalék)



Forrás: Eurostat.

Ezzel együtt nyilvánvaló, hogy a belföldi felhasználás jelenlegi üteme nem fenntartható, még a tavalyinál kedvezőbb exportteljesítmény mellett sem – a mostani ütem felfogható a fogyasztásnál megkezdődött és a beruházásoknál rövid távon végbement „helyreállítási periódusnak”, amely már nem tart sokáig.

A termelési oldalon a gazdasági növekedés 2018. évi gyorsulásának legfőbb előmozdítója a mezőgazdaság pozitív fordulata volt, vagyis a 2017-es erős visszaesés után tavaly végbement közepes ütemű bővülés. Ez alapvetően a kedvezőbb időjárás

következménye, vagyis nem függ szorosan az általános konjunkturális helyzettől. Érdekesebb viszont, hogy az építőipari aktivitás is tovább tudott élénkülni tavaly, a növekedési ütem 20 százalék fölé emelkedett. Ehhez nagymértékben hozzájárultak az uniós források is – mindenekelőtt a mélyépítésben –, de fontos szerepe volt az ipari és kereskedelmi épületeknek, valamint a dinamikusan bővülő – bár még mindig elég alacsony szintű – lakásépítésnek.

Korábbi várakozásunkra rácsafolva, az *ipar* képtelen volt magasabb fokozatra kapcsolni 2018-ban: *éves átlagban folytatódott a gyenge közepes ütemű növekedés.* Ez legelsősorban annak a következménye, hogy a már 2017-ben is alig bővülő autóipar kibocsátása tavaly enyhe csökkenésbe fordult. A tavaly belépő új kapacitások részben a szigorított emissziós teszteknek, a WLTP-nek (Worldwide Harmonized Light-Duty Vehicles Test Procedure) megfelelő engedélyek beszerzésénél előálló késedelmek miatt nem realizálódtak termelésnövekedésben. *Összességében* 2018-ban az iparnak a gazdasági növekedés tavalyi gyorsulásához való hozzájárulása kisebb volt, mint a szerényebb súlyú építőiparé.

A szolgáltatások jó ütemű bővülése 2018-ban is lényegében a korábbiaknak megfelelő ütemben folytatódott, habár ezen belül a piaci szolgáltatások dinamikája (például az infokommunikációs szolgáltatásoké) érzékelhetően lassult.

A fentiek fényében felvethető a kérdés: ha a tavalyi növekedést jelentős részben az uniós források, illetőleg a gyors béremelkedés által táplált fogyasztásbővülés tartotta magasan, akkor mi következik ebből az *idei évi kilátásokra*, illetve az azt követő évekre nézve?

Ehhez mindenekelőtt figyelembe kell venni, hogy miközben az uniós társfinanszírozású projektekre elnyert támogatások kifizetése már jórészt megtörtént, a támogatások tényleges *felhasználása* az idén lesz a legmagasabb. Vagyis az uniós források még az idén is jelentősen hozzájárulnak a beruházások növekedéséhez. Ebből adódóan arra számítunk, hogy az állóeszköz-felhalmozás 2019-ben még mindig elég dinamikusan fog bővülni, ám a tavalyi ütemhez képest jelentősen fékeződik, nem éri el a 10 százalékot. 2020-ban, amikor az uniós források felhasználása lejtmenetbe kerül, a beruházások már nem lesznek az érdemi növekedési tényezők között.

A *fogyasztás* dinamikáját mérsékelni fogja a reálkereset-növekedés érezhető lassulása. A költségvetési szférában a bérnövekedés erőteljesen mérséklődik. Eközben a versenyszféra kisebb vállalatainál is lassan kimerül a béremelési kapacitás, vagyis e szegmens jó részében a munkaerőhiány ellenére a minimálbérből, illetőleg a (tavalyinál kevésbé drasztikusan megemelt) garantált minimálbérből adódó kötelezettség túl csak szerény bérnövekedés várható.

Arra számítunk ugyanakkor, hogy a fogyasztási kedv a bérdinamika lassulását csak részben követi, a háztartások egy darabig nettó megtakarításaik bizonyos fokú mérséklésével – ezen belül hitelfelvétellel – teremtenek mozgásteret maguknak fogyasztásuk további bővítéséhez. Ezt a gyermekvállaláshoz kötött hitelfelvételi kedvezményeknek az év közepétől hatályos kiterjesztése is ösztönözni fogja. Így az idén a magánfogyasztás 4 százalék körüli mértékben, vagyis még mindig erőteljes ütemben bővíülhet.

Az eddigiek alapján egyrészt egyértelmű, hogy a belföldi felhasználás bővülésének rekordüteme nem fenntartható. Másrészt viszont a belföldi felhasználás még az idén is dinamikus marad. Ez egyben azt is jelenti, hogy a *külgazdasági mérlegek romlása* is folytatódik az idén, bár a romlás – a némileg erősödő exportbővülés és a belföldi kereslettel együtt mérséklődő importnövekedés miatt – enyhébb lesz, mint a megelőző két évben.

A termelési oldalon arra számítunk, hogy a 2018-ban elmaradt *ipari* gyorsulás legalább részben megvalósul az idén, jelentős részben a WLTP-engedélyekkel kapcsolatos nehézségek elhárulásához köthető átmeneti autóiipari élénkülésnek köszönhetően. Megjegyzendő ugyanakkor, hogy a legutóbbi hónapokban a nyugat-európai feldolgozóipari indexek kedvezőtlenül alakultak, így e prognózisunkhoz komoly lefelé mutató kockázatok kapcsolódnak. Az építőipari növekedés erőteljesen mérséklődik, de két számjegyre marad.

Összességében azt várjuk, hogy az idén a GDP a lassulás ellenére is jó ütemben, 4 százalékkal fog nőni (lásd a 3. ábrát), miközben a növekedés szerkezete bizonyos mértékig eltolódik a beruházásoktól a fogyasztás irányába, az építőipartól az ipar irányába, és – az utóbbinak megfelelően – részben a belföldi felhasználástól az export irányába.

2018-ban az államháztartás *pénzforgalmi egyenlege* majdnem megegyezett az előirányzattal, csupán 100 milliárd forinttal haladta meg azt. Az év végén ugyanis jelentős összegű EU-támogatás érkezett be a költségvetésbe, amely kissé kompenzálta az EU-támogatások évközi előlegfizetésének költségvetési terhét. A KSH számításai szerint 2018-ban az államháztartás eredményszemléletű hiánya a GDP 2,2 százaléka volt.

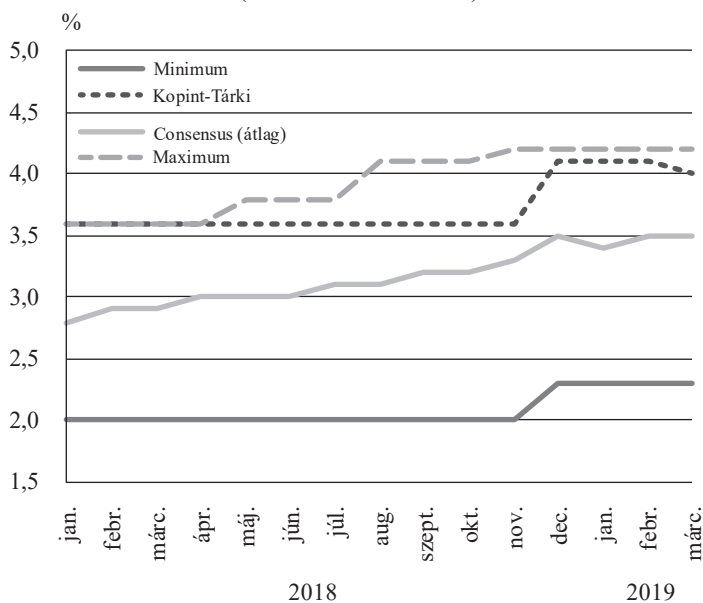
A költségvetés 2016 óta jelentős mértékben előfinanszírozta az EU-támogatású projektek költségeit. Ennek következtében a 2014–2020-as tervezési ciklusban Magyarország számára rendelkezésre álló források nagy részét már elköltötte a költségvetés. A kedvezményezettelnél azonban 2018 végén még 3100 milliárd forint el nem költött támogatás volt kint. S mivel az uniós támogatások nem akkor növelik a

magyar GDP-t, amikor az előleget a költségvetés kifizeti, hanem akkor, amikor azokat ténylegesen felhasználják, ez az idei gazdasági növekedésre továbbra is jelentős felhajtóerőt jelent. A 2019. évi viszonylag magas gazdasági növekedés előrejelzését többek között erre a tényre alapozzuk.

3. ábra

### A Consensus prognózisa a magyar GDP 2019. évi növekedésére

(2018 = 100 százalék)



Forrás: Eastern Europe Consensus Forecast.

Az MNB előzetes pénzügyi számláinak adatai szerint 2018. december 31-én az államháztartás bruttó konszolidált adóssága 29 032,5 milliárd forint volt, ami pontosan a 2018. évi GDP 69 százalékának felelt meg. A Központi Statisztikai Hivatal az uniós túlzottdeficit-eljárás keretében ennél némileg nagyobb, 29 807 milliárd forintos államadósságot jelentett, ez a GDP 70,8 százaléka. Mindkét adat jelentős csökkenést mutat a 2017. év végi 73,3 százalékhoz képest. Mindez jórészt az év végén beérkezett uniós támogatásoknak köszönhető, illetve annak, hogy a GDP növekedése és a forintban kifejezett nominális összege is meghaladta a várakozásokat.

2018-ban az éves *fogyasztóiár-index* 102,8 százalék volt, az idei év első két hónapjának átlagában az árak az előző év azonos időszakához viszonyítva 2,9 százalékkal emelkedtek. Ezen belül azonban februárban már 3,1 százalékos növekedést mutatott az árindex. Aggasztó, hogy a szezonálisan kiigazított maginfláció – amely a tavalyi év végéig lényegesen alacsonyabb volt, mint a fogyasztói árak átlagos emelkedése – 2018 decembere óta a mért infláció fölé emelkedett, 2019 februárjában pedig már 3,5 százalékot tett ki. Részben a maginfláció, részben az idén is várhatóan magas bérfolyamlat keresleti nyomása következtében 2019-ben a tavalyit kissé meghaladó, 3 százalékos fogyasztóiár-emelkedésre számítunk.

A *forint* árfolyama a 2018. évi gyengélkedés után 2019 elején visszatért a 320 forint alatti sávba. A kelet-közép-európai országok valutái az elmúlt egy évben eltérő módon viselkedtek. A magyar valutához hasonlóan, bár annál kisebb mértékben értékelődött le a lengyel zloty, a cseh korona azonban lényegesen kisebb gyengülést szenvedett el, a román lej pedig mintha meg sem érezte volna a pénzpiaci bizonytalanságot. A kelet-közép-európai valuták 2019 eleje óta is szinte ellentétesen mozognak. Ezek a kiszámíthatatlan mozgások elsősorban a nemzetközi pénzpiac idegességét és változékonyságát jelzik. Március közepétől a forint árfolyama gyengült, amit a Monetáris Tanács 2019. március 26-i döntése sem állított meg. Az egynapos jegybanki betétek kamatának 10 bázispontos emelése mínusz 0,15 százalékról mínusz 0,5 százalékra az óvatos monetáris szigorítás első lépése volt.

Az állampapír-piaci hozamok a forint visszaerősödésével párhuzamosan ismét csökkenésnek indultak, a 10 éves hozam a 3 százalékos szint alá került: 2019. februárban már mindössze 2,7 százalékon állt. Ezt márciusban némi emelkedés követte. A rövidebb hozamok is mérséklődtek 2019 elején. Mindazonáltal a globális pénzpiaci bizonytalanságok közepette feltehető, hogy az év hátralévő részében ismét hozamemelkedés következik be.

A globálisan alacsony kamatkörnyezetben a *vállalati hitelkamatok* alig haladják meg a 2 százalékot. A vállalati folyószámlahitelek felvétele dinamikusan nő, az egyéb (alapjában véve beruházási célokat szolgáló) hitelek alakulása nem ilyen egyértelmű: az elmúlt egy évben inkább havi 200 milliárd forint körüli ingadozás tapasztalható. 2019 januárjától elindult a Magyar Nemzeti Bank Növekedési Hitelprogram Fix nevű konstrukciója, amelynek célja a hosszú lejáratú, fix kamatozású hitelek arányának a növelése a vállalati hitelezésben. Emellett a jegybank 2019. március 26-án meghirdette vállalati kötvényvásárlási programját, amely a vállalati forrásbevonás diverzifikálását tűzte ki célul.

A háztartások hitelfelvétele 2019 első hónapjaiban mind a fogyasztási, mind a lakásvásárlási célú hitelek terén megtorpant. A fogyasztási hitelek kamata az elmúlt években – az általánosan alacsony kamatkörnyezetben – folyamatosan mérséklődött, bár még így is magasnak tekinthető. A lakáshitelek átlagos teljes hiteldíjmutatója azonban emelkedett. Ez azonban kizárólag az összetétel hatásával magyarázható: a változó kamatozású, kockázatosabb hitelkonstrukciók aránya csökkent, a fix kamatozásúaké pedig emelkedett. A háztartások ugyanis egyre kisebb mértékben veszik igénybe a rövid távon talán előnyösebbnek tűnő, hosszabb távon azonban kockázatosabb, változó kamatozású hiteleket.

## **Magyar Nemzeti Bank: Viharossá váló nemzetközi vizeken is folytatódik a felzárkózás\***

RIPPEL GÉZA – VÁRNAI TÍMEA

*2018-ban a magyar gazdaság markánsan, közel 5 százalékkal bővült. Ezzel az európai országok növekedési rangsorának élmezőnyében szerepelt, és folytatódott a reálgazdasági felzárkózás az euróövezethez. A korábbi prognózisokat alaposan meghaladó gazdasági teljesítmény azért is kiemelkedő, mert a külső – főként európai – konjunktúra lassulása mellett valósult meg. A belső kereslet a hitelezés érdemi emelkedésével párhuzamosan jól teljesített: a pozitív növekedési impulzusok közel kétharmadáért a vállalati hitelpiac volt felelős, amit a dinamikus bérnövekedéssel összhangban bővülő lakossági fogyasztás egészített ki.*

*Az erős belső és a gyenge külső kereslet kettőssége az elkövetkező időszakban is fennmarad, ugyanakkor a GDP-növekedés üteme az idei évtől kezdődően fokozatosan lassulni fog. Az élénk béremelkedés folytatódik, bár nem olyan ütemben, mint korábban. Emellett a kis- és középvállalkozói szektor, valamint a vállalati hitelezés továbbra is a GDP-növekedés fontos támasza lesz. Ezzel szemben a magyar gazdaság az elkövetkező években törekeny világgazdasági konjunktúrával szembesül. Az euróövezet növekedési kilátásai borúsak, így a hazai exportszektornak viharos vizeken kell tovább növelnie piaci részesedését. Az erős hazai fundamentumoknak köszönhetően folytatódik a gazdasági felzárkózás, és a növekedés a makrogazdasági egyensúly megőrzése mellett megy majd végbe. A külső finanszírozási képesség magas szinten stabilizálódik, miközben a GDP-arányos államadósság tovább csökken.*

*A hazai infláció 2018 közepe óta a jegybanki cél közelében alakul. A tartós folyamatokat megragadó, indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció az elmúlt hónapokban elérte a három százalékot, így a jegybank 2019 elején elérte inflációs célját. Az inflációs alapfolyamatok alakulásában is az erős belső kereslet és a romló európai konjunktúra hatásának kettőssége tükröződik. A továbbra is élénk belső kereslet idén tovább emeli a hazai piaci szolgáltatások árdinamikáját, azonban a visszafo-*

\* Az elemzés az MNB 2019. márciusi Inflációs jelentése alapján készült.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2019.63.3-4.25>

---

Rippel Géza, a Magyar Nemzeti Bank vezető közgazdasági elemzője. E-mail: [rippelg@mnbb.hu](mailto:rippelg@mnbb.hu)  
Várnai Tímea, a Magyar Nemzeti Bank vezető közgazdasági elemzője.  
E-mail: [varnait@mnbb.hu](mailto:varnait@mnbb.hu)

*gottabb külső inflációs környezet mérsékli a hazai infláció emelkedését. A hosszú távon is fenntartható reálgazdasági konvergenciához elengedhetetlen az egyensúly megőrzése mellett a versenyképesség strukturális eszközökkel történő javítása és a gazdaság növekedési tartalékainak kiaknázása.*

### **A növekedési ciklus csúcán – makrogazdasági folyamatok 2018-ban**

A magyar gazdaságnak a 2013-as növekedési fordulat óta tartó jelentős növekedése 2018-ban tovább gyorsult. A 4,9 százalékos GDP-bővüléssel hazánk az európai országok növekedési rangsorának élmezőnyében foglalt helyet, így az eurózónához viszonyított reálgazdasági felzárkózás folytatódott. A növekedést a tavalyi évben is a belső kereslet támogatta, amiben meghatározó volt a lakossági fogyasztás és a nemzetgazdasági beruházások emelkedése. Ezzel szemben a nettó export negatívan járult hozzá a GDP bővüléséhez, összhangban Magyarország fő külkereskedelmi partnereinek a vártnál gyengébb teljesítményével. A német gazdaság az elmúlt öt év legalacsonyabb növekedési ütemét produkálta, míg Olaszország a tavalyi év végén technikai recesszióba süllyedt. Külpiacaink visszafogott növekedése mellett a hazai járműipar exportját egyedi gyárleállások is visszafogták.

A lassuló külső kereslet ellenére a belső felhasználási tételek számottevően hozzájárultak a növekedéshez. A finanszírozási folyamatok 2018-ban kedvezően alakultak, és a pozitív növekedési impulzusok közel kétharmada a hitelpiac felől érkezett. A jegybanki programok hatására 2013 óta a vállalati, különösen a kkv-szektor hitelpiacra elkerülte az összeomlást, és az elmúlt években trendszerűen növekvő pályára állt. A vállalati és a kkv-hitelek két számjegyű bővülése a magas kapacitáskihasználtsággal és az alacsony kamatkörnyezettel párhuzamosan nagymértékben hozzájárult a vállalati beruházások és a GDP emelkedéséhez. Az élénk beruházási aktivitást az építőipar tavalyi hozzáadott értéke is jelzi, amely kiemelkedő ütemben, közel 23 százalékkal bővült.

2018-ban folytatódott a nemzetgazdasági bruttó átlagkeresetek két számjegyű növekedése, amit a bérezési alapfolyamatot meghatározó, historikusan feszes munkaerőpiaci környezet mellett a minimálbér és a garantált bérminimum emelése, valamint a szociális hozzájárulási adó csökkentése is magyaráz. A háztartások magasabb rendelkezésre álló jövedelme – a lakossági hitelezés dinamikus emelkedésével kiegészülve – támogatta a fogyasztás 5 százalékot meghaladó bővülését, továbbá hozzájárult beruházási aktivitásuk növekedéséhez. A munkajövedelmek mellett a



gazdaság jobb teljesítménye következtében a vállalközi jövedelmek is magasabban alakultak, ami korábbi tapasztalatok alapján elsősorban a pénzügyi megtakarítások emelkedésében csapódhatott le.

Az elmúlt időszakban a volatilis, a világpiaci nyersanyagárak mozgására érzékeny tételek (üzemanyag, élelmiszer) a hazai infláció szokásosnál nagyobb változékonyságát okozták. A feldolgozatlan élelmiszerek árainak változékonysága a magyar piacon az európai országok körében a legmagasabbak közé tartozik, valamint az üzemanyagoknak a fogyasztói kosárban betöltött súlya gazdasági fejlettségünkhöz viszonyítva jelentős, közel kétszer akkora, mint a régió más országaiban. Az infláció 2018 közepe óta folyamatosan a jegybanki cél közelében alakul, 2019 februárjában az értéke 3,1 százalékot vett fel. Emellett az inflációs tendenciákat megragadó, adószűrt maginfláció az élénk bérezéssel és a belső kereslettel összhangban februárra 3,2 százalékra emelkedett.

### **Gazdasági növekedés az egyensúly fenntartása mellett**

A GDP-növekedés továbbra is élénk marad, igaz, a bővülés üteme 2019-től fokozatosan lassul. Az elkövetkező években a magyar gazdaság a külső és belső kereslet kettősségével szembesül. A hazai fundamentumok és a belső kereslet erős marad, ugyanakkor a globális és az európai konjunktúrát jelentős, lefelé mutató kockázatok övezik. A kis, nyitott magyar gazdaságban a GDP alakulását exportpiacaink teljesítménye jelentősen befolyásolja.

A historikusan magas foglalkoztatottság és az élénk bérezés következtében a háztartások rendelkezésre álló jövedelme tovább emelkedik. A lakosság fogyasztásának és beruházási aktivitásának bővüléséhez a nettó pénzügyi vagyron és a fogyasztói bizalom magas szintje, a dinamikusan növekvő lakossági hitelezés, valamint a lakáspiac élénkülésének másodkörös hatásai is hozzájárul. Az év elején bejelentett családvédelmi akcióterv intézkedései szintén ösztönzőleg hatnak a hitelfelvételre; becslésünk szerint a családtámogatási program középtávon hozzávetőleg 1-2 százalékponttal emelheti a háztartási hitelek bővülését. A kedvező jövedelmi folyamatok a fogyasztás és a beruházások növekedése mellett a megtakarítások emelkedésében is lecsapódnak. A lakosság jövedelemarányos pénzügyi megtakarítási rátája továbbra is magas szinten, 10 százalék közelében alakulhat.

A nemzetgazdasági beruházások az elmúlt években dinamikusan bővültek, aminek következtében a beruházási ráta 2018-ban historikus csúcsára emelkedett.

Az élénk beruházási aktivitás folytatódására számítunk, aminek következtében a beruházási ráta stabilan 27 százalék közelében alakul. Idén a bruttó állóeszköz-felhalmozás növekedéséhez a vállalatok, a lakosság és az állam egyaránt hozzájárul, ugyanakkor 2020-tól a kormányzati beruházások visszaesésére számítunk – összhangban az uniós forrásokból finanszírozott beruházások csökkenésével. A korábban bejelentett nagyvállalati projektek (Mercedes, Mol, BMW, SK Innovation, FAKT AG) támogatják a tőkefelhalmozást és a termelőkapacitások emelkedését, emellett a beszállítói hálózatok fejlődésén keresztül középtávon pozitív visszacsatolást indítanak el a magasabb hozzáadott értékű szolgáltatások körében is. Az egyedi projektek mellett az elkövetkező években a vállalati beruházási alapfolyamatok is erősek maradnak, összhangban a hitelezés dinamikus bővülésével, a feszes munkaerőpiaccal és a magas kapacitáskihasználtsággal, valamint az alacsony kamatkörnyezettel. A vállalati (és azon belül a kkv-) hitelek 5-10 százalékos bővülése a következő években is fontos támasza lesz a beruházások emelkedésének. Becsléseink alapján a vállalati hitelállomány egyszázalékos növekedése – a közvetlen csatornák mellett a közvetett hatásokat is figyelembe véve – 0,25 százalékkal magasabb GDP-t eredményez. A vállalatok finanszírozását az év elején elindított Növekedési Hitelprogram Fix konstrukció mellett a Növekedési Kötvényprogram is segíti. A lakásépítési engedélyek magas szintjével összhangban folytatódik a lakáspiaci konjunktúra, várakozásaink szerint idén közel 25 ezer új lakás épül meg.

Az erős belső kereslettel ellentétben a világgazdaság törékeny, a globális konjunktúra az elmúlt időszakban folyamatosan veszített lendületéből. A kínai gazdaság lassulása, a kereskedelmi feszültségek kiéleződése, valamint a globális járműipari trendek változása a világgazdaság általános lassulását vetíti előre. Az eurózána növekedési kilátásai az elmúlt időszakban jelentősen romlottak, amit a német ipar gyengélkedése, az olasz költségvetéssel és bankrendszerrel kapcsolatos aggodalmak, valamint a brexitet övező bizonytalanság magyaráz. Ugyanakkor a gyengébb külső kereslet mellett exportpiaci részesedésünk tovább javul, összhangban a feldolgozóipar új exportkapacitásainak kiépülésével és a szolgáltatásexport dinamikus bővülésével. Az elmúlt években a külkereskedelmi többlet egyre nagyobb aránya kötődött a szolgáltatásokhoz. A szolgáltatások külkereskedelmi egyenlegének a visegrádi országokét is meghaladó többletét elsősorban a kedvező földrajzi adottságaink által is támogatott turizmus és szállítás ágazat magyarázza. Az erős belső kereslettel összhangban az import növekedése a következő években folytatódik. Annak ellenére, hogy a behozatal dinamikus emelkedése a nettó export mérséklődésén keresztül

rövid távon visszafogja a gazdasági növekedést, hosszú távon a beruházási célú import a tőkeállomány bővülésén keresztül támogatja a potenciális GDP növekedését.

A 2013-as növekedési fordulatot követően újraindult hazánk felzárkózása az eurozóna gazdaságához. Az elmúlt évek növekedése az egyensúlyi mutatók javulása mellett valósult meg. A költségvetés stabilizációja a magánszektor adóssághelyzetének javulása és a nettó külső adósság jelentős mérséklődésével párosult. A dinamikus gazdasági teljesítménnyel párhuzamosan hazánk sérülékenysége érdemben mérséklődött. Előretekintve a kedvező egyensúlyi pozíció tartósan fennmarad. A külső finanszírozási képesség magas szinten stabilizálódik, a folyó fizetési mérleg többletes lesz, miközben a GDP-arányos államadósság fokozatosan mérséklődik. A folyó fizetési mérleg többlete 2018–2019-ben átmenetileg mérséklődik, amit a gyenge külső kereslet mellett az importigényes beruházások bővülése magyaráz. Azonban az új kapacitások termelővé válásával a külkereskedelmi egyenleg – és így a folyó fizetési mérleg – többlete újból emelkedik. A válságot követően a GDP 50 százalékát is meghaladó nettó külső adósság 2021-re eltűnhet.

A Magyar Nemzeti Bank elérte inflációs célját, és azt a jövőben is fenntartja. Az infláció rövid távon – az üzemanyagárak alakulásával párhuzamosan – változó-kony marad, értéke a 3 százalékos jegybanki cél körül ingadozik. A tartós folyamatokat megragadó, indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció alakulásában kettősség figyelhető meg. Rövid távon a mutató az élénk belső kereslet következtében tovább emelkedik, amit a romló európai konjunktúra dezinflációs hatása egyre inkább visszafog. Az adószűrt maginfláció mintegy harmadát a piaci szolgáltatások teszik ki, amelyek árdinamikájáról a legfontosabb információt az év eleji átárazások adják. Idén az elmúlt éveknél nagyobb mértékű átárazást figyelhettünk meg az év elején, ami a piaci szolgáltatások széles körében ment végbe. A termékkör árváltozása a költségek alakulásától, a vállalkozások jövedelmezőségi helyzetétől, illetve a gazdaság ciklikus helyzetétől egyaránt függ. Az elmúlt időszakban a szolgáltatások fogyasztásában jelentkező élénk kereslet növelte a vállalatok árazási mozgásterét, ami a hosszú távú átlagát elérő bérhányad mellett a termékkör árdinamikájának emelkedését okozza.

A piaci szolgáltatások árindexének növekedésével szemben az eurozóna inflációs alapfolyamatai a korábbi várakozásoknál lassabban emelkednek, és a teljes infláció az elkövetkező években is az Európai Központi Bank inflációs célja alatt marad. Ezt erősíti meg a pénzpiaci hozamok alapján számított piaci inflációs várakozások számottevő csökkenése is az elmúlt hónapokban. 2019 végétől a feldolgozott élelmiszerek idei áremelkedésének kifutásával és a tartósan visszafogott külső inf-

lációs környezet hatására az adószűrt maginfláció fokozatosan 3 százalék közelébe mérséklődik.

Világosan kirajzolódik tehát, hogy az elkövetkező években a magyar gazdaság az erős belső kereslet és a lassuló nemzetközi konjunktúra kettősségével szembe-sül. Az élénk béremelkedés folytatódik, a lakossági reáljövedelem tovább bővül, ugyanakkor a romló globális konjunktúra a gazdasági szereplőket kihívások elé állítja. Az elmúlt években elért gyors reálgazdasági konvergencia folytatásához a stabilitás megőrzése mellett elengedhetetlen a hazai versenyképesség és termelékenység strukturális eszközökkel történő javítása. A hazai gazdaságban továbbra is azonosíthatók növekedési tartalékok, amelyek kiaknázása támogathatja a hosszú távú gazdasági bővülést. A fenntartható felzárkózás alapja a demográfiai fordulat és a családpolitika, továbbá kiemelt jelentőséggel bír a humán tőke, az élvonalbeli fizikai és digitális infrastruktúra, a versenyképes pénzügyi rendszer, a hatékony állam, valamint a vállalati dualitásból és tőkeexportból fakadó tartalékok kiaknázása.

## Pénzügykutató Zrt.: Megtörik a lendület\*

VÁRHEGYI ÉVA

*A magyar gazdaság rekordmértékű tavalyi növekedését a kedvező külső konjunktúra és a beáramló uniós támogatások mellett erőteljes belső fiskális és monetáris ösztönzők is táplálták. A kedvező külső környezetre ráerősítő, prociklikus jegybanki és kormányzati politika rontotta a külső egyensúlyi helyzetet, de a gazdaság túlfűtöttsége a belső egyensúlyi folyamatokat még nem veszélyeztette. Idén várhatóan megtörik a lendület, 3,7 százalékra mérséklődhet magyar gazdaság dinamikája. Lanyhul a külső konjunktúra, és a kapacitási korlátok miatt a belső hajtóerők is gyengülnek. A beruházások dinamikája jelentősen visszaesik, és a fogyasztás is mérséklődik kissé. A pénzügyi egyensúly mutatói még kielégítőek maradnak, és lanyhább belföldi kereslet mellett a külső pozíciók romlása is csillapodhat. A rövid távú érdekeket előtérbe helyező kormányzati és monetáris politika azonban felerősítette a növekedést és az egyensúlyi helyzetet hosszabb távon veszélyeztető kockázatokat.*

### A világgazdasági keretfeltételek

2018-ban régióként és országoként széttartó, összességében lassuló gazdasági növekedés jellemezte a világgazdaságot. Európa magországai, valamint Kína és Japán növekedési üteme egyaránt visszaesett. A motor ismét az USA volt, ám túlfűtött, kiszámíthatatlan, protekcionista gazdaságpolitikájával az egyik fő kockázatot is ő jelenti. Az egyensúlytalanságok nem erősödtek: a német és a kínai folyó fizetési mérleg aktívuma csökkent, és az USA mérleghiánya sem nőtt számottevően.

Az *Európai Unióban* 2, az eurózónában 1,9 százalékkal nőtt a GDP. Nem, vagy alig lassult a növekedés üteme a balti országokban, Csehország kivételével a visegrádi országokban, továbbá Romániában és Bulgáriában. A brexit bizonytalansága

\* A cikk a Pénzügykutató Zrt. „Megtörik a lendület. A magyar gazdaság helyzete és kilátásai 2019-ben” című munkája alapján készült. A tanulmány elkészítésében részt vett: *Antalóczy Katalin, Herczog László, Mohácsi Kálmán, Neményi Judit, Petschnig Mária Zita, Várhegyi Éva, Voszka Éva.* Szerkesztette: *Várhegyi Éva.*

<https://doi.org/10.47630/KULG.2019.63.3-4.31>

*Várhegyi Éva*, az MTA doktora, a Pénzügykutató Zrt. tudományos tanácsadója.  
E-mail: [evavarhegyi@t-online.hu](mailto:evavarhegyi@t-online.hu)

okozta feszültségek ellenére viszonylag jól teljesített Nagy-Britannia. Keresleti oldalról a lassulást elsősorban az export, illetve a beruházások dinamikacsökkenése okozta. Mérsékeltbben, de lassult a háztartások fogyasztásbővülése is. Kínálati oldalról az ipar teljesítménye romlott a leginkább, de a mezőgazdaság is gyengén teljesített, míg az építőipar és bizonyos szolgáltatások teljesítménye viszonylag jól alakult. A monetáris politika 2018-ban is támogató volt, az Európai Központi Bank változatlanul hagyta az irányadó kamatát, és bár fokozatosan csökkentette, az év végéig folytatta eszközvásárlási programját. A fiskális politikák összességében semleges hatást gyakoroltak a növekedési folyamatokra.

Az uniót 2018 nyaráig húzó *német* gazdaságban a harmadik negyedévben jelentős törés következett be, így az éves szinten már csak 1,5 százalékkal bővült. A csökkenő külső kereslet visszavetette a kivitel növekedését, a járművek és járműalkatrészek exportja közel 2 százalékkal esett. A német járműipart – az USA egyelőre csak szavakban megnyilvánuló protekcionista fenyegetése mellett – az is megviselte, hogy igazodnia kellett az Európai Unióban az új autókra 2018 szeptemberétől bevezetett szigorú környezetvédelmi előírásokhoz. A munkaerőpiac viszont tovább javult, rekordmagas volt a foglalkoztatottság és rekordalacsony a munkanélküliség. A bérek gyorsan növekedtek, de a háztartások fogyasztása a negyedik negyedévben már csökkentette a GDP-t. Drasztikusan visszaesett az új autók vásárlása, a német háztartások inkább a megtakarításaikat növelték.

Az *Egyesült Államok* növekedése nyolc éve töretlen, tavaly is elérte a 2,9 százalékot. Az adócsökkentéssel is élénkítve, dinamikusan bővült a magánfogyasztás, amelynek háttérében az erősen növekvő foglalkoztatottság és a csökkenő munkanélküliség állt. Nöttek az üzleti beruházások, és folytatódott az állami költekezés. A túlfűtöttség tavaly még sem a külső, sem a belső egyensúlyt nem borította fel. *A japán gazdaság* hosszú ideje küzd a nyomott növekedés, a deflációs veszély és a magas államadósság problémájával. A GDP növekedése évek óta 1 százalék körül ingadozik, 2018-ban 0,7 százalékos volt. A monetáris politika továbbra is erősen támogató volt (a Bank of Japan 2019 végéig fenn szándékozik tartani a nulla közeli irányadó rátát), és a fiskális politika sem szigorodott. Ugyanakkor romlottak az export kilátásai, elbizonytalanodott a nagy jelentőségű járműgyártás. Bár a munkaerőpiac helyzete tovább javult, a bérnövekedés mérsékelt volt, a fogyasztás pedig csökkent. *A feltörekvő, fejlődő országok* növekedése is lassult, Kína növekedése – főként az eszkálálódó kereskedelmi háború hatására – visszaesett. A pénzügyi szabályozás elengedhetetlen szigorítását a monetáris és fiskális ösztönzés sem tudta ellensúlyozni. Alig gyorsult a növekedés Brazíliában és Oroszországban, Törökországban pedig

megfeleződött a GDP dinamikája. Egyedül India emelkedett ki a 7 százalékos meghaladó növekedéssel.

A 2018-ban is jelentős pénzhiány ellenére a fejlett országokban *mérsékelt maradt az infláció, bár kissé emelkedett*. Az Európai Unióban 1,8, az eurózónában 1,7 százalékkal emelkedtek a fogyasztói árak, megközelítve az Európai Központi Bank inflációs célját. Az Egyesült Államokban is gyorsult az áremelkedés üteme, az éves 2,4 százalék már a Fed inflációs célja fölött van. A feltörekvő országok átlagában nem, de néhányukban (Venezuela, Argentína, Egyiptom) jelentősen nőtt az ár-színvonal. A gyorsuló inflációban szerepe volt az olajáraknak, emelkedésük mögött a venezuelai termelés összeomlása, a gyenge kanadai és líbiai termelés, valamint az USA-szankciók miatt visszaeső iráni olajexport állt.

A *világkereskedelmet* évek óta *feszültségek terhelik*, a globális kereskedelem stagnálásában sokan már a globalizáció megtorpanásának, sőt visszafordulásának a jelét látták. 2018-ban az Egyesült Államok beváltotta a protekcionista fenyegetést, és az acélra, alumíniumra tavasszal kivetett vámok után több hullámban rőtt ki magas (25 százalékos) büntetővámot az USA-ba irányuló kínai kivitel nagy hányadára. A válaszlépések hatására sok évtizede nem tapasztalt *kereskedelmi háború* kezdődött. A korlátozások már 2018-ban is csökkentették a világkereskedelem dinamikáját, de talán ennél is kedvezőtlenebb az a hatásuk, amely az üzleti környezet kiszámíthatatlanságában, beruházásokat visszafogó következményében mutatkozik meg.

2019 elején *egyre pesszimistább hangulat* jellemzi a világgazdasági várakozásokat. Az előrejelzések a *növekedés lassulására*, az erősödő protekcionizmus káros következményeire hívják fel a figyelmet. A konjunktúramutatók, bizalmi indexek szintén pesszimizmust jeleznek. A legfontosabb *kockázati tényezők*: a kereskedelmi korlátozások eskalálódása, a brexit kiszámíthatatlansága és a kínai gazdaság vártnál nagyobb lassulása; ha ezek egymást erősítik, az alapprognózisnál sokkal gyengébb növekedést hozhatnak. A vámok jelentősen növelik a vállalati költségeket, visszavetik a beruházásokat és a foglalkoztatást. Ha az USA valóban 25 százalékos vámot vetne ki minden importált személygépkocsira és alkatrészre (ez az IMF becslése szerint 350 milliárd dollárnyi amerikai behozatalt érint), az elsősorban Európát, ezen belül Németországot sújtaná. A járműipari termékek az EU-ból az USA-ba irányuló kivitel 10 százalékát adják, s mivel az ágazatban jelentős értéklánckapcsolatok vannak, a hatás az ebbe bekapcsolódó országok és a szektorok között szétterül. Egy ilyen lépés a várható viszonyállással együtt a nemzetközi kereskedelem összeroppadását okozhatja. A Kereskedelmi Világszervezet, a WTO szabályai szerinti kereskedelem is növekedési veszteséggel, költségnövekedéssel jár, és jelentős bizonytalanságot

visz a gazdasági folyamatokba. Végül az évek óta modellváltással küzdő Kínában is sok a kiszámíthatatlanság, a kereskedelmi korlátozások negatív hatásai és a pénzügyi szabályozás további szigorításai felerősítik a növekedési veszteséget. A kínai importkereslet 2 százalékos visszaesése 0,4 százalékponttal veti vissza a globális növekedést. Mindezek alapján a világgazdasági folyamatok 2019-ben az előző évinél kedvezőtlenebbül alakulnak, jelentős negatív kockázatok mellett. Várhatóan az idén is az *USA lesz a világgazdaság motorja*. A 2,6 százalékos amerikai növekedésben a fiskális ösztönzésnek továbbra is jelentős szerepe lesz.

*Az eurózónában, illetve az Európai Unióban várhatóan tovább lassul a növekedés.* A jelzett világgazdasági kockázatok szinte mindegyike sújtja Európát, amit saját belső nehézségek is tetéznék: az olasz makrogazdasági problémák, a gyenge ipari teljesítmény, a német gazdaság kifulladására. Az eurózona növekedése 1,2 százalékra, legerősebb gazdaságáé, a németé 1 százalékra eshet. Erre tekintettel az Európai Központi Bank későbbre halasztotta a kamatemelési ciklus beindítását, és újabb hitelprogramot is meghirdetett. *A feltörekvő, fejlődő országcsoporthoz* növekedési üteme szintén mérséklődik az idén, akárcsak a legdinamikusabb térség, a feltörekvő ázsiai országok gazdaságaié. A kínai dinamika várhatóan alig haladja meg a 6 százalékot, ennek hatása az egész térségre kiterjed. Ázsia motorja India marad, megismétlődhet a 7 százalék feletti növekedés. Latin-Amerika országai gyengén teljesítenek, Venezuela súlyos válságban van, Argentínában visszaesés várható, és a brazil gazdaság is mérsékeltén növekszik.

Nem számolunk a hordónkénti 55 dollárra csökkent átlagos *olajár* változásával, bár a konkrét árakat a geopolitikai konfliktusok, a hangulati tényezők ettől a szinttől jelentősen eltéríthetik. A protekcionizmus eskalálódása miatt a *világkereskedelem* problémái inkább erősödnek, mintsem megoldódnának. Ezért a globális áru- és szolgáltatás-kereskedelem növekedési üteme jelentősen lassul, legfeljebb 2,5 százalékos bővülésére számítunk.

### **A magyar gazdaság növekedésének forrásai**

*2018-ban az unióban és az uniós felzárkózó országok körében is kiemelkedően, 4,9 százalékkal nőtt a magyar GDP.* Ez némileg javított azon a helyzeten, hogy a globális válság után a kelet-közép-európai régióban a magyar gazdaság növekedési üteme bizonyult az egyik legalacsonyabbnak. Az öt százalék közeli növekedés fenntarthatósága azonban erősen kérdéses, mivel olyan tényezők összegződésének az eredménye, mint a kedvező külső keresleti és finanszírozási környezet, az uniós



pénzek kormányzati szintről erőltetett becsatornázása és a parlamenti választásokra összpontosító, laza jövedelmi, fiskális és monetáris politika. A prociklikus kormányzati politika felpörgette a belső keresletet, ennek következtében az import dinamikája meghaladta az exportét, és a nettó export mérsékelte a GDP belföldi felhasználását. A növekedés zöme – a munkaerő szűkössége mellett – a termelékenység emelkedéséből származott, ám a GDP-ben mért bérhatékonyság romlott. Az utóbbi években kiemelkedően magas (4,6 százalékos) nemzetgazdasági általános áremelkedés és a 4,9 százalékos reáldinamika következtében közel 10 százalékkal, 42 ezermilliárd forint fölé *nőtt a nominális GDP*, ami kedvezően befolyásolta a hiány- és adósságráták alakulását.

2019-ben a külső növekedési tényezőket a konjunktúra mérséklődése mellett a világgazdasági fejlődést zavaró kockázati tényezők felerősödése is kedvezőtlenebbé teszi. A kormányzati politika az uniós és az önkormányzati választások évében is a belső kereslet élénkítését tartja szem előtt. A lehetőségeket azonban az infláció további emelkedése, a munkaerőpiac telítettsége és a harmadik éve erőteljesen növekvő bérigények egyre nehezebb költségvetési ellensúlyozása szűkíti. A beruházási lendület a felére mérséklődik. A lakosság fogyasztási dinamikájában ennél kisebb törés várható, mert a megtapasztalt kedvező foglalkoztatási és jövedelmi pozíciók, valamint a felhalmozott vagyon mellett a háztartások a megszokott fogyasztási szint fenntartására törekednek, amit a kedvező hitelezési feltételek is segítenek. A kormány év közepétől érvényesített demográfiai csomagja is elsősorban a lakossági (fogyasztási és ingatlanbefektetési) keresletet élénkíti. *A GDP várhatóan 3,7 százalékkal növekszik*, aminek forrása szinte teljes egészében a *termelékenység emelkedése* lesz. A növekedés szerkezetében sem keresleti, sem kínálati oldalról nem várunk érdemi elmozdulást. A nettó export továbbra is levonódik a GDP belföldi felhasználásából, a kínálati oldalon pedig változatlanul *az uniós és lakossági pénzeket felszívó építőipar, illetve a háztartások keresletét kielégítő szolgáltatások dinamikája* lesz erőteljes.

### *Beruházások*

A 2017-ben megkezdődött és 2018-ban folytatódott beruházási boom mögött elsősorban a kormány által megelőlegezett uniós források felhasználása és a lakásépítések felpörgése húzódott meg. A 2017. évi 24 százalékos növekedés után tavaly is 17 százalékkal bővültek a beruházások. A dinamika ott volt a legnagyobb, ahol a fejlesztések döntő mértékben uniós forrásokra támaszkodhattak: a szállítás, raktá-

rozás terén, a humán egészségügyi és szociális ellátásban, a közigazgatásban, a védelemben és a társadalombiztosításban. A vállalkozói szektorban ennél alacsonyabb ütemeket mértek, kivéve a sportberuházásokat magában foglaló művészet, szórakozás, szabadidő ágazatot. A 49 fő fölött foglalkoztató cégek állóke-befektetései mindössze 9 százalékkal nőttek, szemben a költségvetésiekkel, ahol 31 százalékos volt az emelkedés. A bruttó állóeszköz-felhasználás rátája meghaladta a kormány által 2010 óta óhajtott 25 százalékos mértéket, de mivel a növekmény nagyobb része építési és költségvetési jellegű, a fejlesztések kevésbé járulhattak hozzá közvetlenül a versenyképesség erősítéséhez. A közelmúlt jelentős beruházási dinamikája sem volt elégséges ahhoz, hogy Magyarország behozza a közép-európai térségben mintegy másfél évtizede felhalmozódott lemaradását.

2019-ben a várhatóan romló külső konjunktúra és a növekvő világgazdasági kockázatok visszavetik a beruházási dinamikát. Ezt a már korábban meghozott fejlesztési döntések, az odaítélt, de még fel nem használt uniós források és a több módszerrel is ösztönzött lakásépítések részben ellensúlyozzák. A költségvetés és a monetáris politika is a beruházások növelésére fókuszál, továbbá a munkaerőhiány és a fajlagos bérköltségek emelkedése is ebbe az irányba hat. A magas kapacitáskihasználtság miatt folytatódnak a feldolgozóiparban a külső konjunktúrához igazított fejlesztések. Nagyobb lendületet vesznek az autóiipari befektetések, köztük az új BMW-gyár építkezései és a hozzájuk kapcsolódó beszállítók (akkumulátorgyár, gumi, műanyagipar) fejlesztései. A kedvező hitelezési feltételek, valamint a kis- és középvállalkozások beruházásainak extra támogatása elindíthatja a korábbról elhatalasított fejlesztések pótlását. Éves szinten a beruházások 8 százalékos növekedését várjuk.

#### *Keresetek*

2018-ban az átlagkereset nemzetgazdasági szinten 11,3 százalékkal, közfoglalkoztatottak nélkül 10,2 százalékkal nőtt. A reálkereset 8,3 százalékkal, a közfoglalkoztatottak torzító hatását figyelmen kívül hagyva 7,2 százalékkal emelkedett. A versenyszférában – ahol nem jelentős a közfoglalkoztatás hatása – 10,9 százalékkal emelkedtek a bruttó keresetek. A közalkalmazotti illetménytábla és illetményalap 2018-ban sem változott, azonban számos, jogszabályban is garantált béremelésre került sor a költségvetési szférában, ami itt összességében 12,1 százalékos növekményt eredményezett. Miután a közfoglalkoztatás jelentősen csökkent, a nélküle számí-

tott, az intézményeknél állandóan foglalkoztatottak keresetét mutató mérték csupán 9 százalék volt.

2019-ben további jelentős, bár az előző évitől kissé elmaradó keresetnövekedés várható. Ezt valószínűsíti, hogy a minimálbér növekedése nem változott ugyan, de a bérminimumé 12-ről 8 százalékra csökkent, és a költségvetési szférában sem látszanak egyelőre az előző évihez hasonló nagyságú emelések. Ugyanakkor a fokozódó munkaerőhiány miatt folytatódhatnak a béremelések, és az önkormányzati választások is ösztökélhetik ezeket. A multinacionális cégeknél új jelenségként beindult sztrájkok, sztrájkfenyegetések pedig azt jelzik, hogy ezeknek a vállalatoknak a hazai munkaerőpiaci hatások mellett nemzetközi hálózatuk bérfelhajtó hatásával is számolniuk kell. A versenyszféra állami társaságainál a kormány 2017–2019-re megállapodott az érintett szakszervezetekkel, így az idén az előző évinél alacsonyabb, a MÁV-nál, a Volánnál és a regionális víziközmű-társaságoknál 5-5, a Magyar Posta-nál 10, az MVM-nél 8 százalékos keresetnövekedés várható. A versenyszféra egészében 9,8, a költségvetési szférában 7,5, *nemzetgazdasági szinten pedig 9,3 százalékos keresetnövekedést várunk, ami a reálkeresetek 5,9 százalékos emelkedésével jár.*

#### *Foglalkoztatás, munkanélküliség*

2018-ban éves átlagban 4,47 millió főre emelkedett a foglalkoztatottak száma (a foglalkoztatási ráta 60 százalékra nőtt), a munkanélküliek száma 172 ezer főre csökkent, ami 3,7 százalékos munkanélküliségi rátát jelentett. A foglalkoztatás bővülése az elsődleges munkaerőpiacon következett be, miután mind a közfoglalkoztatottak, mind a külföldi telephelyen foglalkoztatottak (ingázók) száma csökkent. A korábbi trenddel ellentétben a foglalkoztatás az iparban bővült, nem a szolgáltatásoknál, utóbbinál még csökkent is. A fokozódó munkaerőhiány mindinkább nehezíti a beruházásokat és a gazdaság fejlődését.

2019-ben a foglalkoztatás korábbinál visszafogottabb bővülésére számítunk. A szezonálisan, illetve tartósan külföldön dolgozók nagy száma az új munkaerő alkalmazását egyre inkább megnehezíti, hiányuk az itthoni munkavállalók átlagos minőségét is rontja. A munkaerőpiac kezd telítődni, elfogy a tartalék. Ezt jelzi a kormány szándéka is a közfoglalkoztatás további csökkentésére: az idei 180 milliárd forintos költségvetési előirányzat 45 milliárddal kevesebb a tavalyinál. Bár a kormány azzal számol, hogy az elsődleges munkaerőpiacon egyre több közfoglalkoztatott tud elhelyezkedni, ezt azonban nehezíti, hogy többségüknek nincs meg a szükséges szaktudása, megfelelő képzettsége, és a területi egyenlőtlenségek miatt

jelentős belső migrációra is szükség lenne. Éves átlagban *a foglalkoztatottak számát 4,5 millió főre becsüljük* (ez 60,5 százalékos foglalkoztatási ráta), a munkanélküliekét 160 ezer főre. *A munkanélküliségi ráta 3,5 százalékra* mérséklődhet.

#### *Megtakarítások, hitelek*

*2018-ban* az erőteljes bérkiáramlás hatására a háztartások jövedelme dinamikusan emelkedett, ami fogyasztásukat és megtakarításaikat is megnövelte. Tovább erősödött az addig is nagyarányú készpénztartás, miközben – a negatív reálkamatok ellenére – a betételhelyezések is dinamikusan nőttek. Megugrott a lakásberuházásokhoz kapcsolódó hitelezés, amit azok a várakozások is fűtöttek, hogy 2019 végén megszűnik a lakásépítések általános forgalmi adójának kedvezményes, 5 százalékos kulcsa. A háztartások *nettó pénzügyi megtakarítása* nőtt, *megközelítette a GDP 6 százalékát*. A *vállalatok* jövedelmeit és pénztartalékait a társasági adó kulcsának csökkenésén kívül az uniós források felhasználása is növelte, ám a mérséklődő reálkamatok és a kedvező konjunktúra mellett a magyar bankoktól származó hitelek még jobban nőttek.

*2019-ben* a lakossági jövedelmek tovább emelkednek, és ez fenntartja a háztartások magas megtakarítási képességét. Hiteleiket némiképp visszavetheti az adósfék-szabály szigorítása, ám a lakásáfa-emelés elhalasztása, valamint a családi otthonteremtési kedvezmény bővítése továbbra is magas szinten tarthatja a lakáshiteligényeket. Élénkülhet a fogyasztáshoz kapcsolódó hitelezés is, amit az állami kamattámogatást élvező babaváró kölcsön is táplál. *A háztartások nettó megtakarítása a GDP 4,6 százalékára* mérséklődhet. *A vállalatok* jövedelmét és megtakarítási képességét az uniós transzferek a tavalyinál kevésbé növelik, és kissé alábbhagy a konjunktúra is. A visszafogottabb beruházási aktivitás mérsékeli a hiteligényüket is, bár a jegybank ezermilliárd forinttal megújított növekedési hitelprogramjának kedvezményes kölcsönei a kis- és középvállalkozások hitelfelvételét ösztönzik. Ezért a szektor az idén már nettó hitelfeltevővé válhat a magyar bankszektor viszonylatában.

## Az egyensúlyi helyzet alakulása

### *Külső egyensúly*

2018-ban a kivitel és a behozatal növekedési üteme is erőteljesen lassult. Az export euróban számolva 4,2, az import 7,3 százalékkal emelkedett, a külkereskedelmi mérleg aktívuma így több mint 2,5 milliárd euróval 5,6 milliárd euróra csökkent. Az exportot már második éve nem dinamizálják a gépipari termékek, amiben főként az autóipar, elsősorban a német járműgyártás problémái mutatkoztak meg. A közúti járművek exportja alig nőtt, a benzines és dízelmotorok, valamint az autóipari elektronikai műszerek kivitele pedig erőteljesen visszaesett. A feldolgozott termékek körében különösen a gyógyszerek kiszállítása lódult meg, csökkent viszont az élelmiszerek – különösen a gabona – kivitele. Az Európai Unió részaránya a magyar exportban 80 százalék fölé ugrott, miközben Ázsiáé 6-ról 5 százalékra csökkent. Az import gyors növekedése mögött az energiahordozók közel 13 százalékos, a feldolgozott termékek 9 százalékos, a gépipari termékek és az élelmiszerek 5-5 százalékos emelkedése állt. Kiemelkedő ütemben nőtt a fogyasztáshoz kapcsolódó termékek behozatala. A gépipari import szerény növekedése, azon belül a robbanómotorok behozatalának csökkenése viszont a járműgyártás problémáit jelezte.

Az élénk belső kereslet miatt *a folyó fizetési mérlegben elszámolt áruforgalmi egyenleg tavaly negatívvá vált*. A szolgáltatás forgalmában jelentős maradt ugyan a kiviteli többlet, ám a folyó fizetési mérleg aktívuma így is 640 millió euróra, *a GDP 0,5 százalékára* csökkent. Bár az elszámolási viták az év nagy részében fékezték a megítélt uniós transzferek beérkezését, végül mégis közel 4 milliárd eurónyi támogatás folyt be, megnövelve a tökemérleg aktívumát. Az ország külső finanszírozási képessége így elérte *a GDP 2,2 százalékát*.

2019-ben a gyengülő világgazdasági és európai konjunktúra, valamint a járműipar nehézségeinek hatására (euróban számolva) az export növekedése 4 százalékra lassulhat. A csökkenő ütemben bővülő fogyasztás és beruházás az áruimportot 5 százalékra mérsékelheti. Bár kissé záródik az import javára elnyílt olló, *a külkereskedelmi mérleg aktívuma 5 milliárd euró alá süllyedhet*. A magyar külkereskedelemben az Európai Unió, ezen belül a régi tagországok, illetve Németország súlya meghatározó marad. Az export áruszerkezete továbbra is erőteljesen koncentrált, a meghatározó szerep a járműiparé lesz. Ezért ha az Egyesült Államok 25 százalékos importvámot vetne ki a személygépkocsikra, s ennek hatására a német kivitel súlyos

károkat szenvedne, a tovagyűrűző hatás erőteljesen érintené a magyar kivittelt és az egész magyar gazdaságot is.

A lanyhuló világgazdasági konjunktúrában mérséklődő külső kereslet, valamint a továbbra is élénk lakossági fogyasztás miatt az áruforgalomban és a szolgáltatásokban a tavalyihoz hasonló folyamatokra számítunk. A folyó fizetési mérleg aktívuma tovább csökken, várhatóan a GDP fél százalékát sem teszi ki. A költségvetés által részben megelőlegezett, de csak idén beérkező uniós transferek jóvoltából azonban *a külső finanszírozási képesség elérheti a GDP 2 százalékát.*

### *Államháztartás*

*2018-ban* a kormányzati szektor hiánya az uniós elszámolási szabályok szerint (ESA-szemléletben) *a GDP 2,2 százalékát* tette ki. A hiánycél teljesülését a vártnál magasabb növekedés, az élénkülő belső kereslet, a 3 százalékos cél közelébe emelkedő infláció segítette, valamint az, hogy a finanszírozási feltételek továbbra is kedvezőek voltak. A gazdaság fehéritését szolgáló intézkedések szintén hozzájárultak a hiány mérsékléséhez. A foglalkoztatottságban és a beruházásokban mutatkozó élénkülés a jelentős bérnövekedéssel együtt kínálati és keresleti oldalról egyaránt támogatta a költségvetési célok teljesülését. A 2,4 százalékosra tervezettnél alacsonyabb deficit elérését segítette, hogy az uniós támogatások végül megérkeztek, és a veszélybe került projekteket (mint az Elios) sikerült más projektekkel kiváltani. Az uniós támogatások felgyorsított megelőlegezése következtében a *pénzforgalmi hiány* jóval meghaladta az ESA- deficitet. Az uniós pénzfelhasználás gyorsította a növekedést és ezen keresztül a költségvetési cél teljesülését, ám a magas pénzforgalmi hiány a finanszírozási szükségletet és így az államadósságot is növeli.

*2019-ben* az ESA-szemléletű államháztartási hiány *a GDP 2,2 százalékát* teheti ki, ami 0,4 százalékponttal meghaladná a költségvetési törvény előirányzatát. A hiánycél teljesülését elsősorban a makropálya kockázatai veszélyeztetik. Mindemellett a bizonytalanságot az is növeli, hogy az év eleje óta újabb és újabb programok kerülnek nyilvánosságra, például a demográfiai helyzet és a versenyképesség javítására, ám ezek költségvetési és makrogazdasági hatásairól nem mutattak be átfogó tanulmányokat. Kockázatot jelent, hogy az idén várható gazdasági növekedés és a belföldi kereslet alacsonyabb, mint amit az elfogadott költségvetés figyelembe vett. Ezt részben egyes bevételnövelő intézkedések (mint az online számlaadás kötelezettsége), részben a költségvetésbe beépített lehetőségek ellensúlyozhatják. A tervezettől elmaradó növekedés és/vagy bérdinamika esetén kitolódhat például

a szociális adó kulcsának – eredetileg az év közepére tervezett – csökkentése. A tervezettnél nagyobb infláció ellensúlyozhatja a gyengébb növekedés miatt kisebb nominális GDP-t, és így a vetítési alap csökkenése nem rontja a hiánycél teljesülést. Bár csökkenő mértékben, de továbbra is kockázatot jelent az uniós pénzfelhasználás alakulása. Az államadósság finanszírozási költségeinek alakulása is bizonytalan. Ha a külső piaci folyamatok kedvezőtlenebbre fordulnának, vagy fertőzőes hatások érnék az országot, emelkednének a kamatkidadások. Az ország felminősítése ugyanakkor javítja a finanszírozási feltételeket.

A *bruttó államadósság* GDP-hez mért aránya 2018 végére 70,7 százalékra csökkent, és előrejelzésünk szerint 2019 végére 67,5 százalékra mérséklődhet. A dinamikus gazdasági növekedés, a lábra kapó infláció és az államadósságra fizetett implicit reálkamat további csökkenése az adósságrátát a korábbiaknál jobban mérsékelheti. Ugyanakkor az állampapírpiacra várható hozamemelkedés magasabb kamatkidást okozhat, bár ennek hatását mérsékelheti, hogy a Fitch és a S&P 2019 elején felminősítette az ország adósbesorolását. Továbbra is kockázati tényező a forintárfolyam alakulása, annak ellenére is, hogy a devizában denominált adósság aránya mára jelentősen leapadt.

### *Infláció*

Az infláció *2018-ban* is a 2015 után emelkedésnek indult pályáján maradt. A maginfláció és a teljes körre számított árszintnövekedés egyaránt erősödött. Az előző évinél nagyobb, 2,8 százalékos fogyasztói drágulásban az infláció emeltyűjének valamennyi eleme szerepet játszott, de a belső tényezők voltak a meghatározók. Az importált inflációt elsősorban a májustól októberig különösen felfutó olajárak és a gyengébb forintárfolyam erősítette. A belső tényezők a választásokhoz igazodó, már 2017-ben is megjelent kormányzati politikához kapcsolódtak: a felerősített jövedelemkiáramláshoz, valamint a laza fiskális és monetáris politikához. A keresleti inflációra ráerősített a szakmák többségében – főként a kivándorlások miatt – előállt munkaerőhiány. Az inflációt az internetszolgáltatások áfájának csökkentése, valamint a kormány által szabályozott termék- és szolgáltatási kör árainak befagyasztása, illetve visszafogott drágulása mérsékelte.

*2019-ben* a külső áralakulás mérséklően hat a hazai árakra (dekonjunktúrában gyengül az áremelkedés és az olajárak elszaladása sem várható), és a kissé erősödő forintárfolyam is fékezi az importált inflációt. A belső inflációs tényezők azonban tovább erősödnek. A kereslet oldaláról továbbra is táplálja az inflációt a reálkere-

seteknek a GDP emelkedését meghaladó növekedése és a foglalkoztatás bővülése, valamint a háztartások bátrabb hitelfelvétele. A huzamosabb ideje tartó élénk piaci kereslet segíti a cégek áremelési lehetőségeit, miközben a fajlagos bérköltségek emelkedése áremelési kényszert is jelent. Az állami árpolitika azonban az idei (választási) évben sem változik, és a monetáris politika sem törekszik még az infláció mérséklésére. Éves átlagban *3,2 százalékos drágulást* várunk, amit főként a politikailag rángatott olajárszint változása téríthet el.

### *Kamatok*

A Fedet követően *tavaly* az Európai Központi Bank is szigorította kissé a politikáját, bár csak az eszközvásárlásait csökkentette. A Magyar Nemzeti Bank azonban még új ösztönzőt, az egyre inkább negatív reálkamatú Növekedési Hitelprogram fixet is bevetette a gazdaság élénkítésére. 2018-ban az alapkamaton és a bankközi piacon alsó határt szabó, mínusz 0,15 százalékos egynapos betéti kamaton sem változtatott, holott változatlan szintjük az erősödő infláció mellett csökkenő reálkamatokkal járt, vagyis további lazítást jelentett. A forint növekvő kamathátránya miatt a piaci kamatok emelkedtek, különösen a hosszabb lejáratokon.

A Magyar Nemzeti Bank magatartásában az *idén sem számítunk érdemi változásra*. A Monetáris Tanács meghirdette ugyan politikája fokozatos normalizálását, ám márciusi ülésén csak jelképes szigorítást hajtott végre: mínusz 0,15-ről mínusz 0,05 százalékra emelte egynapos betéti rátáját, és kismértékben csökkentette a devizacsere keretösszegét. Egyidejűleg azonban a Növekedési Hitelprogram fix mellé egy új nem konvencionális eszközt, a vállalati kötvényvásárlási programot is meghirdetett, ami azt tükrözi, hogy a jegybank nem aggódik a gazdaság túlfűtöttsége miatt. A kelet-közép-európai országok körében egyedül Magyarországon negatív a jegybanki betéti kamat, pedig a magyar gazdaság dinamikus növekedése és az inflációs veszély már itt is indokolná, hogy pozitív tartományba emeljék. Ez azonban a jegybanki logika alapján csak akkor történhet meg, ha az Európai Központi Bank szigorít, vagy jelentősen romlanak az inflációs kilátások. Ha ezt meglépi is a Magyar Nemzeti Bank, akkor változatlan alapkamat mellett, a kamatfolyosó további szűkítésével teszi meg. A piaci kamatok és a hosszabb lejáratú állampapírhozamok várhatóan az ország felminősítését követően kialakult szinten stabilizálódnak.



A nemzetközi pénzügyi feszültségek és ennek nyomán a feltörekvő piacokat sújtó kockázatkerülő befektetési magatartás előretörése 2018 áprilisától a forint árfolyamát is meggyengítette az euróval és még inkább a megizmosodott dollárral szemben. Az új globális pénzügyi környezetre a Magyar Nemzeti Bank nem reagált, fenntartotta extrémén laza monetáris politikáját. A forint árfolyama ezért annak ellenére gyengült, hogy a magyar gazdaság dinamikus növekedése és a külső finanszírozási többlet továbbra is a forintot erősítő tényező maradt. Az euró az év végén 321,5 forintot, éves átlagban 319 forintot ért.

A 2019-ben felerősödő infláció mellett tovább mérséklődő reálkamatok csökkentik a forintesközök vonzerejét a befektetők szemében, ám ezt a magyar gazdaság továbbra is dinamikus növekedése és az ország felminősítése ellentételezheti. A forint iránti bizalmat erősítené, ha a jegybank a második félévben a márciusinál komolyabb mértékben szigorítana politikáját, ám kommunikációja erre nem ad sok esélyt. A forint gyengülése ellen hat viszont a továbbra is jelentős mennyiségben beáramló uniós transzfer is, ami fenntartja az ország külső finanszírozási többletét. 2019-ben ezért a tavalyihoz hasonló, 319 forint körüli átlagos forintárfolyammal számolunk.

### Az egyes ágazatok teljesítménye

Az ipari termelés 2018-ban az előző évinél is alacsonyabb ütemben, 3,6 százalékkal bővült. Az „újraiparosítás” néhány éve meghirdetett kormányzati céljához nem került közelebb a gazdaság, sőt mivel a GDP tavaly dinamikusán nőtt, ehhez viszonyítva az ipar súlya mérséklődött. Az ipari belföldi értékesítés már 2017-ben is erős dinamikája azonban a rendszerváltás óta nem látott magasságba szökött fel, miközben az export – részben a húzóágazatnak számító járműipar kivitelének csökkenése miatt – alig nőtt. 2019-ben tovább mérséklődhet az ipar növekedési üteme, mert a külső feltételek – elsősorban az uniós tagállamok, ezen belül Németország konjunktúrájának – enyhe romlása várható. Az értékesítésből egyharmados aránnyal részesedő belföldi eladásokban pedig a magas bázis miatt is csökkenhet a dinamika. Így ebben az évben 3 százalék körüli ipari bővülésre számítunk.

Az építőipar 2018-ban – most már magas bázison – újra 20 százalékot meghaladóan nőtt. Az egyéb építmények fenntartották, sőt kissé növelték is előző évi

dinamikájukat, az összesített ütem 7 százalékpontos mérséklődése az épületek építésének ütemcsökkenéséből következik. Az átadott lakások száma 23 százalékkal emelkedett, ez a növekmény csak a fele a megelőző évinek. A kiadott építési engedélyek száma több mint 3 százalékkal csökkent. 2019-ben az építőipar egészében lassulásra számítunk. Ennek fő oka az uniós források beáramlásának mérséklődése, ami az egyéb építmények szegmensének tavaly kiugró bázisán a növekedési ütem csökkenését okozza, ahogy erre az új rendelkezések értékének zuhanása is utal. A lakás-áfa-kedvezmény rövid távú meghosszabbítása miatt előrehozott kereslet 2019-ben még erős lakásépítési piacot vetít előre, ami a kivitelezés megszokott csúszása miatt 2020-ra is áthúzódhat. Ezután azonban az ütem csökkenése várható, mert a családi otthoneremtési kedvezmény és a 2019 elején meghirdetett újabb támogatások legfeljebb mérsékelhetik az építkezések kifulladását, de megakadályozni nem tudják. Mindennek alapján 2019-re az építőiparban *15 és 20 százalék* közötti növekedést várunk.

*A mezőgazdaság helyzetét 2018-ban meghatározta, hogy a kalászos gabonák termesztése a tartós forráság miatt ismét csökkent. A terméskiesés következtében az árak nőttek, így a hazai gazdálkodók nagyobb bevételt könyvelhettek el. A gyümölcspiacon azonban az európai szintű túltermelés bevételkieséshez vezetett és a zöldségfélék előállítás is csökkent. Az állattenyésztés csak részben heverte ki a tenyésztési kedv másfél évvel ezelőtti csökkenését, csak a hízómarhatartás bővült. A nagyrészt a pályázati támogatások miatt megélenkült beruházási kedv tavaly is kitartott, de az építőipari kapacitások szűkössége és a kivitelezői áremelkedés a fejlesztések megvalósítását fékezte. Az ágazat beruházásai 8,3 százalékkal bővültek. A mezőgazdaság teljes termelési volumene mintegy 3,1 százalékkal nőtt, a felvásárlás csaknem 4 százalékkal emelkedett. Az élelmiszerek, italok, dohánytermékek exportja a nemzetgazdasági kivitel közel hét százalékát adta. Az élelmiszer-gazdaság külpiaci többlete csökkent ugyan, de meghaladta kétmilliárd eurót.*

A megvalósult fejlesztések és a Vidékfejlesztési Program uniós támogatással segített beruházásai 2019-ben is megnövelik a mezőgazdasági termelést. A hízómarhatartás fellendülése után a sertésstartásban zajló beruházások és a termelési integrációk erősödése miatt élénkülhet a tartási kedv. A szántóföldi növénytermesztésben tovább terjed a precíziós művelési mód. A gyümölcsstermesztésben az intenzív ültetvények előretörése miatt is új technológiák terjednek el a művelésben, a növényvédelemben és az árukezelésben. A növények termelése – átlagos időjárás mellett – volumenben 3-4 százalékkal, *a teljes mezőgazdasági termelés 2-3 százalékkal emelkedhet.* A mezőgazdasági jövedelem – a takarmánynövények áremelke-

dése miatt – ennél kissé jobban nőhet. Az agrárágazat külkereskedelmi szaldója újra megközelítheti a 3 milliárd eurót. A *mezőgazdasági beruházások* mintegy 6 százalékkal haladhatják meg az előző évit.

### Összegzés és következtetések

*Tavaly rekordmértékben növekedett* a magyar gazdaság. A GDP 4,9 százalékos gyarapodását a kedvező külső konjunktúra és a beáramló uniós támogatások mellett erőteljes belső fiskális és monetáris ösztönzők is táplálták. A fogyasztást a reálkeresetek bővülésén túl a feléledő hitelezés is erősítette, a beruházásokat pedig az uniós támogatások gyorsított megelőlegezése és a lakásépítések ösztönzése élénkítette. A választásokra összpontosító, a jövedelmeket kiengedő kormánypolitikához egyre lazább monetáris politika társult, amely alacsony, esetenként negatív reálkamatokkal és rekordgyenge forintárfolyammal ösztökélte a gazdaságot.

A kedvező külső környezetre ráerősítő, prociklikus jegybanki és kormányzati politika felpörgette a belső keresletet, ennek hatása a külső egyensúlyi folyamatok romlásában is érződött. Az import dinamikája meghaladta az exportét; az utóbbit a német autópár problémái is fékeztek. Emiatt jelentősen csökkent a külkereskedelem és a folyó fizetési mérleg aktívuma, a külső finanszírozási többlet – a bőséges uniós támogatások ellenére is – csaknem a felére zuhant. A megváltozott globális pénzügyi környezetre nem reagáló, extrémén laza monetáris politika mellett jelentősen gyengült a forint árfolyama, megnövelve a devizában fennálló adósságok terheit. A belső egyensúlyi folyamatokat azonban a gazdaság túlfűtöttsége még nem veszélyeztette: mind az infláció, mind az államháztartási hiány a célértéke alatt maradt (bár az uniós források megelőlegezése a pénzforgalmi hiányt már a fölé vitte), és az adósságráta is tovább csökkent.

*Idén várhatóan megtörik a magyar gazdaság lendülete:* dinamikája 3,7 százalékra csökkenhet. Lanyhul a külső konjunktúra, a világgazdaságot növekvő feszültségek terhelik. A protekcionizmus ihlette kereskedelmi háború, különösen annak a német autópárra gyakorolt hatása a járműexportra támaszkodó hazai növekedést is visszaveti. A magyar export 80 százalékát kitevő Európa is nehézségekkel küszködik, ami miatt az eurózóna és legerősebb gazdaságának, a németnek a növekedési üteme 1 százalék közelébe eshet.

A magyar gazdaság belső hajtóerői is gyengülnek. A harmadik éve erősödő bérigényeket egyre nehezebb ellensúlyozni a költségvetésben, a fogyasztást és a bér-

költséget egyaránt növelő hatásuk pedig az inflációs célt is veszélyeztetik. Mérséklődik az uniós forrásokból táplálkozó beruházások dinamikája, és ezt a munkaerő kiváltását szolgáló, saját forrású fejlesztések csak részben kompenzálják, bár ezeket a kedvező hitelezési feltételek és az újraindított növekedésihitel-program továbbra is ösztökélik. A beruházások dinamikája várhatóan a tavalyi felére mérséklődik, és a fogyasztásé is kissé visszaesik. A kormány demográfiai csomagja és a felfutó lakossági hitelezés azonban a fogyasztást a kevésbé bővülő jövedelmek mellett is viszonylag magas szinten tarthatják.

A pénzügyi egyensúly mutatói még kielégítőek maradnak, bár a kockázatok erősödnek. A tavalyinál kisebb belföldi kereslet mellett az infláció a megengedett célsávból nem lép ki, az ország felminősítése pedig segít abban, hogy a forint árfolyama ne gyengüljön tovább, jóllehet a jegybank érdemben nem szigorít a politikáján. A lanyhuló belföldi kereslet mellett a külső pozíciók romlása is mérséklődik: a kereskedelmi aktívum tovább apad ugyan, de az EU-transzferek az ország külső finanszírozási többletét még fenntartják. Az államháztartás pozíciója megfelelhet az uniós elvárásoknak, bár a hozamok emelkedése és az állampapírok lakossági kezekbe terelése az adósságfinanszírozás költségét megnöveli.

A magyar gazdaság növekedése harmadik éve meghaladja a termelési tényezők által kínált lehetőségét. A *túlfűtöttség* leginkább a képzett munkaerő szűkösségében érződik, de a növekedésnek a termelőkapacitások magas kihasználtsága is akadály lehet. A foglalkoztatás tetőzik, a közfoglalkoztatásban egyre kisebb a tartalék, és a külföldön dolgozók hazaáramlása sem várható. A fejlődést veszélyeztető szűk keresztmetszetek leküzdésére és a versenyképesség növelésére hozott, illetve a kormányzati és jegybanki programokban tervezett, összehangolatlan intézkedések hatása nehezen felmérhető. Az extenzív növekedés tartalékai lényegében kimerültek, további bővülés a termelékenység emelkedéséből származhat. Az elmúlt évek jelentős dinamikája sem volt azonban elégséges ahhoz, hogy a beruházásokban másfél évtized alatt felhalmozódott lemaradást behozza.

A rövidtávú politikai érdekeket előtérbe helyező kormányzati és monetáris politika hosszabb távra is felerősítette a növekedést és az egyensúlyi helyzetet veszélyeztető kockázatokat. Az elmúlt időszak kivételesen kedvező külső konjunktúrája mellett a kormány és a jegybank a gazdaságélénkítés eszközeit maximálisan kihasználta, ezért szükség esetén már nem lesz tér a növekedést erősítő anticiklikus politikára.

## Századvég Gazdaságkutató Zrt.: Növekvő külső kockázatok mellett is dinamikus bővülés\*

HORVÁTH DIÁNA – MOLNÁR DÁNIEL – REGŐS GÁBOR

*A Századvég Gazdaságkutató Zrt. prognózisa szerint a magyar gazdaság a 2018-as kiemelkedő, 4,9 százalékos növekedés után idén 3,9 százalékkal, jövőre 3,5 százalékkal bővíthet. A növekedés motorja a továbbra is a dinamikus bérnövekedés által hajtott fogyasztás, valamint a részben az európai uniós források felhasználása révén megvalósuló beruházások lesznek, de tovább nőhet a magánvállalatok szerepe is a bruttó állóeszköz-felhalmozásban. A fogyasztás és a beruházások importigénye miatt a külkereskedelmi mérleg a növekvő kivitel ellenére az idén sem járulhat hozzá a növekedéshez, és jövőre is csak minimális mértékben. Előrejelzésünk szerint az infláció idén 3, jövőre 3,1 százalékos lehet, ami megfelel az MNB inflációs céljának. A gazdasági növekedés eredményeként emelkedő költségvetési bevételek következtében az államháztartás kedvező helyzete prognózisunk szerint fennmarad, a költségvetés GDP-arányos ESA szemléletű hiánya idén az előirányzatban foglalt 1,8 százalék helyett 1,7 százalék lehet. Így a GDP-arányos államadósság az idei évben 65,8 százalékra mérséklődhet.*

### Nemzetközi folyamatok

Magyarország kis, nyitott gazdaság, így első lépésként érdemesnek tartjuk áttekinteni a nemzetközi folyamatokat, kiemelt figyelmet fordítva főbb exportpiacainkra.

Az Egyesült Államok gazdasága 2018-ban az előző évi 2,2 százalékos növekedés után 2,9 százalékkal bővült. A növekedés motorja a fogyasztás és a magánbe-

\* A cikk a Századvég Gazdaságkutató Zrt. negyedéves Makrogazdasági monitor és konjunktúraelemzés című kiadványa alapján készült. Az előrejelzéshez felhasznált adatbázis március 8-án zárult le. Készítette: Horváth Diána, Isépy Tamás, Molnár Dániel, Posgay István, Regős Gábor, Wittich Zoltán.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2019.63.3-4.47>

Horváth Diána, a Századvég Gazdaságkutató Zrt. tudományos munkatársa, a Budapesti Corvinus Egyetem doktorandusza. E-mail: horvath.dia@szazadveg.hu

Molnár Dániel, a Századvég Gazdaságkutató Zrt. makrogazdasági elemzője.

E-mail: molnar.daniel@szazadveg.hu

Regős Gábor, a Századvég Gazdaságkutató Zrt. makrogazdasági üzletág vezetője.

E-mail: regos@szazadveg.hu

ruházások: előbbi 2,6 százalékkal nőtt, és 1,8 százalékpontot adott a növekedéshez, míg utóbbiak 5,9 százalékkal lódtak meg, hozzájárulásuk 1,02 százalékpont volt. Ezzel szemben a külkereskedelmi mérleg 0,21 százalékponttal lassította a növekedést, annak köszönhetően, hogy az import 4,5 százalékkal, míg az export csupán 4 százalékkal bővült. Nőtték a kormányzati kiadások és beruházások is, összesen 1,5 százalékkal, ami 0,26 százalékpontot adott a növekedéshez. Mindeközben a 2018 szeptemberében zárult fiskális évben a költségvetési hiány 17 százalékkal 779 milliárd dollárra (a GDP 3,9 százaléka) emelkedett, elsősorban az adócsökkentések (Tax Cuts and Jobs Act) eredményeként, és az előrejelzések szerint a következő években tovább növekedhet.

Ezzel szemben az Európai Unió gazdasága a 2017-es 2,4 százalékos bővülést követően csupán 1,9 százalékkal nőtt. A növekedés motorja szintén a fogyasztás és a beruházások voltak. A háztartások fogyasztási kiadása egy év alatt 1,6 százalékkal emelkedett, így 0,89 százalékponttal járult hozzá a növekedéshez, míg a beruházások elsősorban a Juncker-tervnek nevezett beruházásösztönző csomag és az új uniós költségvetési ciklus gazdaságösztönző támogatásainak hatására 3 százalékkal bővültek, így 0,6 százalékponttal gyorsították a növekedést. A 2,9 százalékkal bővülő export és a 3 százalékkal növekvő import miatt a külkereskedelmi egyenleg érdemben nem járult hozzá a növekedéshez a tavalyi év során. Az Európai Unió nagyobb tagállamai közül a német gazdaság 1,4 százalékkal, a francia 1,5 százalékkal, az olasz 0,9 százalékkal, a spanyol pedig 2,5 százalékkal bővült, míg a brexit övezte bizonytalanságok közepette az Egyesült Királyság gazdasága 1,4 százalékkal nőtt.

A Fed Nyíltpiaci Bizottsága (FOMC) 2018-ban 4 alkalommal emelte irányadó rátáját, így az alapkamat már a 2,25–2,5-es sávban áll az USA-ban. A 2019. márciusi kamatdöntéssel azonban jelentősen megváltozott a Fed kommunikációja. A bizottsági tagok várakozásait tükröző grafikon, a dot plot alapján a döntéshozók többsége az idei évben már nem számít kamatemelésre. A kamatdöntést követő közleményében *Jerome Powell* elnök is hangsúlyozta, hogy az aktivitás, a fogyasztás és a beruházások növekedésének lassulása miatt a FOMC türelmes lesz, kivár a további kamatdöntésekkel. Fontos változás az is, hogy felvetették: ha a gazdasági folyamatok megkívánják, a válság után felhalmozott eszközállomány leépítését szeptemberben leállíthatják.

Az Európai Központi Bank (EKB) 2018 során nem változtatott 0 százalékos irányadó rátáján, azonban a 2015 márciusában indított eszközvásárlási programját leállította. A lejárató kötvényeket viszont továbbra is megújítja majd, a jegybanki előretekintő iránymutatás alapján ezt a gyakorlatot a kamatemelések megkezdését

követően is folytatni tervezi. A 2 százalékos céltól elmaradó infláció és a lassuló gazdasági növekedés következtében az EKB kommunikációjában az első kamatemelés várható időpontja folyamatosan későbbre tolódott. A márciusi kamatdöntést követő közlemény kiemelte, hogy a jelenlegi kamatszint legalább 2019 végéig fennmaradhat, vagy tovább, addig, amíg az infláció el nem éri a jegybanki célt. Emellett bejelentették, hogy a hitelezés ösztönzésére elindítják a harmadik hosszú távú, célzott, refinanszírozási (TLTRO) likviditásbővítő programot. Vagyis az eurózónában a laza monetáris kondíciók továbbra is fennmaradnak.

A régiós jegybankok közül a Lengyel Nemzeti Bank továbbra is tartja 1,5 százalékos irányadó rátáját, azonban inflációs előrejelzése szerint jövőre az áremelkedés üteme már kismértékben meghaladhatja a 2,5 százalékos célt. A Cseh Nemzeti Bank ezzel szemben tavaly 5 alkalommal is emelte alapkamatát, amely így már 1,75 százalékos. A kamatemeléseket a jegybank az inflációs nyomással indokolta. A dinamikus bérnövekedés, az energiaárak és a korona-euró árfolyam alakulása következtében az áremelkedés üteme 2018-ban a 2 százalékos jegybanki cél fölé emelkedett. A 2018 első félévében 5,4 százalékos meglóduló infláció miatt a Román Nemzeti Bank három alkalommal is kamatemelésre kényszerült, azóta azonban a pénzromlás üteme a jegybanki várakozásoknak megfelelően visszatért az inflációs célsáv felső határa (3,5 százalékos) alá.

Jelentős ingadozást mutatott 2018-ban az inflációs folyamatokat alapvetően meghatározó nyers kőolaj világpiaci ára. A 60 dolláros év eleji ár október elejéig 75 dollárra emelkedett, majd ezt követően az év végéig 45 dollárra esett, elsősorban a világgazdasági lassulással bekövetkező túlkínálat hatására érzékelhető félelmek miatt, amire az OPEC termelésesökkentési megállapodással reagált. Az Európai Unióban az infláció az olajárak alakulását követve a második félévben 2 százalékos fölé gyorsult, azonban az év végére ismét lassult: decemberben már csak 1,6 százalékosra csökkent. Az USA-ban a fogyasztóiár-index emelkedése júliusban 2,7 százalékosra tetőzött, majd ezt követően decemberig 1,8 százalékosra csökkent.

A dinamikus gazdasági növekedés az USA-ban a tavalyi év során a foglalkoztatásban is érződött: a nem mezőgazdasági foglalkoztatottak száma havonta átlagosan több mint 220 ezer fővel nőtt, míg 2017-ben az átlagos havi növekedés csupán 180 ezer fő volt. Ezzel párhuzamosan a 16 éven felüliek körében az aktivitási ráta a tavalyi év végére 63,1 százalékra emelkedett, míg a munkanélküliségi ráta 3,9 százalékra csökkent. Az átlagos órabérek a 2017-es 2,6 százalék után tavaly 3 százalékkal emelkedtek, ami az 1,9 százalékos infláció hatását figyelembe véve a reálbérek 1,1 százalékos növekedésével ér fel.

Az Európai Unióban a foglalkoztatás bővülésének üteme az első negyedéves 1,5 százalékról az utolsó negyedévre 1,2 százalékgig lassult. Arányait tekintve a legnagyobb mértékben az infokommunikációs szektorban és az ingatlanügyletek területén javult, de jelentős bővülést mérték a kereskedelemben, az iparban és a közszférában is. A mezőgazdaságban viszont visszaesett a foglalkoztatottak száma. A munkanélküliségi ráta decemberre 6,6 százalékgig csökkent – az előző éves 7,2 százalékról. A tagországok közötti eltéréseket jól mutatja, hogy három országban (Görög-, Spanyol- és Olaszországban) a ráta még mindig 10 százalék felett maradt, míg hét tagállam (Cseh-, Német-, Lengyel- és Magyarország, valamint Hollandia, Málta és Románia) esetében 2018 végén 4 százalék alatt volt.

Az üres álláshelyek aránya az EU-ban egy év alatt 2,1 százalékról 2,3 százalékra emelkedett, vagyis nőtt a munkaerőhiány. Viszont jelentős munkaerő-tartalék is van az unióban: a közel 13 millió munkanélküli mellett 14 millió inaktív nyilatkozott úgy, hogy dolgozna, de nem keres munkát, illetve 9 millió munkavállaló a saját akaratán kívül dolgozik részmunkaidős pozícióban.

Az EKB márciusi előrejelzése szerint az eurózóna gazdasága az idén 1,1 százalékkal nőhet: ez 0,6 százalékponttal marad el a decemberi előrejelzésben közölt adattól. A jegybank 2020-ra 1,6, 2021-re 1,5 százalékos növekedést valószínűsít. Az infláció ezzel párhuzamosan a tavalyi 1,7 százalékról 1,2 százalékra lassulhat, és 2021-ig is csak 1,6 százalékgig emelkedhet, vagyis a 2 százalékos jegybanki cél alatt marad. Ezen felül lassuló foglalkoztatásbővüléssel számolnak, amely mellett a 8,2 százalékos munkanélküliség a következő években 7,5 százalékra csökkenhet. Az előrejelzés szerint a semleges fiskális politika lazítóvá válhat: a ciklikus hatásoktól és az egyszeri tényezőktől megtisztított, strukturális GDP-arányos hiány a tavalyi 0,4 százalékról 2021-ig 1,2 százalékgig nőhet. Ennek következtében az eurózónában csak lassabb adósságkonszolidáció valósulhat meg: a GDP-arányos államadósság a következő három évben a 2018-as 85 százalékról csupán 81,1 százalékgig csökkenhet.

### **A magyar gazdaság jelenlegi helyzete**

A magyar gazdaság 2018-ban a várakozásokat meghaladó mértékben, 4,9 százalékkal bővült, holott 2017 végén az Európai Bizottság és a Reuters elemzői konszenzusa is 3,6 százalékos növekedést várt. A magyar GDP 2004 óta nem nőtt ilyen ütemben, ami azonban tavaly sem járt együtt túlzott eladósodással – épp úgy, mint a megelőző esztendőkből. A növekedés motorja felhasználási oldalról nézve



a bruttó állóeszköz-felhalmozás és a háztartások fogyasztása volt: az előbbi éves alapon 16,5 százalékkal, utóbbi 5,3 százalékkal emelkedett, ellenben a közösségi fogyasztás 2,1 százalékkal visszaesett. A beruházásokat a 2014–2020-as uniós költségvetési ciklus forrásaiból finanszírozott fejlesztések mellett a vállalkozások és a lakosság építési beruházásai, valamint a gép- és berendezésinvesztíciók hajtották. Abból a szempontból is különleges év volt a tavalyi, hogy a beruházások valamennyi ágazatban meghaladták az előző évit. A háztartások fogyasztását a továbbra is dinamikus béremelkedés, valamint a bővülő foglalkoztatás támogatta, szemben a 2010 előtti időszakokkal, amikor elsősorban a túlzott eladósodás volt a mozgatórugó.

A külkereskedelmi mérleg 2017-hez hasonlóan tavaly sem tudott hozzájárulni a növekedéshez: éves szinten 1,5 százalékponttal lassította azt. Ennek oka, hogy a beruházások és a fogyasztás importszükséglete miatt a behozatal 7,1 százalékkal, míg az export ennél lassabb ütemben, 4,7 százalékkal bővült. A termék-kereskedelmi mérleg egyenlege 8,1 milliárd euróról 5,6 milliárdra mérséklődött, miközben a szolgáltatás-kereskedelmié 8,1 milliárd euróról 8,5 milliárd euróra emelkedett.

Termelési oldalról valamennyi ágazat hozzájárult a növekedéshez: a legnagyobb mértékben, 2,4 százalékponttal a szolgáltatások, de 0,7 százalékpontot hozott a 3,2 százalékkal növekvő ipar és 0,8 százalékpontot a 22,9 százalékkal bővülő építőipar. Utóbbi esetében a vállalati és az állami beruházások mellett az általános forgalmi adó kedvezményes, 5 százalékos kulcsával ösztönzött, valamint a családi otthonteremtési kedvezmény által hajtott lakásépítéseket érdemes kiemelni: 2018-ban közel 17 700 lakást adtak át, 3 300 darabbal többet, mint a megelőző évben.

Tovább folytatódott a munkaerőpiac bővülése 2018-ban. A foglalkoztatottak száma egy év alatt 48 ezerrel, 4 millió 470 ezer főre emelkedett. A foglalkoztatási ráta a 15–64 éves korosztályban 69,2 százalékra emelkedett, amely már meghaladja az Európai Unió 68,6 százalékos átlagát, jóllehet 2010-ben még a legalacsonyabb volt. A bővülés elsősorban az elsődleges munkaerőpiacon ment végbe, a külföldi telephelyen dolgozók száma 5 ezer fővel, míg a közfoglalkoztatás keretében dolgozóké 45,5 ezer fővel csökkent egy év alatt.

A bérek továbbra is dinamikus ütemben, átlagosan 11,3 százalékkal emelkedtek 2018-ban. E mögött a minimálbér és a garantált bérminimum 8, illetve 12 százalékos emelése, a szociális hozzájárulási adó 2,5 százalékpontos csökkentése, a költségvetési szférát érintő bérrendezések sora, valamint az élénk munkaerő-kereslet okozta munkaerőhiány állt. Az alkalmazottak körében a nettó átlagkereset 219,4 ezer forintra, míg a családi adókedvezményt is figyelembe véve 228 ezer forintra emelke-

dett. Ez reálértéken 8,3 százalékos növekedést jelent. Összességében a nettó reálbér az elmúlt három év során 28,3 százalékkal ugrott meg.

2018 egészében 2,8 százalékos áremelkedést figyeltek meg a gazdaságban. Ennek hátterében több tényező is meghúzódott. Egyrészt kedvezményes, 5 százalékos áfakulcs alá sorolták az éttermi szolgáltatásokat, a halhúst, a sertésbelsőséget és -vágási melléktermékeket, a Braille-nyomtatót és -kijelzőt, valamint az internetet. Ennek hatására az év egészét tekintve a hal ára érdemben nem változott (-0,2 százalék), míg a belsőségek ára 3,2 százalékkal mérséklődött, a telefon, az internet árában pedig 5,6 százalékos csökkenés ment végbe. Ellenben az éttermi étkezés 5,8 százalékkal megrágult 2017-hez viszonyítva. Összességében az élelmiszerek ára átlagosan 4,2 százalékkal emelkedett, míg a szolgáltatásokért átlagosan 1,6 százalékkal kellett többet fizetni 2017-hez viszonyítva. A másik árszintnövelő tényező a jövedéki adó 2018. szeptember 1-jei emelése volt, amit az európai uniós irányelvnek való megfelelés tett szükségessé. Ennek hatására a dohánytermékek ára 8,1 százalékkal haladta meg az előző évit, a szeszesitalok és dohányárak pedig együttesen 5,6 százalékkal drágultak meg. Egyszeri, külső tényezők is növelték az inflációt: például a benchmarkként szolgáló Brent üzemanyag hordónkénti ára kisebb ingadozásokkal a 2018 januári 69,1 dollárról októberre 80,6 dollárig emelkedett, majd ismét csökkenésnek indult, és az év végére 57,7 dollárra zuhant. Ennek, illetve a 2017-es alacsony bázisnak a hatására a jármű-üzemanyag 7,9 százalékkal drágult 2018-ban, míg az egyéb cikkek, üzemanyagok ára összességében 3,8 százalékkal nőtt. A ruházatkodási cikkek esetében 0,5, a háztartási energiánál 1,4 százalékos áremelkedést, a tartós fogyasztási cikkek körében pedig 0,4 százalékos árcsökkenést figyeltek meg.

A Magyar Nemzeti Bank konvencionális eszközökkel nem lazított tovább, így az alapkamat változatlanul 0,9 százalékon áll. Ellenben a monetáris politika eszköztára jelentős mértékben átalakult: a tavalyi év végéig kivezették az addigi, 3 hónapos irányadó eszközt, amelynek helyét a kötelező tartalék vette át, ami az EU-harmonizáció jegyében 1 százalékon áll. A rövid hozamokra ható eszközökből az MNB az FX-swapokat (forintlikviditást biztosító devizacsere-ügyleteket), valamint a kamatfolyosó módosítását alkalmazza. A 2018. január 1-jével elindult, feltétel nélküli, 5 és 10 éves futamidejű MIRS-t (monetáris politikai célú kamatcsereeszközt), valamint a 2018 februárjában elindított jelzáloglevél-vásárlási programot 2018. december 31-ével lezárták. A két eszköz célja a hosszú hozamok leszorítása, valamint a hosszú kamatfixálású hitelek arányának növelése volt.

A külső környezet turbulenciáinak köszönhetően a magyar kötvényhozamok tavaly emelkedtek. A hozamgörbe rövid végén továbbra is alacsonyak a hozamok

(a 3 hónapos hozam 0 százalék), míg egyéves időtávon 28 bázisponttal, 27 bázisponttra nőtt a hozam. Ellenben a hozamgörbe hosszú oldalán jelentős növekedés történt: az 5 éves állampapírok hozama 2,46 százalékra, míg a 10 éves állampapíroké 3,01 százalékra emelkedett 2018 során. 2019 februárjában az S&P és a Fitch egyaránt felminősítették a magyar államadósságot. Ezt követően a 10 éves hozam idén márciusig 2,8 százalékra mérséklődött. Ez megegyezik a 10 éves lejáratú amerikai, valamint a magyarénál kedvezőbb besorolású lengyel állampapírok 10 éves hozamszintjével.

### **A magyar gazdaság várható fejlődési pályája**

Várakozásaink szerint a magyarországi GDP 2019-ben 3,9 százalékkal növekedhet, ám a tempó 2020-ban 3,5 százalékra lassulhat. Vagyis az európai konjunktúra lanygulása miatt a tavalyinál lassabb, de továbbra is dinamikus, az uniós átlagot jelentősen meghaladó bővülésre számítunk. Fontos azonban hangsúlyoznunk, hogy a növekedést a külső és a belső kockázati tényezők jelentősen befolyásolhatják.

A növekedés motorja előrejelzésünk szerint a következő években is elsősorban a háztartások fogyasztása lesz, amit az inflációt érdemben meghaladó bérnövekedés, valamint a családvédelmi akcióterv fogyasztáserkentő intézkedései támogatnak. Becslésünk szerint a háztartások fogyasztási kiadásai az idei évben 4,7 százalékkal, jövőre 5 százalékkal emelkedhetnek. Prognózisunk szerint a beruházások növekedést támogató szerepe továbbra is fennmaradhat: 2019-ben 9,8 százalékos, 2020-ban 3,9 százalékos bővülést várunk. A beruházási dinamika lassulásában a 2014–2020-as uniós forrásciklus tetőzése, valamint az új lakások kedvezményes áfakulcsának kifizetése játszhat szerepet. Ugyanakkor a növekedést a vállalati nagyberuházások, valamint a kormányzati programok (Modern Városok, Magyar Falvak, Egészséges Budapest) is támogatják.

A kivitel 2019-ben 5,7, 2020-ban 5,3 százalékkal növekedhet, elsősorban a beruházások kapacitásbővítő hatásai révén, míg a külső kereslet lassulása mérsékelheti azt. Ezzel szemben a behozatal az idén 6,1, jövőre 5,2 százalékkal emelkedhet, a fogyasztás, a beruházások és az export jelentős importigénye következtében. A külkereskedelmi mérleg a tovább csökkenő kiviteli többlet miatt 2019-ben sem tud hozzájárulni a GDP bővüléséhez, és 2020-ban is csak csekély mértékben lesz képes erre.

A GDP növekedésével kapcsolatos kockázatok közül a következőket tartjuk fontosnak kiemelni:

- Külső kereslet: Az utóbbi időszakban felerősödtek az eurózóna lassulásával kapcsolatos félelmek. A német gazdaság, azon belül is elsősorban az ipar gyenge teljesítményt nyújt, és még nem látni, hogy a tempóvesztés tartós vagy átmeneti lesz. További kockázat a brexit, amelyről elemzésünk készítésének pillanatában még nincs végleges döntés.
- Mezőgazdaság: Az ágazat teljesítménye jelentős mértékben függ az időjárástól, így a GDP alakulása szempontjából kockázatot jelent.
- Versenyképesség: A dinamikus, az uniós átlagot legalább 2 százalékponttal meghaladó növekedés biztosításához, a felzárkózáshoz szükség van a versenyképesség javítására. Az utóbbi időszakban az MNB és a kormány is bemutatta saját versenyképességi csomagját, amelyek intézkedéseivel az előrejelzésünk készítésekor számoltunk. Ezek esetleges elmaradása negatív kockázatot jelent.
- Olajár: Előrejelzésünkben hordónként 65 dollár körüli Brenttel számoltunk, ennél magasabb olajár lassabb, ennél alacsonyabb gyorsabb növekedést eredményezhet.

Várakozásaink szerint a foglalkoztatottak száma az idei évben 30 ezerrel emelkedhet, éves átlagban elérheti a 4,5 millió főt. Ezt 2020-ban a mérsékeltebb gazdasági növekedés és a korlátozott munkaerő-kínálat miatt kissé lassabb, 25 ezer fős foglalkoztatásbővülés követheti. A munkaerőpiac motorja előrejelzésünk szerint továbbra is a versenyszektor lehet, a közszférában folytatódhat az alkalmazotti létszám mérséklődése. A közfoglalkoztatottak száma az idén 20 ezer, jövőre 15 ezer fővel csökkenhet. Az elsődleges munkaerőpiacon való elhelyezkedésüket a minimálbér és a közmunkabér közötti különbség növekedése ösztönzi, valamint a vállalatok továbbra is erőteljes munkaerő-kereslete segíti. A munkanélküliségi ráta idén várhatóan 3,4 százalékra, jövőre 3,1 százalékra mérséklődik, és inkább a frikciós, mint a tartós munkanélküliség lesz a meghatározó.

A bérek dinamikus, az inflációt érdemben meghaladó emelkedése a következő években is fennmaradhat. A bruttó átlagkereset az idei évben várakozásaink szerint 10,2 százalékkal, jövőre 9,6 százalékkal növekedhet. A bérfolyamatokra kedvezően hat a minimálbér és a garantált bérminimum emelése. A munkáltatói és a munkavállalói érdekképviseltek tavaly év végi megállapodásának értelmében mindkét kategóriában idén és jövőre is 8-8 százalékos emelés valósul meg. Emellett a munkaerőhiány és az állami béremelések szerepét kell kiemelni. A fedezetet a dinamikus gazdasági növekedés, a 3 százalék körüli infláció és júliustól a szociális hozzájárulási adó 2 százalékpontos csökkenése adja. Az infláció hatását is figyelem-

be véve a reálbérek idén 7, jövőre 6,3 százalékkal nőhetnek, ami jelentősen javítja a bérből élő háztartások helyzetét.

Az idei évre vonatkozóan 3 százalékos, jövőre 3,1 százalékos inflációt valószínűsítünk, vagyis a pénzromlás üteme éves átlagban elérheti a Magyar Nemzeti Bank célját. A maginfláció azonban előrejelzésünk szerint az idei évben 3,6 százalékig emelkedhet, majd ezt követően, 2020-ban 3,1 százalékra mérséklődhet. A becsült inflációs pálya kapcsán ellenben fontos hangsúlyoznunk a monetáris politikai feltévéseink szerepét: amennyiben ettől eltérő kamatpálya valósul meg, az természetesen az árak emelkedésének ütemét is befolyásolja.

A monetáris tanács márciusi ülésén  $-0,05$  százalékra emelte az egynapos betéti kamatot, azonban az alapkamatot és a kamatfolyosó tetejét nem módosította. Matolcsy György elnök a kamatdöntést követő sajtótájékoztatón hangsúlyozta, hogy a lépés nem jelenti azt, hogy megkezdődött egy kamatemelési ciklus, a monetáris kondíciók továbbra is lazák maradnak, amit a Fed és az EKB politikájában bekövetkező változások is támogatnak. Így az idei évre nem várunk alapkamat-emelést.

### **A költségvetés és a fizetési mérleg várható alakulása**

Az államháztartás központi alrendszerének 2018. évi előzetes pénzforgalmi hiánya 1 445,1 milliárd forint volt, 388,3 milliárd forinttal elmaradt a 2017. évi adattól. A központi költségvetés 1 368,8 milliárd forintos hiányt, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 83,9 milliárd forintos deficitet mutattak, míg az elkülönített állami pénzalapok 7,6 milliárd forintos többlettel zártak. A tavalyi év egészére jelzett, előzetes pénzforgalmi hiány 6,2 százalékkal haladta meg a módosított előirányzat szerinti, 1 360,7 milliárd forintos célt, amely mögött főleg az európai uniós programok előfinanszírozása áll. Kijelenthető azonban, hogy Magyarország – immáron hetedik éve – 2018-ban is megfelelt a maastrichti kritériumnak, amennyiben a GDP-arányos eredményszemléletű hiány 3 százalék alatt maradt.

A központi költségvetés 2018-as bevételeit a vártnál kedvezőbb makrogazdasági tendenciák határozták meg. A robusztus gazdasági növekedés a tervezettnél magasabb adóbevételeket generált. A minimálbér és a garantált bérminimum emelésével, valamint a magasabb bérkiáramlással meglódultak az szja-befizetések, az áfabevételeket pedig olyan gazdaságfehérítő intézkedések emelték meg, mint az online pénztárgépek használatára kötelezett adóalanyi kör bővítése.

Bár az év során számos adócsökkentés is történt (például a szociális hozzájárulási adó mérséklése, valamint bizonyos áfacskökkentések), az adóbevételek ennek ellenére növekedtek. A központi költségvetés halmozott adóbevétele 415,5 milliárd forinttal meghaladta a 2017. évi eredményt. Személyi jövedelemadóból 13,4 százalékkal több bevétel folyt be, mint az előző évben. Szociális hozzájárulási adóból az év eleji 2,5 százalékpontos mérséklés ellenére 4,7 százalékkal magasabb bevétel származott. Bár több terméket és szolgáltatást a kedvezményes, 5 százalékos áfakulcs alá soroltak be tavaly, ennek ellenére az áfa-bevételek 11,4 százalékkal emelkedtek 2017-hez viszonyítva, az előirányzat értékét pedig 2,3 százalékkal haladták meg. A gazdálkodószervezetek befizetései 9 százalékkal maradtak el a tavalyi teljesülettől, amit elsősorban a társaságiadó-befizetések csökkenése indokolt. Utóbbi a 2017. évi adóelőleg-kiegészítést érintő rendelkezések 2018 januárjára történő áthúzódásának és a növekedési adóhitel befizetései összegének jelentős mérséklődésének tulajdonítható.

Kiadási oldalon a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok „soron” a magyar állam 10,3 százalékkal többet költött, mint a megelőző évben. Az uniós projektekhez köthető kiadások 2018-ban 1 886,3 milliárd forintot tettek ki, az előző esztendő ráfordításaitól 26,6 százalékkal, az előirányzattól pedig 22 százalékkal maradtak el. A lakásépítési támogatások összege a családi otthonteremtési kedvezmény és az adó-visszatérítési támogatás miatt 193,2 milliárd forintra nőtt. A családi támogatások ellenben kismértékben csökkentek: a 2018-as teljesülés 1,4 százalékkal elmaradt a 2017-estől, valamint az előirányzatban foglalt értéktől is. Ennek háttérében a családi pótlékra kifizetett összeg 2,1 százalékos csökkenése húzódott meg, ami a korábbi évek kedvezőtlen demográfiai folyamataival magyarázható: a támogatási rendszerből kilépők száma meghaladta az új belépőket. A gyógyító-megelőző ellátások kiadásai 9,2 százalékkal, a nyugellátásra fordított összegek pedig 5,6 százalékkal haladták meg a 2017-es kifizetéseket. Az előbbi tétel esetében a vizsgált két év kiadásai között mutatkozó eltérés háttérében egyrészt a 2017. és 2018. novemberi béremelések, valamint a háziiorvosi és fogászati ellátás finanszírozásának növekedése húzódott meg. Az utóbbi tétel növekedését a 2018. januári, 3 százalékos nyugdíjmelés magyarázza.

A központi költségvetés adóssága 2018 végén 28 688,2 milliárd forintot tett ki. Az államadósságon belül a devizaadósság részaránya 20,1 százalékra csökkent, vagyis tovább mérséklődött az adósságfinanszírozás árfolyamkockázata. Az MNB előzetes adatai szerint a maastrichti adósság 2018 végén az Eximbankkal együtt a GDP 70,8 százalékát tette ki, amely 2,5 százalékponttal alacsonyabb az előző évi adatnál.

Tavaly az előirányzatban foglalt 2,4 százalékos hiánynál kissé alacsonyabb, a GDP 2,2 százalékát kitevő deficitet mutat a kormányzati szektor mérlege, míg idén a

prognosztizált 1,8 százalékhelyett 1,7 százalékos GDP-arányos hiányt várunk. Ezek alapján 2019 lehet zsinórban a nyolcadik év, hogy a deficit a 3 százalékos maastrichti küszöb alatt marad.

A becsült hiány háttérében az adócsökkentések, az állampapírok után fizetendő kamatadó eltörlése és a családtámogatások növekedése húzódik meg. Utóbbit a kormány által elindított családvédelmi akcióterv befolyásolja, amelynek legfőbb elemei a fiatal házaspárok életkezdési támogatása, a családi otthonteremtési kedvezmény kibővítése, a jelzáloghitel-tartozások elengedése, a négy gyermeket vállaló nők szja-mentessége, a nagycsaládosok autótvásárlási programja, a bölcsődei férőhelyek számának növelése, valamint a nagyszülői gyed bevezetése. A fenti intézkedések egy része azonban csak 2020-ban lép életbe, ennél fogva a családvédelmi akciótervre 2019-ben 75 milliárd forintot irányoztak elő. Elkezdődik a nővérek, ápolók béremelése is, amelyből 8 százalékhelyett valósul meg az idén. Ez megközelítőleg 14 milliárd forint többletkiadást jelent majd.

A GDP-arányos államadósság 2019-ben 65,8 százalékra mérséklődhet. Így az államháztartás az alaptörvényben meghatározott adósságszabály, illetve a stabilitási törvényben szereplő hiánykritérium betartása mellett az adósságrátára vonatkozó uniós költségvetési szabályokat is teljesíteni tudja. Bár a jövő évi költségvetés még nem ismert, a folyamatok kivetítése révén 2020-ban 1,3 százalékos hiánnyal és 62,6 százalékos GDP-arányos államadóssággal számolunk. Itt azonban hangsúlyozni kell, hogy a 2020-as költségvetés számai még nem ismertek, és az egyenleg alakulását a kormány demográfiát és versenyképességet érintő intézkedéseinek költségvonzata is befolyásolhatja.

A folyó fizetési mérleg többlete 2018-ban 640 millió euró volt, ami jelentősen, 81,5 százalékkal elmaradt a 2017. évi adattól. Ennek háttérében az áruk és szolgáltatások egyenlegének közel 3 milliárd euró értékű visszaesése húzódott meg. Az elsődleges jövedelmek egyenlege az előző évvel közel azonosan alakult, amelyhez hozzájárult, hogy a befektetések jövedelmének kiáramlása kismértékben lassult. Ugyanakkor a tőkemérleg, elsősorban az uniós források folyósítása miatt, 1 403 millió euróról 2 321 millió euróra emelkedett. A fentiek nyomán tavaly a folyó fizetési mérleg többlete a GDP 2,8 százalékaról annak 0,5 százalékára, míg a külső finanszírozási képesség a GDP 3,9 százalékaról a 2,2 százalékára csökkent.

Várakozásaink szerint idén a nettó finanszírozási képesség a GDP 3,1 százalékát érheti el, míg a folyó fizetési mérleg egyenlege a tavalyi alacsony szint (0,3 százalék) körül stagnálhat. Jövőre mindkét mutató tekintetében kismértékű emelkedést várunk: a GDP arányában 3,3, illetve 0,6 százalékot.

# Bécsi Nemzetközi Gazdasági Összehasonlítások Intézete (wiiw): Vigyázat, a csapatok záródhatnak!\*

RICHTER SÁNDOR

**Közép-, Kelet- és Délkelet-Európa: általános lassulás**

A térség gazdasági növekedése a tavalyi évben erőteljes volt, az itteni EU-tagállamok és a nyugat-balkáni országok egyaránt a 2008–2009-es válság óta a legjobbak, vagy ahhoz közeli teljesítményt könyvelhettek el. Az Oroszország nélkül értelmezett posztszovjet országok gazdasága szintén viszonylag jól szerepelt. Mindazonáltal 2017–2018-ban a térség egészét tekintve a gazdasági növekedés üteme már elérte a csúcspontját, a wiiw a következő három évben kevésbé dinamikus növekedéssel számol. A lassulás Romániában és Törökországban igen erőteljes lesz, valamivel mérsékeltebb, de még így is jelentős lehet Magyarországon, továbbá Montenegróban, Észtországban, Szlovéniában és Bulgáriában.

A növekedés hajtóereje a térség országaiban a következő három évben más és más lehet, de a külső tényezők az elmúlt évekhez képest mindenütt gyengülni fognak. A globális növekedési ciklus a lassuló szakaszba lép, esetleg le is zárul. A világ-gazdaság összes igazán jelentős szereplője esetében lassulást várunk, ami a térség gazdaságait kedvezőtlenül fogja érinteni. A globális térben mutatkozó külkereskedelmi feszültségek a legnagyobb mértékben a visegrádi csoport három kisebb országát és Szlovéniát sújthatják. Ezeknek az országoknak a fenyegetettsége nem csupán általában vett nyitottságukkal magyarázható, hanem a globális értékláncokba való nagyfokú beágyazottságukkal is. A térség energia- és nyersanyag-exportőr országai a tavalyi igen jó év után – az árak számukra kedvezőtlen változása miatt – az idén kevésbé kedvező fejleményekre számíthatnak. A térség számos országában egyre nagyobb jelentősége lesz az idegenforgalomból származó bevételek dinamikus növekedésének.

\* Az összefoglaló a Bécsi Nemzetközi Gazdasági Összehasonlítások Intézetének (wiiw) 2019. március 27-én közzétett tavaszi előrejelzésén alapul. (Moving Into the Slow Lane. Economic Analysis and Outlook for Central, East and Southeast Europe, Spring 2019)

<https://doi.org/10.47630/KULG.2019.63.3-4.58>

*Richter Sándor*, a wiiw kutatója, külső munkatársa. E-mail: richter@wiiw.ac.at



A beruházás továbbra is a térségi növekedés fontos motorja marad, a kedvezőtlenre forduló világgazdasági kilátások hatása ezen a területen egyelőre alig érezhető. A térség EU-tagországaiban fontos szerepet játszanak a kohéziós politika keretében érkező transzferek, és valamennyi országában ösztönzi az investíciókat a kamatok rendkívül alacsony szintje is (Oroszország és Törökország kivételével). A külföldi közvetlen beruházások további erőteljes beáramlását azonban a növekvő munkaerőhiány és a gyorsan emelkedő bérszínvonal is veszélyezteti. A beruházásokat fékező tényezőként meg kell említenünk egyes kedvezőtlen politikai fejleményeket is; Lengyelországban és Oroszországban például egyértelműen érződik a jogbizonytalanság negatív hatása a magánberuházások alakulásában. Úgy látjuk, hogy ez a jelenség a térség más országaiban is problémává válhat, a tekintélyelvű politikai hatalomgyakorlás, az állam foglyul ejtése és az intézmények függetlenségének megnyirbálása egyre több aggodalomra ad okot. A jelek szerint megtorpant az intézményrendszer szintjén értelmezett felzárkózási folyamat a kontinens fejlettebb, nyugati államaihoz, sőt több országban a visszajára fordult – mindenekelőtt Magyarországon és Törökországban.

Az infláció a térség legtöbb országában meglepően alacsony maradt, annak ellenére, hogy tavaly jelentősen emelkedtek az olajárak, és néhány országban nagyon erős volt a bérnövekedés is. A szokatlan jelenséget minden valószínűség szerint több tényező együttes hatása idézte elő. Szerepe lehetett benne az eurózóna alacsony inflációjának, a világpiacon élelmiszerárak csökkenésének, valamint annak, hogy az inflációs várakozások az elmúlt időszakban alacsony szinten „ragadtak be”. Egyes gazdaságokban még mindig vannak elérhető, illetve mozgósítható szabad kapacitások, az online vásárlások miatt pedig éleződik a verseny a kiskereskedelem szereplői között. Annak is számottevő szerepe lehet az árszínvonal lanyha növekedésében, hogy viszonylag alacsony a munkajövedelmek részesedése az összes jövedelemből, illetve nő a lakosság megtakarítási rátája.

### **Veszélyeztetett magyar gazdaság**

Főleg az EU-támogatások erőltetett ütemű igénybevételének köszönhetően a magyar gazdaság tavaly dinamikusabban bővült. A 4,9 százalékos növekedés sok éve nem látott teljesítmény, a régióban is az egyik legjobb volt. Az EU-támogatások kimagasló jelentősége a részletes adatokból jól kivehető: míg az ipar bővülése a gazdaság átlagos növekedési üteme alatt maradt, az uniós projektek és a felgyorsult lakásépí-

tések miatt is szárnyaló építőipar hozzáadott értéke 20 százalék feletti ütemben ugrott meg. A beruházások közel 20 százalékos, imponáló mértékű növekedése mögött kevésbé örömteli részletezett adatokat találunk: a feldolgozóipari és mezőgazdasági beruházások csalódást keltően alacsony ütemben bővültek. Ugyanakkor nagyon erős beruházási aktivitást mértek az uniós támogatásokkal szintén „kistafírozott” közigazgatás területén.

A gazdasági növekedést a hazai kereslet vezérelte. A beruházások mellett a háztartások fogyasztása is meglódult, bár utóbbi a GDP növekedési ütemétől némileg elmaradt. Ugyanakkor a külkereskedelmi mérlegben az áruforgalom a wiiw által használt MNB-statisztika szerint csekély hiányt mutatott tavaly, ezt azonban a szolgáltatások külkereskedelmének jelentős többlete túlkompenzálta, így az összesített külkereskedelmi forgalom mérlege pozitív lett.

A 2019-es folyamatokat alapvetően az EU-támogatások csökkenése, a külpia-cokat övező bizonytalanságok és a feszült munkaerőpiaci helyzet befolyásolja. A kormánynak az a törekvése eddig lényegében bevált, hogy a gazdasági növekedés ösztönzése céljából, költségvetési előfinanszírozással, a 2014–2020-as uniós pénzügyi keret minél nagyobb részét minél előbb lehívja.

Csakhogy a fejlesztésre fordítható uniós transzferek az idei évtől legalább 2022-ig csökkenni fognak, ami a következő három évre kedvezőtlen tendenciákat vetít előre. Tavaly az EU költségvetéséhez köthető, a hazai kedvezményezették által felhasznált fejlesztési források a GDP legkevesebb 3 százalékát, valószínűleg 3-4 százalékát, akár ennél is nagyobb arányát teheték ki. Idén ezek a források abszolút méretükben és GDP-hez viszonyított arányukban is megcsappannak, és a következő években tovább csökkennek.

Tavaly folytatódott a reálbérek erős növekedése, ennek mértéke 2016–2018-ban 28 százalékos volt, ugyanezen időszak 11,5 százalékos GDP-növekedése mellett. A feltűnő különbség értelmezésekor azonban óvatosság szükségeltetik, mivel a bérnövekedés mérésének módszertanát az utóbbi időben egyes szakértők megkérdőjelezik. Szerintük a béremelkedést a helytelen mintavétel – főleg a kisvállalati szektor alulreprezentáltsága – a valóságosnál jóval nagyobbának láttatja. A kritikát alátámasztani látszik, hogy a lakossági fogyasztás bővülése jóval szerényebb volt, mint a bérek növekedése, illetve az is, hogy a hatalmas nominális bérnövekedést látszólag gond nélkül „lenyelte” a fogyasztói árnövekedés, amely mindössze 3 százalékra gyorsult.

A munkaerőhiány egyre több feszültséget okoz. Annak ellenére, hogy a tavalyi év végén 240 ezer személy keresett állást, pótlólagos munkaerőként csak keveseket lehet bevonni a gazdaság vérkeringésébe, mivel képzettségük eltér attól, amit a fog-

lalkoztatók elvárnak. A kormány folyamatos politikai kampánya a bevándorlás ellen eltorlaszolja az utat, hogy a munkaerőhiányt külső források igénybevételével enyhíteni lehessen. Inkább a kedvezőtlen demográfiai tendenciák megfordítására tesz kísérletet. A különböző, elsősorban a jómódban élő családok gyermekvállalási kedvét növelni óhajtó támogatások bevezetése hozhat ugyan – valószínűleg csak igen szerény – eredményeket, ám ezek munkaerőpiaci hatására legalább két évtizedet kell még várni.

Bár a kínzó munkaerőhiány önmagában további gyors bérnövekedést valószínűsít, ennek korlátai is egyre nyilvánvalóbbak. A legutóbbi hónapokban egy-egy vállalat dolgozói sikeresen fogadtatták el látványos béremelési követeléseiket, de ezek a megállapodások kivétel nélkül korszerű, különösen termelékeny multinacionális cégeknél születtek meg. A magyar tulajdonú kis- és középvállalatok jó része nem képes kigazdálkodni a további gyors bérköltség-növekedés fedezetét, sem a munkaerőt kiváltó automatizáláshoz szükséges beruházások költségeit. Ha nem lassul le a bérnövekedés, akár már rövid távon is a gazdasági növekedést komoly mértékben akadályozó tényezővé válhat.

Összefoglalóan, a wiiw a következő hároméves időhorizonton a magyar gazdasági növekedés ütemének fokozatos csökkenésére számít: 2019-ben 3,3 százalékra, 2020-ban 2,3 százalékra, 2021-ben 1,9 százalékra. Nem látjuk megalapozottnak a Pénzügyminisztérium középtávú előrejelzését, hogy ebben az időszakban a gazdasági növekedés 4 százalék körüli ütemét fenn lehet tartani. Így az sem valószínű, hogy 2022-re az államadósság GDP-hez viszonyított arányát 60 százalék alá lehet szorítani. A szerintünk túlzottan optimista várakozások nem számolnak az összereszes viszonylag súlyos visszaesésével, ami a 2014–2020-as pénzügyi keretből érkező uniós transzferek elapadásának, az EU új, 2021–2027-es keretprogramja várható csúszásának és a minden valószínűség szerint szűkülő kohéziós forrásoknak tulajdonítható.

A hároméves előrejelzési horizonton túlmutató, ám nagyon jelentős középtávú kockázatot jelent a 2021–2027-es pénzügyi keretből lehívható EU-támogatások mértéke. Ennek megállapításába bezavarhatnak a brexit körüli bizonytalanságok, és az Egyesült Királyság kilépése az EU-ból mindenképpen az elosztható források csökkenéséhez vezet. Ugyanakkor az EU költségvetésében új prioritások megjelenése várható: ilyen a menekültügy kezelése, a külső határvédelem, esetleg külön költségvetés az euróövezet tagállamainak, valamint az abba belépni kívánó EU-tagországok extra támogatása. Ezek a programok nagy valószínűséggel csak a majdani kohéziós program kárára valósulhatnak meg. Végül, de nem utolsósorban, nő a valószínűsége

annak, hogy a jogállamiság megléte és a korrupcióellenes küzdelem elégséges mértéke valamilyen módon a kohéziós támogatások lehívásának előfeltételévé válik. Ez a körülmény – a dolgok jelenlegi állása szerint – Magyarország esetében könnyen az uniós pénzcsepok részleges vagy teljes elzárásához vezethet.

További jelentős növekedési kockázatot látunk a magyar gazdasági növekedésre a globális kereskedelmi háború esetleges eszkalálódásában, amely fájdalmas csapást mérhet a német cégek által vezérelt közép-európai autóiipari értékláncre, márpedig ennek Magyarország is szerves része. Kockázatot jelent a kínai gazdasági növekedésnek a vártnál erőteljesebb lelassulása, valamint az eurózóna néhány évvel ezelőtti válságának esetleges fellángolása is.

## Makrogazdasági mutatók és előréjelzések

Megnevezés	2018		GKI Gazdaságkutató Zrt.		Kopint-Tárki Zrt.		MNB		Pénzügykutató Zrt.		Századvég Gazdaságkutató Zrt.		wiiv	
	Tény	2019	2019	2019	2019	2019	2019	2019	2019	2019	2019	2019	2019	2019
GDP (előző év = 100)	104,9	103,5	104	103,8	103,7	103,9	103,3							103,3
GDP belföldi felhasználása (előző év = 100)	107	104,5	105	104,6	104,5	105,6	n. a.							n. a.
Háztartások végső fogyasztása (előző év = 100)	104,1	104	104	103,7	103,8	104,7	104,6							104,6
Bruttó állószőkező-felhalmozás (előző év = 100)	116,5	107	108	109,7	108,4	109,8	106							106
Export (áru + szolgáltatás) (előző év = 100)	104,7	105	105,2	105,6	104	105,7	105							105
Import (áru + szolgáltatás) (előző év = 100)	107,1	106,3	106,5	106,6	104,9	106,1	106,2							106,2
Fogyasztóiár-index éves átlaga (előző év = 100)	102,8	103,2	103	103,1	103,2	103	103							103
Fogyasztóiár-index az év végén (előző év december = 100)	102,7	103,5	103,6	103,2	103,3	102,5	n. a.							n. a.
Folyó fizetési mérleg egyenlege (a GDP százalékában)	0,5	0,0	-0,7	0,2	0,4	0,3	1,2							1,2
Folyó fizetési és a tőkemérleg együttes egyenlege (a GDP százalékában)	2,2	3,2	1,5	2,3	2	3,1	n. a.							n. a.
Külforgalmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	5,6	4	4,2	n. p.	4,8	4	-2,3							-2,3
Államháztartás egyenlege a GDP százalékában (ESA-2010)	-2,2	-2,0	-2,4	(-1,5)	(-1,6)	-1,7	-2,3							-2,3
Rövid távú kamatok (3 hó), időszak vége (%)	0,00	0,1	0,3	n. p.	0,5	0,64	n. a.							n. a.
Hosszú távú kamatok (10 év), időszak vége (%)	3,01	3,5	3,6	n. p.	2,9	3,05	n. a.							n. a.

Megnevezés	2018		2019		2019		2019		2019	
	Tény	GKI Gazdaságkutató Zrt.	Kopint-Tárki Zrt.	MNB	Pénzügykutató Zrt.	Százdvég Gazdaságkutató Zrt.	wiiw			
MNB jegybanki alapkamat az év végén (%)	0,9	1–1,15	1,5	n. p.	0,9	0,9	n. a.			
A forint/euró árfolyama (éves átlag)	319	320	319	n. p.	319	320,3	324			
Bruttó átlagkereset változása <sup>1</sup> (%)	11,3	9	8,5	9,2	9,3	10,3	n. a.			
Reálkereset változása (%)	8,3	5,5–6	5,3	6,1	5,9	7	5			
Foglalkoztatási arány (15–74 éves korosztály) (%) éves átlag <sup>2</sup>	60,4	60,5	60,7	60,7	60,5	60,8	n. a.			
Alkalmazottak számának változása (%), éves átlag <sup>3</sup>	1,2	0,2	0,7	n. p.	0,7	1	n. a.			
Munkanélküliség rátája (%), éves átlag <sup>3</sup>	3,7	3,5	3,6	3,6	3,5	3,4	n. a.			

Megjegyzések a táblázat adataihoz:

n. a. = nincs adat, n. p. = nem publikálják

<sup>1</sup> Teljes nemzetgazdaságra vonatkozó adat.

<sup>2</sup> A KSH lakossági munkaerő-felmérése szerint.

<sup>3</sup> A KSH intézményi munkaügyi statisztika adatai szerint.