

## Kopint-Tárki Zrt.: Folytatódik a jó ütemű növekedés\*

MATHEIKA ZOLTÁN – NAGY KATALIN – PALÓCZ ÉVA

*2017-ben a gazdasági növekedés üteme valamivel erőteljesebb volt a vártnál. A megelőző évhez viszonyított gyorsulás mindenekelőtt a beruházások kiugró növekedésének köszönhető – ezt jelentős részben, de nem kizárólag az uniós források ismét növekvő felhasználása tette lehetővé. Az év végére ugyanakkor a fogyasztási kereslet vált a növekedés domináns húzóerejévé. A Kopint-Tárki a tavalyihoz hasonlóan az idei esztendőre is 4 százalékos gazdasági növekedéssel kalkulál, amely erőteljesen támaszkodik a fogyasztás dinamikus emelkedésére. Az infláció várakozásunk szerint csak kismértékben fog tovább gyorsulni, habár a bérköltségek számottevő növekedése felfelé mutató kockázatot jelent. A világgazdasági környezet az idén s jövőre is kedvező marad, ugyanakkor míg a rövid távú kockázatok viszonylag mérsékeltek, középtávon a világgazdasági konjunktúrát számos lefelé mutató kockázat fenyegeti, amelyek hatása Magyarországon is érezhető lesz.*

### Világgazdaság

*A világgazdasági növekedés az idén tovább erősödik. A tavalyi 3,7 százalék után 2018-ban 3,9-4 százalék körüli globális bővülés várható, ami 2019-ben is megmaradhat. A tavalyi előrejelzéshez képest a javuló prognózisokat a beruházási tevékenység világszerte tapasztalt élénkülése, illetve a világkereskedelem 5 százalékot megközelítő bővülése magyarázza. Míg a rövid távú kockázatok viszonylag mérsékeltek, középtávon a világgazdasági konjunktúrát számos lefelé mutató kockázat fenyegeti: így a különböző országok által felhalmozott – esetenként tetemes – adósságállomány finanszírozása emelkedő kamatkörnyezetben; egy esetleges kereskedelmi háború kitörésének veszélye; a brexit és következményei: az Egyesült Királyság kiválása a*

\* A cikk a Kopint-Tárki Konjunktúrajelentés. A világgazdaság és a magyar gazdaság helyzete és kilátásai 2018 tavaszán című kiadványa alapján készült (lezárva: 2018. április 3.) Készítették: Matheika Zoltán, Nagy Ágnes, Nagy Katalin, Oblath Gábor, Palócz Éva, Vakkal Péter.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2018.62.3-4.16>

Matheika Zoltán, a Kopint-Tárki Zrt. kutatója. E-mail: zoltan.matheika@kopint-tarki.hu  
Nagy Katalin, a Kopint Konjunktúrakutató Alapítvány ügyvezető igazgatója.  
E-mail: katalin.nagy@kopint-tarki.hu  
Palócz Éva, a Kopint-Tárki Zrt. vezérigazgatója. E-mail: eva.palocz@kopint-tarki.hu

vámunióból minden érintettnek fájni fog; a növekvő pénzügyi volatilitás, a részvények jelenlegi túlértékeltségéből, illetve egy esetleges korrekcióból fakadó kockázatok; a fokozódó geopolitikai feszültségek.

*A világkereskedelem* 2017-ben, szemben az év eleji félelmekkel, az országok zömében dinamikusan bővült. A rövid távú kilátások a világgazdaság növekedésére, a beruházási aktivitásra vonatkozó prognózisok, valamint a különböző globális felmérések indikátorai alapján kedvezőek. A forgalom bővülése azonban megtorpanhat: az amerikai–kínai kereskedelmi konfliktus eszkalálódása reális veszélyforrás. Prognózisunk arra épül, hogy a protekcionista törekvések nem erősödnek tovább, egy kereskedelmi háború tárgyalások révén elkerülhető lehet: így 2018-ban és 2019-ben egyaránt az elmúlt évinél mindössze néhány tizedpontos alacsonyabb növekedéssel számolunk, erősen lefelé húzó kockázatokkal.

*A nyersanyagpiacok* árszintje hét hónapig tartó folyamatos emelkedés után februárban, az előző havinál alacsonyabb energiahordozó-árak következtében, csökkent. Ennek ellenére kismértékű emelkedésre számítunk. Idén április első napjaiban a Brent nyersolaj ára megközelítette a hordónkénti 70 dollárt, kissé meghaladva az első negyedév 67 dollár körüli átlagát. Összehasonlításképpen: a tavalyi átlagár 54 dollár/hordó volt. Az International Energy Agency legutóbbi jelentése a napi keresletet 1,5 millió barrellel becsüli magasabbra a tavalyinál, amely így éves átlagban elérheti a 99,3 millió hordót. A korábbi jelentős olajkészletek leépítése, illetve az egyes olajtermelők működését övező politikai kockázatok is az árak emelkedése irányába hathatnak. A növekvő keresletre azonban a kínálati oldalnak is reagálnia kell. Az alacsony árak következtében 2015–2016-ban az olajkitermelésbe, illetve a feldolgozásba történő beruházások drámai mértékben csökkentek, és a korrekció még tavaly sem indult el. A makrogazdasági fundamentumok alakulása alapján a nyersolajár enyhén emelkedő trendje a prognózisidőszakban megmaradhat. A jelenlegi ismeretek fényében az idén is, jövőre is 60 dollár feletti hordónkénti olajár várható. (2018: 67 dollár/hordó, 2019: 68 dollár/hordó, felfelé és lefelé mutató kockázatok egyaránt valószínűsíthetők, a szíriai konfliktus hatására azonban a felfelé mutató kockázatok az utóbbi időben erősödtek.)

*A nem energiahordozó nyersanyagok* árszintje januárban és februárban, folytatva az elmúlt év közepén indult trendet, emelkedett. Az árucsoportok közül leginkább az élelmiszer-nyersanyagok árszintje nőtt, elsősorban az időjárás miatt (szokatlan februári hideg Európában, szárazság Amerikában). A kereslet az árucsoport termékei iránt rövid távon (is) erőteljes lesz, a készletek azonban változatlanul magasak és a terméskilátások nem kifejezetten rosszak, így a csoport árszintje feltehe-

tően csak lassan emelkedik. A nem étkezési célú mezőgazdasági nyersanyagok és az ipari fémek árindexe, tekintettel a kedvező globális konjunktúrára, kismértékben tovább növekedhet. A nemesfémek közül az arany és az ezüst árában nem valószínű számottevő emelkedés.

*A monetáris politika* szempontjából továbbra is meghatározó, hogy milyen politikát követ a Fed. A márciusi kamatdöntő ülésen a várakozásoknak megfelelően 25 bázisponttal megemelte az irányadó kamatot, folytatva a megkezdett, emelkedő kamatpályát. Kommunikációja azonban továbbra is óvatos marad: a kamatemelések ütemezése attól függ majd, hogyan alakulnak a gazdasági kilátások és az infláció. Így az idén még további két vagy három kiigazítás várható. Az Európai Központi Bank ugyanakkor legutóbbi, márciusi kamatdöntő ülésén – a várakozásoknak megfelelően – változatlanul hagyta az irányadó kamatokot, és 2019 közepe előtt sem várható változás. A normalizálódás irányába tett első, óvatos lépésként értékelhető, hogy a szokásos közleményből kihagyták az utalást az eszközvásárlási program bővítésének szándékára.

*A részvénypiacok* volatilitása fokozódhat, hiszen jelentős kockázatot jelent, hogy a részvények túlértékeltek, különösen az Egyesült Államokban, az alacsony kamatok következtében. Az amerikai monetáris szigorítástól való félelem már februárban is jelentős árfolyamesést okozott, amit átmeneti megnyugvás követett ugyan, de a kamatvárakozások körüli bizonytalanságok újabb ingadozásokat idézhetnek elő.

*Az euró* továbbra is relatíve erős a dollárral szemben, az első negyedéves átlagos árfolyam eurónként 1,22-1,23 dollár volt. De az elmúlt hetekben gyakran e fölé is kúszott az euróárfolyam. A növekvő amerikai–európai kamatkülönbség az év folyamán valamelyest gyengítheti az eurót. A jelenlegi fundamentumok ismeretében az éves átlag 1,23 dollár körül alakulhat, ugyanakkor lefelé és felfelé mutató kockázatok egyaránt vannak.

*Az Egyesült Államokban* a GDP az idén várhatóan 2,9 százalékkal, jövőre 2,8 százalékkal bővülhet. A tavalyi 2,7 százalékos növekedés elsősorban a belföldi beruházási keresletre és az exportra támaszkodhatott. A beruházási élénkülésben jelentős szerepet játszott a palaolaj-termelés felfuttatása. A magánfogyasztás a korábbiakhoz hasonlóan robusztus maradt. Számos szakértő kockázatosnak tartja azt az amerikai gazdaságpolitikát, amely éppen akkor nyúl a fiskális élénkítés eszközéhez (adócsökkentés, költségvetési kiadások bővítése), amikor a konjunktúra amúgy is felfelé ível. Az OECD becslései szerint ezek az intézkedések a prognózisidőszakban mintegy 0,5–0,75 százalékponttal növelik a GDP-t. A fiskális intézkedések középtávú hatásai nehezen jelezhetők előre: nem lehet látni, hogy a magánháztartásokat érintő

adócsökkentések következtében felszabaduló jövedelmeket milyen mértékben költik el, illetve takarítják meg. A vállalati adócsökkentések következtében a beruházási kedv élénkülhet, és az USA befektetői piacának a komparatív előnye növekedhet. A hosszú távú kamatok lassú emelkedése azonban mérsékelheti ezeket a hatásokat, különösen ha az amerikai GDP-arányos államadósság tovább emelkedik, és annak finanszírozhatósága egyre nehezebbé válik.

*Japánban* a gazdasági növekedés üteme jelenleg a potenciális ráta fölött mozog. 2017 utolsó negyedében a GDP 0,4 százalékkal bővült az előző negyedhez viszonyítva. Különösen dinamikus volt a belső felhasználás bővülése, amit jelentős részben az import fedezett, jelezve, hogy a kapacitások kihasználtsága egyre inkább növekedési korlátot jelent. A GDP tavalyi 1,7 százalékos bővülését az idén és jövőre valamivel lassúbb, 1,4, illetve 1,1 százalékos tempó követheti. Ez elsősorban az export lassúbb ütemű növekedésének tulajdonítható. De mind a kapacitások, mind a munkaerőpiac oldaláról egyre inkább megmutatkoznak a kínálati korlátok.

*Kína* GDP-je 2017-ben 6,9 százalékkal, az előző évit meghaladó mértékben bővült. Az év eleji adatok is többségükben kedvezők: az ipari termelés élénk, a kiskereskedelmi forgalom növekedési üteme magas, a lakosság és a vállalkozások jövedelme növekszik, az exportőrök ki tudják használni a külpiacok bővüléséből fakadó lehetőségeket. A dinamikus növekedés mellett azonban egyre több lefelé mutató kockázat is látszik: a gazdaság minden szektorát eladósodottság jellemzi, törekeny a pénzügyi rendszer, helyenként nagymértékű a kapacitásfelesleg, súlyosak az ingatlanpiaci problémák. Feltételezve, hogy a gazdasági-pénzügyi folyamatokat a vezetés képes kézben tartani és a kereskedelmi háborúskodás nem eszkalálódik, 2018-ban és 2019-ben is magas, 6,7, illetve 6,5 százalékos növekedési ütemet várunk – jelentős lefelé húzó kockázatokkal.

*Az orosz* gazdaság a világ többi régióhoz képest szerény fellendülést mutat. Az első becslések szerint 2017-ben a GDP mintegy 1,5 százalékkal bővült, elsősorban a második félévre vártnál gyengébb teljesítménye miatt maradt el a korábbi várakozásoktól. Hasonló mértékű növekedésre lehet számítani a prognózisidőszakban is: az idei 1,8 százalékos GDP-bővülést jövőre kisebb lassulás (1,5 százalékos növekedés) követheti. Bár az emelkedő olajár a fiskális politika játékkerét növeli, de az orosz gazdaság jelenlegi állapota, a jobbiztonság tisztázatlan kérdései különösen a külföldi beruházókat késztetik továbbra is óvatosságra. A szűkülő munkaerőpiaci potenciál körülményei között ezekre a beruházókra mindenképpen szükség lenne ahhoz, hogy az orosz gazdaság dinamikusabban növekedjen.

*Az euróövezet* országaiban a konjunkturális élénkülés egyre erőteljesebbé válik. A kedvező tendenciákat figyelembe véve az idei évre vonatkozó GDP-előrejelzésünket 2,3 százalékra emeltük, jövőre pedig 2 százalék vagy kicsivel a feletti növekedés várható. A 28 tagállam esetében a 2017. évi 2,4 százalékos növekedés után az idén 2,3, jövőre 2 százalékos GDP-változást jelzünk előre. Ez a prognózis azon alapszik, hogy a globális élénkülés folytatódik, a geopolitikai konfliktusok nem eszkalálódnak, az amerikai gazdaságpolitika nem vezet a kereskedelmi protekcionizmus túlzott erősödéséhez és a brexit makrogazdasági hatásai kezelhetők maradnak.

*Az infláció* a kereslet élénkülésének és a bérek emelkedésének hatására erősödni fog, és a nyersanyagárak felfelé mutató trendje – különösen a nyersolajé – szintén ebbe az irányba hat. Az euróövezet átlagában a tavalyi 1,5 százalékos fogyasztóiárindexszel szemben az idén és jövőre is 1,6 százalék körüli áremelkedést várunk. Ez még mindig elmarad az Európai Központi Bank inflációs céljától, de egyre inkább megközelíti azt. Az Európai Unió átlagában a fogyasztói árak tavalyi 1,7 százalékos emelkedése után ennél minimálisan magasabb, 1,8 százalékos inflációt várunk.

A *munkapiaci* előrejelzések változatlanul kedvezőek. Az euróövezet esetében a munkanélküliségi ráta 2017-ben 9,1 százalékot ért el. További javulásra számítunk, az idén 8,6 százalék, jövőre 8,2 százalék körüli rátát jelzünk előre. Az Európai Unió 28 tagállamában a mutató a tavalyi 7,6 százalék után az idén 7,2 százalék, jövőre 6,9 százalék körül alakul. Gyakorlatilag valamennyi országban tovább csökken a munkanélküliség. Bár Görög-, Spanyol- és Olaszországban még mindig két számjegyű a ráta, de a trend javulóban van. A betöltetlen állások száma az Európai Unió egészében egyre nő, s a munkanélküliséggel szemben a befektetőket már a munkaerőhiány aggasztja.

A *német gazdaság* növekedése az IFO konjunktúrabarométer negyedik hónapja tartó visszaesése ellenére várhatóan az idén is robusztus marad. Erre utalnak a magas rendelésállomány, a továbbra is maximális kapacitáskihasználtságot jelző mutatók, vagy a bérek emelkedése. A tavalyi 2,2 százalékos GDP-bővülés többéves rekordnak számít. A legfrissebb előrejelzések az idei évre 2,3-2,4 százalékos, jövőre kissé lassabb, 2 százalékos GDP-bővülést mutatnak. A magánfogyasztást az idén is felfelé nyomják a kedvező munkaerőpiaci folyamatok. A beruházások az élénk belső kereslet mellett a külpiaci kereslet bővülésére is támaszkodhatnak. Az építési beruházások az elmúlt év második fele óta valamelyest mérsékelt ütemben bővülnek; ez a trend folytatódik az idén is. Az infláció eddig mérsékelt maradt: tavaly a német fogyasztóiár-index 1,7 százalékot ért el, és a jelenlegi előrejelzések a prognózisidő-

szakban is nagyjából erre számítanak. Az energiaárak emelkedése azonban felfelé nyomhatja a német fogyasztói árakat is.

*A brit GDP* 2017-ben 1,7 százalékkal nőtt, a növekedést elsősorban a magánfogyasztás lassuló bővülése fékezte. A font leértékelődése és az infláció élénkülése a magánháztartások reáljövedelmeit jelentősen csökkentette. A prognózisidőszakban egyelőre mindenki további lassulással számol: mind a magánfogyasztás, mind a beruházási tevékenység várhatóan nyomott marad. 2018-ra 1,1–1,4 százalék közötti GDP-bővülést jósolnak, ami 2019-re 1,1 százalék körülire, vagy akár 1 százalék alatti szintre mérséklődhet. A 2019 márciusára tervezett brit kilépés az Európai Unióból a befektetői hangulatot negatívan befolyásolja, de a magánfogyasztókat is óvatosabb magatartásra ösztönözheti, holott korábban éppen a magánfogyasztás volt a brit gazdaság fő hajtóereje.

*Az új EU tagállamok* növekedése 2017-ben 4,6 százalék volt, ami az elmúlt évtized legdinamikusabb bővülésének számít. A növekedés motorját jellemzően a beruházások jelentették, bár a kép tagállamonként eltérő. A leggyorsabb növekedést mutató Romániában a fő erőt továbbra is magánfogyasztás adja, ami azonban rontja a folyó fizetési mérleget. A román lej folyamatosan gyengül, a jegybank az inflációtól félve már másodszor emelt kamatot. A többi tagállamban enyhe inflációs nyomás várható az idén, így sem a lengyel, sem a magyar jegybanktól nem várunk kamatemelést. A Cseh Nemzeti Bank emelte ugyan az irányadó kamatot, ám ez a környező országokra nemigen van hatással. A kötvénypiacokon már egyértelműen látszanak a jelei, hogy hosszabb távon emelkedő hozamokra lehet számítani, holott az év elején még csupán néhány tized százalékpontnyi emelkedésnek lehettünk tanúi. A régióban 2018-ra 3,8 százalékos GDP-bővülést jelzünk előre. Jövőre további enyhe lassulásra számítunk, és 3,4 százalékos bővülést prognosztizálunk.

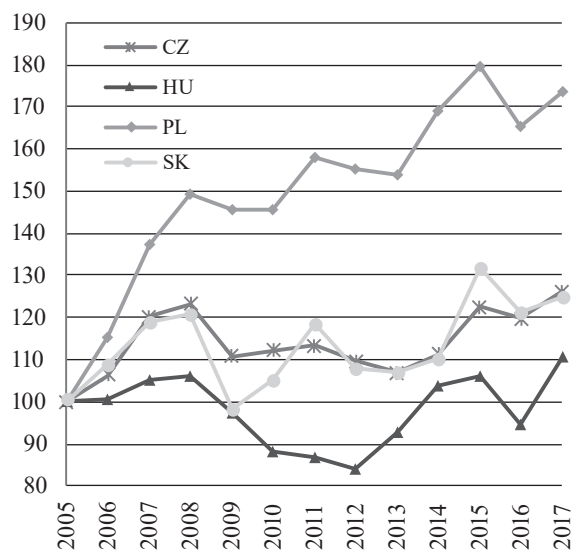
## **Magyar gazdaság**

*A gazdasági növekedés* a 2016. évi erős lassulást követően 2017-ben új lendületet kapott, a GDP 4 százalékkal bővült. Ez túlszárnyalta az előzetes várakozásokat: jóformán a tavalyi év közepéig a növekedési prognózisok átlaga 3,5 százalék alatt volt, és az előrejelzők nagy többsége még az év végén is 4 százalék alatti ütemet várt. Ezzel együtt a magyar növekedés még így is a kelet-európai új EU-tagállamok átlaga alatt volt, ám ehhez az is hozzájárult, hogy Magyarországon a mezőgazdaság a régió többi országához képest kiugróan súlyos visszaesést szenvedett el.

Ahogy 2016-ban a növekedés fő gátját az uniós források átmeneti megszakadása jelentette, úgy tavaly a gazdaság dinamizálódásának egyik fontos – habár nem kizárólagos – motorja az uniós társfinanszírozású projektekhez kapcsolódó támogatások felhasználása volt. Ennek megfelelően a gazdasági dinamikát a GDP felhasználási oldalán elsősorban a *beruházások* meredek emelkedése húzta. A bruttó állóeszköz-felhalmozás volumene éves átlagban 16,8 százalékkal bővült, vagyis mintegy 10 százalékponttal magasabb ütemben, mint amekkorára egy évvel korábban az előrejelzők – átlagban – számítottak. Mivel a növekedés jócskán meghaladta – az utólagosan korrigált 2016-os számok alapján – a megelőző évi visszaesést, az állóeszköz-felhalmozás volumene túlszárnyalta a korábbi, 2015. évi rekordszintet. E komponens egész éves növekedési hozzájárulása 3,2 százalékpontos volt, vagyis ennyivel nőtt volna tavaly a GDP, ha minden más komponens stagnál – ami szintén rendszerváltás utáni rekord.

*1. ábra*

**Bruttó állóeszköz-felhalmozás a visegrádi országokban**  
(2005 = 100)



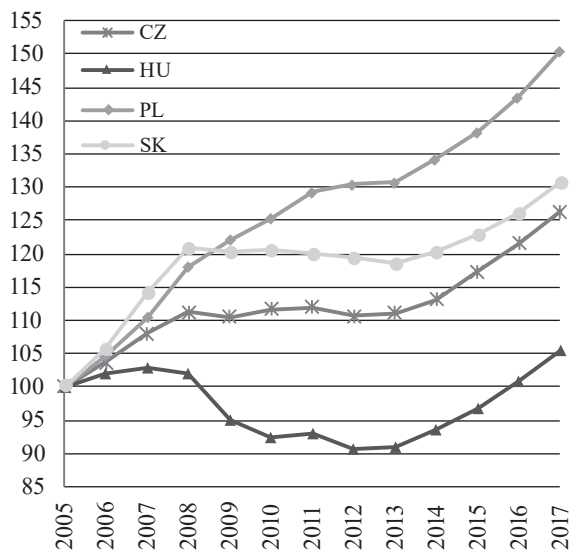
*Forrás:* Eurostat.

Figyelemre méltó, hogy míg 2016-ban a többi kelet-európai országban a beruházások jóval kisebb mértékben estek vissza, mint Magyarországon – noha őket is érintette az előző uniós tervezési ciklus lezárása –, tavaly a beruházások visszalendülése is Magyarországon volt a legerőteljesebb (lásd az *1. ábrát*). Ezt azonban nem lehet egyszerűen az uniós projektekhez kapcsolódó források felhasználásához kötni. Az uniós források felhasználása 2017-ben jelentősen nőtt ugyan, de becslések szerint távolról sem olyan mértékben, mint ahogy 2016-ban visszaesett. Ezt megerősíti az a tény, hogy miközben a leglátványosabb növekedési ütemet az uniós források által fűtött költségvetési beruházások produkálták, utóbbiak még nominálisan sem érték el újra a 2015-ben mért szintjüket, nemhogy reálértékben. Vagyis a tavalyi beruházási rekordteljesítményhez jócskán hozzájárult a vállalati szektor – és kisebb mértékben a háztartások lakásberuházása is. Ez természetesen jó hír – a rossz hír az, hogy a magánvállalati beruházások az év vége felé lendületüket veszítették. Például a feldolgozóipari beruházások a negyedik negyedévben csak 2 százalékkal nőttek, ami bizonytalanná teszi az idei kilátásokat.

2. ábra

### A háztartások fogyasztásának volumenindexei a visegrádi országokban

(2005 = 100)



Forrás: Eurostat.



A *magánfogyasztás* már 2016-ban is dinamikusan bővült, így a tavalyi gyorsulásban nem volt közvetlen kulcsszerepe. Mindazonáltal az expanzív bérpolitika (többek között a drasztikus minimálbér- és bérminimum-emelések) és a nagyon feszes munkaerőpiac körülményei között a reálkeresetek 2017-ben rekordütemben nőttek, aminek következtében a háztartások fogyasztásának – azon belül elsősorban a 4,7 százalékos éves ütemet produkáló fogyasztási kiadásoknak – a növekedési üteme is tovább gyorsult (lásd a 2. ábrát).

Az említettek következtében 2017-ben a *belföldi felhasználás* Medgyessy Péter kormányfő száznapos programja óta nem látott ütemben (6 százalékkal) emelkedett. Ebből természetesen adódott a külkereskedelmi pozíció romlása, nagyjából a várt mértékben. A nettó áru- és szolgáltatásexport közel másfél százalékponttal húzta le a GDP-növekedést. Az áruexport 2016-hoz képest gyorsult ugyan, ahogy azt sejteni lehetett, de a gyorsulás mérsékelt maradt, miközben mind az áru-, mind a szolgáltatásimport kilőtt. Világos, hogy a belföldi felhasználás jelenlegi üteme nem fenntartható, még a tavalyinál kedvezőbb exportteljesítmény mellett sem. A mostani ütem a fogyasztásnál megkezdődött, és a beruházásoknál rövid távon végbement „helyreállítási periódusnak” is felfogható, amely nem tarthat nagyon sokáig.

A *GDP termelési oldalán* a gazdasági növekedés 2017. évi gyorsulásának legfőbb előmozdítója az *építőipar* drámai növekedése volt. Miközben tavaly év eleje táján építőipari berkekben is 10 százalék körüli növekedéssel számoltak, a valóságban az ütem meghaladta a 30 százalékot. Ehhez nagymértékben hozzájárultak az uniós források is – mindenekelőtt a mélyépítésben –, de fontos szerepe volt az iparvállalatok építési beruházásainak, valamint – főleg az év vége felé – érezhetővé vált a lakásépítési boom hatása is.

Az *ipar* is feléledt a 2016-os stagnálás közeli állapotából, ám a gyorsulás mérsékelt maradt, az éves növekedési ütem nem érte el az 5 százalékot. Ez újfent rávilágít a magyar ipar szerkezeti sajátosságára: habár a gyorsulás meglehetősen széles bázisú volt, épp a legnagyobb súlyú ágazat – az autóipar – szinte teljesen kimaradt belőle. Ez nem volt váratlan, tudni lehetett, hogy az autógyártásba komoly új kapacitások az idei évben fognak belépni. Emiatt az exportértékesítés is igen visszafogott volt, vagyis a német feldolgozóipari export tavalyi nekilendülését – különösen a második félévben – a magyar ipar csak korlátozottan tudta meglovagolni. Így az iparnak a gazdasági növekedés tavalyi gyorsulásához való hozzájárulása jóval kisebb volt, mint a hozzá képest csekély súlyú építőiparé.

A *mezőgazdaság* a kedvezőtlen időjárás következtében 10 százalékot meghaladó mértékben zsugorodott. A *szolgáltatások* jó ütemű bővülése 2017-ben is a korábbi-

nak megfelelő ütemben folytatódott, a piaci szolgáltatások erősödő növekedése és az állami szolgáltatások enyhe volumencsökkenése mellett.

Az említettek fényében felvethető a kérdés: *ha a tavalyi növekedés jelentős részben az uniós források újraindulásának köszönhető, akkor mi következik ebből az ideai évi kilátásokra, illetve az azt követő évekre nézve?*

Ehhez mindenekelőtt figyelembe kell venni, hogy miközben az uniós társfinanszírozású projektekre elnyert támogatások kifizetését tekintve a tavalyi év volt a csúcspont, azok felhasználása az ideai vagy a jövő évben lesz a legmagasabb. Vagyis az uniós források még az idén is jelentősen hozzájárulnak a beruházások növekedéséhez, sőt még abban sem lehetünk biztosak, hogy ez a hozzájárulás nem lesz-e nagyobb, mint 2017-ben volt. Így, noha arra számítunk, hogy az összes állóeszköz-felhalmozás az idén a tavalyinál jóval szerényebb ütemben – körülbelül 10 százalékkal – fog bővülni, várakozásunkhoz nemcsak lefelé, hanem felfelé mutató kockázatok is kapcsolódnak. A magánvállalati beruházások tavalyi utolsó negyedévi gyenge dinamikájához viszonyított megélnkülésének mértékét tekintve is elmondható, hogy pozitív és negatív meglepetés egyaránt elképzelhető.

Tehát a *beruházások* esetében úgy véljük, hogy *inkább csak 2020-tól kezdve érdemes aggódni, amikor az uniós források felhasználása várhatóan lejtmenetbe kerül.* A fogyasztást illetően egyelőre szintén optimisták lehetünk. A Kopint-Tárki az előrejelzők kisebbségéhez tartozik abban a tekintetben, hogy a magánfogyasztás mérsékelt gyorsulására számít az idén, a bérnövekedés bizonyos fokú lassulása ellenére. Tavaly a reáljövedelemnek a fogyasztását meghaladó bővülése mellett a háztartások nettó megtakarításai is bővültek – ez azt sugallja, hogy *a fogyasztás további dinamizálódásának van még tere*, habár ezt az idén már a megtakarítási ráta csökkenése fogja kísélni. Az is megjegyzendő, hogy a magánfogyasztás abszolút szintje csak 2017-ben érte el és haladta meg a pénzügyi válságot megelőző csúcst. Vagyis a sok évre visszanyúlóan elhalasztott fogyasztásból adódó ösztönzés is az erőteljes fogyasztásnövekedés folytatódása irányába mutat.

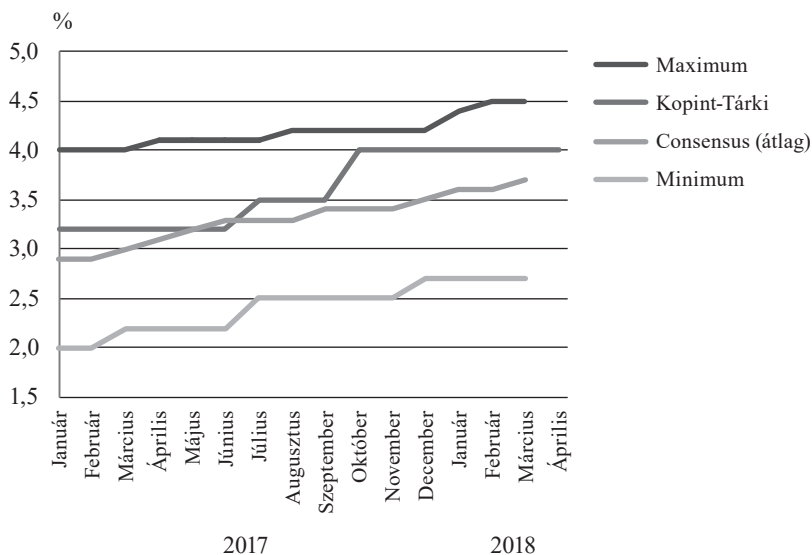
Összességében *a belföldi felhasználás érezhetően alacsonyabb lesz* az idén, mint 2017-ben volt. Ez egyrészt importoldalról lassítja a külgazdasági mérlegek romlását, másrészt a termelési oldalon az ipari növekedés gyorsulása az exportnak is lendületet ad. Így a nettó export növekedést visszahúzó hatása – csakúgy, mint a külső finanszírozási képesség csökkenése – enyhébb lesz, mint tavaly. Kérdéses ugyanakkor, hogy a külgazdasági mérlegek romlása valamikor a közeli jövőben megáll-e.

A termelési oldalon az ipari gyorsulás mértéke az egyik fő bizonytalansági pont. Jelenleg azt feltételezzük, hogy a tavalyi, 5 százalékos sem elérő ütem után az idén az ipar 6 százalékos jócskán meghaladó ütemben fog bővülni. Ez a prognózis számol az idén belépő, új autóiipari kapacitásokkal, de azokban a termelés felfuttatásának az üteme lassúbb lehet a vártnál. Ugyanakkor az építőipari növekedés idei évre várt lassulása is enyhébb lehet: jelenleg a tavalyi ütem hozzávetőleges megfeleződését várjuk, de itt a felfelé mutató kockázatot ítéljük számottevőnek. Az erős építőipari növekedés folytatódását segíti az uniós források tényleges felhasználása terén várható dinamikus emelkedés, valamint a lakásépítési fellendülés esetleges további gyorsulása. Problémát jelenthet viszont az ember- és kapacitáshiány.

3. ábra

### A Consensus prognózisa a magyar GDP 2018. évi növekedésére

(2005 = 100)



Forrás: Consensus Eastern Europe.

Összességében azt várjuk, hogy az idén a GDP a tavalyival megegyező 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.

Az uniós forrásoknak és a még mindig számottevő belső keresletnek köszönhetően *jövőre is 3 százalékat meghaladó növekedésre számítunk*. Ezzel azonban implice feltesszük, hogy a béremelkedés a továbbiakban is meglehetősen erős marad, vagyis az alacsony bérszintre épülő termelési-üzleti modell egyre inkább kifulladás. Súlyos kérdés – különösen az oktatási rendszer állapota és a továbbra is alacsony beruházási ráta fényében –, hogy az előttünk álló években egy új modellre való átállás sikeresen végbe tud-e menni.

*Az államháztartás pénzforgalmi hiánya* 2017-ben közel 2 ezer milliárd forint volt, mintegy 800 milliárddal meghaladta a módosított előirányzatot. A túllépés oka az európai uniós projektek előfinanszírozása volt. Amennyiben a költségvetés által megélelt uniós támogatási összegek maradéktalanul befolyznak, akkor az eredményeszléletű hiány 2017-ben a GDP 2 százaléka körül lehetett. Ebben azonban – jelenlegi ismereteink szerint – erős kockázatok vannak, mivel az Európai Unió számos projekt indokoltságát és költségintjét megkérdőjelezte. A 2018-as költségvetés főbb bevételi előirányzatai megalapozottak, itt is fennáll azonban az EU-támogatások beérkezése körüli bizonytalanság. Emiatt *az államháztartás hiánya a GDP 2,8 százaléka lehet*.

A GDP-arányos *államadósság* szintje visszamenőleg is megemelkedett az Eurostat döntése következtében, amely az Eximbankot a pénzügyi szektorból az államháztartási szektorba sorolta át. A csökkenő adósságtrend azonban az új módszertan mellett is érvényesül, a maastrichti kritérium teljesítése tehát nem csorbul. Az új adatok szerint a magyar államadósság 2017 végén a GDP 74 százalékát tette ki (a korábbi 72,1 százalékkal szemben), amely előrejelzésünk szerint 2018 végére 72,5 százalékra csökken, elsősorban a viszonylag magas GDP-növekedési ráta következtében.

A GDP-arányos, felülről számított *külső finanszírozási képesség* (a folyó és a tőkeemelés együttes egyenlege) 2017-ben a 2016. évi 6 százalékról 4,1 százalékra mérséklődött. Lényegében valamennyi fő összetevőjének romlott az egyenlege, egyedül az Európai Unióból származó nettó átutalások emelkedtek 1 százalékról 2,5 százalékra, ami azonban jóval elmarad a 2015. évi 6 százalékos csúcstól. Az áruforgalom többete 4 százalékról 2 százalékra csökkent, a szolgáltatásforgalom aktívuma azonban nem változott. A jövedelemegyenleg romlása a működőtőke-befektetések nagyobb nyereségéhez köthető. A külső finanszírozási képesség 2018-ban továbbra

is a GDP 4 százaléka körül alakul: a folyó fizetési mérleg többlete várhatóan csökken, de ezt az uniós források fokozottabb nettó beáramlása ellensúlyozza.

A fogyasztói árak 2017. évi 2,4 százalékos emelkedése után 2018-ban 2,5 százalékos inflációt várunk. Felfelé mutató kockázatot az idén is várható, jelentős béremelkedés okoz, ami elsősorban költségoldali árnyomást válthat ki. De kisebb mértékben a keresleti oldalról is felfelé húzhatja az árindexet, főként a munkaigényes szolgáltatások és az élelmiszerek terén. A szolgáltatások árindexét a hírközlési szolgáltatások általános forgalmi adójának a csökkentése 2018 elején átmenetileg lefelé húzta, ennek a hatása azonban az év folyamán mérséklődhet. A 2018. decemberi árindex 3 százalék körül lehet.

A nem pénzügyi vállalatok számára nyújtott *hitelek* átlagkamata 2018 elején tovább csökkent. A folyószámlahitelek felvétele jelentős havi kilengések mellett határozottan emelkedik, és valamelyest nő az egyéb hitelek igénybevétele is. Ugyanakkor rohamosan nő a vállalatok pénzügyi betétállománya, ezen belül különösen a látra szóló betéteké. Piaci információk szerint a látra szóló vállalati betétek jelentős része az európai uniós projektek keretében az állam által megelőlegezett összegekhez köthetik.

A háztartások hitelfelvétele az elmúlt években folyamatosan emelkedett, bár ez a folyamat nem volt töretlen. Az ingadozás a fogyasztási hitelek terén különösen erős, ráadásul az elmúlt hónapokban inkább csökkenés volt tapasztalható. Az ingatlanvásárlási célú hitelek esetében az emelkedő tendencia valamivel egyértelműbb, bár 2017 decemberében és 2018 januárjában a havi folyósítás csökkent. A lakossági hitelek átlagkamatának a csökkenése az elmúlt hónapokban megállt, sőt némi emelkedés tapasztalható. Ez azonban részben a fix kamatozású lakáshitelek kissé emelkedő arányának tulajdonítható, márpedig ez az átstrukturálódás a pénzügyi stabilitás szempontjából kedvező.