

Pénzügykutató Zrt.: Még kitart a lendület*

VÁRHEGYI ÉVA

Tavaly meglódult a magyar gazdaság, és a lendület az idén is kitart. A négy százalékos körüli növekedést a kedvező világ gazdasági konjunktúra mellett az uniós pénzforrások gyorsított felhasználása táplálja, de szerepet játszik benne a választásokra tekintettel is fellazított költségvetési és jövedelempolitika, továbbá a gazdaságélénkítő monetáris politika. A növekedés meghatározó tényezői a fogyasztás és az uniós pénzek költségvetési megelőlegezésével gerjesztett fejlesztések, de a kedvező konjunktúra és az erősödő munkaerőhiány a magánberuházásokat is ösztönzi. A munkanélküliség történelmi mélypontra süllyed, ám a munkaerő szűkössége miatt a foglalkoztatás eléri a határát. A gazdaság dinamikus növekedése egyelőre nem veszélyezteti az egyensúlyi helyzetet. A lendület még 2019-ben is kitarthat, de az uniós források mérséklődésével várhatóan megtörik, mivel a növekedés belső motorjai nem erősödtek meg kellően. A későbbiekben feszültségeket okozhat, hogy a magyar kormány és a jegybank a kivételesen kedvező külső konjunkturális feltételek között is maximálisan kihasználja a gazdaságélénkítés eszközeit, ezért a rosszabb időkben nem marad tér az anticiklikus gazdaságpolitikára.

A világ gazdasági keretfeltételek

2017-ben – hatéves lassulást megtörve – 3,7 százalékra emelkedett a globális növekedési ütem. A gyorsuló dinamika valamennyi nagy régiót és a világ gazdaság 75 százalékát jellemezte, beleértve a legalacsonyabb jövedelmű országokat. A Magyarország fő piacának számító Európai Unióban, illetve az eurózónában is a vártnál jobban (az előzetes adatok szerint 2,4 százalékkal) nőtt a GDP, ami tíz éve a legmagasabb érték. Az európai növekedést keresleti oldalról elsősorban a beruházások húzták, de magas volt a kedvező külső konjunktúrát kihasználó export dinamikája

* A cikk a Pénzügykutató Zrt. Még kitart a lendület. A magyar gazdaság helyzete és kilátásai 2018-ban című munkája alapján készült. A tanulmány elkészítésében részt vettek: Antalóczy Katalin, Herczog László, Mohácsi Kálmán, Neményi Judit, Petschnig Mária Zita, Várhegyi Éva, Voszka Éva. Szerkesztette: Várhegyi Éva.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2018.62.3-4.33>

Várhegyi Éva, az MTA doktora, a Pénzügykutató Zrt. tudományos tanácsadója.
E-mail: evavarhegyi@t-online.hu

is. Más tényezők mellett a kedvező munkaerőpiaci folyamatok hatására a magánfogyasztás is élénkült. A monetáris politika szintén támogató jellegű: az Európai Központi Bank nem emelte irányadó kamatát, és 2018 szeptemberéig folytatja az eszközvásárlási programot. A fiskális politikák összességükben semleges hatást gyakoroltak a növekedésre.

Németország nagyon jól teljesített 2017-ben. Hároméves folyamatos gyorsulás után 2,5 százalékkal nőtt a GDP, ami 2011 óta a legmagasabb érték. A növekedést elsősorban a (közösségi és magán-) fogyasztás dinamizálta, legfontosabb tényezője a továbbra is kedvező munkaerőpiac volt. A foglalkoztatottság 1,5 százalékkal tovább emelkedett, a munkanélküliségi ráta rekordalacsony szinten állt. A közösségi fogyasztás növekedése főként a menekültek integrálásához kapcsolódik. Dinamikusan nőttek a beruházások is, a fogyasztási és a külső keresletre reagálva. A versenyképes exportszektor kihasználta a kedvező külpiazi feltételeket, de a fogyasztásbővülés az importot is növelte, így a nettó export 2017-ben kevésbé lett növekedésdinamizáló tényező. A német áruexport bő 6, az import jó 8 százalékkal bővült, a külkereskedelmi mérleg aktívuma ezért 4 milliárd euróval csökkent, de a folyó fizetési mérleg GDP-arányos többlete még mindig megközelíti a 8 százalékot. A növekedési faktorokban bekövetkezett fordulat nem volt negatív hatással az államháztartásra, sőt a GDP-arányos államháztartási egyenleg 2014 óta fennálló aktívuma 1,2 százalékra emelkedett. A GDP-arányos államadósság is folyamatosan csökken: 2016-ban 70 százalék alá esett, tavaly már 65 százalék körül alakulhatott.

Az Egyesült Államokban az előző évi megtorpanás után 2017-ben negyedévről negyedévre gyorsult a növekedés, éves átlagban 2,3 százalékkal bővült a GDP. A növekedés motorja a magánberuházás volt, de a kedvező munkaerőpiaci folyamatok (nőtt a foglalkoztatottság, csökkent a munkanélküliség) a háztartások fogyasztását is dinamizálták. Az erős külpiazi kereslet a kivített ösztönözte, bár az import élénkítése miatt a nettó export kissé fékezte az amerikai növekedést. A monetáris politika kondíciói tovább szigorodtak, a Fed decemberben ismét emelte irányadó rátáját. A kormányzati költekezés növekedésélénkítő hatása is csökkent, de a fiskális politika alapvetően semleges maradt. A folyó fizetési mérleg GDP-arányos hiánya 2,4 százalékon maradt, az államháztartási hiány kissé emelkedett.

A japán gazdaság a várakozásoknál sokkal jobban produkált: a kedvező külpiazi feltételek mellett a GDP az előző évi duplájával, 1,8 százalékkal nőtt, amiben a támogató monetáris és fiskális politika is szerepet játszott. A japán gazdaság ismét kikapaszkodott a deflációból.

A *feltörekvő, fejlődő országok* növekedése is gyorsult 2017-ben, bár a fejlett országokénál kevésbé. A várakozások ellenére a kínai növekedés nem lassult tovább, hanem kissé erősödött, elsősorban a kedvező külpiaci feltételek, de a fennmaradó gazdaságpolitikai ösztönzés miatt is. Így a kínai modellváltás (fordulat az export- és beruházásvezérelt növekedés felől a fogyasztás és szolgáltatások által dinamizált felé) megtorpant. Az indiai gazdaság némileg lassult, de továbbra is jól teljesített: közel 7 százalékkal bővült. Kikapaszkodott a recesszióból Oroszország és Brazília, elsősorban az olaj- és nyersanyagárak emelkedésére támaszkodva.

A világgazdaságban az *egyensúlyi folyamatok* némileg *javultak*: a német és a kínai folyó fizetési mérleg többletei kicsit csökkentek, az USA mérleghiánya nem nőtt érdemben. Továbbra is nagy volt a pénzbőség a világban, de az *infláció mérsékelt maradt* a fejlett országokban, a feltörekvő államokban pedig még kissé csökkent is. Az *olajárakat felfelé nyomták* a javuló növekedési kilátások, a szélsőségesen hideg időjárás az USA-ban, az OPEC+ megállapodás az olajtermelés korlátozásáról és a közel-keleti geopolitikai feszültségek. Az IMF becslése szerint a WTI, a Brent és a Dubai átlagára az előző évben bekövetkezett, közel 16 százalékos csökkenés után 2017-ben 23 százalékkal emelkedett, az éves átlagár megközelítette a hordónkénti 53 dollárt.

A *világkereskedelem* is váratlanul *jól alakult* 2017-ben. Bár 2016-os elemzésében több nemzetközi szervezet (OECD, IMF) is megkongatta a vészharangot az áruk és szolgáltatások nemzetközi kereskedelmének rendkívül nyomott növekedése miatt, amelyben a globalizáció megtorpanásának, sőt visszafordulásának jelét látták, ez nem igazolódott. Az áruk és szolgáltatások nemzetközi kereskedelme 2016 második felétől lassan nekilendült, és 2017-ben összességében *4,7 százalékkal bővült*, ami 2011 óta a legmagasabb érték. A dinamika mögött többek között a fejlett országok beruházásainak növekedése, illetve az ázsiai feldolgozóipari termelés emelkedése állt. A *külföldi közvetlentőke-befektetések* értéke ugyanakkor jelentősen, összességében 16 százalékkal *visszaesett*.

2018 tavaszán *optimista hangulat* jellemzi a világgazdasági várakozásokat – annak ellenére, hogy az idei folyamatokat *számos komoly és egyre erősödő kockázat* veszélyezteti. Az optimista várakozások alapja az erős üzleti és fogyasztói bizalom, a kedvező globális pénzügyi kondíciók és munkaerőpiaci helyzet. Az optimizmust alátámasztja az USA-ban bevezetett adóreform, amelynek rövid távon (2018–2019-ben) nemcsak az Egyesült Államokban, hanem globálisan is erős növekedésösztönző hatása lesz. 2018-ban a várakozások szerint ismét a fejlett országok, ezen belül elsősorban az *USA lesz a világgazdaság motorja*. Az amerikai növekedés 2,7 szá-

zalékra gyorsulhat, ennek ellenére nincs komolyabb inflációs veszély, a Fed 2 százalékos inflációs célja nagyjából megvalósulhat. Várhatóan folytatódik az irányadó kamat fokozatos emelése, akár már most, tavasszal. Az adóreform két „mellékhatásaként” mind a folyó fizetési mérleg, mind az államháztartás hiánya növekedni fog. Előbbi egyelőre még fenntartható mértékben (GDP-arányosan 2,7 százalékos hiány várható), utóbbi azonban erőteljesen: a költségvetési deficit elérheti a 4,5 százalékos arányt.

Az *eurózónában* nagyjából a tavalyi dinamikával folytatódhat a növekedés. A hajtóerő továbbra is az élénk beruházási tevékenység lesz, de a magánfogyasztás is emelkedő pályán marad. Az Európai Központi Bank 2018-ban várhatóan nem változtat irányadó kamatán, az eszközvásárlás havi összegének felére csökkentéséről hozott döntéshez pedig hozzátették, ha szükséges, ismét kibővítik a programot. A monetáris kondíciók tehát támogatók, a fiskális politikák pedig semleges hatásúak maradnak. Az országonkénti növekedési ütemek kiegyenlítettek lesznek, a legfontosabb magországok (Németország, Franciaország, Hollandia, Ausztria) GDP-dinamikája 2 százalék felett alakul. Inflációs veszély továbbra sem fenyeget, a fogyasztói árak a tavalyi ütemben emelkedhetnek. Németországban az idén csak minimális lassulás következhet be, de a tavalyi dinamika sem zárható ki.

A *feltörekvő, fejlődő országok csoportjának* növekedési üteme csak mérsékelten emelkedik. A legdinamikusabb térség, a feltörekvő ázsiai országok gazdaságai a tavalyihoz hasonlóan bővílhetnek, bár a kínai növekedés kissé lassul, az indiai pedig gyorsul. A térség motorja egyértelműen India lesz, amely ismét 7 százaléknál tempósabban növekedhet. Kínában a modellváltás üteme lassulhat, a gazdasági növekedést várhatóan ismét a külső kereslet (az export) dinamizálhatja. Latin-Amerika kissé erősödik, Mexikó az USA növekvő keresletére támaszkodhat, Brazília az emelkedő nyersanyagárakat használja ki. Az orosz GDP is elsősorban a magasabb energia- és nyersanyagárak hatására nőhet 1,8 százalékkal.

Az *olajárak* idej alakulását több, egymásnak ellentmondó tényező alakítja. A kedvező globális gazdasági folyamatok tovább emelik a keresletet, de ennek üteme várhatóan lassulni fog. Az OPEC 2018 végéig meghosszabbította a termelés visszafogását, viszont Oroszország valószínűleg kilép a megállapodásból, és növeli olajkínálatát. A geopolitikai feszültségek fennmaradnak, és a spekuláció is egyelőre felfelé hajtja az árakat, bár ez gyorsan a visszájára fordulhat. Az OPEC termelés-visszafogását az Egyesült Államok növekvő palaolaj-kínálata is ellensúlyozza. Mindennek eredőjeként további, de a tavalyinál mérsékeltebb olajár-emelkedéssel

számolhatunk. A Brent, a WTI és a Dubai átlagára 10-12 százalékkal növekedhet, a hordónkénti olajár 2018-ban átlagosan 58-60 dollár lehet.

A *világkereskedelem* a tavalyihoz hasonló dinamikával, *4,6 százalékkal növekedhet*, és a külföldi közvetlentőke-befektetések is bővíülhetnek. Az optimista képet azonban számos *kockázati tényező* árnyalja. Az egyik legsúlyosabb az Egyesült Államok elnökétől kiinduló protekcionizmus erősödése, amelynek első jele a Transzatlanti Kereskedelmi és Beruházási Partnerségről (TTIP) szóló tárgyalások megszakadása, az USA kilépése a Csendes-óceáni Partnerségből (TPP) és az Észak-amerikai Szabadkereskedelmi Egyezmény (NAFTA) újratárgyalása volt. A vas- és alumíniumtermékek jelentős vámemelésének bejelentése már súlyos *kereskedelmi háborút vetít előre*, és alááshatja a nemzetközi kereskedelmi rendszer II. világháború után lerakott alapjait. 2018-ban erőteljesen előre kell haladni a brexit-tárgyalásokon, azok kimenetele még mindig bizonytalan. Mindkét tényező visszafoghatja a nemzetközi kereskedelem bővülését, a beruházásokat, megtorzíthatja a nemzetközi termelési hálózatok működését, és gátolhatja a növekedést. Kockázatot jelentenek továbbá a képződő eszkbuborékok, valamint az esetleg erősebb inflációs nyomás az Egyesült Államokban, amely gyorsabb, rosszul időzített kamatemelésre ösztönözheti a Fedet. Számos politikai kockázat is kirajzolódik a Közel-Keleten, Kelet-Ázsiában, de Spanyolországban és Olaszországban is. A jelzett tényezők közül akár egy bekövetkezése is jelentősen ronthatja számszerű prognózisunkat.

A magyar gazdaság növekedésének forrásai

Az előzetes adatok szerint *2017-ben 4 százalékkal nőtt a magyar gazdaság*, megfordítva az előző évek lassuló tendenciáját. A hazai növekedés meghaladta ugyan az Európai Unióét, de a volt szocialista országok körében nem volt kiemelkedő. A GDP többlete nagyrészt a termelékenység emelkedéséből adódott, ami fordulatot jelzett az előző évek extenzív jellegű pályájával szemben. A termelés bérigényessége azonban emelkedett, ami a fejlesztési források beszűkülésére, perspektivikusan pedig kedvezőtlenül alakuló teljesítményre utal. A dinamikus növekedés a kedvező külső konjunktúrának, az uniós források erősödő beáramlásának (illetve a költségvetésből történő megelőlegezésüknek), a kiengedő kormányzati és a hozzá társuló laza monetáris politikának, valamint a lakásépítések felpörgésének volt köszönhető.

Az élénk külső konjunktúra mellett felpumpált belső kereslet *prociklikus gazdaságpolitikát* jelentett.

A parlamenti *választások évében, 2018-ban* a kormányzati politika tovább erősíti a belső keresletet. A beruházások (és vele együtt az import) dinamikája csak a magas bázis miatt csökken. A kedvező jövedelmi és foglalkoztatási feltételek mellett – az elhalasztott fogyasztás pótlása és a lakásépítések másodlagos hatása nyomán – a háztartások fogyasztása és reálfelhalmozása egyaránt jobban emelkedik a múlt évinél. A választásokra tekintettel a kormány a háztartások természetbeni juttatásait is bővíti. A végső fogyasztást csak a közmunkások számának csökkentése miatti, alacsony dinamikájú közösségi fogyasztás korlátozza. Az export növekedési üteme némileg mérséklődik, azonban a beruházások ütemcsökkenése ennél jobban veti vissza az import dinamikáját, így a nettó export az előző évinél kevésbé mérsékli a GDP-t. A *bruttó hazai termék* így prognózisunk szerint 2018-ban a múlt évinél valamivel kevésbé, *3,9 százalékkal emelkedik*, de szerkezetében nem módosul. A vártnál kedvezőtlenebb külső feltételek mellett ennél kisebb is lehet a növekedés.

Beruházások

Az egy évvel korábbi, jelentős visszaesés után 2017-ben 16,7 százalékkal nőttek, de a GDP-hez mért rátái még így sem elégségesek a gyors felzárkózáshoz. A fennülésben szerepet játszott a konjunktúrához fejlesztésekkel alkalmazkodó és többnyire a költségvetésből is megtámogatott cégbefektetések felfutása, a javuló jövedelmikilátások miatt is élénkülő lakáskereslet, valamint – meghatározó mértékben – az uniós pénzforrások megnyílása, amelyek zömét több százmilliárd forinttal a magyar költségvetésből előlegezték meg. Noha a 2007–2013 közötti uniós ciklusban egy főre vetítve Magyarország kapta a legtöbb támogatást a volt szocialista országok körében, ő nyújtotta a leggyengébb teljesítményt: a beruházások szintje 2016-ban még 10 százalékkal elmaradt a 2004. évitől. Így a tavalyi beruházási boom csak a lemaradást mérsékelhette.

2018-ra a beruházások további 9 százalékos növekedését prognosztizáljuk. Ennél nagyobb ütemet várunk a zömében uniós pénzekből táplálkozó szállítás, raktározás, víz-, csatorna- és hulladékgazdálkodás ágazatokban, valamint az energiaszektorban és a lakossági ingatlanoknál. A feldolgozóipari, mezőgazdasági, kereskedelmi, építőipari beruházások viszont a tavalyinál mérsékeltébb ütemben növekednek. A jó konjunkturális kilátások, a kedvezőbbé váló adózási feltételek, az elmaradt állóeszköz-fejlesztések pótlásának igényei és a munkaerőhiány mellett az alacsony kama-

tok, valamint a bankok javuló hitelezőképessége is ösztönzi a beruházásokat. Az uniós pénzek lehívásának a korábbiaknál jóval nagyobb szerepe lesz a fejlesztésekben. A beruházási szándékok teljesülését finanszírozás oldalról a kiemelt projektekhez (foglalkoztatás bővítése, versenyképesség erősítése) megszerezhető állami támogatás és a háztartások magas pénzvagyona is segíti.

Keresetek

Nemzetgazdasági szinten mind a bruttó, mind a nettó keresetek 12,9 százalékkal (közfoglalkoztatottak nélkül 11,7 százalékkal) növekedtek 2017-ben, a reálkeresetek 10,3 százalékkal emelkedtek. A versenyszférában a minimálbér 15 és a bérminimum 25 százalékos emelése önmagában, illetve a tovagyrúzó hatásán keresztül jelentős, 11,7 százalékos átlagkereset-emelést kényszerített ki. Az állami vállalatoknál jelentősen, összességében körülbelül 15 százalékkal emelték a béreket, mintegy 60 milliárd forintos összegben. A költségvetési szférában alkalmazott paraméterek (közalkalmazotti illetménytábla, illetményalap) tavaly sem változtak, azonban számos, jogszabályban is garantált béremelésre került sor, összességében 15,9 százalékos növekménnyel. A közfoglalkoztatás jelentős csökkenése miatt a közfoglalkoztatottak nélkül számított mérték ennél alacsonyabb, 13 százalék lett.

2018-ban további jelentős, bár a tavalyitól elmaradó keresetnövekedés várható. Noha a minimálbér, illetve a bérminimum kisebb (8,2, illetve 12 százalékos) mértékben nő, a fokozódó munkaerőhiány miatt folytatódnak a béremelések. A közfoglalkoztatás tovább mérséklődik, így a nemzetgazdasági átlag lényegesen meghaladja a közfoglalkoztatottak nélkül számított értéket. A személyi jövedelemadó változatlan kulcsa mellett a bruttó és a nettó növekmény idén is megegyezik. A versenyszféra állami társaságainál a kormány a 2017–2019-es időszakra megállapodott az érintett szakszervezetekkel. Az idei évre a MÁV-nál, a Magyar Postánál, a Volánnál és a regionális víziközmű-társaságoknál 12, az MVM-nél 9 százalékos keresetnövekedést rögzítettek. Mindezek alapján a versenyszférában és a költségvetési szférában egyaránt 9,5 százalékos, és így nemzetgazdasági szinten is ekkora keresetnövekedést várunk, ami a reálkeresetek 7 százalékos emelkedésével jár.

Foglalkoztatás, munkanélküliség

Mérséklődő dinamikával ugyan, de 2017-ben is tovább bővült a foglalkoztatás. A növekmény – a korábbi évekkel ellentétben – az elsődleges munkaerőpiacon következett be, miután mind a közfoglalkoztatottak, mind a külföldi telephelyen

foglalkoztatottak (ingázók) száma csökkent. A korábbi trendtől eltérően az iparban bővült a foglalkoztatás, míg a szolgáltatásoknál csökkent. Éves átlagban a foglalkoztatottak száma 4,421 millió főre emelkedett – ez 59,3 százalékos foglalkoztatási rátát jelent –, a munkanélküliek száma 191,7 ezer főre csökkent, ami 4,2 százalékos munkanélküliségi rátának felel meg.

2018-ban a foglalkoztatás további bővülésére számítunk, de a dinamikája mérséklődik. A fokozódó munkaerőhiány miatt ugyanis egyre nehezebb új munkaerőt alkalmazni, ami a szezonális, illetve tartósan külföldön dolgozók nagy számával is összefügg. Mivel ez a csoport jellemzően szakképzett és vállalkozó szellemű emberekből áll, a külföldi munkavállalás rontja az itthon maradók átlagos minőségét, a fellépő munkaerőhiány pedig egyre több területen akadályozza a foglalkoztatás bővülését, és így a gazdaság növekedését. A munkaerőpiac kezd telítődni, erősödnek a strukturális feszültségek. A kormány ezt a közfoglalkoztatás további csökkentésével próbálja oldani: az idén erre előirányzott összeg 225 milliárd forint (ami 100 milliárddal kevesebb a tavalyinál) a tervek szerint átlagosan havi 160 ezer fő foglalkoztatására elegendő. Bár a kormány azzal számol, hogy a munkaerőhiány miatt a közfoglalkoztatottak mind nagyobb hányada elhelyezkedik az elsődleges munkaerőpiacon, ezt a szükséges szaktudás hiánya és a területi mobilitás gyengesége nehezíti. Mindezek alapján éves átlagban *a foglalkoztatottak számát 4,48 millió főre (60 százalékos foglalkoztatási ráta), a munkanélküliek számát 164 ezer főre* becsüljük, ami rekordalacsony, *3,5 százalékos munkanélküliségi rátát* jelent.

Megtakarítások, hitelek

Tavaly a háztartások jelentősen emelkedő reáljövedelmük mellett sem növelték pénzügyi megtakarításaikat: a nulla közeli kamatok miatt inkább ingatlanba, műkincsbe fektették be fogyasztásra el nem költött többletjövedelmüket. A lakáspiac feléledése meglódította az ingatlanhitelezést, a magasabb reáljövedelmek pedig a fogyasztási hitelezést ösztökélték, de az új hitelfolyósítások összességében még alig haladták meg a törlesztéseket. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása az előző évihez hasonló lehetett, a megtakarítási ráta 4 százalék körül alakult. A vállalati szektorban az új hitelfelvételek már érzékelhető mértékben meghaladták a hiteltörlesztéseket, ám a növekvő uniós források és a fiskális expanzió jövedelemnövelő hatására a megtakarítások is nőttek. A szektor ezért továbbra is nettó megtakarító pozícióban maradt.

A 2018-ban folytatódó bérkiáramlás hatására tovább bővül a *háztartások* jövedelme, ám a negatívvá váló reálkamatok inkább a fogyasztást és a reáljóságokba (ingatlan, műkincs, nemesfém) történő befektetéseket ösztönzik, ezért a lakosság bruttó pénzügyi megtakarítása nem bővül. A fogyasztáshoz és a lakásberuházásokhoz kapcsolódó *hitelezés* egyaránt felerősödhet, így a GDP arányában *3,4 százalékra mérséklődhet a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása*. A *vállalatok* jövedelmezőségét a társasági adókulcs csökkenése és az uniós források nagyobb felhasználása is javítja. A hitelek mérséklődő reálkamata és a kedvező konjunkturális környezet erősítheti a hitelezést, ezért *a vállalati szektor megtakarítói többlete tovább mérséklődhet*, ám még az idén sem kerül az egészséges gazdaságokat jellemző, nettó hitelfelvevői pozícióba.

Az egyensúlyi helyzet alakulása

Külső egyensúly

A kivitel és a behozatal növekedési üteme 2017-ben egyaránt erőteljesen gyorsult. Európában számolva az előbbi 8,2, az utóbbi 11,1 százalékkal emelkedett, aminek hatására a külkereskedelmi mérleg aktívuma 1,6 milliárd euróval, 8,1 milliárd euróra csökkent. Volumenben a behozatal dinamikája hónapról hónapra meghaladta a kivitelét, júniustól a különbség jelentőssé vált. Tavaly a kivitel évek óta először nem a gépipari termékek, hanem a feldolgozott termékek heterogén árucsoportja dinamizálta. Az energiafejlesztő gépek (benzines és dízelmotorok) kivitele csökkent, a közúti járművek exportja pedig csak 2,9 százalékkal emelkedett. Erőteljesen nőtt a vas és acél (61 százalékkal), a vegyi termékek, műanyag alapanyagok és termékek kiszállítása. A jelentős súlyú szakmai, tudományos és ellenőrző műszerek (autóelektronika) és a gyógyszerek exportja szintén dinamikusán bővült. Ugyancsak élénken nőtt az élelmiszerek, ezen belül a gabona kivitele (több mint 26 százalékkal). Összességében némileg csökkent a kivitel koncentrációja az előző két évhez képest, de a hazai ipar és export továbbra is erősen kiszolgáltatott maradt az autóiipari konjunktúrának. A dinamikus importbővülés mögött részben az energiahordozók árának és mennyiségének növekedése állt, de szerepe volt benne a fogyasztás növekedésének (ruházat, cipő, élelmiszeripari termékek), illetve a folyó termelés importszükségletének (járműipari, elektronikai alkatrészek, élőállatok) is. A külkereskedelem relációs szerkezete alig változott: az exportban az Európai Unió továbbra is a 80 százalékos

arányt közelíti, az importban némi csökkenés után 77 százalék volt e régió részesedése.

A romló áruforgalmi egyenleg hatására a *folyó fizetési mérleg többlete* 3,6 milliárd euróra, a GDP 2,9 százalékára mérséklődött. Az uniós transzferek jóvoltából azonban a magyar gazdaság *külső finanszírozási képessége* továbbra is jelentős maradt, meghaladhatta a GDP 4 százalékát.

A világgazdasági és hazai adatok ismeretében úgy véljük, hogy 2018-ban – a kockázatokkal terhelt, de prognózisunk szerint erősödő világgazdasági és európai konjunktúra, illetve a magas bázis hatására – a magyar export euróban számolt növekedési üteme kissé lassul, de továbbra is erős marad. Az import értékének alakulását az emelkedő energiaárak, a megugró fogyasztás és a beruházások növekedése befolyásolják. Így a kivitel 7,5 százalékkal, a behozatal pedig 8,7 százalékkal bővíülhet. Az import javára elnyíló olló némileg záródik, ennek ellenére az idei évben jelentősen – több mint 2,6 milliárd euróval – csökken a külkereskedelmi mérleg aktívuma. Nem számítunk arra, hogy a külkereskedelem relációs szerkezetében 2018-ban lényeges elmozdulás lenne. Meghatározó marad az Európai Unió, ezen belül a régi tagországok, illetve Németország. Az export áruszerkezetére továbbra is a rendkívül erőteljes koncentráció, a járműipar meghatározó szerepe lesz jellemző.

A 2018-ban tovább mérséklődő áruforgalmi aktívum hatására a *folyó fizetési mérleg* többlete 2,3 milliárd euróra, a GDP 1,8 százalékára csökkenhet. A tökemérleget azonban még mindig erősítik az uniós transzferek, így a külső finanszírozási képesség elérheti a 4,6 milliárd eurót, a GDP 3,5 százalékát.

A 2008-as válság óta Magyarország sajátos adóparadicsomként működik, ezért a fizetésimérleg-statisztikában *külföldi közvetlentőke-befektetésként* jelenik meg számos olyan nagy összegű ügylet, amely kizárólag adóoptimalizálási célokat szolgál, és a tőke csak átfolyik az országon. Az, hogy a valódi befektetések számára mennyire volt vonzó Magyarország, a speciális célú vállalatok és az átfolyó tőke nélküli számokból csak pár év múlva derül ki. A jelenlegi folyamatokat ezért a 2012–2013 közötti adatokból prognosztizáljuk, amiből kitűnik, hogy a *tőkebefektetések legstabilabb része a jövedelmek újrabefektetése*. Az adósságtípusú instrumentumok (a vállalaton belüli kölcsönök nyújtásának és törlesztésének egyenlege) a befektetés módjának sajátosságából adódóan rendkívül volatilisak, a részvény és egyéb részesedés típusú beáramlás meghatározó része ezekben az években a kereskedelmi bankoknál valósult meg. Az előzetes adatok helyett ezekre a tendenciákra és a nemzetközi folyamatokra alapozva a 2017-ben közvetlen befektetésként Magyarországra érkezett

külföldi tőkét *2 milliárd euróra* becsüljük, amelynek döntő része az itt működő külföldi leányvállalatokban keletkezett *profit visszaforgatása* volt.

A tőkebefektetések várható értékét *2018-ban* a viszonylag kedvező nemzetközi trendek mellett a hazai környezet bizonytalansága is befolyásolja. Az alacsony társasági adó vonzó lehet az adóoptimalizálásban érdekelt vállalatoknak, ám a gyorsuló bérnövekedés és a külföldellenes retorika ellenkező hatást kelthet. Arra számítunk, hogy a beáramló tőke értéke minimálisan haladhatja meg a tavalyit, és 2,1 milliárd euró körül lehet.

Államháztartás

A költségvetést kedvező külső és belső folyamatok alakítják, növelve kormány mozgásterét a költekezésben. 2017 már a hatodik év, amikor a magyar államháztartás hiánya az európai uniós módszertan szerint a 3 százalékos küszöbérték alatt volt, és ez várhatóan az idén is így lesz. A költségvetés helyzetét javítja, hogy a jó konjunktúra, a növekvő külső kereslet, valamint az erősödő foglalkoztatottság, az emelkedő bérek és a gazdaság dinamizálódása bővítik az adóalapokat. A költségvetés a bevételi oldalon az adókulcsok (vállalati nyereségadó, bankadó, személyi jövedelemadó, szociális hozzájárulási adó, szelektíven az áfa) csökkentésével és az adókedvezmények (családi és sportcélú társasági adóelengedés) növelésével operál. A kiadási oldalt a béremelések (minimumbérek, életpályamodellek) és az induló beruházási projektek jellemzik, amihez az uniós pénzek gyorsított megelőlegezése társul (ezzel a költségvetési kiadások „büntetlenül” tovább növelhetők, mert csak a pénzforgalmi elszámolást terhelik).

Az államháztartás központi alrendszerének *pénzforgalmi hiánya 2017-ben* lényegesen meghaladta a tervezettet, elérte a GDP 5,1 százalékát. Ebben az *uniós pénzek gyorsított megelőlegezése* tükröződött, ami azonban az ESA-2010 módszertan szerinti elszámolásban nem jelenik meg. Ez és az önkormányzatoknál keletkezett többlet miatt az államháztartás *ESA-2010 szerinti hiánya* becslésünk szerint csupán a *GDP 2,1 százalékát tette ki*, vagyis a 2,4 százalékos előirányzat alatt maradt. Az első háromnegyed évben visszafogott volt a költségvetési gazdálkodás, de a kedvező alapfolyamatok és a beérkező uniós támogatások láttán *az utolsó negyedévben átláthatatlan és ellenőrizetlen ad hoc költekezés indult be*.

2018-ban az államháztartás hiánya ESA-2010 szemléletben a *GDP 2,4 százalékát teheti ki*, ami megfelel a törvényi előirányzatnak. A költségvetést meghatározó folyamatok kedvezően alakulnak, és az uniós pénzfelhasználás is folytatódhat, ami megnöveli a kormány mozgásterét. Mérsékelheti a hiányt, ha a feltételezettnél jobb

konjunktúrából fakadó többletet nem költi el, vagy ha javul az ország adósbesorolása. Növelheti viszont a hiányt az esetleges túlköltekezés, a választásokkal összefüggő, a növekedést nem segítő kiadások elfutása, továbbá az uniós pénzek előfinanszírozásának vagy befolyásának fennakadása.

A GDP-arányos államadósság 2017-ben az előző év végi 73,9 százalékról 71,7 százalékra mérséklődött. Az elmúlt nyolc évben az adósságráta mindössze 5,5 százalékponttal csökkent, pedig a magán-nyugdíjpénztárak beolvasztása közel 10 százalékpontos csökkentésre adott fedezetet. A következő *felülvizsgálat során az Eurostat az államháztartási körbe sorolja az Eximbankot*, aminek hatására a tavalyi adósságráta 73,8 százalékra ugrik. 2018 végére az adósságráta 70,8 százalékra csökkenhet, de az Eximbankkal együtt számítva elérheti a 73,7 százalékot.

Infláció

Akárcsak Európa valamennyi országában, tavaly Magyarországon is ismét erősödésnek indult az infláció, és meghaladta az uniós átlagot. A fogyasztói árak éves átlagban 2,4 százalékkal emelkedtek, ebben a következő tényezők játszottak szerepet: az előző évről áthúzódó hatás, az importált infláció emelkedése, valamint a bérek megugrása miatt bekövetkezett fajlagos költségnövekedés, amelyet a belső kereslet felfutása elismert. A kormányzati politika egyfelől erősítette a drágulást (jövedéki adók emelése, fellazított fiskális és jövedelempolitika, a hatósági áras termék- és szolgáltatáskörben az átlagot meghaladó áremelések), másfelől az áfacskökkentéssel hűtötte is. A maginfláció 2016 őszétől megindult növekedése 2017-ben is folytatódott.

Az infláció *2018-ban* várhatóan nem erősödik tovább. Bár a választások évében laza, kiengedő monetáris, fiskális és jövedelempolitika érvényesül, ami a bővülő foglalkoztatás mellett növeli a keresletet, az erős piaci verseny és a szabályozott áraknál érvényesülő önkorlátozás az előző évinél valamivel kisebb inflációt eredményez. A külső infláció alig emelkedik, és a forint árfolyama is már csak kismértékben gyengül tovább. Az előző évinél kisebb áthúzódó árhatás miatt *éves átlagban a fogyasztói árak 2,3 százalékos drágulását* prognosztizáljuk, ami az importált infláció és az élelmiszerek árának nem várt megemelkedése esetén lehet ennél magasabb. *Az éven belüli infláció 2,6 százalékra* erősödik a tavalyi 2,1 százalékról.

Kamatok

Az amerikai Fed kamatemeléseivel már 2017-ben elkezdte a szigorítást, az Európai Központi Bank viszont folytatta laza monetáris politikáját. A Magyar Nemzeti Bank pedig még tovább is lazított: $-0,15$ százalékra csökkentette a piaci kamatokat mozgató egynapos betét kamatát, azért, hogy a bankokat hitelezésre ösztökélje, és leszorítsa az állampapírhozamokat. Emellett leépítette az alapkamaton fialó három hónapos betétállományát – ezzel a $0,9$ százalékos alapkamat végképp elvesztette funkcióját. A bankközi kamatok és az állampapírhozamok 0 közelébe süllyedtek, az év során felerősödött infláció miatt pedig szinte az összes pénzügyi befektetési formán, sőt még az éven belüli vállalati hiteleken is negatív reálkamatok alakultak ki.

2018. januártól az Európai Központi Bank elkezdte csökkenteni (havi 60 -ról 30 milliárd euróra) az eszközvásárlásait, de azokat legalább szeptember végéig folytatja. A Magyar Nemzeti Bank azonban elkötelezte magát, hogy mindent megtesz a gazdaság élénkítése érdekében, az inflációs veszélyt pedig a belső kereslet felfűtése ellenére nem érzi fenyegetőnek – legalábbis 2019-ig. Ennek ellenére, ha a nemzetközi pénzügyi helyzet megköveteli (például a Fed kamatemelései miatt, amelyek egyre nagyobb *negatív* kamatfelárat idéznek elő a forinton), nem zárható ki, hogy a nem konvencionális eszközök visszafogásával valamelyest szigorít a politikáján. Azt valószínűsítjük, hogy az *alapkamat az év végén is $0,9$ százalék lesz* és az egynapos betéti kamat ($-0,15$) sem csökken tovább. *A bankközi kamatok 0 körüli szinten maradnak.*

Árfolyamok

A Fed kamatemelései nyomán 2017-ben jelentősen csökkent a forint kamatfelára a dollárhoz képest. A hitelminősítők javuló értékítélete és az országgockázati felár csökkenése azonban ellentételezte ennek a hatását a forintbefektetők piacára, sőt a korábbi alulértékelttségéhez képest még erősödött is a forint az euróhoz képest. A jegybank azonban, törvényes feladatával szemben, árfolyamnyereség elérésére törekszik, ezért a forint gyengítésében érdekelt. Ez lehet az egyik oka annak, hogy bár az amúgy is csökkenő piaci hozamok már nem tették szükségessé, szeptembertől újabb monetáris lazításba kezdett. Ennek hatására az euró az év végén újra 310 forintot ért, noha az éves átlag 309 forint volt. Az euróval szemben meggyengült dollár árfolyama az év végére 259 forintra süllyedt, éves átlagban pedig 274 forint volt.

A nemzeti valuta gyengülését *2018-ban* már kevésbé fékezi a rövid lejáratú forinteszközök mérséklődő vonzereje, mert bár a nemzetközi pénzügyi kamatok/

hozamok az idén még nem emelkednek jelentősen, a forint kamatfelára csökken. A magyar gazdaság viszonylag dinamikus növekedése és a külső pozíciók jelentős többlete ugyanakkor továbbra is a forintot erősítő tényező marad. Az árfolyamnyereségben, vagyis a bekerülésinél alacsonyabb aktuális árfolyamban érdekelt jegybanki vezetés azonban várhatóan az idén is a forint gyengén tartására törekszik, noha az év végére felerősödő infláció miatt ennek megnő a kockázata. Az év utolsó napjára 312 forintos, éves átlagban pedig 311 forintos eurót prognosztizálunk. A dollár árfolyama az év végére 260 forintra emelkedhet, éves átlagban pedig 259 forint lehet.

Egyes ágazatok teljesítménye

Az *ipari termelés 2017-ben* 4,8 százalékkal bővült, ami az előző évi stagnálásnál lényegesen kedvezőbb, és valamivel meghaladja az Európai Unió átlagát is, de hosszabb távú összehasonlításban közepes mértéket jelent. Az év legfontosabb újdonsága a *belföldi értékesítés* magas, 3,6 százalékos dinamikája, ami néhány kis ágazat mellett különösen a gumiiiparban, valamint a gépek és a számítógépek gyártásában volt erőteljes. Az ipar növekedésének motorja a 2016-os évhez hasonlóan *most sem a járműipar* volt – ennek kibocsátása nem haladta meg az 1,5 százalékos pluszt.

2018-ban az ipar teljesítménye a szokásosnál nagyobb mértékben függhet a belföldi értékesítéstől, amelynek rendelésállománya tavaly folyamatosan bővült, és az év végén 125 százalékon állt. A külső feltételek várhatóan az idén is kedvezőek maradnak, de a lehetőségeket a magyar ipar valószínűleg nem tudja maradéktalanul kihasználni. Ezt jelzi, hogy a megkötött kiviteli szerződések értéke tavaly minden hónapban alacsonyabb volt az egy évvel korábbinál, és decemberben 87 százalékon zárt. A kivitel dinamikája ezért viszonylag alacsony lesz, miközben a belföldi felhasználás tovább bővíülhet. Így 2018-ban az ipar növekedési üteme valamelyest mérséklődhet, *4 százalék körülire számítunk*.

Az *építőipar* a 2016-os 20 százalékos csökkenés után 2017-ben gyors, közel 30 százalékos növekedésre váltott. Ez elsősorban az egyéb építmények főcsoport több mint egyharmados bővülésének következménye, de az épületek építése is több mint negyedével élénkült. A konjunktúra a *lakásszektorban is folytatódott*. Az átadott lakások száma 44 százalékkal emelkedett, gyorsabban, mint a megelőző évben. Az építési engedélyek száma lassuló ütemben, de még így is 20 százalékkal nőtt. Ez az érték már közelít a válság előtti, 2008-as nagysághoz. A lakásárak töretlenül, bár

Budapesten már kevésbé dinamikusan kapaszkodnak felfelé, a finanszírozásban pedig egyre nagyobb a hitelek szerepe.

2018-ban a lendület fennmaradását prognosztizáljuk az építőipar mindkét nagy tevékenységi területén. Folytatódik az uniós források felhasználása, főként az infrastrukturális beruházásokban, a lakásépítéseket a változatlanul alacsony kamatszint, a foglalkoztatás emelkedése, a háztartási jövedelmek növekedése és az új kedvezményrendszer ösztönzi. A dinamika megőrzésére utal, hogy a rendelésállomány minden hónapban a 2017-es megfelelő érték duplája körül alakult, és decemberben – az akkor már magas bázison – megközelítette a 230 százalékot. A húzóerő továbbra is az egyéb építmények főcsoportja, de a lakásokra kiadott építési engedélyek száma is magas, különösen a fővárosban. Mindennek alapján 2018-ra *az építőiparban az előző évihez hasonló, 30 százalék körüli növekedést várunk.*

A mezőgazdaság 2017. évi helyzetét az időjárás befolyásolta, amely csak a zöldség- és gyümölcstermelésnek kedvezett. A nyári betakarítású gabonákból több mint 8 százalékkal kevesebb termett, és mivel az árak kevésbé nőttek, a termelők bevétele csökkent. A gazdálkodók zöme számára most is csak a területalapú támogatás miatt nem vált veszteségessé a termelés. Az állattenyésztők számára kedvezően alakultak az árak, de az előző évi nyomott árak miatt ennek ösztönző hatása nem érvényesült. A növénytermesztésben tovább terjedt a precíziós termelés, az állattartásban és a gyümölcstermelésben javult a technológiák minősége.

A teljes termelés volumene 5,2 százalékkal csökkent, a növénytermesztési és kertészeti termékek előállítása 7, az élőállatoké és állati termékeké 3,4 százalékkal lett kisebb. A növényi termékek felvásárlása 10, az élő állatok felvásárlása 6 százalékkal mérséklődött, az állati termékeké pedig másfél százalékkal nőtt. A mezőgazdaság egészében 7 százalékkal csökkent a felvásárlás. Az élelmiszerek, italok, dohánytermékek *exportja* a nemzetgazdasági kivitel mintegy 7 százalékát tette ki, és meghaladta a 7 milliárd eurót. Az élelmiszer-gazdaság külpiaci egyenlege (a növényolaj- és a faforgalmazással együtt) megközelítette a 3 milliárd eurót. Az ágazat *beruházásai* a rendelkezésre álló támogatások hatására az első félévben mintegy 30 százalékkal ugrottak meg, és az év második felében is folytatódott a növekedésük, mert a 2014–2020-as uniós ciklus valamennyi pályázatát kiírták. Az év során 11,5 százalékkal bővültek az agrárium beruházásai.

A megvalósult fejlesztések és a vidékfejlesztési program uniós támogatással segített beruházásai 2018-ban megnövelik a mezőgazdasági termelést, hacsak az időjárás nem lesz nagyon kedvezőtlen. A hízómarhatartást követően a sertéstartási kedv is javulhat a kedvező árviszonyok, a korszerű új telepek és az erősödő termeltetési

integrációk miatt. A szántóföldi növénytermesztésben tovább terjed a precíziós művelési mód. A gyümölcsstermelésben az intenzív ültetvények bővülése miatt a művelésben, a növényvédelemben és az árukezelésben is új technológiák terjednek el. A tejtermelő kapacitás is bővíthet, ha fennmarad a határon túli piacok kereslete. A növénytermelés 4-5, a vágóállat- és a tejtermelés 2-3 százalékkal nőhet, így a teljes mezőgazdasági termelés volumene 3-4 százalékkal bővíthet. A jövedelem növekedése ezt csak kismértékben haladhatja meg, mert a legtöbb termékénél nem látszanak újabb árfelhajtó tényezők. Az élelmiszer-fogyasztás csak szerény, 1-2 százalékos mértékben bővíthet. Az import 2-3, az export 3 százalékkal nőhet, az agrárágazat teljes külkereskedelmi szaldója újra megközelítheti a 3 milliárd eurót. Az uniós pályázati lehetőségek bővülésével a mezőgazdasági beruházások akár 5 százalékkal is nőhetnek.

Összegzés és következtetések

2017-ben az uniós pénzek gyorsított felhasználásának hatására dinamikusan bővültek a beruházások, a fogyasztást pedig a kiengedő jövedelempolitika és a munkaerőhiány miatt 10 százalékkal emelkedő reálkeresetek hizlalták. A munkanélküliségi ráta tovább süllyedt, a foglalkoztatási ráta megközelítette a 60 százalékot. Az élénkebb kereslet kissé felfűtötte az inflációt, ám az még jóval a 3 százalékos célérték alatt maradt. Az ösztönző monetáris politika, az alacsony reálkamatok, valamint a lakáspiac élénkülése egyaránt megnövelte a hitelkeresletet és -kínálatot. A lakosság új hitelfelvételeit azonban a törlesztések még ellentételezték, a vállalatok pedig továbbra is nettó megtakarítói pozícióban maradtak. A belső kereslet hatására megnövekvő import mérsékelte a külkereskedelmi aktívumot, ám a jelentős uniós transzferek miatt továbbra is tekintélyes külső finanszírozási többlet jött létre. Ezek a körülmények az államháztartási hiánycél elérése mellett is teret engedtek az utolsó negyedévben az ad hoc költségvetési költsékezésnek.

2018-ban is kedvező, bár sokasodó kockázatokkal (amerikai „kereskedelmi háború”, brexit, eszközár-buborékok) terhelt világ gazdasági környezetben bővíthet a magyar gazdaság. A 3,9 százalékosra prognosztizált hazai növekedés fő húzóereje a fogyasztás marad, amelyet a kormány fiskális és jövedelempolitikája (bérek, családi adókedvezmény növelése) mellett a mindinkább negatív reálkamatokhoz vezető jegybanki politika is ösztönöz. Az uniós források gyorsított felhasználásával (illetve költségvetési megelőlegezésével) gerjesztett beruházások is a növekedés meghatáro-

zó tényezői maradnak. A magánvállalkozások beruházásait a kedvező konjunktúrán túl az erősödő munkaerőhiány is ösztönzi, mivel ezt az élőmunka tőkével való kiváltásával lehetne csak orvosolni.

A munkanélküliség 3,5 százalékra süllyedhet az idén. A munkaerő szűkössége miatt azonban a foglalkoztatás eléri a határát, amin csak a közfoglalkoztatottak jelentős hányadának a munkaerőpiacra terelése, illetve a külföldön dolgozók hazatelepülése segítene – ám erre rövid távon nem látunk esélyt. A gazdaság dinamikus növekedése egyelőre nem veszélyezteti az egyensúlyi helyzetet, mivel a jelentős mértékű uniós forrásbevonás mind a külső (fizetési és tőkemérleg), mind a belső (államháztartási) pozíciókat javítja. A továbbra is csak szerényen emelkedő külpiaci árszint miatt a bővülő kereslet sem veszélyezteti az inflációs célt, annak ellenére sem, hogy a jegybank – önérdekű nyereségcélt is követve – a masszív devizabeáramlás ellenére gyengén tartja a forint árfolyamát.

A magyar gazdaság *lendülete 2019-ig kitarthat*, ám ezt követően, az uniós források mérséklődésével várhatóan megtörik, mivel a növekedés belső motorjai nem erősödtek meg kellően. Míg a meglóduló beruházások erősítették a potenciális növekedést, a humántőkébe történő befektetések elmaradása, az oktatási, egészségügyi és szociális rendszer hiányosságai miatt a személyi feltételek nem javultak. Ez gyengíti a magyar gazdaság versenyképességét és gátolja a felzárkózását. A fiskális és monetáris élénkítés sem folytatható sokáig. A jó költségvetési és adósságmutatók mögött súlyos feszültségek húzódnak meg, mivel a kiadások rossz, átgondolatlan elosztása nem képes enyhíteni a nagy elosztórendszerek forráshiányát. A monetáris lazításnak pedig a nagy jegybankok szigorító politikája és az élénkülő belső kereslet hatására fokozódó infláció szab gátat. Minthogy a magyar kormány és a jegybank a kivételesen kedvező külső konjunkturális feltételek mellett a gazdaságélénkítés minden eszközét maximálisan kihasználja, az előbb-utóbb bekövetkező recesszió (esetleges válsághelyzet) idején nem marad tér anticiklikus gazdaságpolitikára.