



Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép 2018

Készült a Költségvetési Tanács Titkársága megbízásából

Készítették:
Matheika Zoltán
Palócz Éva

.....
Dr. Palócz Éva Mária, vezérigazgató

Budapest, 2019. április 29.

KészültKVT/17-17/2019. szerződés alapján

Dr. Palócz Éva Mária
vezérigazgató

KOPINT-TÁRKI
Konjunktúrakutatási Intézet Zrt.
1112 Budapest, Budaörsi út. 45.
1518 Budapest, Pf. 71.
Telefon: 309-2695
Fax: 309-2647
E-mail: info@kopint-tarki.hu
www.kopint-tarki.hu

Tartalom

Bevezető	5
I. Világ gazdasági helyzetkép	9
II. Makrogazdasági helyzet 2018-ba	14
2.1. A GDP és komponensei	14
2.1.1. A GDP termelési oldala	18
Ipar	18
Építőipar	22
Lakásépítés, lakáspiac	24
Turizmus.....	26
2.1.2. A GDP felhasználási oldala	28
A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai.....	28
Beruházások.....	32
Külkereskedelem	35
Foglalkoztatottság, munkanélküliség	38
III. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok	40
3.1. Államháztartási folyamatok	40
3.1.1. Az államháztartás 2018-ban	40
3.1.2. Európai kitekintés.....	40
3.1.3. Régiós tendenciák	43
3.1.4. A költségvetési bevételek és kiadások részletesen (pénzforgalmi szemléletben)	43
3.1.5. Az EU-támogatások előfinanszírozásának hatása a költségvetésre.....	45
3.1.6. Az államadósság alakulása.....	47
3.2. Infláció	50
3.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok.....	52
3.3.1. Árfolyam	52
3.3.2. Állampapír-piaci hozamok.....	53
3.4. Vállalati és lakossági hitelek és kamatok.....	54
3.4.1. Vállalati hitelek	54
3.4.2. Háztartási hitelezés.....	55
Felhasznált irodalom	56

Bevezető

2018-ban a **magyar gazdaság** – az előzetes várakozásokat jócskán felülmúlva – 4,9%-kal növelte teljesítményét. Ez egyrészt közel másfél évtizede a leggyorsabb éves növekedési ütem, másrészt régiós összevetésben is kiemelkedik: a kelet-európai új tagállamok között csak a lengyel GDP bővült ennél dinamikusabban tavaly.

A kérdés, hogy mindez a korábban vártnál is élénkebb tavalyi növekedés – és azon belül is a második félévben mért 5% feletti dinamika – jelent-e valamit az **idei kilátásokat** illetően. Ezzel kapcsolatban mindenekelőtt arra érdemes felhívni a figyelmet, hogy a várakozásokat túlszárnyaló növekedés jobbára nem a konjunkturális folyamatok szempontjából elsődlegesen vizsgált komponenseknél történt: kulcsszerepe volt a termelési oldalon a mezőgazdaságnak, a felhasználási oldalon pedig a készletváltozásnak.

A *termelési oldalon* az ipar egész éves teljesítménye – ahogy az ősszel már látható volt – súlyosan alulmúlta az egy évvel ezelőtt megfogalmazott várakozásokat. A szolgáltatások dinamikája ezzel egyidejűleg nagyjából az előzetesen vártnak megfelelően alakult 2018-ban. A vártnál erőteljesebb GDP-növekedés tehát a két kisebb súlyú ágazatnak tudható be: az építőipar éves növekedési üteme meghaladta a 20%-ot, és ami még nagyobb súllyal esett latba, a mezőgazdasági hozzáadott érték éves átlagban 5%-ot meghaladóan bővült. Magától értetődik, hogy ez utóbbiból semmi nem következik a mezőgazdaságnak az idei növekedésre gyakorolt hatását illetően.

A *felhasználási oldalon* az év egészét tekintve a magánfogyasztás 2003-óta a legmagasabb növekedési ütemét érte el (4,6%), eközben viszont a közösségi fogyasztás visszaesett, így az összes fogyasztás dinamikája az előzetesen várttal ellentétben némileg gyengült 2017-hez viszonyítva. Az állóeszköz-felhalmozás növekedési üteme szintén lassult tavaly – habár a lassulás mérsékelt maradt – ezzel együtt a jelentős részben az uniós források által fűtött 16,5%-os növekedés még így is kiugró volt európai összevetésben. Mindenesetre a fogyasztás és az állóeszköz-beruházás lassulása mellett az összes **belföldi felhasználás éves növekedési ütemének 7%-ra gyorsulása** 2018-ban végső soron nem a legnagyobb figyelemmel kísért komponenseknek, hanem a *készletváltozásnak* tulajdonítható.

Mindebből arra következtetünk, hogy a vártnál erőteljesebb tavalyi gazdasági növekedés nem változtat azon, hogy a főbb komponenseknél a lassulás irányába ható tényezők a dominánsak. Ezért várakozásunk szerint **az idei évet a gazdasági növekedés ütemének mérséklődése fogja jellemezni**. Ugyanakkor a lassulás nem lesz látványos, egyebek mellett azért sem, mert a lassulás ugyan széles körű lesz, de nem minden növekedési komponensre kiterjedő.

Az idei növekedést is egyértelműen a **belföldi felhasználás** fogja húzni, egyrészt a keresetek által fűtött magánfogyasztáson, másrészt pedig az uniós források idén tetőző felhasználásától támogatott állóeszköz-felhalmozáson keresztül.

Ám az idén a reálkeresetek eddig látványos emelkedése az eddigieknél markánsabban fog lelassulni. Ez egyrészt abból adódik, hogy a **vállalati szektor jelentős szegmenseinek béremelési kapacitása tovább apad**. E szegmensben

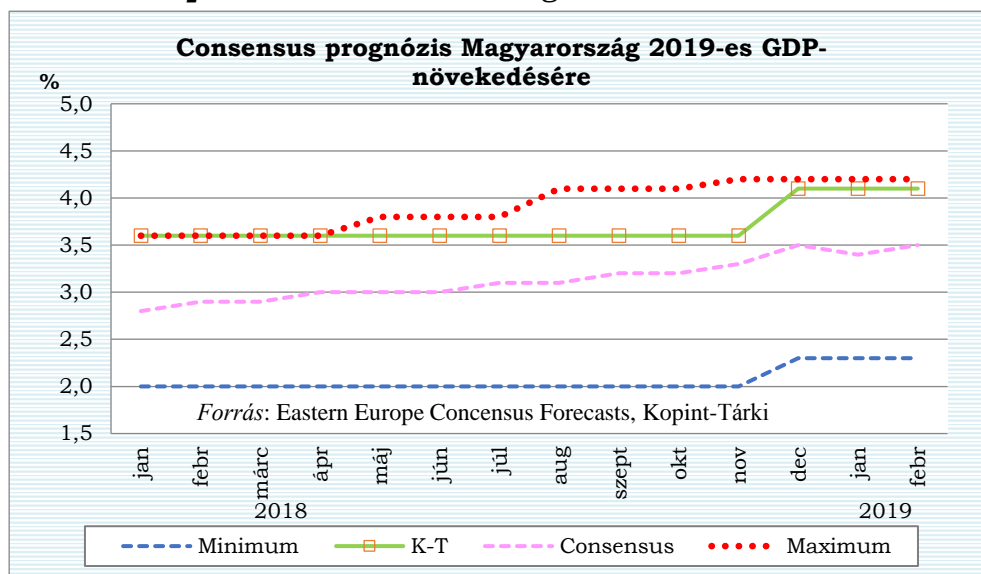
egyebek mellett érzékelhető hatása lesz a szakképzett dolgozók keresetére annak, hogy 2019-ben a garantált bérminimum emelésének mértéke érdemben elmarad a tavalyitól. (A külföldi tulajdonú tőkeerős vállalatoknál még jobbára idén is gyors lehet a bérdinamika, amire az elmúlt egy-két hónapban látott – és viszonylag sikeres – sztrájkok is ráerősítenek.) Másrészt a jelek szerint a közszféra eddigi nagyon dinamikus emelkedése véget ért. Mindennek hatására a *magánfogyasztás* növekedési üteme a tavalyi 4,6% után érezhetően – habár nem drasztikusan – mérséklődni fog, becslésünk szerint 4%-ra.

Az *állóeszköz-felhalmozást* illetően a változás várható iránya – vagyis a növekedési ütem lassulása – egyértelműnek látszik, de e lassulás mértékét nehezebb becsülni, mint a fogyasztás esetében. A beruházásokat jelentős részben az uniós források által is gerjesztett állami kereslet hajtja. Miközben úgy tűnik, hogy az állami beruházások növekedési üteme immár látványosan lassul, a vállalati szektor számára odaítélt uniós fejlesztési források felhasználását illetően a lassulás az idén még nem vehető biztosra. **Összességében a beruházások erőteljes lassulását várjuk** – 8%-os beruházásnövekedést jelzünk előre 2019-re – de ennél gyorsabb növekedés sem kizárt.

Vagyis a belföldi felhasználás dinamikája bizonyosan lassulni fog 2019-ben. A kormányzat a jelek szerint a fogyasztási keresletet (és a háztartások beruházási keresletét) új olcsó hitelkonstrukciókkal szeretné magas fokozaton tartani – kérdés, hogy ez milyen mértékben sikerül neki.

Mindamelllett a tavalyi év illusztrálja, hogy a belföldi kereslet gyors bővülésének előbb-utóbb korlátot szab a külgazdasági kereslet romlása. Miközben két év alatt az áru- és szolgáltatásexport többletének nominális értéke több mint 40%-kal visszaesett, a **folyó fizetési mérleg többlete tavaly szinte lenullázódott, és jövőre jó eséllyel hiányba fordul.**

Ez annak ellenére igaz, hogy jelenleg egy felhasználási komponens – **az export** – esetében bizonyos fokú dinamizálódására számítunk, aminek következtében a nettó export negatív növekedési hatása várhatóan mérséklődni fog idén és jövőre. Ennek megfelelően a *termelési oldalon* az építőipar és a szolgáltatások kisebb-nagyobb lassulása mellett az **ipar** esetében az idén fog bekövetkezni a termelési dinamika



javulása, amelyet eredetileg tavalyra vártunk.

A rövid távú kilátások megítélésének egyik fontos tényezője, hogy milyen lefutást tartunk valószínűnek az uniós támogatások felhasználása terén. Amint a tavalyi gyors gazdasági növekedést jellemzően az európai uniós támogatások által finanszírozott beruházások (állami és magán egyaránt), illetve ezeknek a tovagyrúzó jövedelem- és keresleti hatásai fűtötték, a fő kérdés az, hogy 2019-re milyen források maradtak még. Korábbi kutatásaik alapján azt a következtetést vontuk le, hogy az uniós források jelentős részét a hatóságok előlegként ugyan már kifizették a kedvezményezetteknek, de azok felhasználására csak viszonylag kismértékben került sor. Bőségesen maradt tehát még forrás 2019-re, sőt 2020-ra is. A 7%-os beruházás-növekedési előrejelzés ezt a feltételezést tartalmazza, mivel azzal számol, hogy 2018. évi, rendkívül magas növekedési ütem, mint bázis után a beruházások még tovább emelkedhetnek 2019-ben.

A viszonylag optimista, az általános piaci várakozásokat meghaladó növekedési előrejelzésünk másik megfontolása a külföldi tőkeberuházások tervezett jelentős bővítésén alapul. Mind a nagy gépkocsi-gyártók, mind az egyéb ágazatban tevékenykedő külföldi vállalatok részéről számottevő beruházások várhatóak mind 2019-ben, mind 2020-ban. Ez a növekedés jelentős felhajtó erejét jelentheti. Ugyanakkor kérdés, hogy a jelenlegi munkaerő-hiányos környezetben ezek a beruházások milyen munkaerő-piaci hatásokkal bírnak. A munkaerő-hiány következtében gyors ütemben emelkedő bérek a hazai kkv-k számára már ma is súlyos kihívást jelentenek. Amennyiben a munkaerő az alacsonyabb termelékenységgű hazai tulajdonú vállalatoktól a magasabb termelékenységgű külföldi cégekhez vándorol, az önmagában egy racionális piaci átrendeződés, és a nemzetgazdasági szintű termelékenység emelkedésével jár együtt. Kérdés azonban, hogy a bérversenyt nem bíró hazai tulajdonú vállalatok termelésének kiesését kellőképpen és időben kompenzálja-e a külföldi vállalatok többlet-termelése.

Közép-hosszú távon a magyar gazdaság kilátásai már több kérdést vetnek fel. Amennyiben az uniós támogatások felhasználása időben jobban elhúzódik, amire számos projekt tapasztalata alapján reális esély van, akkor ezek növekedési impulzusa 2020 után (akár 2022-ig) is eltarthat. Ebben az esetben viszont a 2019. és 2020. évi növekedési hatás valamivel alacsonyabb lehet.

A másik növekedési motor, a külföldi beruházások további bővülése pedig a növekvő bérköltségek miatt kérdéses lehet. Eközben a hazai tulajdonú vállalatok termelésének a növekedésével kapcsolatban a legfontosabb dilemma, hogy mekkora ennek a vállalati szektornak azon része, amely a bérköltségek emelkedésére technológiai megújítással, munkaerő-megtakarító beruházásokkal reagál, s ezzel javítja a termelékenységét és a versenyképességét, és mekkora azon rész, amely inkább a megszünéssel, esetleg a szürkegazdaságban való elmerüléssel válaszol a kihívásokra.

A következő évek a magyar gazdaságban minden bizonnyal paradigma-váltással járnak, amelyet a munkaerő-hiány és a béremelkedések váltanak ki. A korábbi rezsím minden bizonnyal nem tartható fent, az új rendszer elemei azonban még nem épültek ki.

Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa

(éves változás, százalék)

	Tényadatok						Előrejelzés		
	2017	2018	2018				2019		2020
			I. né.	II. né.	III. né.	IV. né.	2018 december	2019 április	2019 április
GDP-aggregátumok reálnövekedése									
GDP összesen	4,1	4,9	4,6	4,9	5,1	5,1	4,1	4,0	3,2
Belföldi felhasználás	6,8	7,0	5,9	6,0	8,6	7,2	5,1	5,0	3,7
Magánfogyasztás	4,1	4,6	5,2	4,6	4,4	4,3	4,0	4,0	3,7
Közösségi fogyasztás	2,0	-2,1	0,8	-0,7	-0,4	-3,0	0,0	0,0	0,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	18,2	16,5	10,5	15,6	20,0	17,2	10,0	8,0	5,0
Bruttó felhalmozás összesen	17,1	17,2	11,0	13,4	20,8	20,7	10,0	9,0	5,0
Export	4,7	4,7	4,0	7,1	2,3	5,6	5,9	5,2	5,0
Import	7,7	7,1	5,5	8,5	6,2	8,2	7,2	6,5	5,7
Ipari termelés	4,6	3,6	3,2	3,9	2,3	5,1	5,0	4,5	4,5
Fogyasztói árindex	2,4	2,8	2,0	2,7	3,5	3,2	3,4	3,2	3,3
Foglalkoztatás, jövedelmek									
Foglalkoztatottak számának növekedése ^a	1,6	1,1	1,5	1,2	0,8	0,8	0,5	0,5	0,3
Foglalkoztatási ráta ^a	59,3	60,4	59,6	60,2	60,4	60,4	60,6	60,7	61,1
Munkanélküliségi ráta ^a	4,2	3,7	3,9	3,6	3,8	3,6	3,3	3,6	3,5
Termékegységre jutó bérköltség ^b	11,4	6,1	10,1	8,0	6,6	6,1	4,9	5,2	3,2
Bruttó nominális keresetek	12,9	11,3	12,4	11,6	11,1	10,5	8,5	8,7	8,0
Nettó reálkeresetek	10,3	8,3	10,2	8,7	7,8	7,1	4,9	5,3	4,5
Megtakarítási ráta a GDP %-ában ^c	5,2	5,9	5,7	5,9	6,2	5,9	5,2	5,2	4,0
Folyó fizetési mérleg									
a GDP %-ában	2,8	0,5					1,3	-0,7	-1,2
Folyó fizetési és tőkemérleg									
a GDP %-ában	3,9	2,2	5,2 ^d	2,8 ^d	1,7 ^d	1,9 ^d	3,3	1,5	1,0
Államháztartás									
Államháztartási egyenleg, a GDP %-ában	-2,2	-1,9 ^e	-0,5	0,1	-0,7		-2,8	-2,4	-2,6
Bruttó államadósság, a GDP %-ában	73,3	69,0	73,6	73,8	70,9		71,0	68,0	67,0
Rövidtávú hozam (3 hó), időszak vége	-0,01	0,00	0,00	0,13	0,12	0,00	0,5	0,3	0,5
Hosszút. hozam (10 év), időszak vége	2,02	3,01	2,39	3,59	3,54	3,01	4,0	3,6	4,0
Nemzetközi feltételek									
Nemzetközi kereskedelem volumene	4,9	4,0					3,7	4,0	4,0
Brent olajár (\$/hordó, időszaki átlag)	54,2	71,2	53,6	74,6	75,1	68,5	74,0	68,0	68,0
GDP-változás az Eurózónában, %	2,4	1,8	2,1	2,3	1,6	1,3	1,6	1,3	1,4
GDP-vált. az új EU-tagországokban, %	4,4	4,4	4,3	4,3	4,5	4,1	4,0	3,6	3,2
Forint/euró, időszaki átlag	309	319	311	317	324	323	319	319	319
Dollár/euró, időszaki átlag	1,13	1,18	1,23	1,19	1,16	1,14	1,18	1,12	1,14

a ILO-módszer szerint, időszaki átlag, 15-74 éves népesség (közfoglalkoztatottakkal együtt)

b Feldolgozóipar, bruttó hozzáadott érték és (a természetbeni juttatásokat is tartalmazó) havi átlagos munkajövedelem alapján euróban mért egységbérköltség százalékos változása, évkezdettől kumulált adat

c Háztartások négy negyedéves halmozott nettó finanszírozási képessége a GDP %-ában

d Az MNB által közölt szezonálisan kiigazított adat.

e Kopint-Tárki becslés

I. Világgazdasági helyzetkép

A **globális növekedési előrejelzések** az utóbbi időben egyre pesszimistábbakká váltak, a tavalyi év második felében fokozódó lanyhulás volt megfigyelhető. A kínai gazdaság erősödő sérülékenysége, az európai gazdaság gyengülő dinamikája, a világkereskedelem lassuló üteme, a jelentős politikai bizonytalanságok és a pénzügyi piacokon megjelenő új típusú kockázatok a középtávú növekedési kilátásokat jelentősen ronthatják. Az OECD legfrissebb előrejelzése az idei évre 3,3, jövőre 3,4%-os globális növekedéssel számol, ami elmarad a 2018-ra becsült 3,8%-tól. A vállalkozások hangulatát jelentősen rontja, hogy nem lehet tudni, hova vezetnek a folyamatok. 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 növekedéslassulás és ennek multiplikátor hatásai egyelőre nem becsülhetők meg pontosan. A korábban várt monetáris szigorítás szemmel láthatóan lassúbb ütemű lesz, így a továbbra is jellemző bőséges likviditás megakadályozza, hogy nagyobb mértékű konjunkturális visszaesés következzen be.

A különböző geopolitikai konfliktusok, regionális feszültségek is hozzájárulnak a prognosztizált lassuláshoz. Így még nem dőlt el, hová fog vezetni **Venezuelában**, a világ legnagyobb kőolajtartalékkal rendelkező országában az évek óta tartó, egyre súlyosabbá váló gazdasági válság. Nem kizárt, hogy hamarosan polgárháború tör ki a regnáló populista, Oroszország és Kína által támogatott, baloldali rezsim és az USA, Nyugat-Európa, valamint a nemzetközi pénzügyi szervezetek által pártfogolt, a tömegek elégedetlenségét a hatalom átvételéhez kihasználni igyekvő jobboldaliak között. Világgazdasági hatásait tekintve a polgárháború azt jelentheti, hogy az ország olaja nem a tradicionális kereskedelmi csatornákon keresztül kerülne értékesítésre, ezért a kieső kínálat a világpiaci árak némi emelkedését idézhetné elő. Ha – viszonylag - békés körülmények között bármelyik fél javára dől el a hatalmi harc, meglehetősen hamar várható fellendülés az országban, amit a már hosszú ideje elhalasztott szükségletek kielégítésére irányuló törekvések, az elmaradt olajipari és infrastruktúra fejlesztések és karbantartások beindítása fog generálni.

A **világkereskedelem** tavaly 4%-kal bővült, amelyben a felzárkózó országok jelentették a húzóerőt. Az év utolsó két hónapjában azonban egy jelentős, 7%-os visszaesést könyveltek el az importvolumenben, többek között a kínai fogyasztásbővülés lassulása miatt. Az amerikai-kínai kereskedelmi háborút Kína kevésbé sínylette meg, s a kínai vállalatok annak ellenére növelni tudták amerikai exportjukat, hogy az USA több kategóriában 20%-os vámot vetett ki rájuk. Ezzel szemben a Kínába irányuló amerikai exportvolumen ötödével csökkent. Ugyanakkor a cserearányok amerikai szempontból nem csökkentek, Kína pedig komoly leértékeléseket hajtott végre a külkereskedelmi versenyképessége javítása érdekében, vagyis a kereskedelmi háború következményei hosszabb távon fognak majd megmutatkozni.

A legtöbb ipari **nyersanyag** ára jelentős, akár 10%-ot meghaladó mértékben is csökkent az elmúlt évben, azonban az indexben a legnagyobb súlyt képviselő termékek vagy drágultak, vagy az átlagnál jóval kevesebb veszítettek árukból.

Csökkenett a kávé és a kakaó ára, nőtt viszont a teafélék árindexe, és míg a felvásárlók olcsóbban jutottak kukoricához, a búza árának csökkenése megtorpant. Zuhan az ipari fémek felvásárlási ára is, amit a kínai lassulás és a túlkínálat okoz, 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 idén az árak 54-68 dollár körül mozognak. A nyersolajkereslet bővülése 2018 utolsó negyedében jelentős mértékben lelassult, különösen Európában és Ázsiában. Az év elején a kereslet bővülése tovább mérséklődött, ami elsősorban az OECD-országok zsugorodó igényeinek volt betudható. 2019-ben a globális olajkereslet várhatóan napi 1,3-1,4 millió barrellel bővíthet, különösen a nem-OECD országok keresletének köszönhetően. Az olajár alakulásával kapcsolatban változó prognózisok látnak napvilágot. Az előrejelzések az idei évre 67-70 dollár/hordó körül mozognak, jövőre 65-68 dollárt jeleznek előre. Az olajpiac volatilis marad, nagyobb áringadozások nem zárhatók ki.

A **tőzsdéken** olyan események, mint fokozódó geopolitikai bizonytalanságok, a rossz makrogazdasági adatok, illetve a monetáris szigorítás leállása fokozták a volatilitást, s márciusban az irányadó amerikai és európai részvényindexek gyengültek, a biztonságos eszközök iránti kereslet nőtt, s emiatt estek a kötvényhozamok. Márciusi kamatdöntő ülésén – a várakozásoknak megfelelően – nem változtatott a FED az irányadó kamatlábon. A piac megnyugtatására a **FED** elnöke közölte, hogy az idei évre új kamatemelés nem várható, sőt akár kamatcsökkentést is bekövetkezhet, jövőre viszont csak egy alkalommal tervez kamatemelést a FED, azaz a piacoknak nem kell túlzott szigorítástól tartaniuk. Az euróövezet inflációs rátája ismét 2% alatt mozog, így az **EKB** kormányzótanácsa áprilisi ülésén változatlanul hagyta az irányadó kamatokat, s várhatóan 2019 végéig nem nyúl hozzá a kamatokhoz. A laza monetáris politika folytatását a korábbiaknál kedvezőtlenebb gazdasági kilátások indokolják.

Az euró továbbra is viszonylag gyenge: jelenleg 1 euró 1,11-1,13 USD körül mozog, jócskán elmaradva a tavalyi éves átlagtól. Az amerikai kamatemelések lassuló üteme következtében az euróra nehezedő nyomás enyhült. A kedvezőtlen gazdasági kilátások, a Brexit okozta politikai bizonytalanság, a kötvény- és részvénytőzsdéken észlelhető turbulenciák az euró árfolyam esetében is jelentősebb ingadozásokat okozhatnak. A tavalyi 1,18 dollár/euró árfolyamos éves átlaghoz képest az idén alacsonyabb, 1,12 körüli **dollár/euró árfolyamot** jelzünk előre, inkább lefelé mutató kockázatokkal. Számottevő változásra jövőre sem számítunk.

Az **amerikai gazdasági** növekedés a tavalyi csúc (2,9%) után a prognózis időszakban várhatóan lassul. A 2018. évi növekedés jelentős részben a lendületesen bővülő vállalati beruházásoknak volt betudható, míg a lakásépítés viszonylag gyenge maradt. A magánfogyasztás változatlanul robosztus. Az év első negyedében a növekedési mutatók viszonylag kedvezőtlenül alakultak, de a továbbiakban ismét némi lendületet vehet a konjunktúra. Ugyan a termelési és beruházási adatok mérsékeltebbek maradnak, elsősorban a fiskális impulzusok kifutása következtében, de a magánfogyasztás továbbra is támaszkodhat a jövedelmek és a

munkaerőpiac kedvező alakulására. Az idei évre 2,1%-os GDP bővülés várható, ami jövőre 1,9%-ra mérséklődhet. Az infláció egyelőre mérsékelt, ami az alacsony energiaáraknak tudható be, de jövőre valamelyest gyorsulhat.

A **japán** gazdasági növekedés mérsékeltebb volt a vártnál, s a prognózisidőszakra sem várható erőteljesebb dinamika: a tavalyi 0,8%-os GDP bővülést mind az idén, mind 2020-ban 1% alatti növekedés követi. Különösen az elmúlt év utolsó negyedében alakultak kedvezőtlenül a gazdasági folyamatok. Az ipari termelés a november- januári időszakban folyamatosan csökkent. A kínai kereslet csökkenése következtében elsősorban a beruházási javak termelése gyengélkedett. E tekintetben javulás egyelőre nem várható, 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%-os növekedést az idén valamivel mérsékeltebb 1,5% körüli GDP bővülés követi, ami jövőre sem változik jelentős mértékben. Különösen az ipari termelés veszített dinamikájából, a februári feldolgozóipari beszerzési menedzserindex stagnálásközeli állapotra utal. A növekedést fékezi az év elején bevezetett 2 százalékpontos értéktöbbletadó-emelés. Az immár 20%-os értéktöbbletadó, illetve a gyengülő rubel felfelé nyomják az inflációs rátát, ami a jegybankot arra kényszerítette, hogy tavaly decemberben kamatot emeljen. A nyersolajár alakulása jelentősen befolyásolja a kormány pénzügyi mozgásterét. Általában jellemző, hogy hiányoznak azok az új kapacitások, amelyek egy dinamikusabb növekedés alapjait szolgálhatnának, 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 a tendencián.

Egyelőre úgy tűnik, hogy **Kína** kevésbé sínylette meg a kereskedelmi háború következményeit, mint az Egyesült Államok, nem szabad elfelejteni, hogy komoly kormányzati ösztönző intézkedések vannak a háttérben, s a világ legnépesebb országának gazdasága pedig így is lassul. Tavaly 6,6% volt a GDP bővülés, ami az idén és jövőre feltehetőleg 6,2%-ra mérséklődik. A kormány kezében sok eszköz van, azonban a tartós eredmények eléréséhez engedni kellene a centralizációból.

Az elmúlt évben az **euróövezet** növekedési dinamikája – elsősorban a külpiaci hatások következtében – jócskán alábbhagyott. A 2018. évi 1,8%-os bővülés elmaradt a korábbi várakozásoktól: negyedévről negyedévre lassult a növekedés. A lanyha külpiaci kereslet mellett egyes országspecifikus hatások is gyengítették a növekedést: így Franciaországban a sztrájkok, Németországban az autóipar problémái, illetve a szárazság okozta termés kiesések, Olaszországban a politikai bizonytalanság és az államháztartás körüli vita gyengítették a dinamikát. Az általánosan romló külső környezethez még hozzájött 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%-os, jövőre pedig 1,4%-os GDP bővülést jelzünk előre, ami jóval alacsonyabb a korábban vártnál. Különösen a beruházási tevékenység lanygul, de az

exportvárakozások is rosszabbak a korábbiaknál. A növekedés különösen az euróövezet nagy országainál (Németország, Franciaország, Olaszország) lassult le. Az Európai Bizottság és a brit kormány közötti tárgyalások alapján egy rendezetlen Brexit esélye elég nagy, az elmúlt hónapokat az egyhelyben topogás, a brit kormány cselekvésképtelensége jellemezte. Ugyanakkor a Brexitet ellenzők egyre inkább hallatják hangjukat. A harmonizált fogyasztói árindex az euróövezet átlagában újra lassulni kezdett, ami az alacsony energiaáraknak tudható be. Míg tavaly októberben már 2% felett mozgott a harmonizált fogyasztói árindex, addig februárra ismét 1,5%-ra mérséklődött. A maginfláció enyhén emelkedett, de továbbra is 1% körül mozog. Az idén éves átlagban 1,4% körüli áremelkedést várunk az EU-19, és 1,6%-ot az EU-28 esetében. A munkaerőpiaci mutatók továbbra is kedvezőek. 2018-ban – éves átlagban – 8,2% volt a munkanélküliség az euróövezet országaiban, és 7% az EU-28 esetében.

A **német** gazdasági növekedés vártnál sokkal erőteljesebb lassulását jelzi előre a kormány mellett működő öt fős gazdasági, szakértői testület. Az idei évre prognosztizált 0,8%-os GDP bővülés jóval elmarad a korábbi várakozásoktól, illetve a tavalyi 2,4%-os növekedési ütemtől. (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 tapasztalt nehézségekkel magyarázzák, de sajátos időjárási viszonyok (mint például a folyók alacsony vízszintje) is hozzájárultak. A külső kereslet lanyhulása, illetve a Brexit körüli bizonytalanságok is erősítették a kedvezőtlen trend kialakulását. A hangulatindexek vegyes képet mutatnak: míg a beszerzési menedzser index visszaesett, az IFO index, amely a legfontosabb német hangulatindexnek számít – több hónapos visszaesést követően – márciusban enyhe javulást mutatott. A külső környezet bizonytalanságai, a protekcionista tendenciák erősödése, a politikai bizonytalanságok mind az exportőrök hangulatát rontja, mind a beruházási tevékenységet fogja vissza. A Brexit hatása a német exportra erőteljesen függ majd attól, hogy milyen formában valósul meg a brit kilépés. (De 2018-ban az Egyesült Királyságba irányuló export nominális értéke 7%-kal maradt el a 2015. évitől, azaz a népszavazás előtti év szintjétől.)

A Brexit okozta bizonytalanság az **Egyesült Királyság** növekedési mutatóin már egyértelműen látszik. A népszavazás óta a GDP csökkenő pályán mozog. A tavalyi 1,4%-os GDP bővülést az idén 0,7, jövőre 0,9%-os növekedési ráta követi. Míg a szolgáltató szektorban 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%-os növekedési ráta tavaly 0%-ra zsugorodott, és az idén már a beruházási volumen visszaesése várható. Rendezetlen Brexit esetében a lefelé mutató kockázatok erősödhetnek, ami leginkább a vállalati beruházások vonatkozásában mutatkozhat meg. Számos exportra termelő vállalat székhelyét vagy központját áthelyezte vagy tervezi áthelyezni valamelyik EU országba, ami szintén nem lesz kedvező a jövő növekedése szempontjából.

Az **új EU tagállamok** növekedése valamelyest lelassult 2018-ban, azonban a 4,4%-os növekedés így is jóval az EU15 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 növekedési ütemek korszakán, amely elsősorban a hitel alapú lakossági fogyasztásra épült, és amely során a minimálbér értéke háromszorosára nőtt 10 év alatt. Bár keleti szomszédunk letért a csökkenő adósságpályáról, nem lehet azt mondani, hogy az elmúlt évtized eredménytelenül telt, mivel Románia a felzárkózás terén jelentős előrehaladást ért el, és többek között Magyarországhoz is közelebb került.

Az árindexek a térségben egyre jobban megközelítik a 3%-os küszöbértéket, így a jegybankok lépéskényszerbe kerülhetnek. Ezzel együtt azonban csökken a külső kereslet, így a monetáris tanácsoknak óvatosan kell lavírozniuk a gazdaságot támogató ám monetáris szigort előirányzó hullámok között.

A térségnek komoly katalizátort jelentenek az EU-s források, amelyek lehívása több országban (különösen Romániában) még nem kezdődött el érdemben. A támogatások jelentősen hozzájárulhatnak a GDP – 3,6%-osra előre jelzett – idei bővüléséhez.

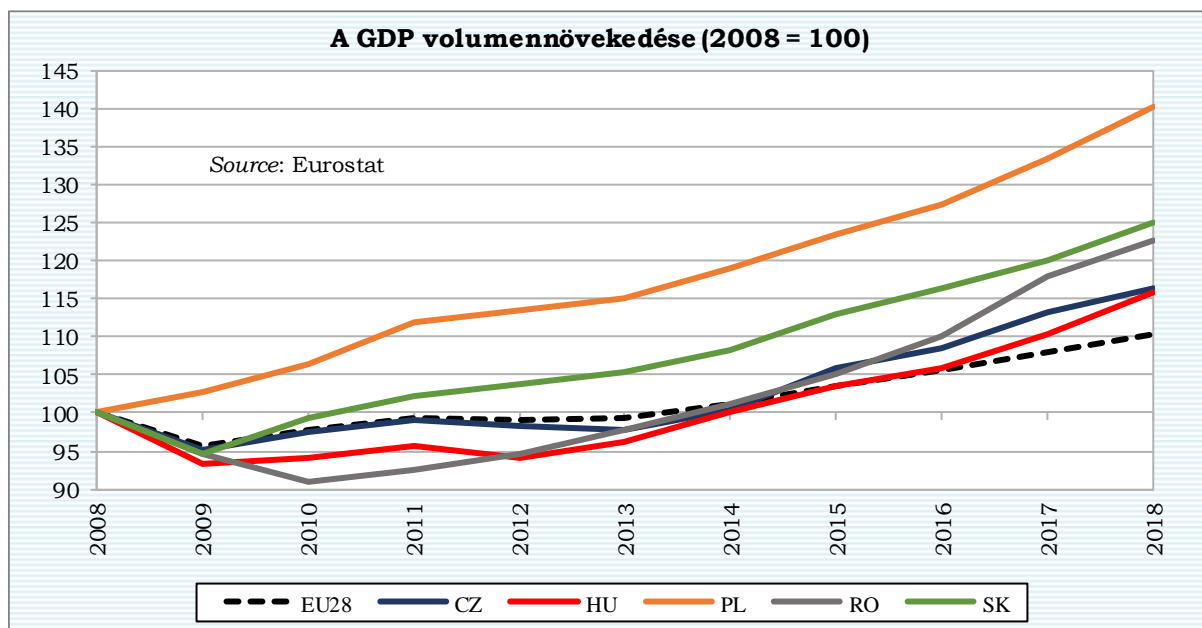
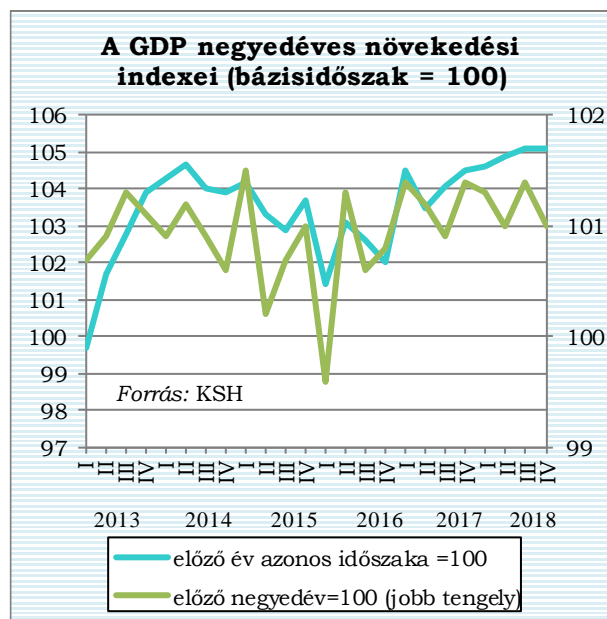
II. Makrogazdasági helyzet 2018-ba

2.1. A GDP és komponensei

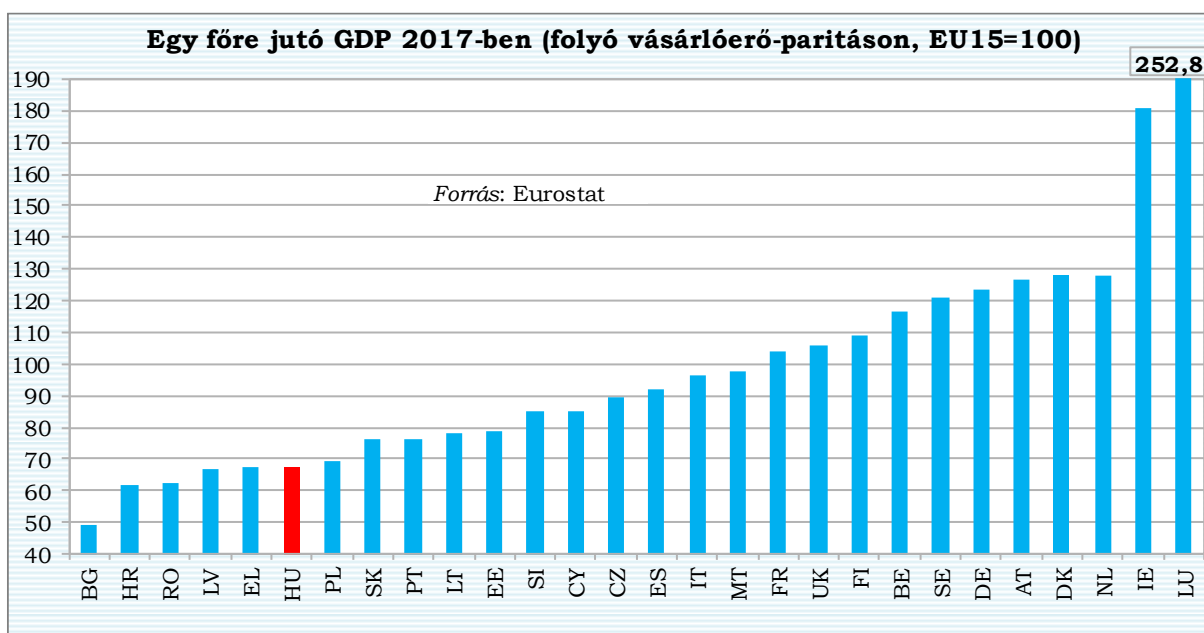
2018 utolsó negyedében a GDP kiigazítatlan növekedési üteme 5,1%-os volt – a visszamenőleg korrigált számok szerint a harmadik negyedévi dinamikával megegyezően – amivel ismét felülmúlta az elemzői várakozásokat. A szezonálisan és munkanappal kiigazított éves index 4,9%-os volt, ami viszont már lassulást jelez a harmadik negyedévi 5,3%-hoz képest. Ugyanígy lassulást jelent az *előző negyedévhez viszonyított* 1%-os utolsó negyedévi növekedési index is.

Mindenesetre éves átlagban a GDP 4,9%-kal bővült, ami egyrészt másfél évtizedes rekord, másrészt ezzel Magyarország negyedik helyezést ért el tavaly növekedési teljesítmény terén az uniós tagállamok körében (és Lengyelország mögött második helyezést a kelet-európai új tagállamok mezőnyében).

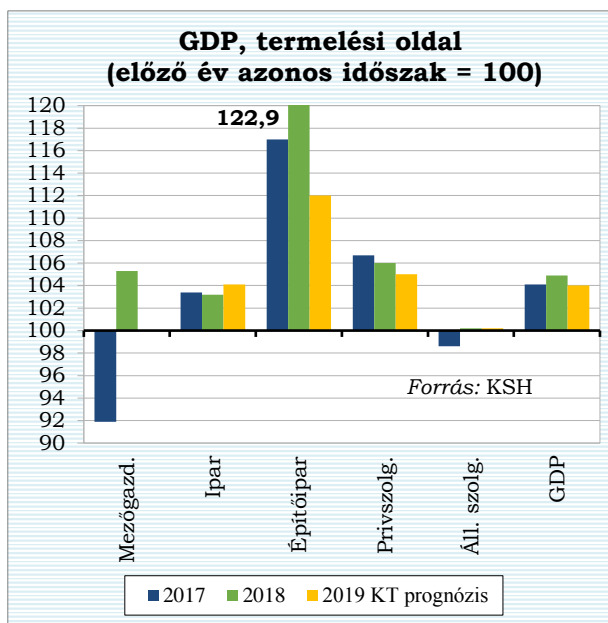
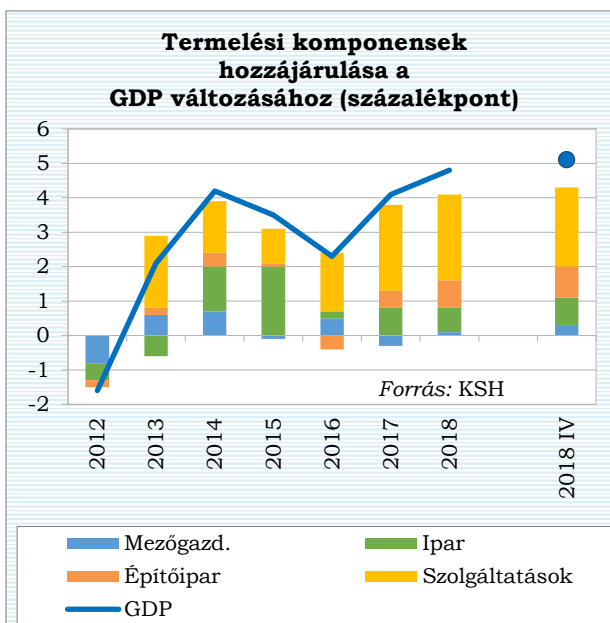
Természetesen az, hogy a tavalyi év ennyire kedvezően alakult, nem változtat érdemben azon a tényen, hogy az elmúlt évtized egészét tekintve a magyar növekedési teljesítmény térségi összevetésben kimondottan gyenge volt. 2008 és 2018 között a magyar halmozott növekedés alacsonyabb volt, mint bármelyik másik visegrádi országé vagy Romániáé. Valamivel jobb a helyzet, ha a 2010-es évet tekintjük kiindulópontnak: ez esetben a magyar halmozott növekedés meghaladja a cseh gazdasági dinamikát. Ennek értékeléséhez természetesen érdemes figyelembe venni, hogy a cseh gazdaság a legfejlettebb a visegrádi mezőnyön belül, nem beszélve Romániáról.



Mindenesetre 2017-ben Magyarország egy főre jutó GDP-je (vásárlóerő-paritáson) a hatodik legalacsonyabb volt az EU-tagállamok körében, és ez a helyezés minden bizonnyal 2018-ban sem változott, a jó növekedési ütem ellenére sem. (Miótán a közvetlenül Magyarország előtt álló Lengyelország 2018. évi növekedése még a magyart is kismértékben meghaladta.) Ez a helyezés valójában minimális javulást jelent 2008-hoz képest – mivel az elmúlt évtizedben a magyar növekedés kelet-európai összehasonlításban ugyan halvány volt, de az EU-össztlagot még így is meghaladta.

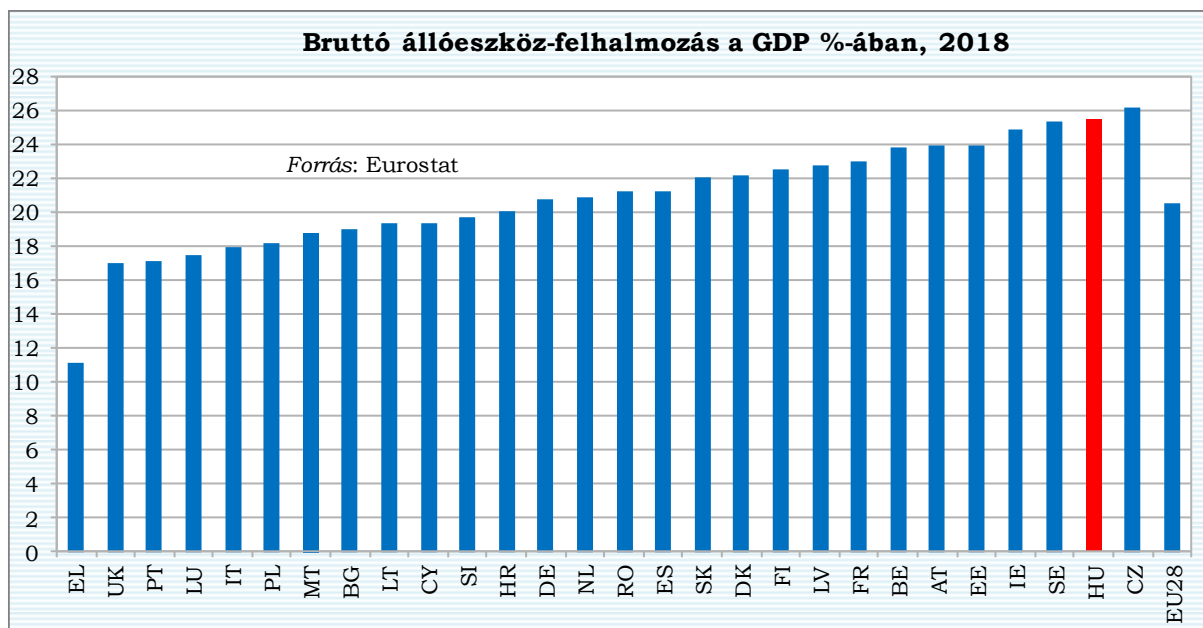


A növekedés szerkezetét illetően a termelési oldalon a gazdaságot továbbra is a belföldi kereslet által megtámogatott szolgáltatások hajtották elsősorban, de a **jelzésértékű lassulás folytatódott**. Az utolsó negyedévben a szolgáltatások hozzáadott értékének volumene 3,9%-kal nőtt: a felülvizsgált adatok szerint a szolgáltatási dinamika utoljára két évvel korábban volt 4% alatt. A száguldó építőipar még az utolsó negyedévi lassulás után is durván 20%-kal bővül, miközben az ipar érezhetően, a mezőgazdaság pedig nagymértékben dinamizálódott.



Ezzel együtt az év átlagában a kicsiny építőipar növekedési hozzájárulása nagyobb lett, mint a közel ötször akkora, de nagyon közepszerű növekedést produkáló iparé.

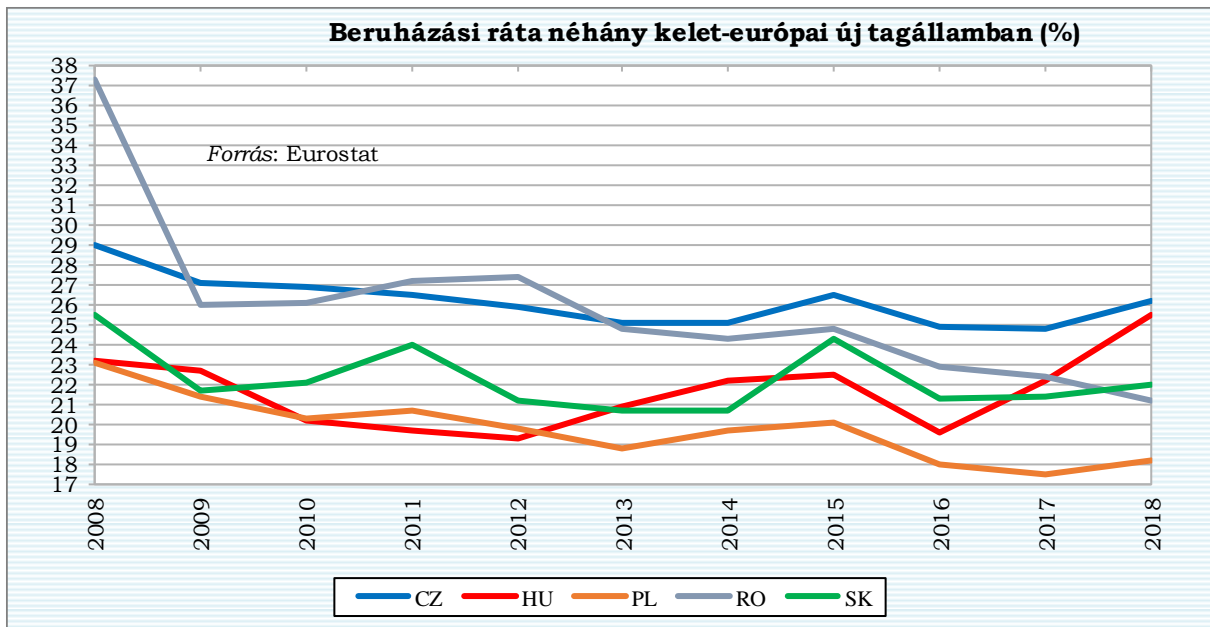
A **felhasználási oldalon** folytatódott a *belföldi felhasználás* rendkívül intenzív növekedése. Mindazonáltal a negyedik negyedévi dinamika – 6,8% – már némileg mérséklődött a harmadik negyedévi 8%-hoz képest. Ezen belül a *magánfogyasztás* dinamikája erős maradt, bár némileg lassult: a vásárolt fogyasztás 5%-ra, a tényleges magánfogyasztás 4,3%-ra. Éves átlagban a vásárolt fogyasztás 5,3%-kal bővült tavaly, ezen belül egyértelműen a tartós és a féltartós termékek vásárlása ugrott meg a legerőteljesebben.



Az *állóeszköz-felhalmozás* növekedési üteme szintén mérséklődött, de nagyon gyors maradt (17,2%) – a lassulás alapvetően az állami beruházások korábban extrém tempójának fékeződéséből adódott. Az *állóeszköz-felhalmozás* egész éves növekedési üteme – 16,5% – uniós viszonylatban is kiugrónak számít. Mi több, a két utolsó év gyors beruházásnövekedésének köszönhetően a *beruházási ráta* (az *állóeszköz-felhalmozás* GDP-hez viszonyított aránya) is 25% fölé emelkedett 2018-ban, ami egyrészt uniós viszonylatban az egyik legmagasabb – bár ehhez hozzátartozik, hogy az EU átlagos *beruházási rátája* sem túl impozáns, alig haladta meg a 20%-ot tavaly.

Másrészt a 2018. évi magyar *beruházási ráta* magasan meghaladja a megelőző tíz év bármelyikében mért rátát. Az elmúlt évtized nagy részében a magyarországi *ráta* meglehetősen alacsony volt a többi visegrádi országgal (Lengyelországot kivéve) és Romániáéval összevetve. A *beruházásokat* jelenleg – egyéb tényezők mellett – az uniós források felhasználásának átmeneti felfuttatása fűti, ebből adódóan azonban féltő, hogy a későbbiekben a *beruházási ráta* ismét jelentősen alábbhagy.

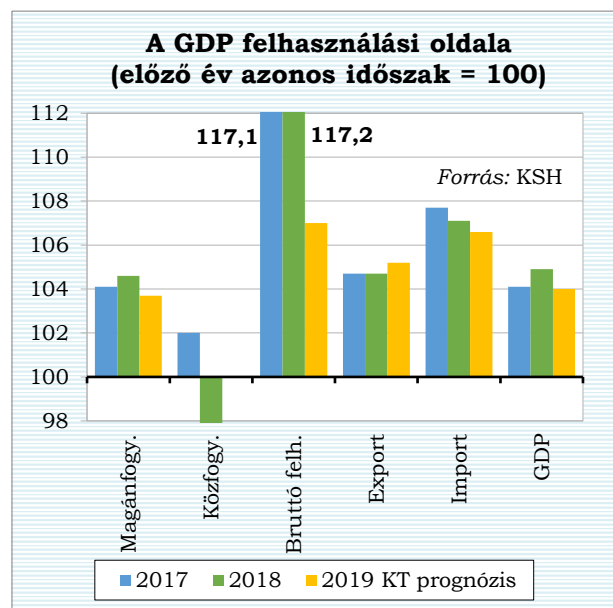
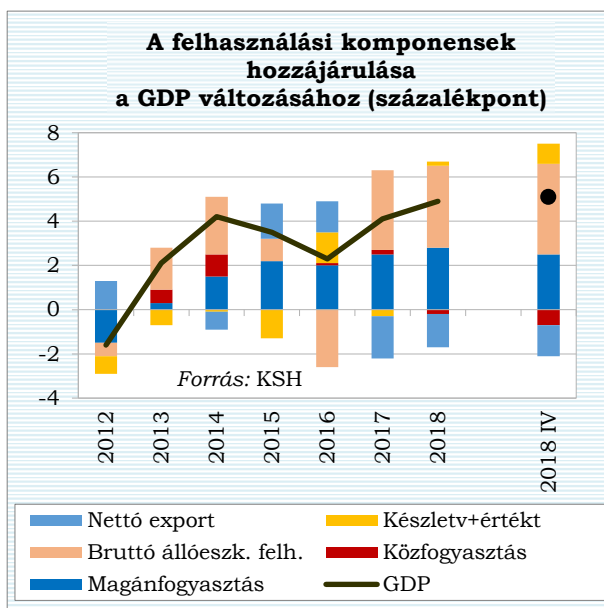
Mindenesetre a gazdasági növekedést az egész évben teljesen a **belföldi felhasználás 7%-os bővülése** hajtotta, 4,6%-os éves magánfogyasztás-emelkedéssel, valamint a bruttó *állóeszköz-felhasználás* 16,5%-os expanziójával. Mivel azonban mindkettőnél lassuló irányzat figyelhető meg – nem véletlenül – a *belföldi felhasználás* húzóereje csökkenni fog. Így a *beruházásokat* mindenekelőtt – bár korántsem



kizárólag – az állam, illetőleg az EU-források húzták, az állami beruházások utolsó negyedévi lassulása ellenére. A **növekedést 2018-ban elsősorban az állam, illetőleg a háztartások kereslete tartja magasan – ebből mindenekelőtt az állami kereslet hajtóereje az, ami várhatóan már a közeljövőben érezhetően tovább mérséklődik.**

Eközben a külkereskedelmi folyamatok az utolsó negyedévben is határozottan negatívan járultak hozzá a gazdasági növekedéshez, még hogyha e negatív hozzájárulás jócskán mérséklődött is a harmadik negyedévihez képest. Az áruexport dinamikája jelentősen javult, amit az áruimport gyorsulása csak részben ellensúlyozott, így az áru- és szolgáltatáskivitel- és -behozatal közti ütemkülönbség mérséklődött, habár markáns maradt. **Összességében tavaly a nettó áru- és szolgáltatásexport 1,5 százalékponttal visszahúzta a növekedést, ami tetemes, habár némileg kevésbé tetemes, mint 2017-ben volt.**

A növekedés eddigi hajtóerői az idén is jelen lesznek, ugyanakkor intenzitásuk csökken, miközben a nettó export negatív hatása mérséklődhet ugyan, de nem átütően. Ezzel együtt **2019-re is még meglehetősen gyors, 4% körüli növekedést várunk.**



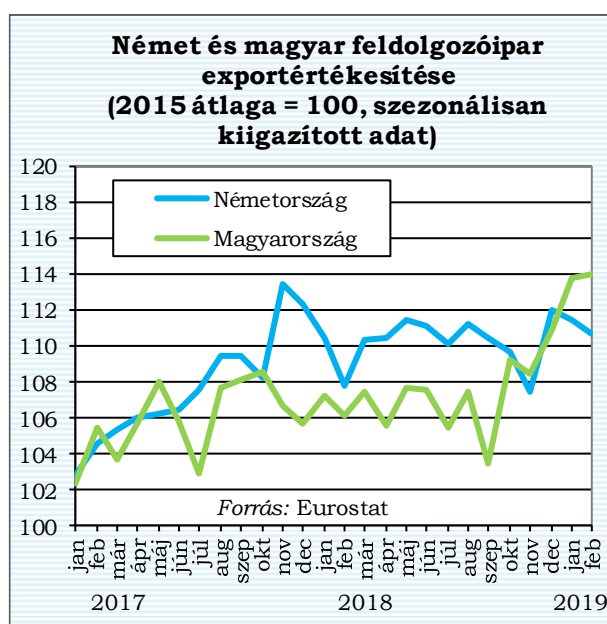
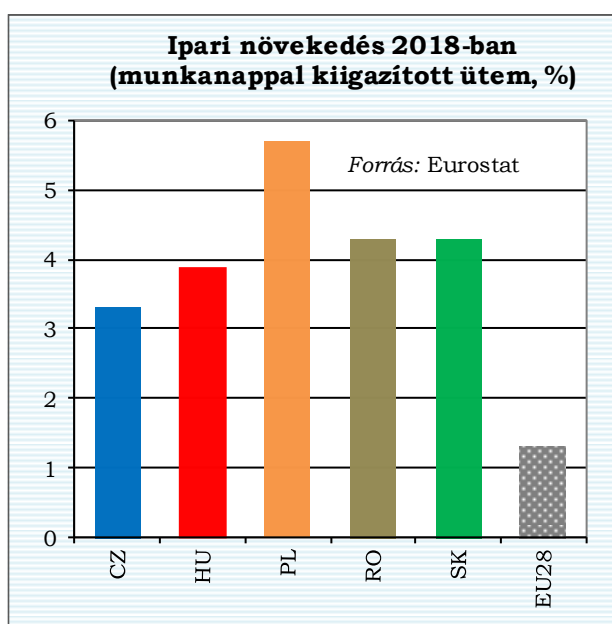
2.1.1. A GDP termelési oldala

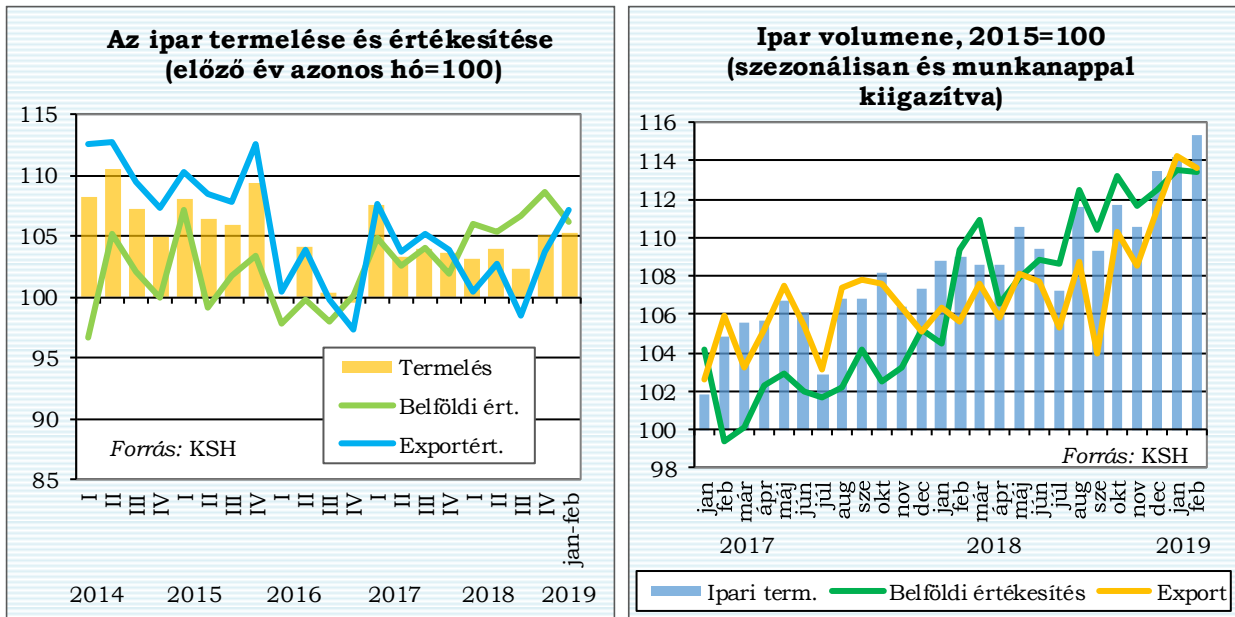
Ipar

A tavalyi utolsó negyedévben az ipari termelés dinamikája 5% körülire élénkült, de az éves átlagos növekedési ütem így is szerény – regionális összevetésben is átlag alatti – 3,6%-os volt. A várakozáson aluli növekedés oka alapvetően az *exportértékesítés* rendkívül gyenge – másfél százalékot sem elérő – növekedési üteme volt. Vagyis a 2018. évi ipari növekedés jórészt a *belföldi értékesítésnek* volt köszönhető, ami az alapvetően nagyon is exportorientált magyar ipar esetében igencsak szokatlan. Éves összesítésben a belföldi értékesítés 8,7%-kal bővült tavaly. Két alág kivételével (elektronikai ipar, villamosenergia-, gáz- és gőzellátás) általános volt a belföldi értékesítés növekedése, esetenként kiugró növekedési ütemekkel.

Tegyük hozzá, hogy egyes ipari alágak exportértékesítése 2018-ban is jelentősen bővült – például a gumi és műanyagipar, a villamosgép-ipar, illetve (kevésbé látványosan) a nagy súllyal bíró elektronikai ipar és a kisebb szűk vegyipar. Emellett azonban számos alágban csökkent az exportértékesítés, többek között a legmeghatározóbb ágazatban, a *járműiparban* is. Az autóiipari értékesítést összességében az újfajta emissziós teszt alapján kiadott típusengedélyekkel kapcsolatos nehézségek is hátráltatták.

Ugyanakkor már a tavalyi utolsó negyedévében változott a helyzet, az exportértékesítés megélénkült, és ez az élénkülés az **idei első két hónapban** is folytatódott. Január-februárban az ipar exportértékesítése 7,2%-kal haladta meg az előző év azonos hónapjában mértet. A tavalyi is jól teljesítő ágak közül januárban is érdemben nőtt az elektronikai ipar és mindenekelőtt a kiugró dinamikát produkáló villamosgép ágazat. A tavalyi gyengélkedő ágak közül pedig – a tavalyi év végétől javuló trendet folytatva – két számjegyű ütemben bővült az autóiipar exportértékesítése, és a tavalyi átlagnál jóval kedvezőbb volt az élelmiszeripari exportértékesítés dinamikája is

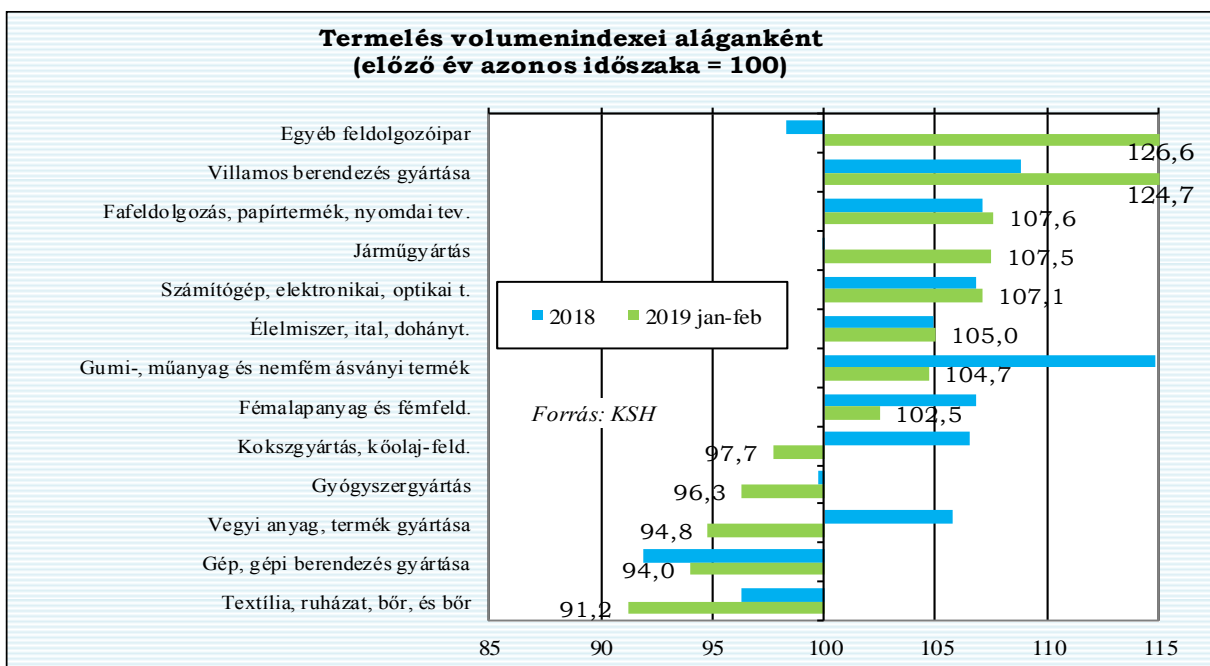




Eközben a belföldi értékesítés is dinamikusan, 6,3%-kal bővült január-februárban.

Figyelemre méltó, hogy az exportértékesítés tavalyi év végi és idei év eleji megugrása lényegesen túlszárnyalta a német feldolgozóipari exportértékesítés év végi szerény visszalendülését. Vagyis míg 2017 és 2018 nagy részében a magyar exportértékesítés mintha kevéssé tudott volna rákapcsolódni a német feldolgozóipar viszonylag kedvezőbb teljesítményére, az utóbbi hónapokban a viszony megfordult. Mivel a német ipari kilátások már egy ideje romlanak, az idei ipari teljesítményt illetően fontos tényező lesz, hogy a magyar feldolgozóipar képes lesz-e még egy darabig elszakadni (pozitív irányba) a német feldolgozóipari trendektől.

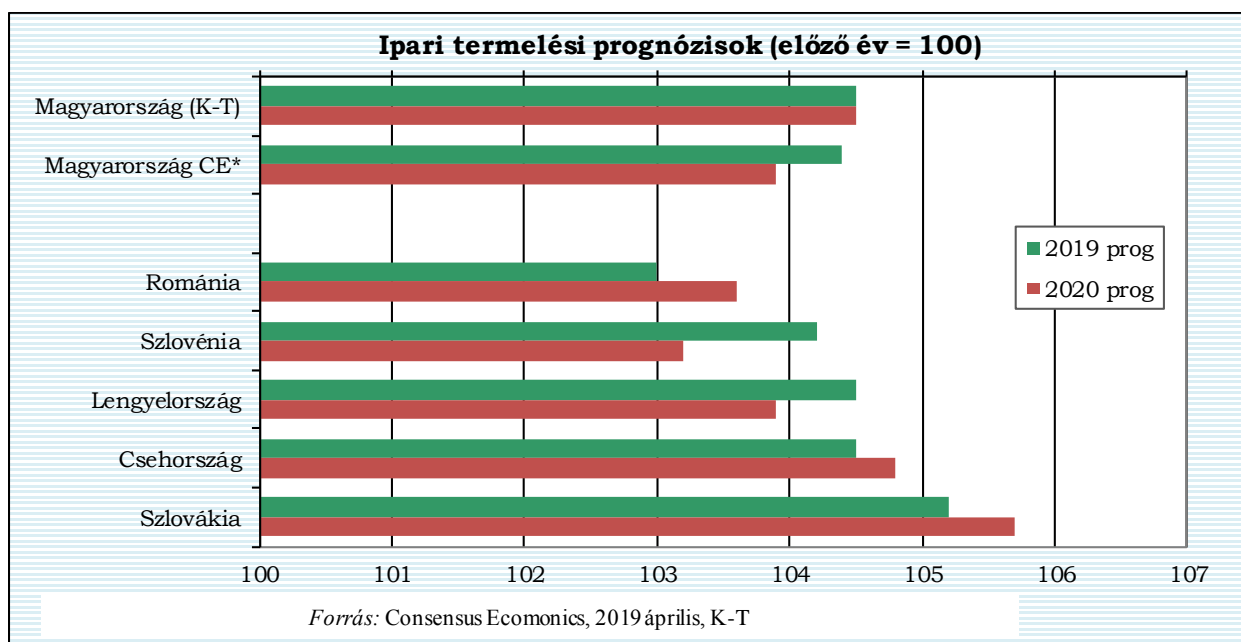
Összességében az ipari termelés januári üteme közepes, de a tavalyi átlagot érdemben meghaladó, 4,4%-os volt. Jelenleg ehhez hasonló, **4,5% körüli ipari növekedést várunk 2019-re**. Ez alacsonyabb, mint akár a belföldi, akár az



exportértékesítés januárban mért dinamikája – várakozásunk szerint a kiugró januári értékesítési növekedési ütemek nem lesznek fenntarthatóak.

Mindenesetre az autóiipari gondok enyhülésével 2019-ben átmenetileg erősödhet az ipar dinamikája. A jelenlegi trendek alapján aránylag kedvezőnek tűnnek az autóiipar, az élelmiszeripar, a villamosgép-ipar növekedési kilátásai, valamint – ha a tavalyitól elmaradó ütemben is – folytatódhat a gumiipar és elektronikai ipar expanziója.

A legutóbbi hónapok adatai azt sejtetik, hogy e prognózishoz érdemi felfelé mutató kockázatok kapcsolódnak, és könnyen lehet, hogy végül az éves növekedés megközelíti, vagy akár kissé meg is haladja az 5%-ot. E téren azonban jelentős a bizonytalanság, és a lefelé mutató kockázatokról sem szabad megfeledkezni. Az európai feldolgozóipari hangulatindexek immár több mint egy éve trendszerűen romlanak, és ez a romlás az idei év elején is folytatódott – sőt, a kulcsfontosságú német feldolgozóipar esetében felgyorsult. Ehhez hozzájárul a globális (ezen belül a kínai) kereslet kedvezőtlen alakulása, kereskedelempolitikai feszültségek, a Brexit-káosz, illetve konkrétan az autószektor gyengesége. Tehát a jó ipari növekedéshez az lenne szükséges, hogy az ipari exportban meghatározó cégek termékeinek felvevőpiaca – így pl. a német anyacégek – felől érkező kereslet legalább egy darabig képes az európai ipar általános trendjével bizonyos fokig ellentétes irányban mozogni. E tekintetben pedig vannak kétségek, így a magyar ipar idei alakulását illetően komoly negatív meglepetések sem zárhatók ki.



Feldolgozóipari konjunktúrateszt

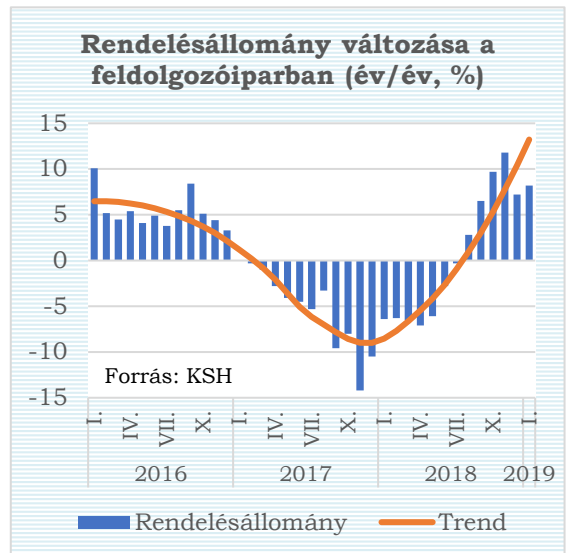
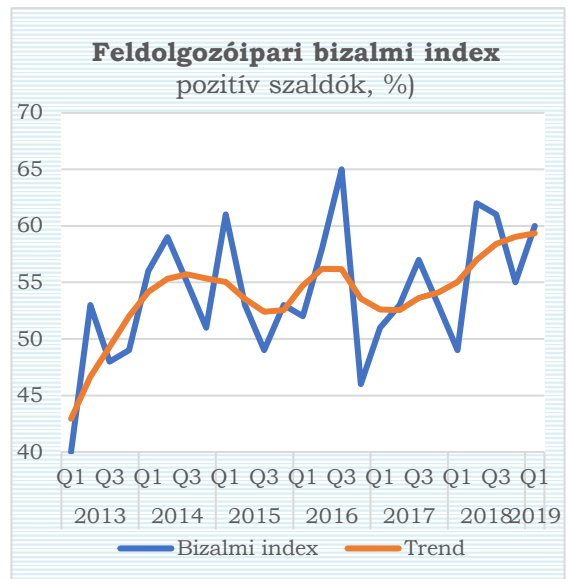
Történelmi rekordot döntött a magyar feldolgozóipari vállalatok konjunktúra barométere 2018 utolsó negyedében. A szubjektív jelenlegi helyzet és kilátásokat egyesítő mutató értéke 74 pont volt, szemben a korábbi negyedévek 65 pontos átlagával. A szezonálisan kiigazított érték ezzel 64,6 pontra emelkedett, aminél ugyan volt már magasabb szint (pontosan egy évvel korábban), azonban ez a csúcs is könnyen megdőlhét a következő negyedévben. Összhangban a barométerrel, a saját jelenlegi vállalati helyzet indikátora is új csúcstól állított be, szintén 74 ponttal.

A feldolgozóipari cégek tehát jól érzik magukat, és a kilátások is javultak, igaz itt nincs szó új rekordok beállításáról. Saját bevallásuk

alapján a cégek közepesen jónak ítélik meg a rövid távú kilátásokat, indexük 60 ponton áll. Többségben vannak tehát azok, akik úgy vélik, hogy még a jelenlegi helyzetenél is jobban fog alakulni a vállalat sorsa idén. Ehhez feltehetően hozzájárul, hogy kis mértékben ugyan, de csökkenni látszik a szakképzett munkaerőhiány okozta nyomás, hiszen már „csak” a megkérdezettek 47%-a válaszolt úgy, hogy ez a legnagyobb akadály vállalata számára. Összehasonlításképpen korábban ez a mutató 60% körül mozgott. A háttérben egyszerre meghúzódhat a fejlesztések hatása, a minimálbéremelés miatti szerkezetátalakulás, és kis mértékben a beletörődés is. Az ország kilátásait illetően a vállalatok optimisták, és egyre kedvezőbbnek ítélik meg nem csupán a jelenlegi helyzetet, hanem a következő hat hónapot is.

Rátérve az objektív mutatókra az átlagos kapacitáskihasználtság 84%-on áll, általánosságá vált tehát a 80% fölötti érték, nem csak munkaerőben, hanem eszközoldalon is kezdik tehát elérni a kapacitások határát az ágazatban. A termelési prognózis 69 ponton áll a következő 6 hónapra vonatkozóan, ami enyhe javulás a tavalyi év első 3 negyedévéhez képest. A rendelésállományok kicsit alacsonyabbak az őszi szintekhez képest, mind belföldi, mind külföldi viszonylatban. A bizalmi index értéke, amely az objektív mutatókat összegzi, 60 pont. Ez némiképp elmarad attól a szinttől, amelyet a szubjektív értékelés alapján várnánk, a trendszerű emelkedés azonban töretlen. Elsősorban a rendelésállomány terén tapasztalunk némi lemaradást az index összetevőiben, míg a késztermék készletek, és a várható értékesítési prognózis értéke igen kedvező.

Összességében tehát a feldolgozóipar hangulata kiváló, és rövid távú kilátásai is jók, így a következő 6 hónap során nem várunk jelentős változást. Kérdés azonban, hogy a beszállítók hogyan tudják majd kezelni a lassuló világgazdaság okozta kihívásokat, illetve a megváltozó hazai kamatkörnyezetet, valamint elegendő lesz-e ezek ellensúlyozására a beáramló EU-s támogatások?



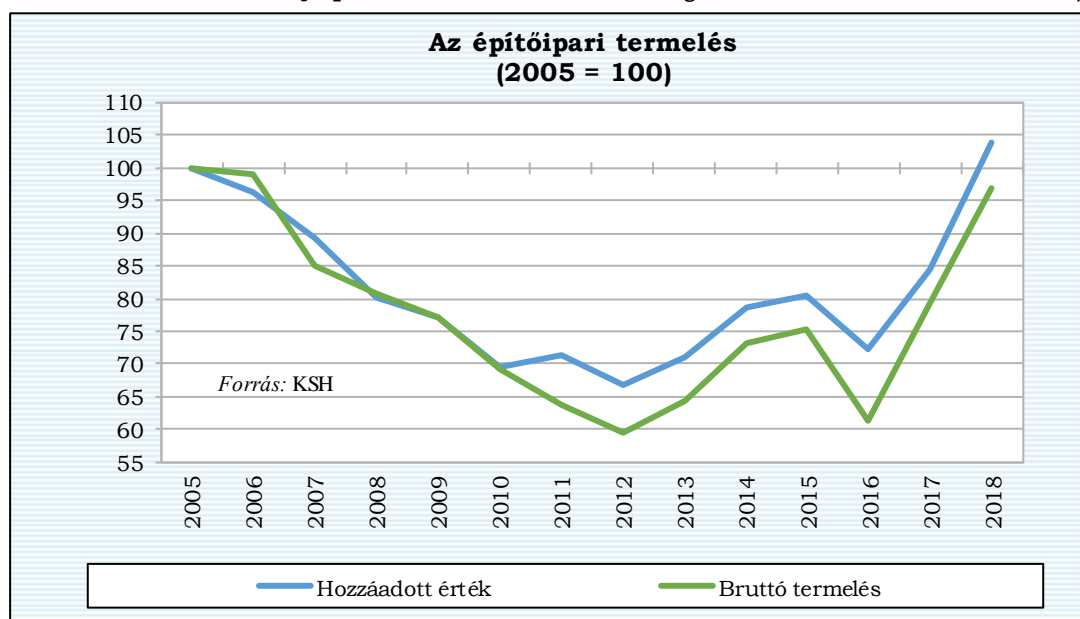
Építőipar

Az építőipari kibocsátás az utolsó negyedévben is rendkívül dinamikus maradt, 21%-kal bővült éves összevetésben. Így aztán az ágazat a tavalyi év egészét tekintve is 22,3%-os növekedést produkált, ami egyben azt is jelenti, hogy az építőipari kibocsátás halmozott növekedése **az elmúlt két évben közel 60%-os volt**. E hajrá eredményeképpen ugyan a kibocsátás volumene még mindig nem érte el a 2005. évi csúcstértéket – vagyis még tavaly sem dolgozta le teljesen a 2006-tól kezdve sok éven át tartó válság alatt végbement hanyatlást – de az elmaradás már csak 3%-os volt. Érdeemes megjegyezni, hogy a (GDP- statisztika szerinti) *hozzáadott érték* volume ne 2018-ban kismértékben (4%-kal) meghaladta a 2005. évi csúcstszintet

Az elsődleges hajtóerő tavaly is a mélyépítés volt, a 2017-estől nem sokkal elmaradó, 33,2%-os növekedési ütemmel. Az épületek építésének növekedési üteme szintén jelentős, 16%-os volt, de ez 10 százalékpontos lassulást jelent a 2017 évi ütemhez képest.

Nem biztos azonban, hogy a tavalyi tendencia az idén is folytatódik. A mélyépítés bővülése (főként út-, vasút-, közműfejlesztések) alapvetően uniós és hazai állami forrásokból történik. Márpedig az uniós források felhasználása várakozásunk szerint még az idén is jelentős, de a tavalyi évhez képest szerényebb hajtóerő lesz. A magasépítés növekedésében sem elhanyagolható a középületek mint növekedési tényező szerepe – sőt, ezek szerepe talán nőni is fog 2019-ben, a kulturális és sportlétesítményekre vonatkozó jelentős új megrendelések alapján – de itt más tényezők is labdába rúgnak, vagyis itt a magánvállalkozások és a háztartások kereslete is jelentős tényező. Ez utóbbi pedig élénk maradhat az idén. Így **2019-ben a mélyépítés látványosan lassulhat**, miközben a magasépítés a tavalyihoz mérhető ütemben bővíthet.

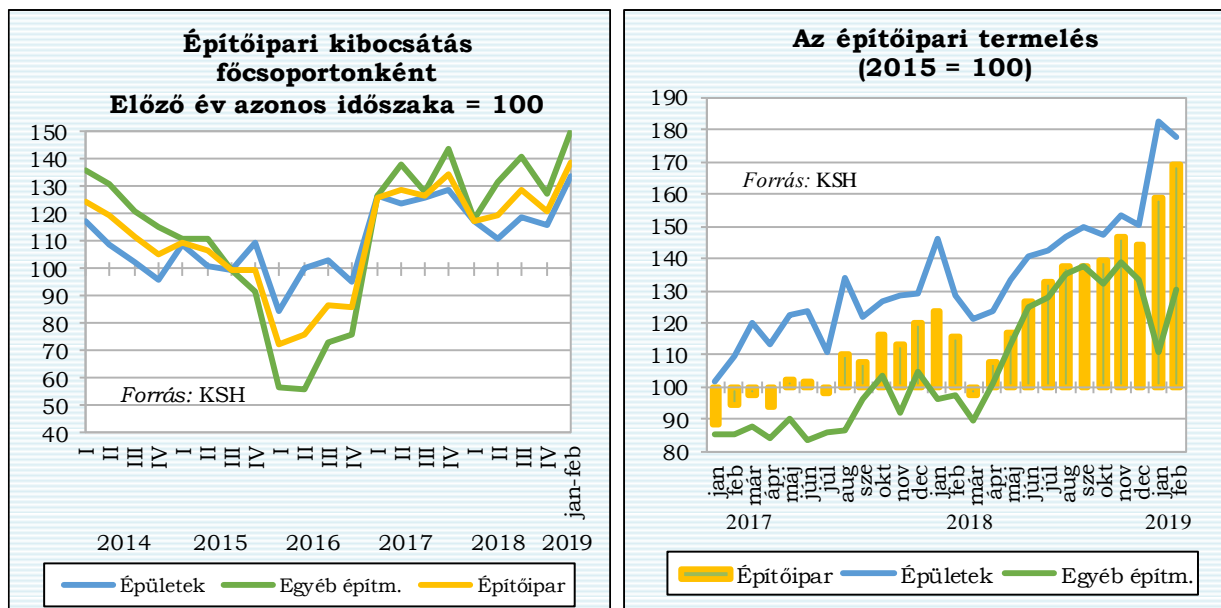
Az **idei első két havi** adatok ezzel kapcsolatban véleményünk szerint részben félrevezetőek. E két hónap átlagában drámai, 39%-os kibocsátásnövekedésről számolt be a KSH, ezen belül a mélyépítés 50,5%-kal bővült. Ez utóbbi azért is különös, mert a mélyépítés *szezonálisan kügazított* volumenének év/éves



növekedési üteme ennek kevesebb mint fele, 24,3% – ami még mindig lényegesen magasabb annál, mint amit az egész évre várunk.

Az ibuild info építési projektadatbázisban a tavalyi utolsó negyedévben *megkezdett* építési projektek értéke az épületeknél nagyobb volt, mint egy évvel korábban, a mélyépítés esetében viszont kisebb. Hasonlóképpen, a rendelésállomány adatai alapján inkább az épületek építésénél várható élénk növekedés: a mélyépítésben a rendelésállomány szintje ugyan magas, de kissé elmarad az egy évvel korábitól. Ez nem gyakorol azonnali hatást a kibocsátásra, elvégre ha az EU-forrásokat nagyrészt már kiosztották – azaz leszerződtek, így már megjelennek a rendelésállományban – attól még nem költötték el – vagyis a projektek tényleges megvalósításával kapcsolatos aktivitás még tovább erősödhet. Ezzel együtt valószínű, hogy a növekedés tempója az év egészében lényegesen alacsonyabb lesz, mint amit az első hónapokban mértek.

Összességében **idén az építőipar 15%-ot meghaladó bővülésére számítunk**, elsősorban a mélyépítés lassulása miatt. Jövőre további lassulás várható, amelynek mértéke jelentős részben attól függ, hogy az uniós források felhasználásának dinamikája milyen mértékben fog mérséklődni.



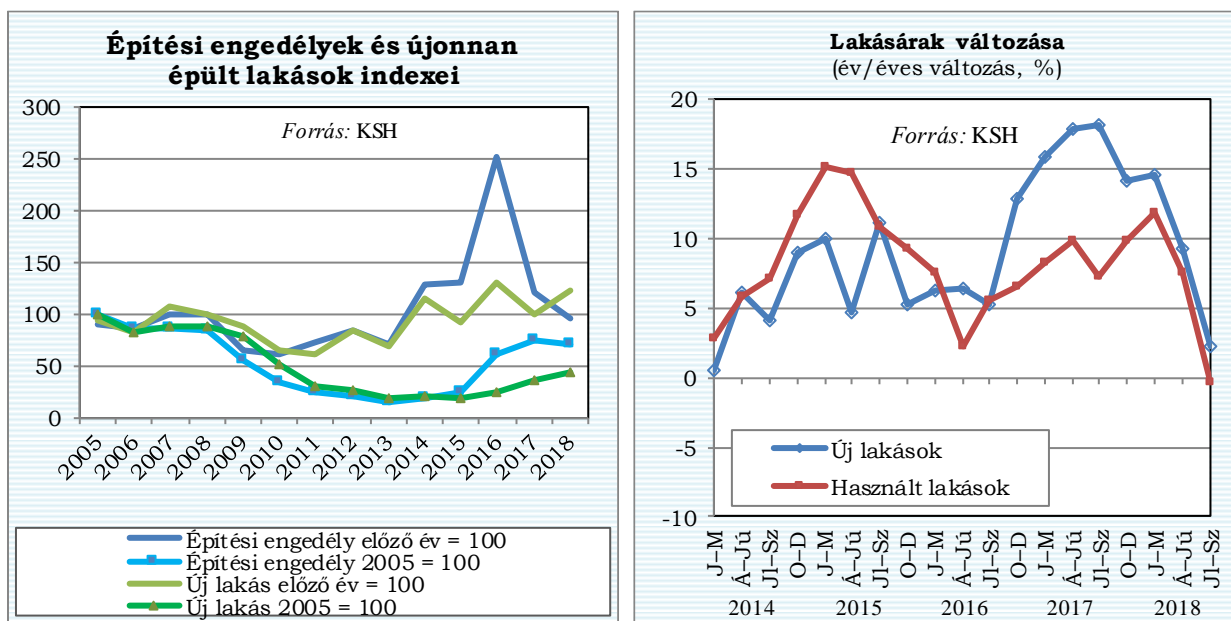
Lakásépítés, lakáspiac

A harmadik negyedévi megugrás után a tavalyi utolsó negyedévben az épített lakások száma ismét visszafogottabb, 16,5%-os ütemben nőtt. Így az egész 2018-as év átlagában 22,9%-kal haladta meg az átadott lakások száma az előző évit, ami számottevő lassulás a 2017-es 44%-hoz viszonyítva. Végül tavaly 17.681 lakást adtak át, ami nagyságrendekkel elmarad a 2004. évi (közel negyvenezer) csúcshoz képest. Vagyis miközben az építőipar egésze nagyjából kilábalta már a mély és hosszú válságból, addig a lakásépítésről ez nem mondható el.

A lakásépítési engedélyek és bejelentések száma – egy több éven keresztül tartó fellendülést követően – 2018-ban már enyhén csökkent, vagyis erről az oldalról nem látszik jele annak, hogy az építési boom új lendületet kapna.

Mindez nem jelenti azonban azt, hogy az elmúlt egy-két évben látott lakásépítési hullám már az idén jelentősen alábbhagyna. Egyrészt az átadott lakások számának dinamikáját pillanatnyilag nem a kereslet fékezi, hanem a lakásépítési kapacitások elégtelensége: jelenleg több ezerre teszik azon lakások számát, amelyek átadása legalább egy évet csúszik az eredetileg ígért átadási időhöz képest. A kedvezményes ÁFA meghosszabbítása (a 2018 novemberéig bejelentett lakásépítési projektek esetében) növeli a csúszások számát, amennyiben a kivitelezőknek módjuk van arra, hogy kevésbé kapkodva – és ezért az eredetileg tervezetthez képest nagyobb késéssel – fejezzék be az építést.

A kereslet továbbra is erős, de lassuló bővülésre utalhat az a tény, hogy a KSH szerint az új lakások áremelkedése (év/éves alapon) a tavalyi utolsó két negyedévben alacsonyabb volt (2,3%, illetve 4,6%), mint három éve bármikor. Az (épülettípus, település és lakásnagyság alapján számított) összetétel-hatást kiszűrő ún. tiszta árváltozás is mérsékelte, 5% alatti volt a harmadik és negyedik negyedévben. Mindezt úgy, hogy közben a lakásépítés termelői árindexe az egész tavalyi évben meghaladta a 10%-ot.



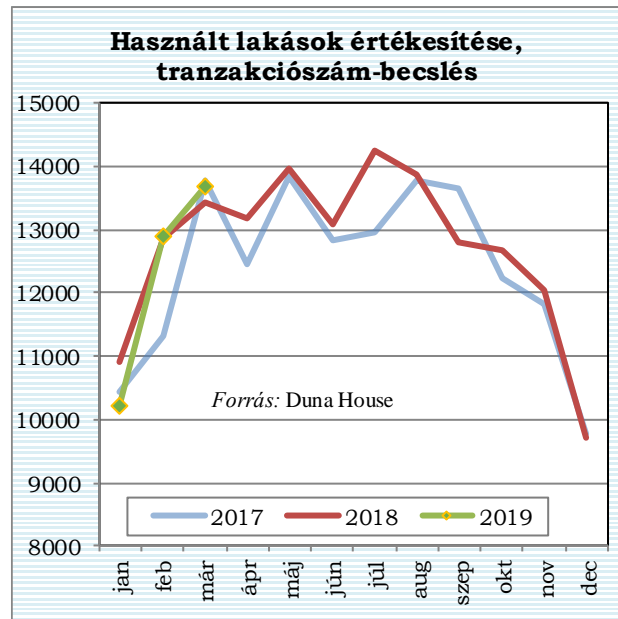
Az idei évben még arra számítunk, hogy a lakásépítési aktivitás kétszámjegyű ütemben bővül. Ezt követően azonban a növekedési ütem várhatóan lassulni fog, ahogy a 2018 novemberéig bejelentett építkezések fokozatosan kifutnak.

Mindez azt jelenti, hogy a lakásépítési boom kifulladására **időben egybeesik majd az európai uniós támogatásokon alapuló fejlesztési hullám fokozatos kifutásával is**, ami az egész építőipari kapacitáskihasználtság ingadozásait fogja erősíteni. Az is valószínű, hogy a lakásépítési hullám azelőtt ér véget, hogy az építési volumen akár csak megközelítené a legutóbbi építési csúcs idején mért szintet, az évi több mint 40 ezer lakást.

Nehéz felmérni, hogy a CSOK idén júliustól hatályos kiterjesztése mekkora hatást fog gyakorolni az új lakások építésének alakulására. Mindenesetre egyelőre azzal számolunk, hogy a kiterjesztett CSOK nem ellensúlyozza a 27%-ra felemelt lakásépítési ÁFA visszafogó hatását, vagyis továbbra is a lakásépítési boom ellaposodását várjuk az elkövetkező években.

A lakáspiaci aktivitás az idén is nagyjából a tavalyihoz hasonló: az első három hónap átlagában lakáspiaci tranzakciók száma kismértékben, 1,1%-kal (durván 600 darabbal) maradt el a tavalyi első negyedétől, a Duna House becslése szerint. Továbbá figyelemre méltó, hogy a *használt lakások* árai – legalábbis ami a tiszta árváltozást illeti – a KSH szerint is az újonnan épített lakásokénál erőteljesebben, 10% körüli ütemben nőttek a tavalyi év második felében is. Más lakáspiaci szereplők pedig ennél is vérmesebb számokkal szolgálnak. A Duna House szerint az összetétel-hatástól sokoldalúan megszűrt (a település, méret és épülettípus mellett a lakás állapotával és az épület korával is korrigált) négyzetméterár-index drasztikus, meghaladta a 20%-ot a tavalyi utolsó negyedévben és az idei első negyedévben is.

Megjegyzendő, hogy változatlanul nagyon erős – különösen Budapesten – a befektetői vásárlások súlya az árak alakításában. Kérdés, hogy a CSOK kiterjesztése, illetve a babaváró hitel bevezetése a lakhatási célú vagy a befektetési célú lakáskeresletet fogja elsősorban ösztönözni.



Turizmus

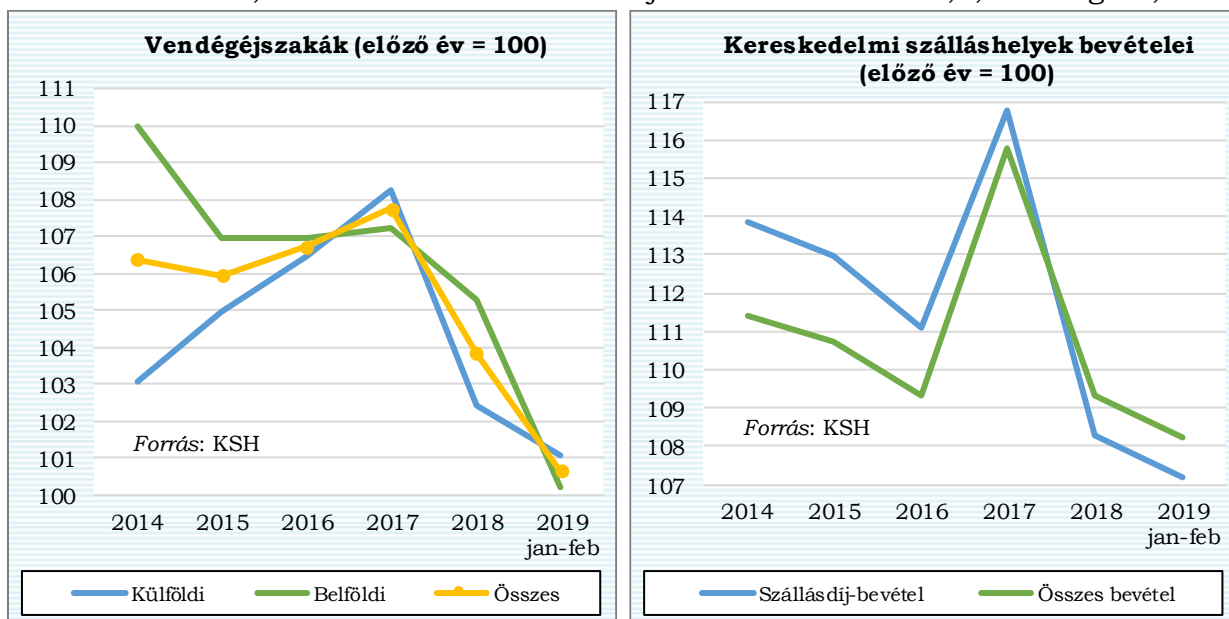
A kereskedelmi szálláshelyeken megforduló vendégek száma tavaly 5,2%-kal nőtt az előző évhez képest. Ez számottevő bővülést jelent, habár a trend egyértelműen lassuló az elmúlt években – 2017-ben a növekedési ütem még 6,9%-os volt. A vendégek számánál látványosabban lassult viszont a kereskedelmi *vendégéjszakák* számának dinamikája: ez utóbbi csak 3,8%-kal emelkedett tavaly, miközben az előző évben 7,7%-os, az azt megelőző három évben pedig 6-7%-os volt a növekedési ütem.

A belföldi vendégéjszakák száma még tavaly is meglehetősen jó ütemben, 5,3%-kal nőttek, a külföldiek vendégéjszakák növekedése viszont csupán 2,4%-os volt. Mind a külföldi, mind a belföldi vendégéjszakák vonatkozásában tavaly volt a leglassúbb a növekedés a legutóbbi öt év folyamán. A külföldi vendégéjszakák számának növekedése jóval erőteljesebben lassult, mint a külföldi látogatók számáé, vagyis az *egy-egy külföldi vendégre jutó vendégéjszakák száma érdemben csökkent 2018-ban*.

A lassulás mellett az is megemlítendő, hogy az idegenforgalom teljesítménye mind a kereskedelmi szálláshelyeket igénybe vevők számát, mind a vendégéjszakákat tekintve *rekordszintű* volt 2018-ban. Az ütemvesztéshez az egyre magasabb bázis is hozzájárulhat. A lassuló trend folytatódását sejteti, hogy az idei első két hónap átlagában a vendégéjszakák száma csak 0,7%-kal nőtt.

Valamennyi kontinensről érkezők által eltöltött vendégéjszakák számának bővülése lassult, Észak-Amerikát kivéve. A külföldi vendégéjszakák közel 80%-át kitevő európai vendégéjszakák közül az osztrák, a francia, a holland és az olasz vendégéjszakák száma csökkent tavaly. De a lassuláshoz a leginkább a német és a (kisebb súlyú, de nagyon markánsan befékező) orosz vendégéjszakák alakulása járult hozzá.

A vendégéjszakáknál is nagyobb mértékben fékeződött a kereskedelmi szálláshelyek szállásdíj-bevételének, illetőleg összes bevételének bővülése. 2018-ban a nominális szállásdíj-bevételek 8,3%-kal, az összes bevételek 9,3%-kal nőttek, ami még mindig számottevő ütem, de drasztikus csökkenést jelent a 2017. évi 16,8, illetőleg 15,8%-



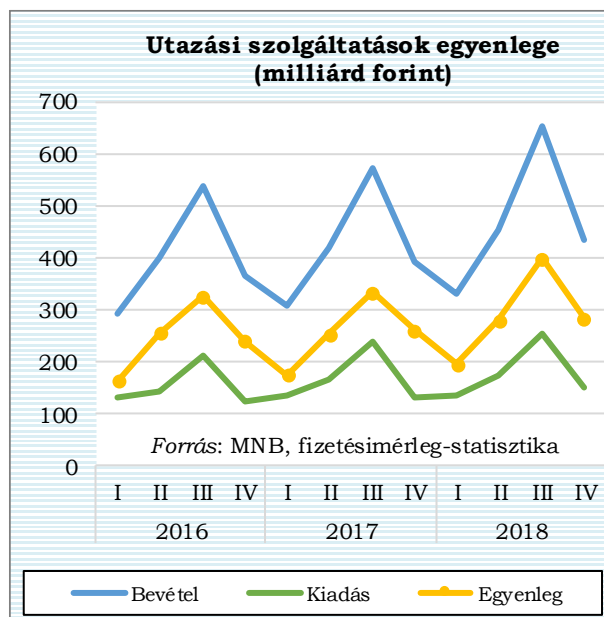
hoz képest. Vagyis tavaly a kereskedelmi szálláshelyek vendégeinek egy főre jutó költsége a szálláshelyeken sokkal kisebb mértékben nőtt, mint a megelőző évben.

Az idei első két hónapban a kereskedelmi szálláshelyek nominális bevételei a tavalyihoz hasonlóan alakultak, miközben az infláció tovább emelkedett, így a reálbevételek dinamikájának lassuló trendje a jelek szerint folytatódik.

A kereskedelmi szálláshelyek adatai alapján tehát a turizmus – és különösen a beutazó turizmus – dinamikájának mérséklődésére lehet következtetni. *Mást mutatnak viszont a határon kilépő külföldiek körében készülő felmérés adatai.* Ez utóbbiak szerint tavaly a beutazók száma az előző évinél valamivel gyorsabban (5%-kal) nőtt, a beutazók utazáshoz kapcsolódó kilátásai a 2017. évinél sokkal magasabb ütemben (13%-kal) emelkedett.

Ennek megfelelően a *folyó fizetési mérleg* turizmushoz kapcsolódó tétele (a szolgáltatásmérlegen belül az „utazás” tétel) is jól alakult tavaly. A forintban mért bevételek – vagyis a beutazó turizmushoz kapcsolódó bevételek – gyorsulón, több mint 10%-kal emelkedte, míg a kiadások – a kiutazó turizmusból adódó pénzkiramlás – dinamikája lassult. Így aztán az „utazás” pozitív mérlege is több mint 13%-kal megugrott.

Mindez azt sugallja, hogy a kereskedelmi szálláshelyeknél mért lassulás ellenére a turizmus továbbra is erőteljesen járult hozzá a külgazdasági mérlegekhez, és talán a GDP-növekedéshez való hozzájárulása sem gyengült 2018-ban. Ahogy a hazai jövedelmek dinamikája valamelyest lassul az idén, a küldő (elsősorban európai) országok jelentős részében pedig romlik a konjunkturális helyzet, az idén mind a hazai turizmus, mind a külföldről beutazók által gerjesztett turisztikai kereslet lendülete is markánsabban, akár már a fizetési mérlegben is kimutatható módon mérséklődhet 2019-ben .



2.1.2. A GDP felhasználási oldala

A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai

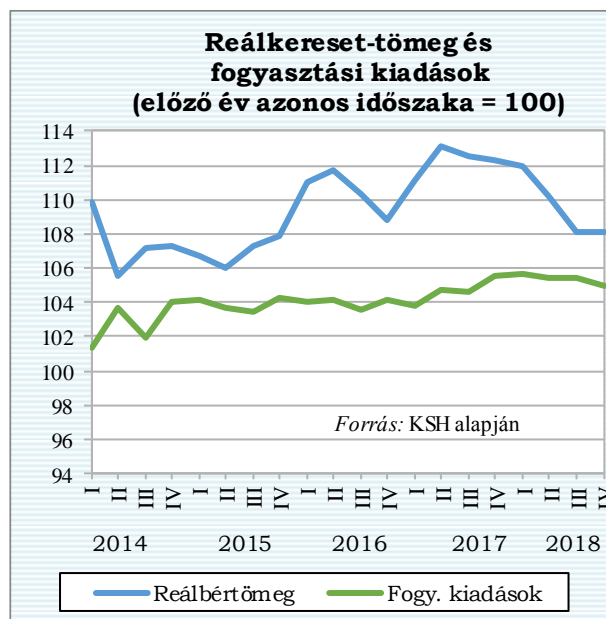
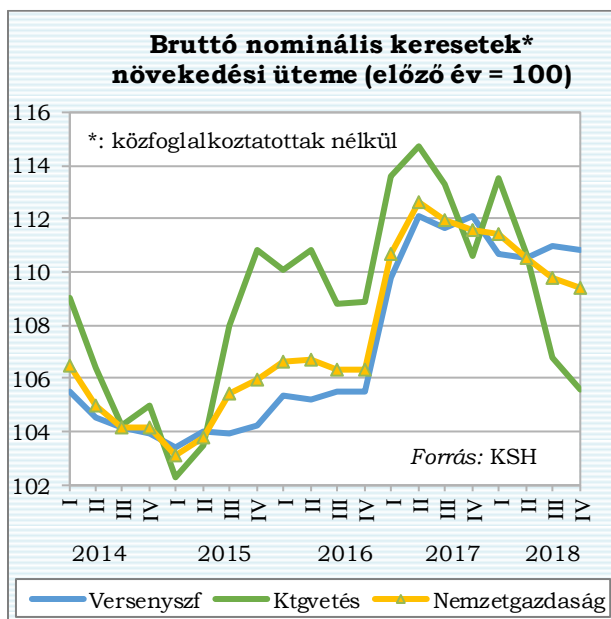
A tavalyi év folyamán a *közfoglalkoztatottak nélkül vett* bruttó (és nettó) keresetek nominális növekedési üteme folyamatosan mérséklődött, a harmadik és negyedik negyedévben már nem érte el a 10%-ot. Az éves átlagos növekedés 10,2%-os volt, ami bár elmarad a 2017-ben mért dinamikától, fenntarthatatlan hosszabb távon.

Igaz, a *vállalati szektor* kereseti dinamikája stabil maradt az év folyamán, a 10,5-11%-os tartományban maradt. A versenyszféra bérdinamikáját szinten tartotta nemcsak a munkaerőhiány, hanem a garantált bérminimum 2018-ban 12% körüli emelése is.

Vagyis az éven belüli lassulás a közszféra kereseti dinamikájának erőteljes fékeződéséből adódott. Az év nagy részében a közigazgatásban dolgozók *nem rendszeres kereseteinek* alakulása volt e fékeződés fő oka, ám az *utolsó negyedévben* az oktatásban és a humán-egészségügyben dolgozók kereseti dinamikája is látványosan lelassult.

A *közfoglalkoztatottakkal együtt vett* keresetek – a közmunkáslétszám leépüléséből adódó összetétel-hatás következtében – magasabb ütemben, 11,3%-kal bővültek 2018-ban. A **reálkeresetek** 8,3%-kal nőttek, a **nettó reálkereset-tömeg** pedig 9,6%-kal bővült. Ez utóbbi több mint 2 százalékpontos fékeződést jelent 2017-hez képest.

Az idén a kereseti dinamika erőteljesebb lassulása várható. Egyrészt a költségvetési szektorban a jelek szerint véget ért a nagyon gyors bérnövekedés időszaka. A versenyszektort tekintve vegyesebb a kép. A közelmúltban látott, jelentős részben sikeres sztrájkok is azt mutatják, hogy a versenyszektor multinacionális szegmensének legalább egy részében még megvan a jelentős béremelésre való képesség. Ugyanakkor az alkalmazottak többségét foglalkoztató hazai, kisebb méretű vállalatok jelentős részénél a béremelési képesség lassan kimerül. Így az ő esetükben az a tény, hogy az idén mindkét típusú minimálbér emelése egy



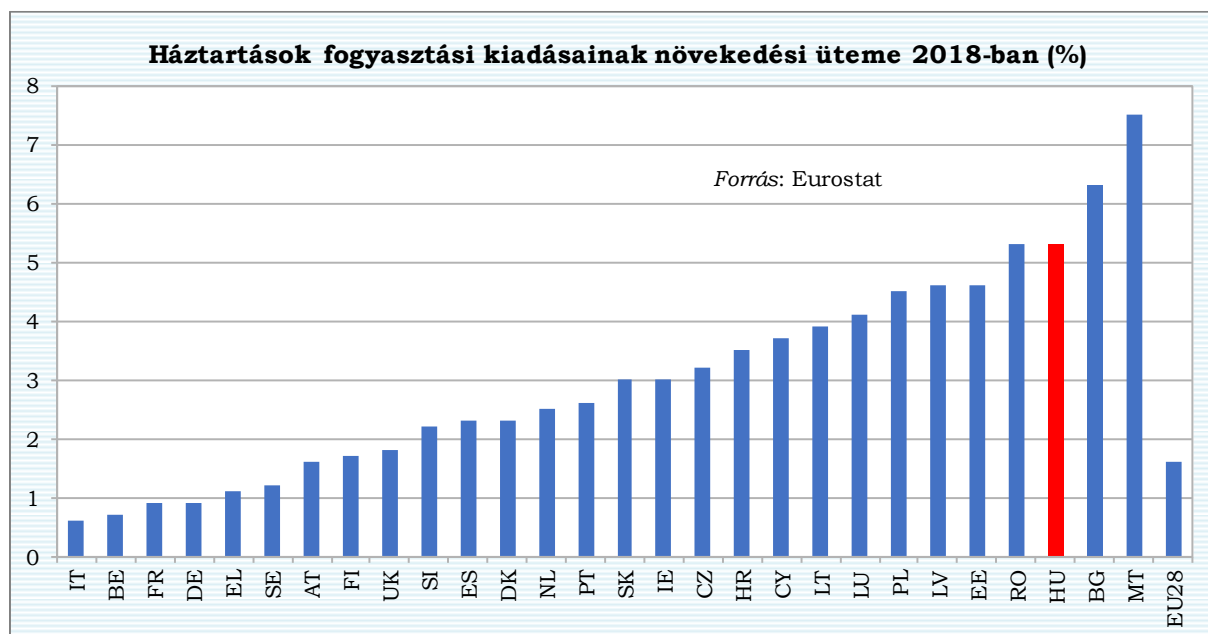
számjegyű (8%-os), a korábbinál kisebb átlagos béremelést fog eredményezni, még ha ezek a vállalatok is szenvednek a munkaerőhiánytól. Vagyis a versenyszférában a bérdinamikák fokozódó differenciálódása várható. **Összességében a nominális keresetek 8,5%-os, a reálkeresetek 5,3%-os emelkedését várjuk 2019-ben.** Ez utóbbi a reálkereseti dinamika 3 százalékpontos lassulását jelenti 2018-hoz képest.

A reálkereset-tömeg számottevően lassuló dinamikája ellenére a **háztartások fogyasztási kiadásainak** dinamikája nem csak erős maradt tavaly, de minimálisan gyorsult is 2017-hez képest. A háztartások fogyasztási kiadásainak volumene éves átlagban 5,3%-kal bővült, ami durván összhangban van az idei jövedelembővülésre vonatkozó éves becslésünkkel. A háztartások tényleges fogyasztása – amely tartalmazza a kormányzattól és a nonprofit intézményektől kapott természetbeni társadalmi juttatásokat is – 4,6%-kal bővült tavaly.

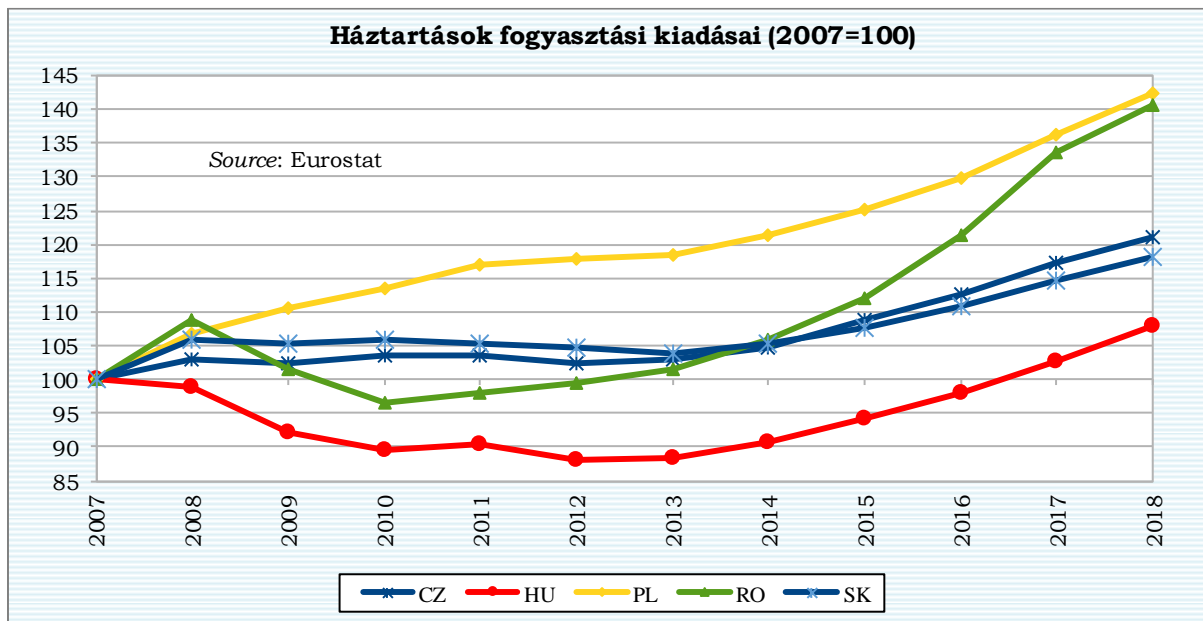
Ugyanakkor megjegyzendő, hogy éven belül a fogyasztási kiadások (és a tényleges fogyasztás) növekedési üteme kissé mérséklődött, vagyis lehetséges, hogy a fogyasztási dinamika tetőzött a tavalyi év folyamán. Ez a keresetek és a foglalkoztatotti létszám párhuzamos fokozatos lassulása mellett nem is volna meglepő. (Habár az első két hónap kiskereskedelmi adatai alapján az sem kizárt, hogy az idei év elején átmenetileg visszagyorsul valamelyest a fogyasztás növekedési üteme.) Az idén a bérdinamikával együtt a fogyasztás növekedése is mérséklődni fog – várakozásunk szerint a háztartások fogyasztási kiadásai durván 4,5% körüli ütemben, a háztartások tényleges fogyasztása pedig nagyjából 4%-kal bővül az idén.

Mindenesetre az 5,3%-os növekedési ütemmel Magyarország (Romániával együtt) a harmadik legmagasabb fogyasztásnövekedési ütemet produkálta 2018-ban az EU-n belül, illetőleg a második leggyorsabb ütemet (Bulgária mögött) a kelet-európai új tagállamok között.

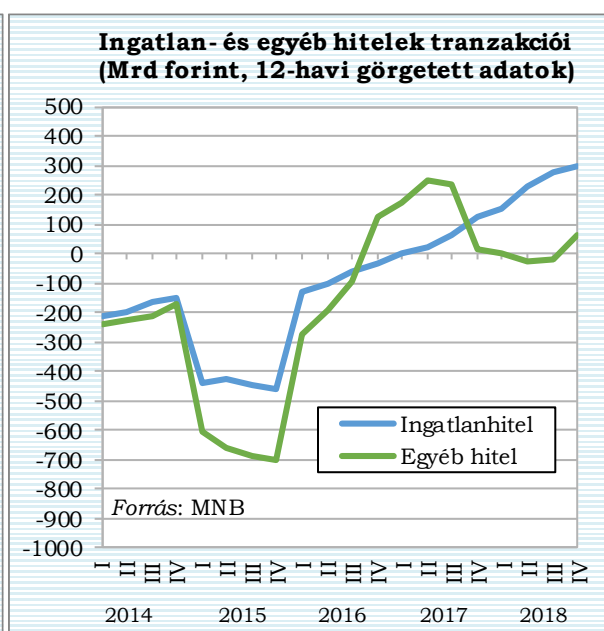
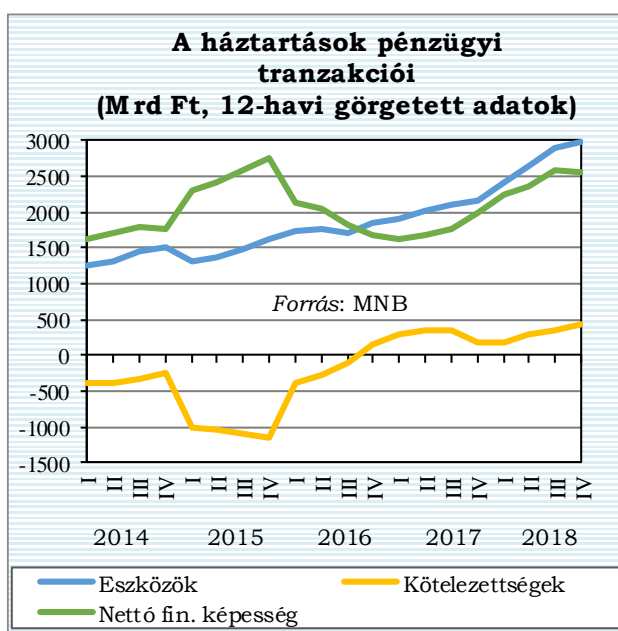
Az elmúlt két év összesen 10%-os növekedése egyben azt is eredményezte, hogy a fogyasztási kiadások volumene még 2017-ben túllépte, 2018-ban pedig már érdemben, 8%-kal meghaladta a válságot megelőző 2007. évi csúcshoz képest. Ám ezzel



együtt a visegrádi országokkal és Romániával összevetve Magyarország lemaradása még mindig tetemes. Miközben láttuk, hogy 2018-ban Magyarország az élvonalban volt a fogyasztás bővülését illetően, addig a 2018-2018-as időszak egészét tekintve az említett 8%-os magyar növekedés eltörpült a másik három visegrádi ország, illetve Románia növekedési teljesítménye mögött.



Ez pedig abból adódott, hogy bár a válság bekövetkezésekor – Lengyelország kivételével – a fogyasztásbővülés folyamata megrekedt (sőt Románia esetében két éven át meredeken esett), Magyarország volt az egyetlen, ahol a fogyasztás öt éven keresztül trendszerűen csökkent 2008-tól kezdve, összességében több mint 10%-kal. 2014-től aztán a magánfogyasztási kiadások dinamikája nagyjából összhangban volt a többi visegrádi országgal, sőt meghaladta a cseh és főleg a szlovák ütemet. A román fogyasztás utolsó három évben tapasztalt száguldásával ugyanakkor egyetlen visegrádi ország sem vetekedhetett.



A háztartások nettó pénzügyi megtakarításainak trendje a tavalyi év nagy részében növekvő volt. Az év egészében a **nettó finanszírozási képesség** nominális értéke közel 28%-kal magasabb volt, mint 2017-ben.

Mindez a bruttó megtakarítások (még hozzá azon belül a készpénz és betétek) még erőteljesebb (37%-os) növekedéséből adódott, amelyet részben ellensúlyozott a hitelfelvételi egyenleg emelkedése. Figyelemre méltó módon a hitelfelvételi egyenleg emelkedése szinte teljes egészében az *ingatlanhiteleknek* tudható be, miközben az egyéb hitelfelvételek éves egyenlege az ingatlanhitel-felvételi egyenleg értékének nem sokkal több mint egyötödét tette ki. Valójában az egyéb hitelfelvétel négy negyedéves halmozott egyenlege csak az utolsó negyedévben vált pozitívvá, vagyis korábban a halmozott hitelfelvétel kisebb volt, mint a halmozott hitel-visszafizetés.

A négy negyedéves halmozott GDP-arányos *megtakarítási ráta* az év végére 6%-on állt, vagyis emelkedett a tavalyi 5,2%-hoz képest. Ám az utolsó negyedévben az emelkedő trendnek vége szakadt: a bruttó megtakarítások emelkedése lelassult, a hitelfelvételi egyenleg emelkedése viszont nem, így a nettó finanszírozási egyenleg értéke az év utolsó negyedévében kissé elmaradt az előző év azonos negyedévében mérttől.

Az idén e csökkenő trend folytatódhat, miután – mint jeleztük – a fogyasztási kiadások dinamikája idén érdemben felülmúlhatja a háztartási pénzjövedelmek dinamikáját. A GDP-arányos megtakarítási ráta visszaeshet 5% közelébe. Ha megkezdődik a készpénz- és likvid betét-tartalékoknak az elmúlt évben felgyorsult lakáscélú felhasználása, az a bruttó és nettó pénzügyi megtakarítást egyaránt csökkenteni fogja, felgyorsítva a megtakarítási ráta csökkenését, de ennek időzítése nehezen megjósolható.

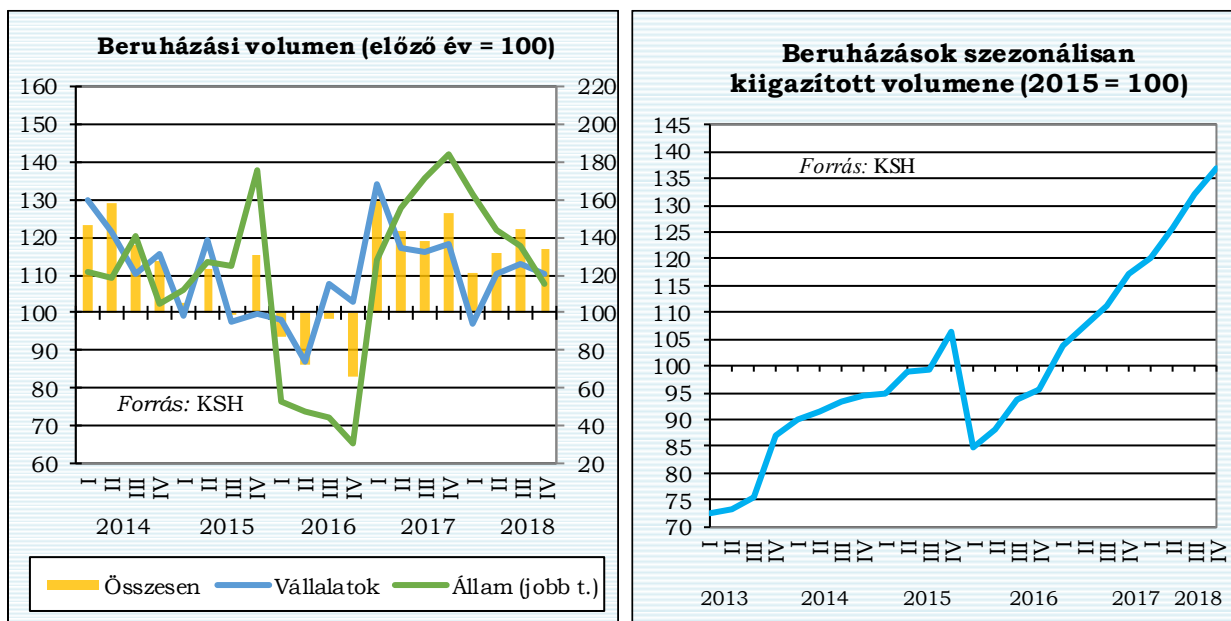
Beruházások

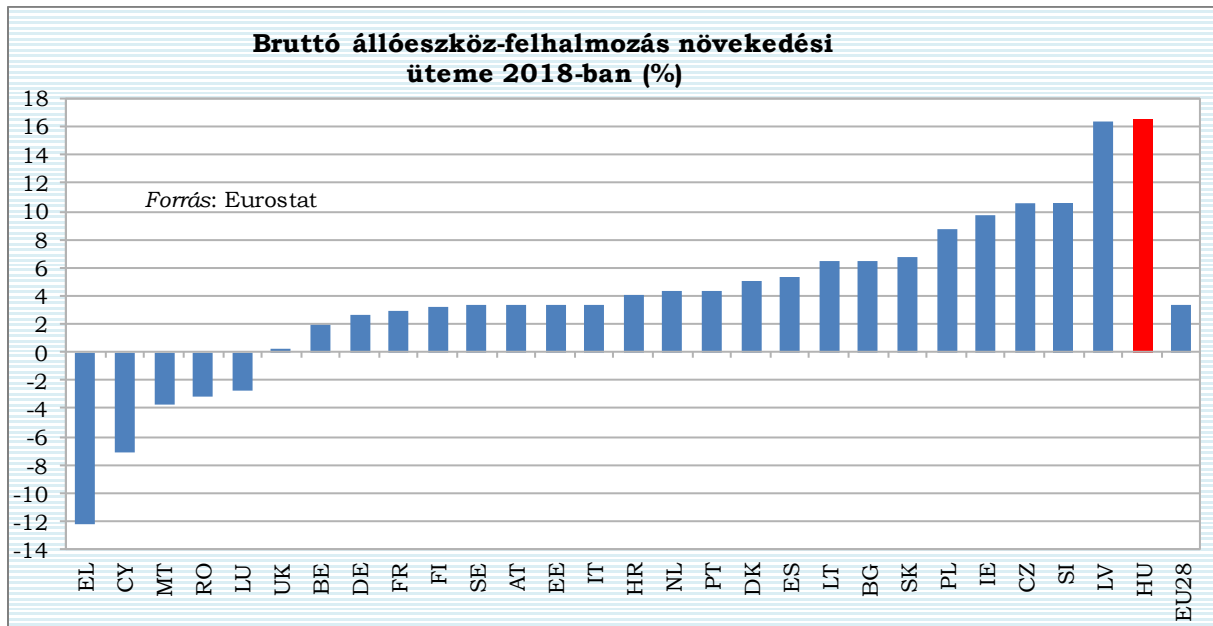
A nemzetgazdasági beruházások az utolsó negyedévben 16,9%-kal bővültek – vagyis gyakorlatilag az egész tavalyi évi átlaggal, 17%-kal megegyező ütemben. Az éves beruházási dinamika tehát nem érte el ugyan a 2017. évi – közel 24%-os – ütemet, ám ezzel együtt 2018 egyértelműen jó év volt a beruházások szempontjából.

A beruházásnövekedés szerkezete nem volt rossz tavaly, ha nem is ideális. A KSH adatai szerint a közép- és nagyvállalati szektor beruházásainak volumene 8,8%-kal bővült éves átlagban, ami aránylag kedvező, de ezzel együtt nem a közép- és nagyvállalatok adták a beruházásbővülés fő hajtóerejét. A legnagyobb mértékben (30,9%-kal) az *állami beruházások* nőttek, noha az utolsó negyedévben e szektor növekedési rátája 15% körülire mérséklődött. Továbbá, a számokból sejthetően a háztartások, valamint a közepesnél kisebb vállalkozások beruházásai is nagyon erőteljesen, 20%-ot meghaladó mértékben nőhettek tavaly. Ez utóbbiban nyilván meghatározó szerepe volt a lakásberuházások erőteljes expanziójának.

Mindenesetre **a beruházások bővülését nagyobbrészt az uniós források által (is) gerjesztett állami kereslet hajtotta 2018-ban.** (Mindenekelőtt a közigazgatási és egészségügyi beruházások.) A vállalati beruházások aránylag jónak mondható dinamikáját is jelentős részben az államhoz kötődő (kvázifiskális) vállalati körhöz köthetjük. Erről tanúskodik mindenekelőtt a nagy súllyal bíró *szállítási beruházások* drasztikus (33,5%-os) emelkedése, de ebbe az irányba mutat az energetikai beruházások, vagy a víz- és szennyvíz-beruházások vállalati átlagot messze meghaladó növekedési üteme is.

Vagyis noha a **magánvállalati szektor beruházásai is nőttek 2018-ban** (elvégre minden nemzetgazdasági ágban kisebb-nagyobb mértékben emelkedő beruházási aktivitást mértek), **e növekedés üteme mérsékelt maradt.** A *feldolgozóipari beruházások* a tavalyi év átlagában 6,3%-os ütemben bővültek csak, habár ezen belül az utolsó negyedévben a dinamika 18% fölé ugrott. E mérsékelt éves növekedésnek az az oka, hogy noha a feldolgozóipari alágak nagy többségében bővültek a beruházások, a növekedési ütem általában (pl. a járműiparban is)

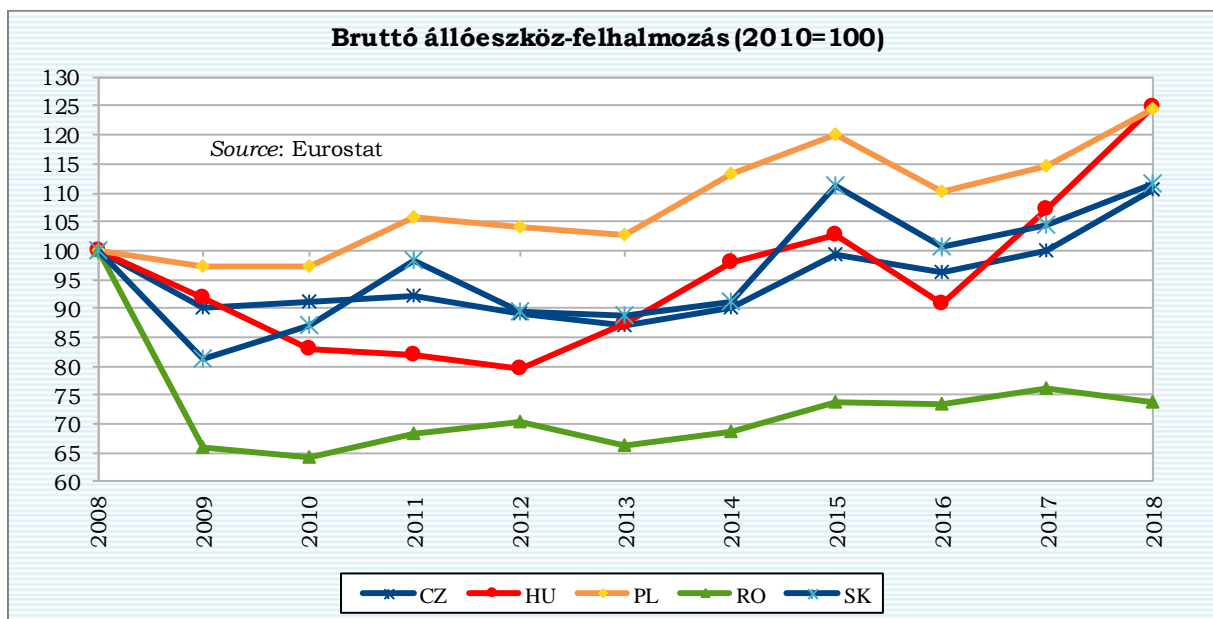




közepes volt. (Kivétel a gumiipar, a villamosgép- és az elektronikai ágazat.)

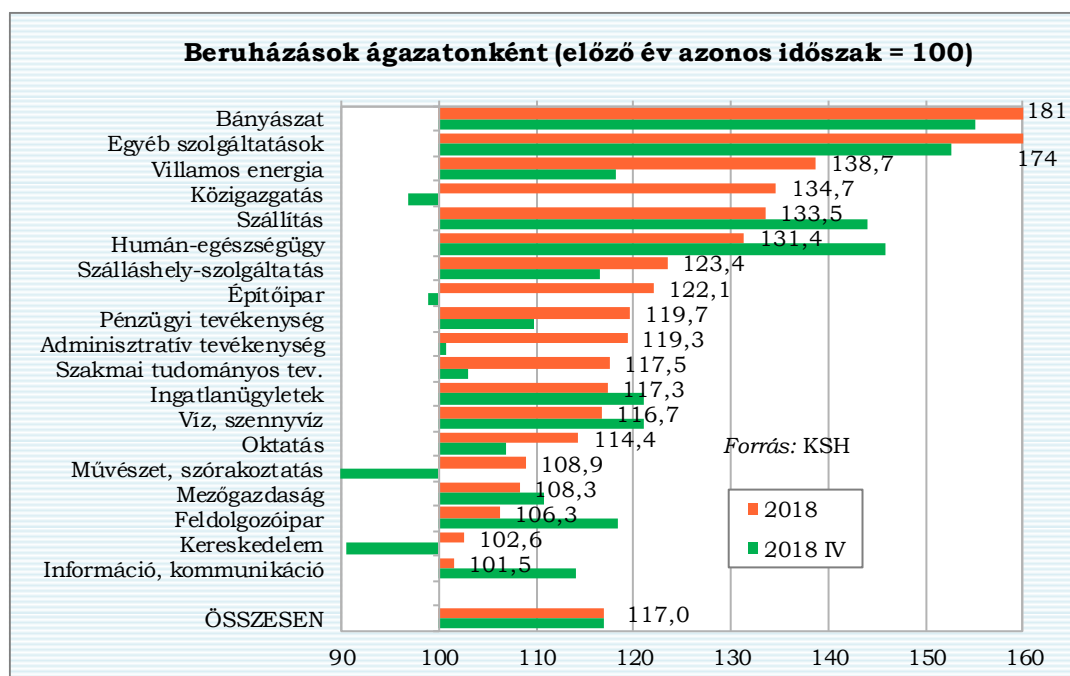
Mindenesetre a beruházások tavalyi dinamikája európai összevetésben is kiugró volt: a GDP szerinti állóeszköz-felhalmozás év/éves növekedési rátája Magyarországon volt a legmagasabb 2018-ban. Ez akkor is figyelemre méltó, ha figyelembe vesszük, hogy az elmúlt évtized során több olyan év volt, amikor a tavalyi magyar 16,5%-nál jóval magasabb ütemmel váltak egyes országok (pl. Írország) élvonassá.

Fontos viszont, hogy a tavalyi első helyezés nem jellemzi az elmúlt évtized magyar beruházási teljesítményét. 2008-at bázisnak tekintve (a beruházások volumene ekkor érte el a válság előtti csúcst) az azt követő időszak első felében a magyar beruházások kedvezőtlenebbul alakultak, mint a többi visegrádi országban, az uniós források felhasználásának előző (2014-15-ös) csúcsra járatása csak a felzárkózáshoz volt elegendő, és igazából csak a legutóbbi két év meredek emelkedésének köszönhetően került a magyar halmozott beruházásnövekedés a



régió élvonalába. Márpedig ez a meredek emelkedés jelentős részben az uniós források felhasználásáról szól. (Szöges ellentétben a magánfogyasztással, Románia beruházási teljesítménye mindvégig lesújtó maradt az elmúlt évtized során.)

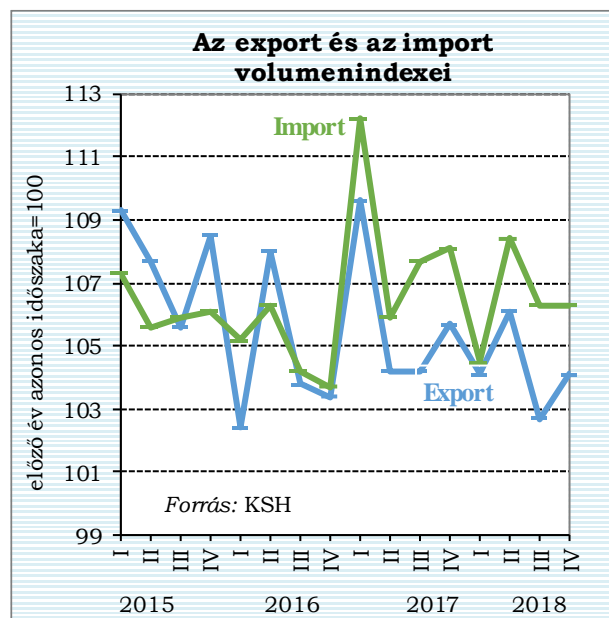
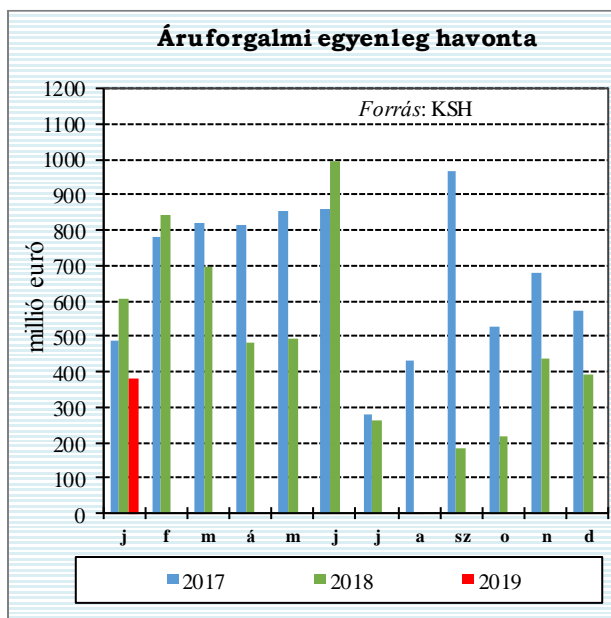
Az **idei év** kilátásait tekintve döntő kérdés, hogy az uniós támogatások felhasználásának üteme hogyan alakul. Jelenleg arra számítunk, hogy ez az ütem érdemben lassulni fog – bár ez sem vehető teljesen biztosra – de a lassulás mértéke kérdéses. Így az állami beruházások az idén csak jóval kisebb mértékben tudnak majd az összberuházások hajtóerejeként szolgálni. Figyelmeztető jel, hogy a közigazgatási beruházások a tavalyi utolsó negyedévben már csökkenésbe fordultak. Ezzel kapcsolatban megjegyzendő, hogy feltehetőleg az állam által elkölthető uniós források növekedést támogató potenciálja csappan meg az idén – a magánvállalati szektor szereplőinek kiosztott, de még fel nem használt gazdaságfejlesztési célú források terén ugyanakkor bőséges lehet a tartalék, itt akár a forrásfelhasználás gyorsuló dinamikája is elképzelhető.



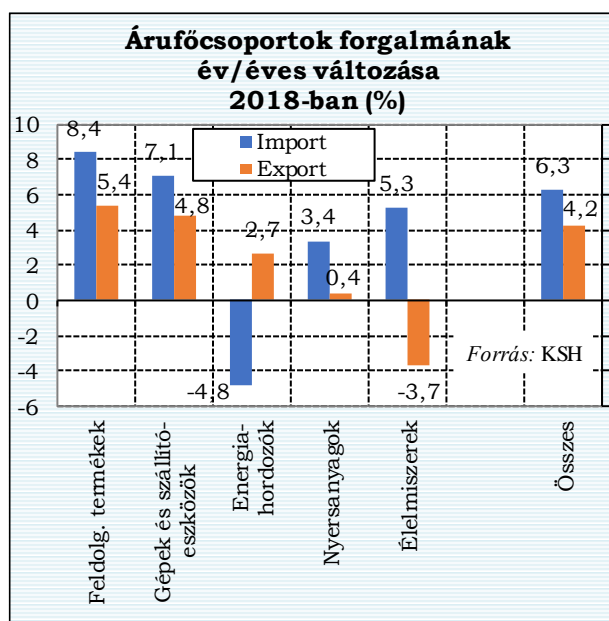
A lassuló, de még mindig dinamikus gazdasági növekedés és a magas kapacitáskihasználtság körülményei között a vállalati beruházások is tovább nőnek, de a növekedés üteme alighanem közepes marad. Az idén ugyanakkor még folytatódhat a háztartási beruházások nagyon jó ütemű expanziója. Összességében **az idén a beruházások 5-10%-os növekedését valószínűsíthetjük az idei évre.**

Külkereskedelem

Az áru-külkereskedelmi folyamatok a tavalyi utolsó negyedévben némi javulást hoztak a lesújtó harmadik negyedév után – miután az exportdinamika halványról közepesre (4,1%-ra) gyorsult, az importdinamika (6,3%) pedig szinten maradt. Ám a megelőző évhez viszonyított romlás így is tetemes volt: az euróban mért külkereskedelmi többlet több mint 40%-kal elmaradt az egy évvel korábbitól.



Így a tavalyi év egészében a **külkereskedelmi többlet mindössze 5,6 Mrd euróra rúgott**, vagyis több mint 30%-kal csökkent a 2017. évi 8,1 eurós szinthez képest. Ebben ugyan közrejátszott az 1%-os cserearányromlás is, de alapvetően a kivitel és behozatal volumennövekedési ütemei közötti jelentős (6,3%-os) különbség okozta a többlet beesését: az áruexport csak 4,2%-kal, az áruimport viszont 6,3%-kal bővült 2018-ban.

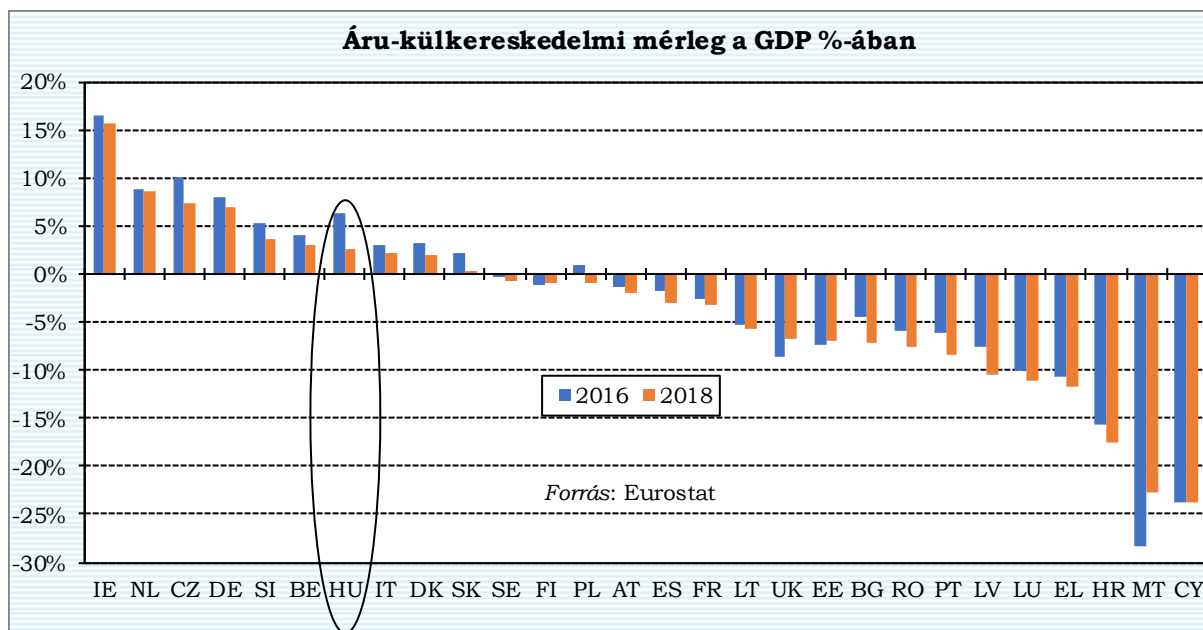


Hogy az import dinamikája 2018-ban is erőteljes volt, az nem meglepő, a belföldi felhasználás az elmúlt húsz év leggyorsabb növekedését produkálta.

Mindenekelőtt a feldolgozott termékek, valamint gépek és szállítóeszközök behozatala volt erős – kiemelten a vegyi áruké, vagy pl. a ruházati cikkeké – de a fogyasztási kereslet erősödését tükrözi, hogy az élelmiszerimport is 5% feletti ütemben bővült.

Megjegyzendő, hogy az exportnövekedést tavaly nagymértékben befolyásolta egy gazdaságon kívüli körülmény, a 2017. évi kedvezőtlen időjárás és az emiatt csökkenő mezőgazdasági termelés. Ennek eredményeképpen 2018-ban visszaesett

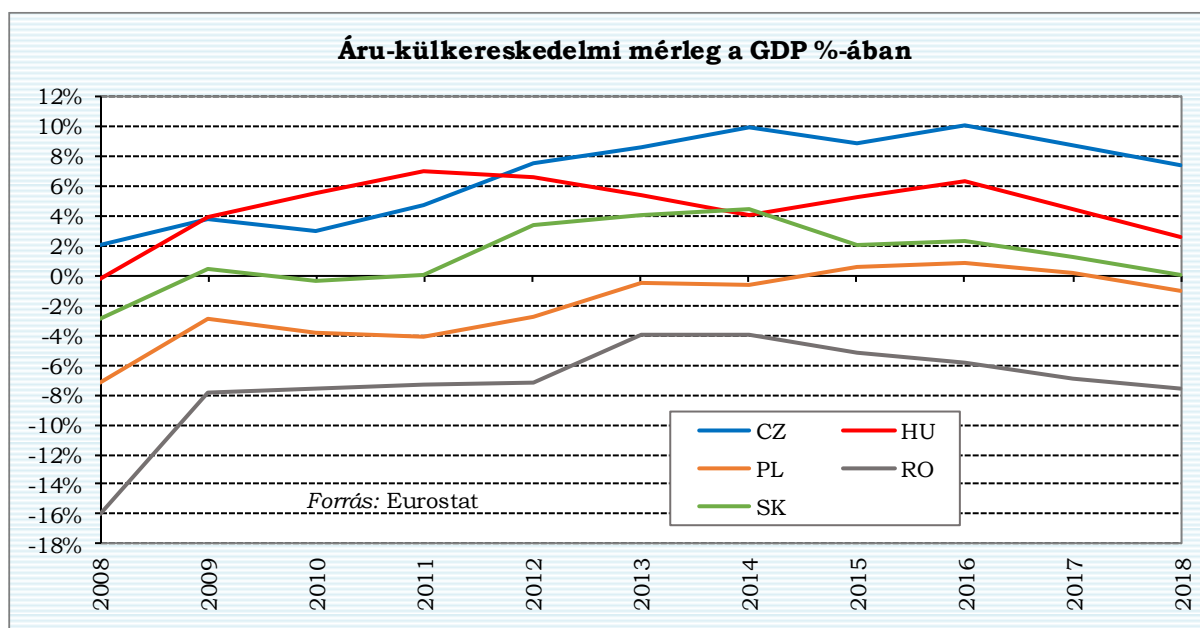
az élelmiszerexport (a megelőző évi erős növekedés helyett). Ám ezen felül még három árucsoport exportdinamikája elmaradt a 2017. évitől, és e három közül az energiahordozók exportjának gyenge növekedési üteme (főleg az áramexport visszaesése miatt), valamint a feldolgozott termékek exportnövekedésének lassulása (mindenekelőtt a szakmai, tudományos, ellenőrző műszerek visszaeső exportja miatt) érdemben lehúzta az összkivitel dinamikáját.



A külkereskedelmi többlet jelentős csökkenése ellenére Magyarország még 2018-ban is viszonylag előkelő helyezést ért el a többlet GDP-hez viszonyított arányát tekintve az EU-tagállamok mezőnyében az Eurostat adatai szerint. (Annak ellenére, hogy az Eurostat rendre magasabb importot, ezért kisebb kereskedelmi többletet mutat ki Magyarországra esetében, mint a KSH.) Ez részben annak is betudható, hogy 2016-hoz képest – vagyis ahhoz az évhez képest, amikor a magyar többlet euróértékét tekintve a legmagasabb volt mind a KSH, mind az Eurostat szerint – szinte az összes EU-tagállam GDP-arányos külkereskedelmi többlete csökkent, habár sehol sem akkora mértékben, mint Magyarországon.

A többi visegrádi országhoz és Romániához viszonyítva a magyar külkereskedelmi pozíció mindvégig kedvező volt már 2008-ban is – vagyis amikor a magyar külkereskedelmi mérleg utoljára volt deficit. Csupán egy ország, Csehország volt képes tartósan magasabb GDP-arányos mérleget fenntartani. Egyelőre vélelmezhető, hogy e téren az idén még nem lesz változás, noha az utóbbi években magyar külkereskedelmi mérleg is évről évre közelebb került ahhoz, hogy ismét deficitessé váljon.

Az **idén** – az első két hónap KSH-számai alapján – folytatódik a külkereskedelmi aktívum zsugorodása, habár egyelőre a tavalyinál mérsékelt ütemben. Habár az export határozottan megélné (a februári előzetes adat alapján a két havi átlagos volumennövekedés 6% körüli lehetett), közben az import még mindig dinamikusabban (feltehetőleg 6,5%-ot megközelítően) az előző év azonos időszakához képest). Így a külkereskedelmi többlet összesített értéke euróban



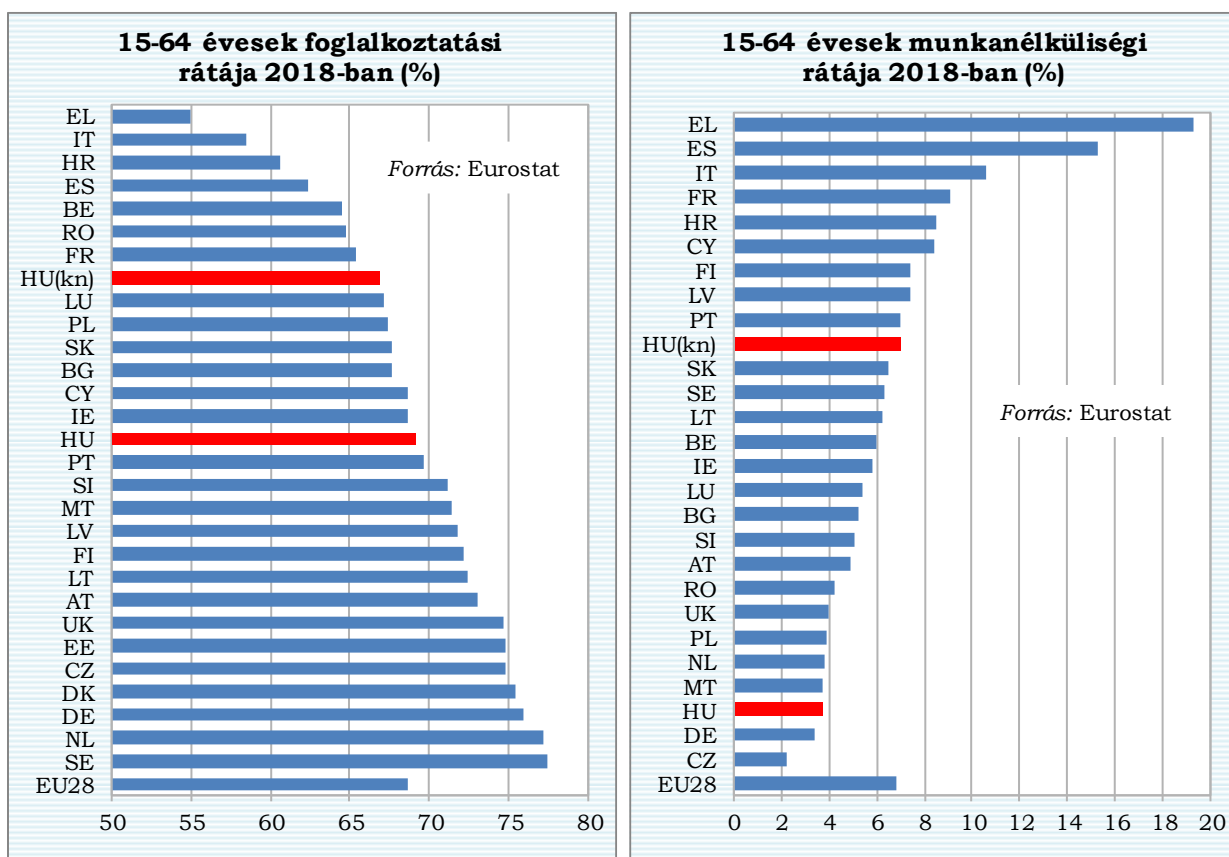
mintegy 12%-kal volt alacsonyabb az első két hónapban, mint egy évvel korábban, vagyis a csökkenés továbbra is számottevő, habár a tavalyi 30%-hoz képest mérsékeltnek mondható.

Várakozásunk szerint az idén mind a fogyasztás, mind pedig a beruházások dinamikája várhatóan lassulni fog, és emiatt nem valószínű, hogy az import növekedési üteme magasabb, főleg jóval magasabb lenne, mint tavaly volt. Pillanatnyilag azzal számolunk, hogy a külkereskedelmi többlet – a tavalyi 5,6 Mrd euró után – nagyjából 4,5 Mrd euró körüli szintre mérséklődik. Másfelől viszont – ahogy azt az ipar kapcsán jeleztük – az exportgyorsulás mértékét illetően a felfelé és lefelé mutató kockázat egyaránt számottevő. Kedvező esetben a külkereskedelmi többlet nem süllyed sokkal 5 Mrd alá. Ám az is elképzelhető, hogy a mérleg újabb drasztikus romlására kerül sor, és a kereskedelmi többlet 4 Mrd euró közelébe esik vissza.

Foglalkoztatottság, munkanélküliség

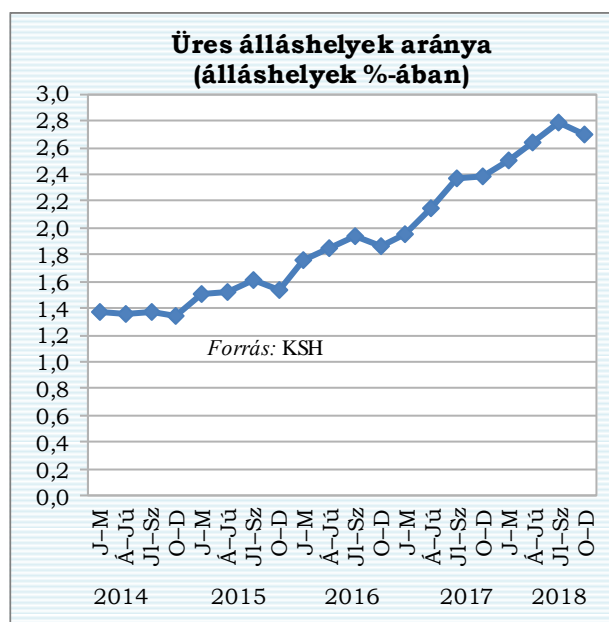
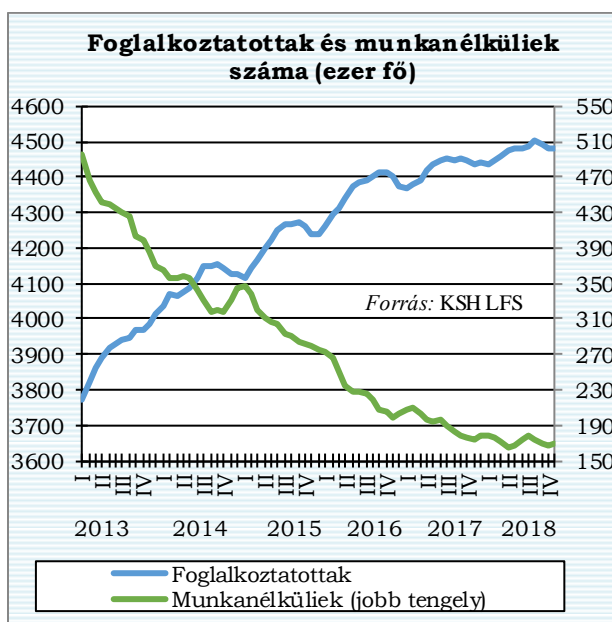
A *munkaerő-felmérés* (KSH-LFS) adatai szerint a foglalkoztatottak számának emelkedése tavaly lassú, éves átlagban 1,1%-os – de ezen belül a második félévben csak 0,8%-os – ütemben folytatódott. A közfoglalkoztatottak számának visszavágása továbbra is erősen hozzájárult a létszámemelkedés lassulásához, ám a nem közmunkás foglalkoztatottak számának dinamikája is trendszerűen lanyhul, az utolsó negyedévben már csak alulról közelített a 2%-hoz. Ez utóbbi – az intézményi statisztika szerint – főként a versenyszféra lassuló létszámbővülésének tudható be. A **ténylegesen alkalmazható munkaerőtartalék zsugorodása** előbb-utóbb domináns fékező tényezővé válik. Várakozásunk szerint az idei év átlagában a foglalkoztatottak száma 0,5% körüli ütemben bővíthet az idén, annak ellenére, hogy a KSH becslése szerint az első két hónap során a foglalkoztatottak számának bővülése némileg gyorsult.

A *munkanélküliségi ráta* csökkenése pedig gyakorlatilag megállt. A tavalyi második negyedév óta a ráta szinte folyamatosan 3,6-3,7%-on áll. Az év átlagában a ráta 3,7%-os lett. Önmagában véve egy ilyen alacsony munkanélküliségi ráta már nem adna okot különösebb aggodalomra – ám figyelembe kell venni, hogy a közfoglalkoztatottak beszámítása mellett a munkanélküliségi ráta 7% körüli lenne, ami viszont már nem mondható alacsonynak. Az idei év átlagában a munkanélküliségi ráta egy, legfeljebb két tized százalékponttal csökkenhet tovább 2018-hoz képest.



Európai összevetésben a magyarországi foglalkoztatás immár átlagosnak mondható, legalábbis, ha a foglalkoztatottak közé beleszámítjuk a közfoglalkoztatottakat is. Ez az évtized elejéhez képest komoly eredmény. De *közfoglalkoztatottak nélkül* – ahogy az a fenti ábrából látható – a foglalkoztatási rátát illetően Magyarország még tavaly is az uniós mezőny alsó harmadában helyezkedett el. A munkanélküliségi rátát illetően a helyzet jobbnak mutatkozik, de ez az átlagosnál alacsonyabb aktivitás miatt van: az aktívák számához viszonyítva a munkanélküliek száma kimondottan alacsony Magyarországon, a közmunkásokat is a munkanélküliek közé számítva pedig nagyjából átlagos.

Mindeközben a betöltetlen álláshelyek összes álláshelyhez viszonyított aránya a harmadik negyedévi rekordszinthez képest minimálisan csökkent ((2,8%-ról 2,7%-ra), méghozzá a versenyszféra (egyebek mellett a kereskedelem, a vendéglátás és szálláshelyszolgáltatás, jóval kisebb mértékben pedig a feldolgozóipar) miatt. Ám ez olyan csekély változás, hogy lényegében a munkaerőhiány viszonylag magas szinten való stabilizálódását mutatja. **A munkaerőhiány és az elsődleges munkapiacon alkalmazást nem találók számottevő létszáma együtt azt sejteti, hogy a magyarországi munkaerő-kínálattal komoly strukturális problémák vannak.**



III. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok

3.1. Államháztartási folyamatok

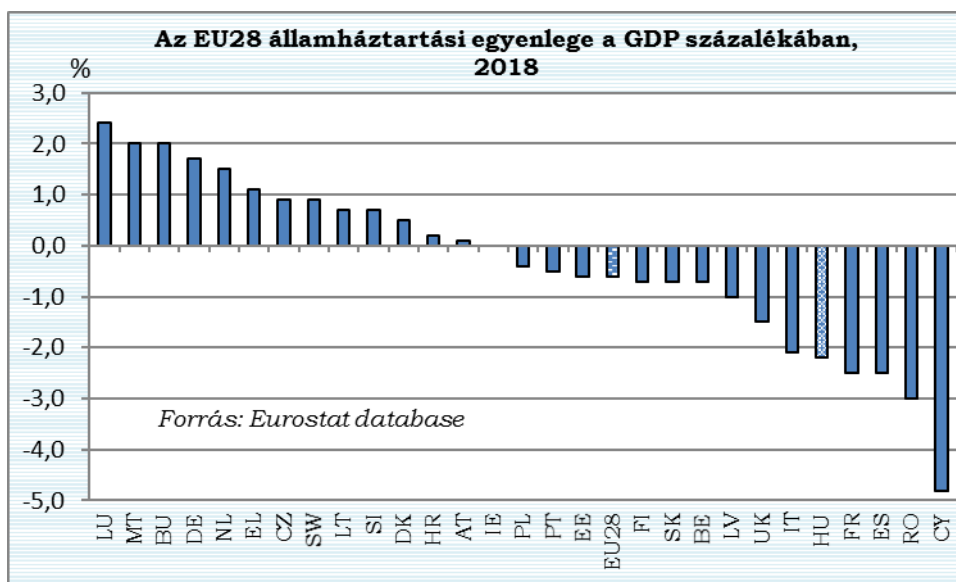
3.1.1. Az államháztartás 2018-ban

2018-ban a költségvetés központi alrendszerének hiánya *pénzforgalmi szemléletben* 1.445 milliárd forint volt, ami csak kismértékben haladta meg a tervezett 1.360 milliárd forintot. A tervezetthez közelálló hiány a decemberi bevételek megugrásának volt köszönhető, azon belül is elsősorban a nagyösszegű uniós támogatási átutalások évvégi beérkezése következtében. Emellett, a szezonális hatásoknak megfelelően, decemberben kiemelkedőek voltak a gazdálkodó szervezetek befizetései (majdnem 300 milliárd forint), a fogyasztásból származó adók (több mint 500 milliárd) és a lakosság befizetései is (220 milliárd forint).

Az *eredményeszléletű* államháztartási hiány a várakozásoknak megfelelően a GDP 2,2%-át tette ki. Az eredményeszléletű egyenleg terén azonban - a pénzforgalmi egyenleggel ellentétesen - éppen az utolsó negyedév hozott kiugró hiányt. Míg az év első három negyedévében az eredményeszléletű hiány a szezonálisan kiigazított GDP mindössze 1%-át tette ki, addig az utolsó egyedévben 5,8%-át. Az ellentétes mozgás oka, hogy az év végén a költségvetésbe beérkezett uniós támogatások csak a pénzforgalmi egyenleget javítják, az eredményeszléletűt nem. A korábbi időszakokban az EU-támogatásokat megelőlegező költségvetési kiadásokat ugyanis - az ESA elszámolás elvének megfelelően - a korábbi időszakokban kivették az eredményeszléletű költségvetési kiadásokból. Az EU-s bevételek túlnyomó része tehát nem számolható el az eredményeszléletű egyenlegben.

3.1.2. Európai kitekintés

A magyar 2,2%-os államháztartási hiány az Európai Unióban 2018-ban csak az utolsó helyek egyikéhez volt elegendő. Az EU 28 tagországa közül 13 ugyanis költségvetési többletet ért el 2018-ban: Németországon kívül ide tartozik Csehország és Szlovénia is. Csehország már 2016 óta folyamatosan államháztartási többletet mutat fel, Németország pedig már 2013 óta.

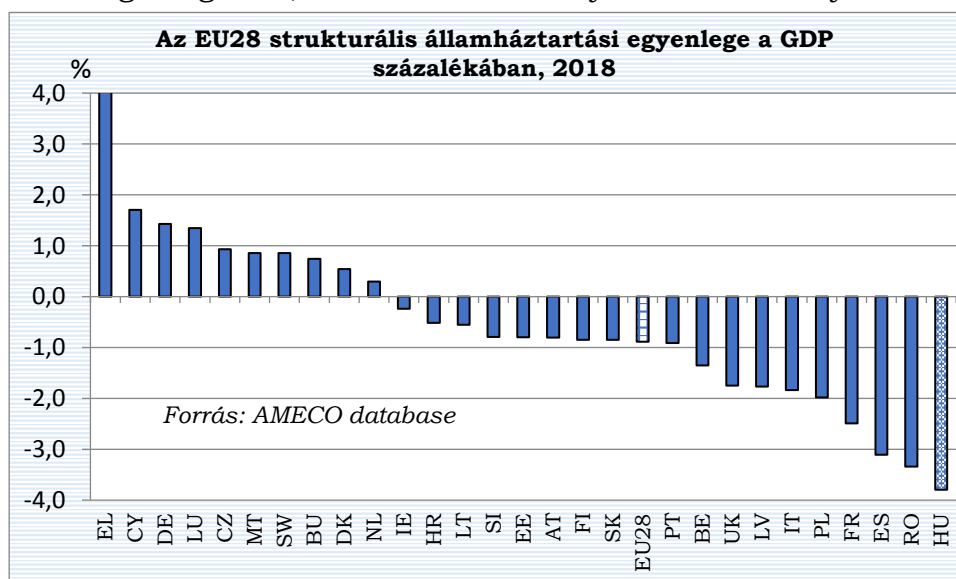


2018-ban Magyarországnál nagyobb államháztartási hiányt csak Franciaország, Spanyolország és Románia ért el, 2,5-3%-os hiánnyal, Ciprus pedig horribilis, a GDP 4,8%-át kitevő deficitet produkált. A ciprusi magas hiány azonban csak egyszeri botlásnak tekinthető, mert 2017-ben még pozitív költségvetési egyenleggel rendelkezett. Románia, Franciaország és Spanyolország azonban tartósan magas államháztartási hiánnyal küszködik, ami elsősorban a magas állami kiadási rátával magyarázható. Figyelemre méltó, hogy az EU Bizottsággal súlyos fiskális vitába keveredett Olaszország államháztartása 2018-ban egyáltalán nem mutatott magas hiányt, 2018-ban 2,1%, de a megelőző években is csupán 2,1-2,6% volt az olasz költségvetés deficitje.

A kifejezetten jó államháztartási pozíciók az Európai Unióban részben a válság utáni fiskális fegyelem helyreállításával, részben pedig a tavaly még mindig viszonylag jó konjunkturális helyzettel magyarázhatók. Bár a gazdasági növekedési ütemek erősen divergáltak az egyes országok között, az EU28 átlagos gazdasági növekedése 2018-ban 2,0% volt, s Olaszországon kívül (0,9%), egyetlen ország növekedése sem volt 1% alatt.

A fentiek következtében ismét nagyobb hangsúlyt kapott az euró-övezeti országokban már ma is a legfontosabb mérőszám, a strukturális államháztartási hiány mutatója. Ma már korántsem csak a Maastrichti szerződésben előírt 3%-os hiánymutató betartása kötelező, amely, ha nem teljesül, Túlzott Deficit Eljárást (Excessive Deficit Procedure: EDP) von maga után. A válság ugyanis ráébresztette a szabályozókat és döntéshozókat, hogy hosszabb távon is fenntartható költségvetési politikát kell folytatni, alacsony strukturális hiány mellett.

A strukturális hiány annyiban különbözik a normál államháztartási hiány fogalmától, hogy eltekint az egyszeri és egyedi bevétel-kiesésekből és kiadás-növekedésekből fakadó költségvetési hatásokról, és kifejezetten a kormányzati bevételek és kiadások között fennálló tartós és alapvető egyensúlytalanságokat veszi figyelembe. A strukturális egyenleg javításához tehát olyan intézkedéseket kell hozni, amelyek tartósan és rendszerszerűen magasabb bevételeket és/vagy alacsonyabb kiadásokat garantálnak. A strukturális hiányba nem számít bele az EU-támogatások megelőlegezése, mert az az eredményszemléletű hiánynak sem része.



Nos, a GDP-arányos strukturális költségvetési hiány Magyarországon az elmúlt években folyamatosan romlott, s 2018-ban az Eurostat számításai szerint a legmagasabb volt az egész Unióban; a GDP 3,8%-át tette ki. Az EU-átlag 1% volt, ami majdnem a kétszerese a normál ESA hiánynak (a GDP 0,5%-a). Csehország strukturális többlete a GDP 1%-át tette ki, Szlovákia strukturális hiánya a GDP 0,9, Lengyelországé pedig a GDP 2%-a volt.

Mindez ellentétben áll az Európai Bizottság ajánlásainak és a felelős költségvetési gazdálkodás szabályainak is. 2016-ban az Európai Bizottság középtávra a magyar államháztartás strukturális hiányának célértékeként a GDP 1,5%-át jelölte meg. A magyar strukturális hiány az elmúlt években azonban nem közeledett a célértékhez, hanem határozottan távolodott attól. A Bizottság 2018 májusában is figyelmeztette a magyar kormányt egy 1%-os kiigazítás végrehajtásának szükségességére. Pedig akkor még nem is volt ismert a GDP 2018. évi 4,9%-os növekedésének adata: a Bizottság (meglehetősen pesszimista módon) ekkor a magyar GDP növekedését még 4,3%-ra várta, ehhez igazította az 1%-os költségvetési kiigazítási javaslatot. Ezzel egyidejűleg megindította Magyarország ellen a Jelentős Eltérési eljárást (Significant Deviation Procedure), a középtávú költségvetési hiánycél (MTO) megsértése alapján.

Különösen érzékeny kérdés a középtávú hiánycél nem-teljesítése szempontjából, hogy a magyar államadósság, bár lassan csökken, de még mindig magas, meghaladja a 60%-os maastrichti kritériumot. A magyar államadósság az elmúlt években folyamatosan csökkent, de mindig csak éppen annyival, hogy megfeleljen a magyar államadósság-csökkentési szabályoknak: a 2010. évi GDP-arányos 80%-ról 2018 végére 70,8%-ra. Összehasonlításként: a német államadósság 2010-ben hajszálpontosan megegyezett a magyaréval, 80% volt, 2018-ra azonban 60,9%-ra, pontosan 10 százalékponttal alacsonyabb szintre csökkent, mint a magyar. Holott a magyar pénzügyi kormányzat számára ebben az időszakban rendelkezésére állt egy 3 ezer milliárd forintos magánnyugdíj-pénztári megtakarítás. Az EU Bizottság valamennyi közleményében felhívja a figyelmet az államadósság gyorsabb csökkentésének a szükségességére, kihasználva a gyors gazdasági növekedés körülményeit, amely lehetővé tenné az adósság gyorsabb „kinövését”. Azaz, Magyarországnak „ezt kihasználva növelnie kellene költségvetési tartalékait, hogy felkészítse gazdaságát a növekedés jövőbeli lassulásából eredő potenciális kockázatokra”. [Európai Bizottság (2019a)].

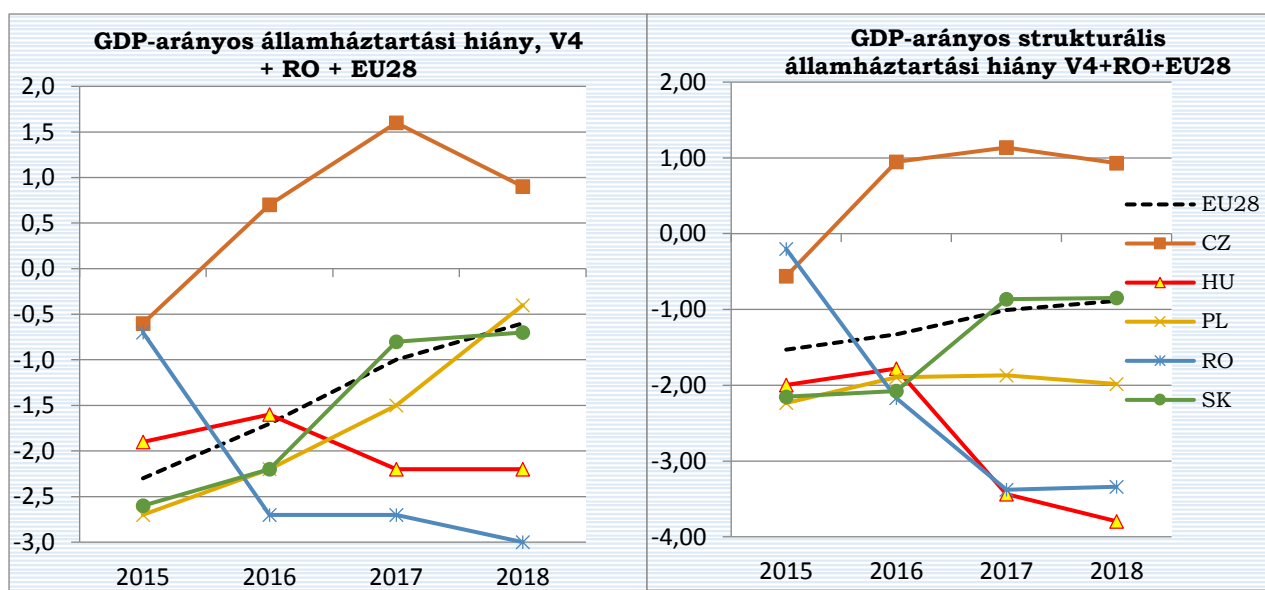
Természetesen nem csak az EU Bizottság figyelmeztetése mérvadó. Számos fiskális és gazdaságpolitikai érv támasztja alá azt a megfontolást, hogy a kimagaslóan jó konjunkturális években, mint a mostaniak, a kormányoknak tartózkodniuk kell a költséges, gazdaságösztönző politikától, azaz anti-ciklikus fiskális politikát kell folytatniuk. Ez jelenleg Magyarországon nem érvényesül. Különösen megfontolandó, hogy éppen ezekben az években a legmagasabb az uniós források beáramlása, amely szükségtelenné teszi a pótlólagos fiskális stimulus alkalmazását (ráadásul egy laza monetáris politika mellett).

Az Európai Bizottság 2019. februári jelentése azt állapította meg, hogy 2019-ben a strukturális hiány javulni fog a 2018. évihez képest, bár a Tanács által ajánlottól kisebb mértékben.

Az Európai Bizottság áprilisban közzétett új ajánlása a 2017-2019- re vonatkozó 1,5%-os strukturális egyenleg előírást a 2020-2022 közötti időszakra a GDP 1%-ára csökkentette (Európai Bizottság, 2019b). Mivel azonban az ajánlásoknak Magyarországra, mint nem-euróövezeti országra közvetlen kötelező erejük nincsen, a kormány ezt is figyelmen kívül hagyhatja, bár az eljárás számos kedvezőtlen hatással bírhat.

3.1.3. Régiós tendenciák

A régiós adatokat az előző pontokban már bemutattuk 2018-ra vonatkozóan, a következő két ábra az elmúlt 4 év költségvetési egyenleg tendenciáit mutatja a V4 országokban, Romániában és az EU28-ban. Mint az ábra jelzi, tartósan és kiemelkedően jó a cseh államháztartás helyzete (pozitív egyenleg mindkét mutató terén) és a szlovák államháztartás pozíciója is jó, és javuló. A lengyel költségvetés hiánya erősen csökkenő, de a strukturális hiány a GDP 2%-a körül stagnál. Kifejezetten rossz fiskális mutatókkal Magyarország és Románia rendelkezik a vizsgált országok közül: itt a legmagasabb az államháztartási hiány (Romániában még kissé romló is), a strukturális hiány pedig az elmúlt 2 évben meghaladta a GDP 3%-át. Nem véletlen, hogy Magyarország mellett Románia ellen indította meg az Európai Bizottság a Significant Deviation Procedure-t.



3.1.4. A költségvetési bevételek és kiadások részletesen (pénzforgalmi szemléletben)

2018-ban a központi költségvetés *bevételei* 3%-kal, a Társadalombiztosítási Alapoké 7,1%-kal emelkedtek, az elkülönített Állami Pénzalapoké pedig 20%-kal csökkentek. A *gazdálkodó szervezetek befizetései* 9%-kal elmaradtak az előző évi szintjétől. Ezen belül a társasági adó befizetések az előző évnek mindössze 60%-át tették ki. Ennek az oka azonban egy egyedi tétel elszámolása volt 2017-ben. 2017-ben ugyanis a növekedési adóhitel keretében egy multinacionális cég nagyösszegű adóalapot hozott Magyarországra, amelynek többszáz milliárd forintos adóvonzata volt. Ez a társasági adóbevételek egyszer megugrását eredményezte 2017-ben.

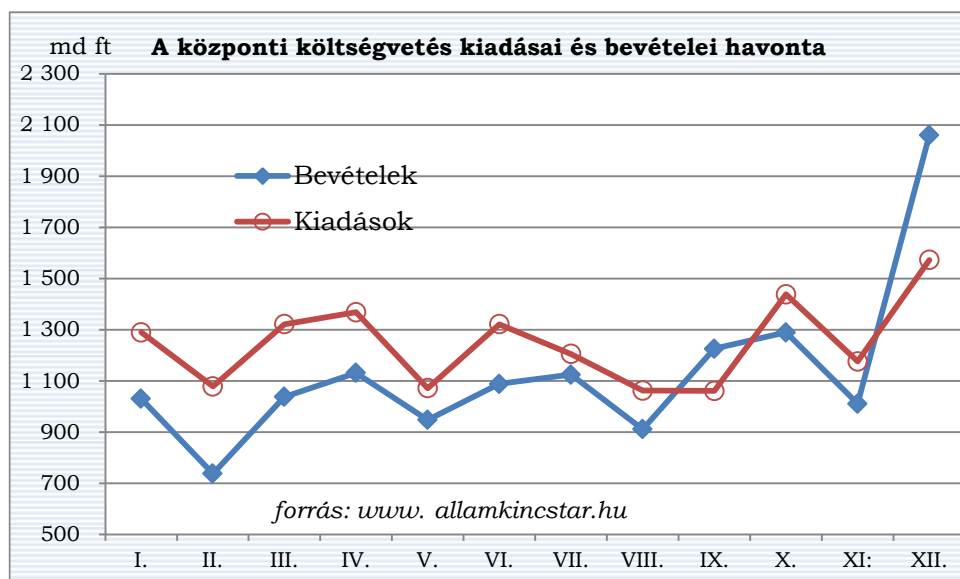
A *fogyasztáshoz kapcsolt adók* 2018-ban 10,9%-kal voltak magasabbak, mint az előző évben, ezen belül az ÁFA bevételek pedig 11,4%-kal. A fogyasztási jellegű adóbevételek a tervezettet is jócskán meghaladták, majdnem 3%-kal. A fogyasztást terhelő adók gyors növekedése részben a fogyasztás gyors növekedésére reflektál: a háztartások fogyasztási kiadásai a KSH adatai szerint 2018-ban folyó áron 8,7%-kal emelkedtek. Az ÁFA-visszautalások bonyolult időbeli lefutása miatt az ÁFA-bevételek és a fogyasztási kiadások növekedése közvetlenül nem hasonlítható össze. Mindenesetre a 3,7 százalékpontos különbség az ÁFA bevételek és a folyó áras fogyasztási kiadások növekedése között mindenképpen összefüggésbe hozható a gazdaság további kifehéredésével és az ÁFA-beszedés hatékonyságának javulásával.

A *lakosság befizetéseinek* növekedése szintén meghaladta a tervezettet, 3,7%-kal, és 12,9%-kal volt magasabb, mint az előző évben. A legnagyobb tételt itt a személyi jövedelemadó befizetése jelenti, több mint 2 ezer milliárd forintos költségvetési bevétellel. Az SzJA befizetések 2018-ban 13,4%-kal emelkedtek, ami nagyjából összhangban van a bruttó átlagkeresetek 11,3%-os emelkedésével és a foglalkoztatottak számának 1%-os (192 ezer fős) bővülésével. A gépjárműadóból származó költségvetési bevételek 8,9%-kal haladták meg az előző évet, ami megfelel a gépjármű-forgalmazók által jelentett kereslet-élénkülésnek.

Az Uniós programok bevételei 2018-ban 860 milliárd forinttal elmaradtak a tervezettől (erről részletesen lásd a 3.1.5 pontot).

A kiadási oldalon a központi költségvetés kiadásai 0,1, a Társadalombiztosítási Alapoké 5,8%-kal emelkedtek. A kiadások havi lefutása arra enged következtetni, hogy a kormány is érzékelte a kiadások elfutását, és 2019-ben mérsékeltebb kiadási szintekkel lehet számolni. Az uniós támogatásokhoz kapcsolódó előlegek kifizetése jelentősen lefékeződött.

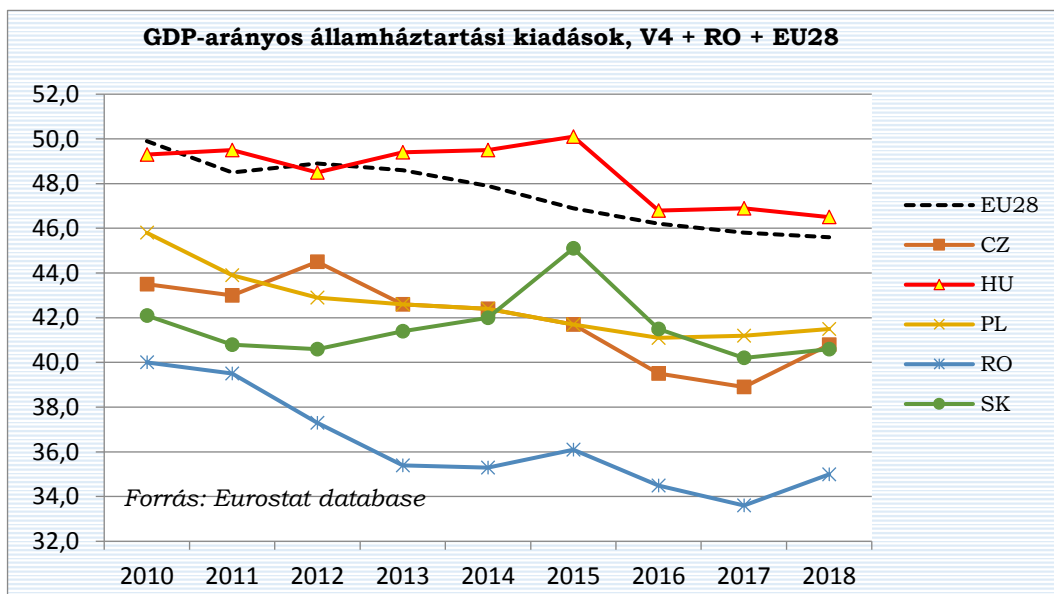
A költségvetés *kamatkiadásai* 2018-ban csökkentek 2017-hez képest, azonban meghaladták a 2018. évi előirányzatot. Mivel a kamatfizetések a meglévő állomány alapján meglehetősen pontosan előrejelezhetők, a túllépés a kamatfizetések terén feltehetőleg az uniós támogatások előfinanszírozása miatt szükséges pótlólagos



állampapír-kibocsátások kamataival függhet össze.

A magyar államháztartási kiadásai azonban még így is túlságosan magasnak tekinthetők, mind európai, mind régiós összehasonlításban. 2018-ban az eredményszemléletű, konszolidált államháztartási kiadások a GDP több mint 46%-át tették ki (2016 óta nagyjából változatlan), ez még az EU-átlagát is enyhén meghaladja. Eközben a másik három V4 ország költségvetési kiadásai tartósan – kisebb ingadozásokkal – a GDP 40-42%-án állnak. Kétségtelen, hogy a különbség egy része a magasabb magyar kamatfizetésekből adódik. A magyar költségvetés 2018-ban a GDP 2,5%-át fordította kamatfizetésekre, míg az EU-átlag 1,9%, a cseh 0,8, a román, szlovák és lengyel a GDP 1,2-1,4%-a. Hozzá kell tenni, hogy a magyar kamatfizetés jelentősen alacsonyabb, mint a 2012. évi csúcson volt, a GDP 4,6%-át kitevő rátával. A GDP-arányos kamatfizetések számottevő csökkenése kisebb részben a GDP-arányos államadósság mérséklődésével, nagyobb részben az általános kamatszint süllyedésével függ össze (lásd erről részletesebben a 3.2.2. pontot).

A magasabb kamatfizetések tehát a magyar és a többi régiós ország költségvetési kiadásai közötti 4-6 százalékpontos különbségből csupán 1,2-1,3%-ot magyaráz meg, a többi a rendszeres állami kiadások magasabb szintjéből adódik.



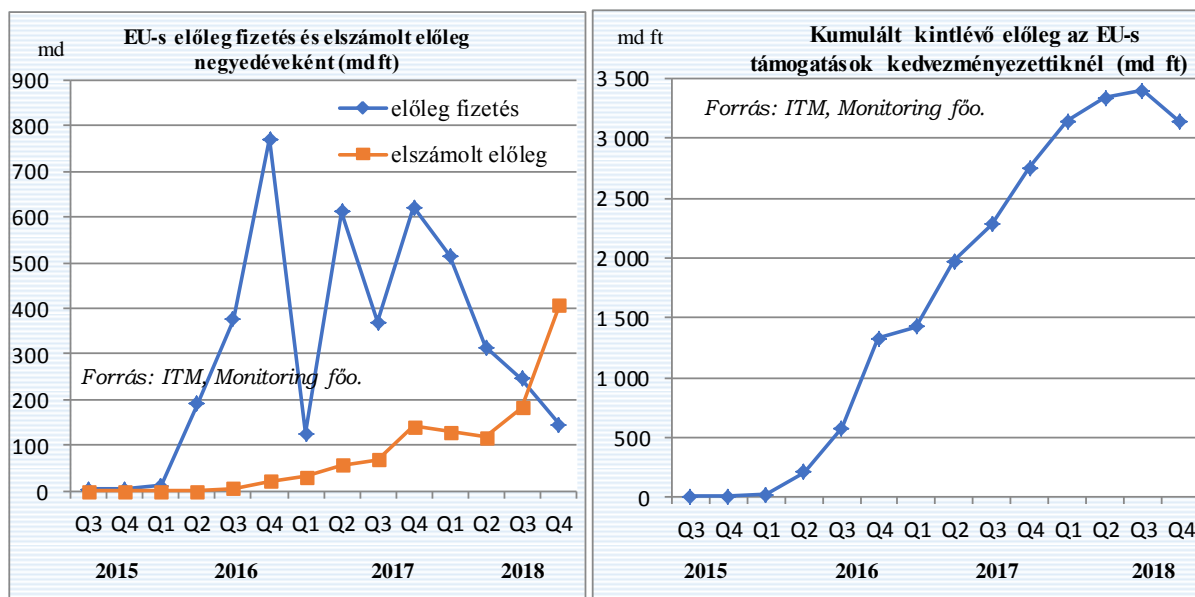
3.1.5. Az EU-támogatások előfinanszírozásának hatása a költségvetésre

2016 óta a költségvetés jelentős mértékben előfinanszírozza az EU-ból várható támogatásokat. Az uniós fejlesztési források költségvetés általi előfinanszírozása 2016-ban és 2017-ben rendre mintegy 1.450 milliárd forinttal rontották a pénzforgalmi szemléletű egyenleget. 2018-ban az éves EU-s pénzforgalmi egyenleg lényegesen jobb lett. Mivel az év végén jelentős összegek érkeztek az EU-ból, az EU-támogatásokhoz kapcsolódó kiadások és bevételek egyenlege mindössze mínusz 527 milliárd forintot tett ki. Hozzá kell tenni, hogy a decemberben a költségvetésbe beérkezett 481 milliárd forintos EU-s támogatás mintegy fele még a 2007-13-as ciklus elszámolásához kapcsolódott.

Az elmúlt években a költségvetés uniós kiadásai a *tervezettet* is rendre meghaladták, miközben az unióból befolyó támogatási bevételek jelentős mértékben elmaradtak attól. A nagy ugrás 2016-ban történt, amikor a költségvetés eredetileg 871 milliárd forintos kiadást tervezett a Széchenyi 2020 operatív programjaira, majd ezt felemelték 1.270 milliárdra, a programok gyorsítása és a nagyarányú előlegfizetések következtében pedig a tényleges kifizetés 1.620 milliárd forint lett.

2018-ban ezzel szemben mind a kiadások, mind a bevételek pontosan azonos mértékben (850 milliárd forinttal) maradtak el a tervezettől, így a pénzforgalmi egyenleg megegyezett a tervezettel (520 milliárd forint). Az 1.911 milliárd forintra tervezett uniós bevételekkel szemben a tényleges pénzbefolyás 1.054 milliárd lett, míg a kiadási oldalon az eredetileg előirányzott 2.418 milliárd forint volt végül csupán 1.582 milliárd forintban teljesült. A költségvetés tehát visszafogta az EU-projektek előfinanszírozását, amit többek között az is indokolt, hogy a kedvezményezetteknek az előlegekkel való lassú elszámolása miatt folyamatosan halmozódott a kintlévő, még el nem költött előlegek összege.

2018 végén még 3.100 milliárd forint előleg volt kint a kedvezményezetteknel, azaz ekkora összeg még az előlegből sem került elköltésre. S mivel az EU-s támogatások nem akkor növelik a magyar GDP-t, amikor az előleget a költségvetés kifizeti, hanem akkor, amikor azok ténylegesen felhasználása megtörténik, ez a 2019. évi gazdasági növekedésre vonatkozóan jelentős felhajtó erőt jelent.



3.1.6. Az államadósság alakulása

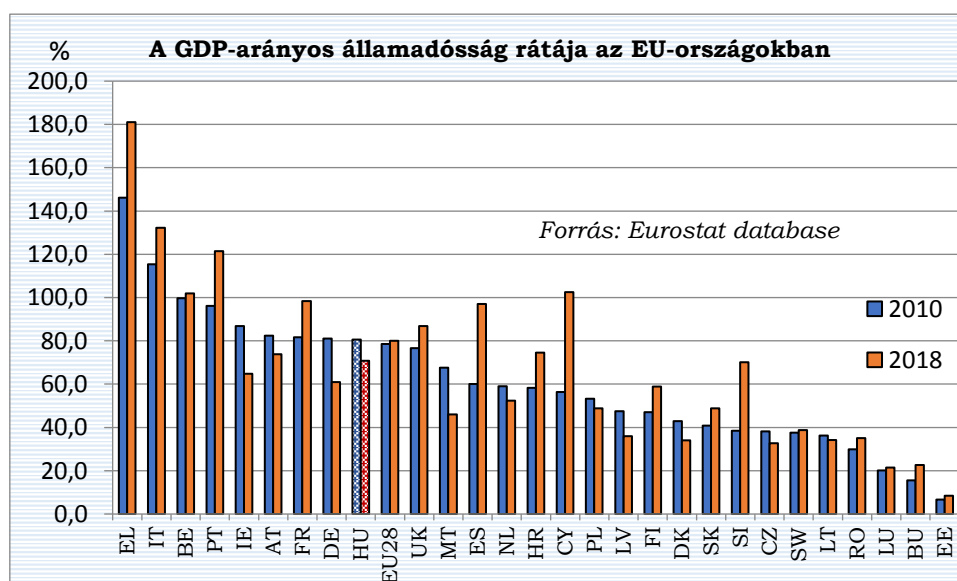
Az államadósság nagysága és rátája

Az MNB előzetes pénzügyi számláinak adatai szerint 2018. december 31-én az államháztartás bruttó konszolidált adóssága 29.032,5 milliárd forint volt, ami a 2018. évi GDP 70,8%-ának felelt meg. Ez jelentős csökkenés a 2017. év végi 73,3%-hoz képest. A kedvező adat jórészt az év végén beérkező uniós támogatásoknak köszönhető, illetve annak, hogy a GDP növekedése és a forintban kifejezett nominális összege is (amely a mutató nevezőjében szerepel) meghaladta a várakozásokat.

A 70,8%-os államadóssági ráta 2018 végén az EU-ban a 12. legmagasabb volt, ami számottevő javulást jelent a 2010-ben betöltött pozícióhoz képest, amikor a magyar államadósság még a 9. helyen állt az EU-ban. A magyar pozíció-javuláshoz az is hozzájárult, hogy számos EU-országban jelentősen emelkedett a GDP-arányos államadósság 2010-18 között, és ezen belül az elmúlt években is. Nem csak a görög államadósság emelkedett jelentősen (a GDP 180%-ára), hanem a portugál, az olasz, a spanyol, a ciprusi, a francia, a szlovén és a horvát is. A döntően Dél-Európára jellemző laza fiskális fegyelem az EU közös költségvetési politikájának az egyik súlyos problémája. 2018-ban a 28 ország közül 14 országban az államadósság rátája meghaladta a 60%-ot, kettőben pontosan 60% volt, s mindössze 12 országban volt a maastrichti kritériumok által előírt 60% alatt.

A V4 országok közül Szlovákia államadóssága is nőtt kissé, Csehországé és Lengyelországé pedig mérséklődött 2010-18 között. Románia államadóssága – az enyhe növekedés ellenére – továbbra is a GDP 40%-a alatt maradt. A még mindig kedvező államadósság-mutató a jelenlegi román fiskális egyensúlytalanságokat más színben tünteti fel, mint a magyar túlköltekezést, bár nyilván ez sem ad felmentést az EU Bizottságnak a folyó hiánnyal kapcsolatos eljárása alól. Szlovénia GDP-arányos államadóssága 2010-15 között viharos ütemben emelkedett, 38%-ról egészen 82%-ra, azóta, 2018-ra 70% mérséklődött.

Mint már említettük, figyelemre méltó, hogy a német államadósság rátája a 2010. évi 81%-ról 60,9%-ra, több mint 20 százalékponttal esett vissza 2018 végére.



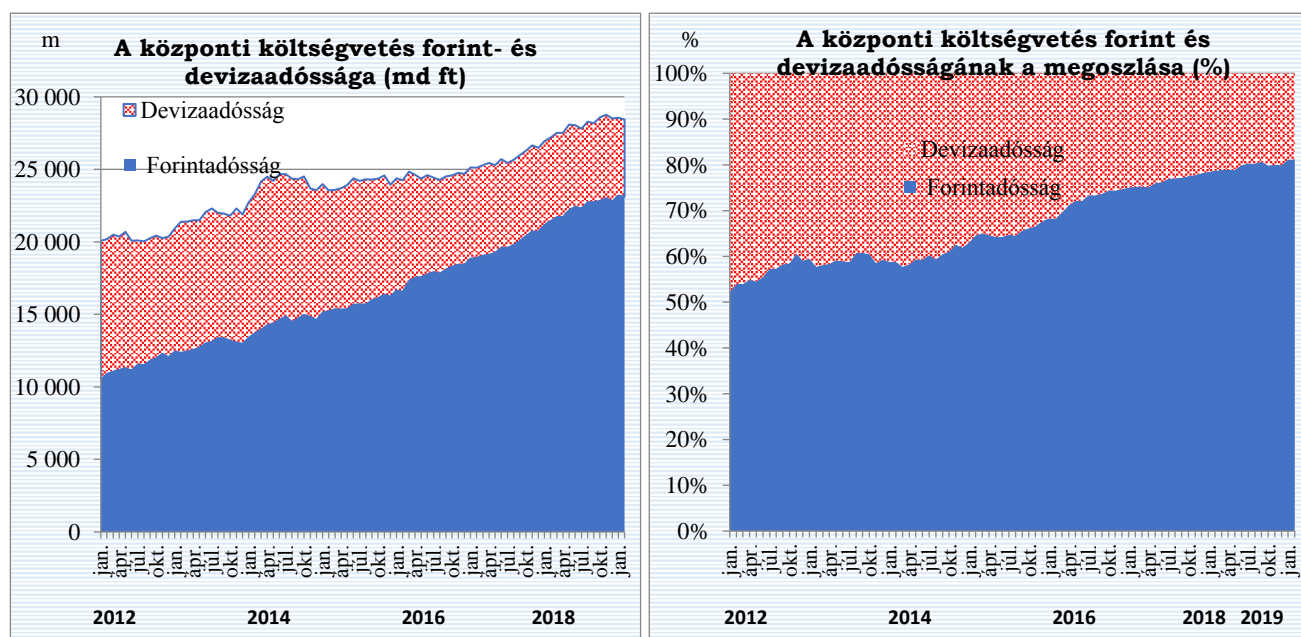
A magyar államadóssággal kapcsolatban az elmúlt években két téma képezte vita tárgyát az Eurostat-tal. Az egyik az Eximbank szektor-besorolásáról szólt és azzal végződött, hogy az Eximbankot az Eurostat az állami szektorba sorolta át, és adósságát beszámította az államadósságba. A döntés oka, hogy az Eurostat egy új, speciális intézményi kategóriába, a zártkörű (captive) pénzügyi közvetítők közé sorolta be az Eximbankot. Ebbe a kategóriába azok a pénzügyi intézetek tartoznak, amely szűk körben, jellemzően a tulajdonostól, vagy vállalatcsoporton belülről szerzett forrásokat fektetnek be, helyeznek ki speciális céllal. Mindez 2017-ben 2 százalékponttal emelte a magyar adósság rátáját, a csökkenő trend azonban megmaradt.

2018-ban a vita arról zajlik, hogy az Eurostat szerint a magyar Szénhidrogén-Készletező Szövetség (MSzKSZ) is az állami szektor részét képezi, következésképp adóssága is része az államadósságnak, ami az adósságrátát 0,3-0,4 százalékponttal megemeli (a folyó hiányt ez nem befolyásolja). Továbbá, az Eurostat az MNB alapítványait is az állami szektorba sorolná, aki a folyó hiányt 0,21-0,2%-kal növelné (az adósság nem változna).

Az államadósság-ráta csökkenésének jelentős jövőbeli tartalékát képezik az állam által eddig megelőlegezett uniós támogatások. Ma még nem lehet tudni, hogy az Uniós támogatások milyen ütemben fognak beérkezni a magyar költségvetésbe. Ez részben a projektek elvégzésének az ütemétől függ (amelyben jelenleg jelentős elmaradások vannak), illetve attól, hogy a Bizottság milyen arányban fogadja el a magyar hatóságok által benyújtott számlákat. Számos jel utal arra, hogy a Bizottság a korábbinál nagyobb gondossággal fogja ellenőrizni a számlák jogosságát és a projektekben a közbeszerzési szabályok betartását. Mindazonáltal, a közeljövőben a költségvetésnek az EU-támogatásokkal kapcsolatos előlegfizetései feltehetőleg mérséklődni fognak, miközben az elvégzett munkák utáni EU-támogatások, ha lassan is, de beérkeznek. A korábbi években a költségvetés által megelőlegezett EU-s támogatások Brüsszelsből való beérkezésének mértékében a következő években a GDP-arányos államadósság csökkenése folytatódni fog.

Az államadósság szerkezete

Az elmúlt években az államadósság szerkezetében jelentős változás ment végbe.

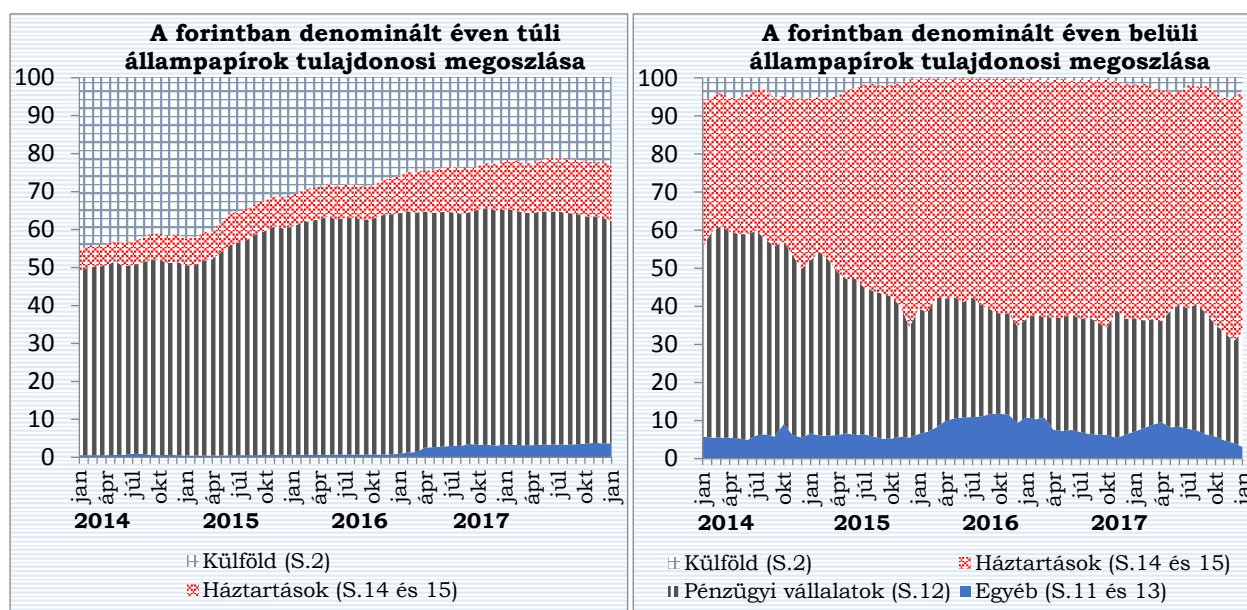


Folyamatosan csökkent a devizában fennálló adósság aránya: a 2010. évi majdnem 50%-ról 2018 végére 19%-ra csökkent. A magyar kormány azt a célt tűzte ki, hogy 2022-re a devizában denominált államadósság arányát 10% alá szorítja, annak érdekében, hogy az árfolyamkockázatot minimálisra csökkentse. Ez, az eddigi tendenciák alapján, reális célkitűzésnek tűnik, és egybeesik az államadósság átstrukturálásának másik irányzatával, jelesül: a lakosság részesedésének a növelésével az állampapírok piacán. Természetesen a tulajdonosi szerkezet (belföldi-külföldi) nem azonos a deviza-szerkezettel: a külföldiek kezében lévő állampapír-állomány nagy része is forintban van denominálva, illetve a belföldi állampapír-tulajdonosok is birtokolnak devizában denominált állampapírokat. 2018 végén az állampapírok 19%-a volt devizában denominálva és a teljes államadósság (forint és deviza) 40%-a volt külföldi tulajdonosok kezében.

Ami az állampapírok tulajdonosi megoszlását illeti, az elmúlt években mind az éven túli, mind az éven belüli lejáratú állampapírok terén a háztartások részarányának a jelentős emelkedése, és a külföldiek arányának számottevő csökkenése tapasztalható. Zsugorodott a pénzintézetek részaránya is. Ez 2018-ban is megfigyelhető volt. Az éven túli papírok terén a háztartások részaránya 2018-ban 12,3%-ról 14,7%-ra emelkedett, a bankok részesedése pedig 61,9%-ról 59,4%-ra csökkent. Az éven túli állampapírok terén a háztartások részesedése még inkább nőtt: 81,7%ól 63,3%-ra.

Ami a háztartások arányát illeti, ugyanakkor figyelembe kell venni, hogy a lakossági állampapírokat más szektorok, elsősorban az önkormányzatok is vásárolták, emellett sok lakossági állampapír a bankok portfóliójában volt tartalékolva.

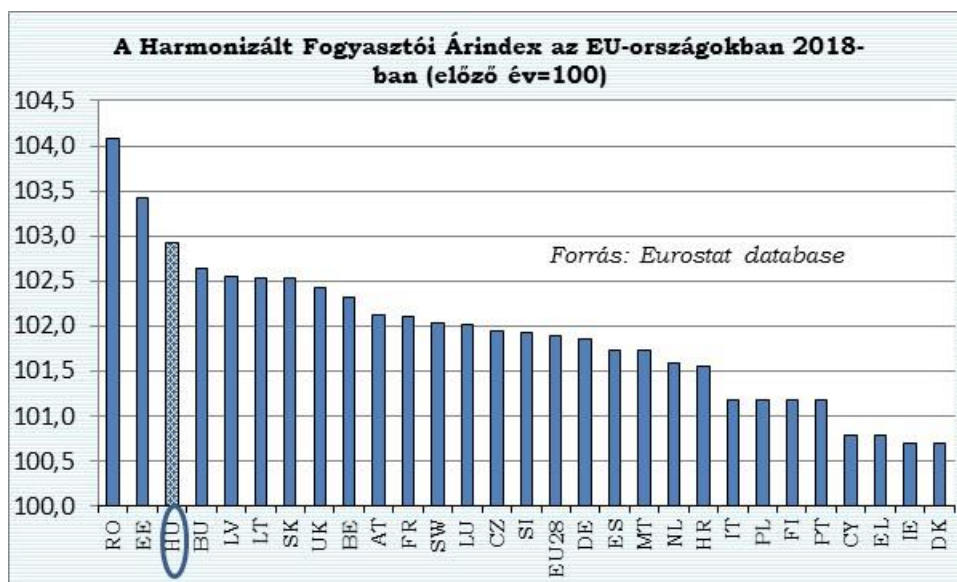
A kormány a jövőben az államadósság finanszírozásában nagyobb szerepet kíván adni a háztartásoknak. Ennek érdekében egyrészt 2019. június 1-jétől megszűnik az újonnan kibocsátott állampapírok kamata utáni adófizetési kötelezettség. Másrészt új, kedvező kamatozású állampapírok kibocsátására kerül sor (Nemzeti Kötvény). Emellett az ÁKK, annak érdekében, hogy kiszorítsa a lakossági állampapírok piacáról az önkormányzatokat, kifejezetten az önkormányzatoknak szóló, kedvező kamatozású állampapírt bocsátott ki.



3.2. Infláció

2018-ban az éves fogyasztói árindex 2,8% volt. Ezzel Magyarország a 28 EU-ország között a harmadik helyen állt. A magyarnál csak a román és az észt fogyasztói árindex volt magasabb 2018-ban (4,1, illetve 3,4%). Az EU28 átlagos inflációs mutatója 1,9%- volt 2018-ban.

A 3 legalacsonyabb inflációs rátájú EU-ország (Görögország, Írország és Dánia) 2018. évi súlyozott átlagos fogyasztói árindexe 0,725% volt. Ehhez hozzáadva a



feltételek által megengedett 1,5 százalékpontot, az adódik, hogy a maximálisan megengedett, tartós és fenntartható inflációs ráta az euró-zónába belépi kívánó országokban legfeljebb 2,25% lehet. Ennek Magyarország jelenleg nem felel meg, de hasonlóképpen nem felel meg Románia és Bulgária sem, az eurózónán még kívül lévő országok közül. A többi magas inflációs rátájú ország már tagja az eurózónának, vagy nem is fog belép, mint az Egyesült Írályság (UK).

Magyarországon a szezonálisan kiigazított maginfláció 2018 végéig lényegesen alacsonyabb volt, mint a ténylegesen mért infláció, ami mérsékelt inflációs nyomást jelzett. 2019 elejétől azonban ez a helyzet megfordult, a maginfláció meghaladta az amúgyis megemelkedett fogyasztói indexet.

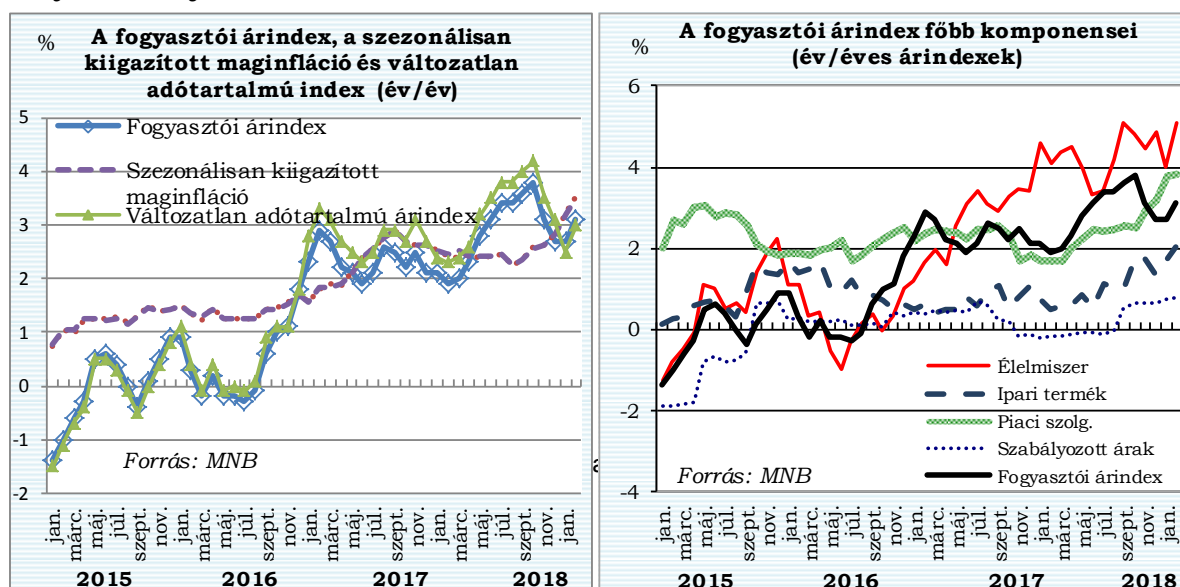
2018-ban legnagyobb mértékben az *élvezeti* cikkek ára emelkedett (5,8%), ami elsősorban a jövedéki adótartalom emelkedésével függ össze. Ez a folyamat 2019-ben is folytatódni fog: a dohányárak jövedéki adóját a kormány több lépcsőben 2019-ben is emeli.

Átlagon felül emelkedett 2018-ban az *élelmiszerek* fogyasztói ára (4,2%). Történt ÁFA-csökkentés is az év elején ebben az árucsoportban: a hal és a sertésbelsőségek esetében. Az éves adatok szerint az ÁFA-csökkentés érvényesült is a fogyasztói árakban: éves szintén mindkét termék ára csökkent 2018-ban. A legtöbb termékfélésegy fogyasztói ára az átlag alatt emelkedett 2018 folyamán, a burgonya és a zöldségfélék ára azonban kiugró mértékben és a tartósított élelmiszereké is átlag fölött emelkedett. Előrejelzésünk szerint az élelmiszerek árának átlag feletti emelkedése 2019-ben is folytatódhat.

A ruházatkodási cikkek ára mindössze 0,5%-kal emelkedett 2018-ban, a tartós fogyasztási cikkeké pedig 0,4%-kal csökkent. Az utóbbi azért meglepő, mert az év folyamán a forint árfolyama jelentősen gyengült, miközben ez a termékcsoport jellemzően import-termékeket tartalmaz. S eközben a lakossági kereslet is a korábbinál gyorsabban emelkedett, a növekvő kereseti szintek következtében. Az alacsony árindex arra utal, hogy a bőséges nemzetközi kiskereskedelmi kínálat, a kereskedelmi csatornák sokféleségének kialakulása és térnyerése, többek között az internetes online vásárlás lehetősége, azaz a széleskörű verseny leszorítja ennek a termékcsoportnak a fogyasztói árait.

Az üzemanyagok árának emelkedése azonban 2018 folyamán felfelé ható árnyomást okozott, amihez hozzájárult az árfolyam gyengülése is. Az üzemanyagok ára 2018-ban 7,9%-kal emelkedett, s minden valószínűséggel a magasabb üzemanyagárak más termékek árában is megjelentek (szállítási költségek, vegyi alapanyagok, stb.). Feltehetőleg ez a folyamat is folytatódni fog 2019-ben.

Ennél bonyolultabb kérdés a szolgáltatások árindexe (2018-ban éves szinten 1,6%). Az átlagos fogyasztói árindexnél jóval alacsonyabb szolgáltatás-árindex némi meglepetéssel járt, mivel az volt a piaci várakozás, hogy az iparnál magasabb munkaigényű szolgáltatások terén a gyors béremelkedés jelentős áremelési nyomást fog kifejteni. Kétségtelen, hogy a piaci szolgáltatások fogyasztói ára az összes szolgáltatásénál valamivel gyorsabban emelkedtek (2,3%), elsősorban ezek a munkaigényes szolgáltatások. A szabályozott (nem-piaci) szolgáltatásárak viszont alig emelkedtek. Továbbra is kérdés, hogy a várhatóan 2019-ben is kétszámjegyű vagy ahhoz közelítő nominális béremelkedés hogyan fog hatni ennek az ágazatnak a piaci áaira. A szolgáltatások esetén a bérek gyors emelkedése ugyanis nem csak a bérköltségek emelkedésén keresztül hat a fogyasztói árakra, hanem a vásárlóerő erősödése következtében a keresleti csatornán keresztül is. Mint láttuk, az importálható termékek esetében ez a hatás viszonylag csekély volt (legalábbis eddig). Ugyanakkor a nem-kereskedhető (non-tradeable) ágazatokban korlátozott a kínálat bővítése, ami a szolgáltatások terén bizonyos keresleti árnyomást fejthet ki.



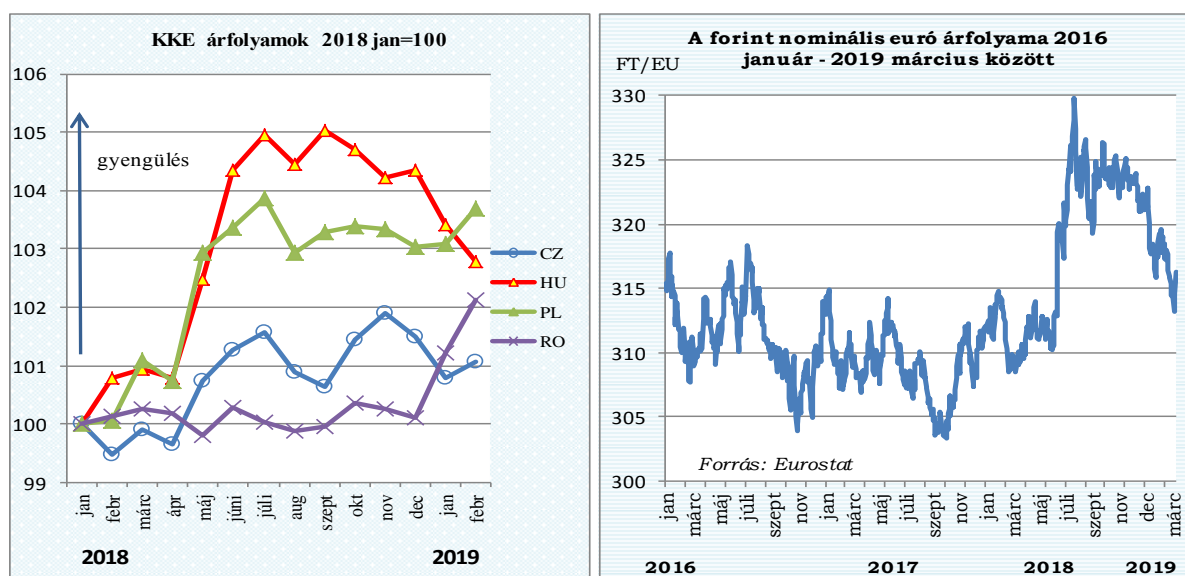
3.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok

3.3.1. Árfolyam

A forint árfolyama az elmúlt 1 évben figyelemre méltó rallyt futott be. 2018 áprilisáig, a megelőző 2 évben meglehetősen nyugalom jellemezte a forint piacát, az euró forint árfolyama 310-15 forint között ingadozott, kis kilengésekkel. Ezt követően azonban az árfolyam erőteljes gyengülésbe kezdett, a nyári hónapokban megközelítette a 330 forintos szintet is. Ezt a lélektani határt azonban nem lépte át és az év végére az árfolyam visszatért a 320-325 forintos sávba. 2019 elejétől azonban további erősödés következett, s március közepére-végére az árfolyam lényegében visszatért a 2018. április előtti szintre.

Ma még nehéz eldönteni, hogy az elmúlt hónapok árfolyam-erősödése tartós marad-e. Mint ahogyan a nagymértékű gyengülés sem volt magyarázható belföldi makrogazdasági okokkal, úgy a visszaerősödésnek sincsenek kézzelfogható okai. A forint gyengülését a devizapiaci szakértők elsősorban külső okokkal, az amerikai kötvénypiaci fejleményekkel, illetve a török valutaválság hatásaival, és általában a nemzetközi befektetők kockázati étvágjának és a feltörekvő piacok iránti bizalmatlanságával magyarázták.

Ez minden bizonnyal igaz, ugyanakkor a közép-kelet-európai országok valutái az elmúlt 1 évben eltérő módon viselkedtek. A magyar valutához hasonlóan, bár annál kisebb mértékben gyengült az elmúlt 1 évben 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 közép-kelet-európai valuták 2019 eleje óta is szinte ellentétesen mozognak. A lengyel zloty és a román lej (és kismértékben a cseh korona is) éppen ebben az időszakban veszített az értékéből, miközben a forint árfolyama erősödött, noha a magyar jegybank nem reagált a valutapiaci fejleményekre. Ezek a kiszámíthatatlan mozgások elsősorban a nemzetközi pénzpiac idegességét és változékonyságát jelzik.



3.3.2. Állampapír-piaci hozamok

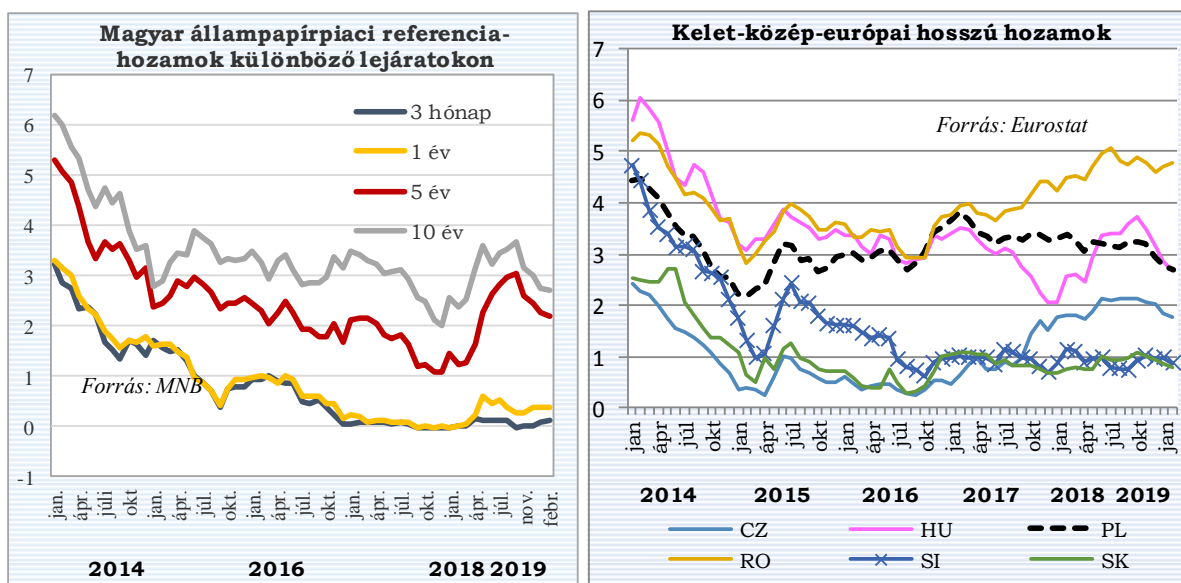
Ahogy a forint árfolyamának a gyengülése a magyar állampapír-piaci hozamok emelkedésével járt együtt 2018 tavasza és az év vége között, úgy az árfolyam erősödését az elmúlt hónapokban a hozamok csökkenése kísérte. Sőt, a hozamok vissza-csökkenése már korábban, 2018 utolsó hónapjaiban elkezdődött.

A 10 éves magyar állampapírok piacán a lokális csúcst a 2018. októberi 3,66%-os hozam jelentette, ami aztán fokozatos csökkenésnek indult, s 2019. februárban már mindössze 2,7%-on állt. Márciusban ismét enyhe emelkedés következett be, a hónap második felében, már ismét megközelítette a 3%-os szintet. Nagyjából hasonló pályát futott be az 5 éves állampapírok hozama, csak kb. fél százalékponttal alacsonyabb szinten. Hosszabb időtávon szemlélve megállapítható, hogy a 10 éves állampapírok hozama 3%, az 5 éves papírok hozama pedig 2,5% körüli szinten ingadozik.

Az 1 éves állampapírok hozama 2018 májusában tetőzött, 0,62%-on, azóta folyamatosan mérséklődik, és 2019 februárjában a havi átlaghozam már csupán 0,37% volt. Márciusban újabb zuhanás következett be: március 22-én mindössze 0,24% volt az 1 éves állampapírok jegyzett hozama. A rövid (3 hónapos) papírok terén a 2018. októberi negatív hozam fokozatosan megfordult, novemberben már nulla volt, 2019. februárra pedig 0,12%-os hozam alakult ki.

A magyar állampapír aukciókon továbbra is jellemző a túljegyzés, ami a hozamok emelkedését féken tartja.

A többi közép-kelet-európai hosszú hozamok változóan alakultak. 2017 eleje óta a román hosszú hozamok a legmagasabbak, ami a román gazdaság túlfűtöttségével kapcsolatos pénzüpi bizalmatlanságot tükrözi. A lengyel hosszú hozamok 2018 októberében még alacsonyabbak voltak (3,22%), mint a magyar, 2019 februárjára azonban teljesen azonos szintre kerültek a magyar hozamokkal (2,7%). A cseh hosszú hozamok egy ideig 2% felett stagnáltak, az elmúlt hónapokban azonban itt is pár tized százalékpontos csökkenés tapasztalható. a 10 éves hozamok 2% alá estek vissza. A két euró-övezeti tagország, Szlovákia és Szlovénia hosszú hozamai továbbra is stabilan 1% körül tartózkodnak.



3.4. Vállalati és lakossági hitelek és kamatok

3.4.1. Vállalati hitelek

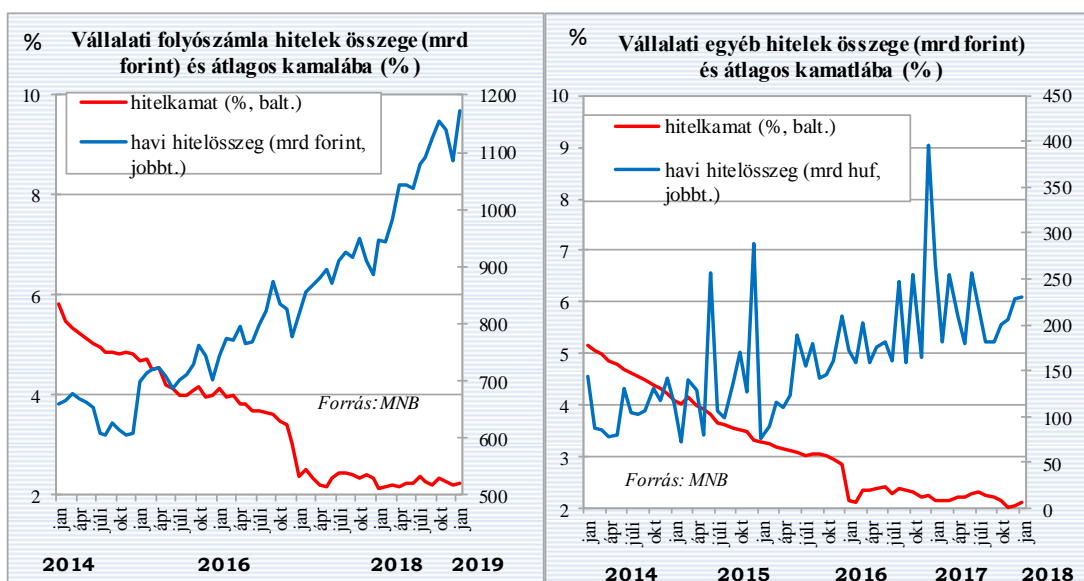
2018 folyamán szinte hónapról hónapra folyamatosan emelkedett a vállalati *folyószámlahitelek* havi szerződéses összege, áprilistól már jócskán havi 1.000 milliárdos összeget tett ki. Csupán decemberben történt némi megtorpanás, de 2019 januárjában újabb rekordot ért el, 1.182 milliárddal. A vállalati *egyéb* (alapjában véve beruházási célokat szolgáló), *hitelek* alakulása nem ilyen egyértelmű: az elmúlt 1 évben inkább a 200 milliárd forint körüli ingadozás tapasztalható. A nem-pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek teljes állománya 2018 decemberében már meghaladta a 7.450 milliárd forintot.

A vállalati látra szóló és folyószámla *betétek* összege 2018 nyaráig dinamikusan nőtt, azóta 5.000 milliárd forint körül stagnál.

2019 januárjától elindult az MNB Növekedési Hitelprogram Fix konstrukció, amelynek célja a hosszú lejáratú, fix kamatozású hitelek arányának a növelése. A program keretében a jegybank 0 százalékos kamatozású, legfeljebb 10 éves (de minimum 3 éves) futamidejű refinanszírozási hitelt nyújt a hitelintézeteknek, amelyet azok maximum 2,5%-os kamatmarzs mellett hitelezhetnek tovább a kkv-knak. Ehhez a jegybank 1000 milliárd forintos keretösszeggel kedvezményes hitelt nyújt a bankoknak, az így keletkezett plusz likviditást pedig alapkamaton kamatozó preferenciális betéti eszközzel sterilizálja.

Jelenleg még csak a 2019. januári vállalati hitelfelvételi adatok érhetőek el. Mindenesetre. januárban a változó vagy 1 éven belüli kamatozású hitelfelvétel aránya a korábbi 80-85%-ról 50%-ra esett vissza. Ma még nehezen ítélné meg, hogy ez már az NHP+ hatása-e.

Ami a vállalati kamatokat illeti, az elmúlt hónapokban fennmaradt az általánosan alacsony kamatkörnyezet. 2019 januárjában mind a folyószámla- mind az egyéb hitelek kamata valamivel 2% felett állt. 2019 januárjában a vállalati egyéb hitelek átlagkamata pár bázispontnyit emelkedett (2,12%-ra). A látra szóló betétek kamata, a korábbi hónapokhoz hasonlóan, 0,02% volt, a lekötött betétekért pedig átlagosan 0,3%-ot kaptak a betételhelyezők, a 2 éven túli betétekért 1,34%-ot.



3.4.2. Háztartási hitelezés

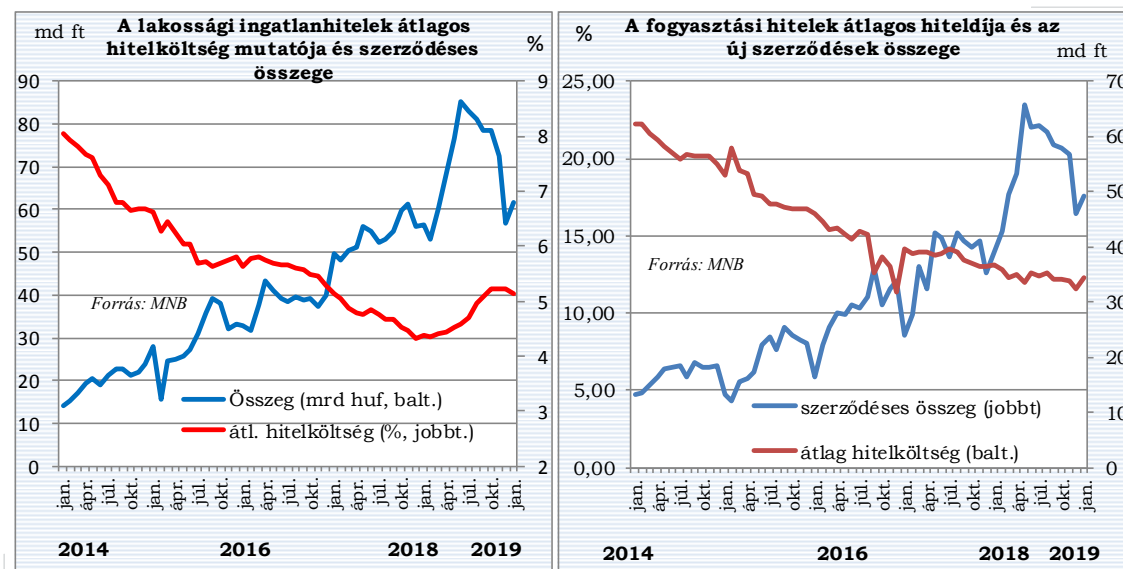
A háztartásoknak mind a folyószámla, mind a fogyasztási, mind a lakáscélú hitelfelvétele 2018 nyarán tetőzött, azóta mind a három hitelfajta havi szerződéses összege csökken.

2018 júniusában a háztartások 85,3 milliárd forint *lakáscélú* hitelt vettek fel, ezt a csúcstól azóta egyetlen hónapban sem sikerült elérni. 2018 decemberében és 2019 januárjában is havi 60 milliárd forintnyi hitelre jött létre szerződés.

A *fogyasztási* célú hitelfelvételek terén hasonló visszaesés tapasztalható az elmúlt hónapokban. E téren a hitelfelvételi csúcs 2018 májusában következett be (65 milliárd forintos havi összeggel), azóta a havi hitelszerződések összege folyamatosan csökken. 2018 decemberében és 2019 januárjában is jócskán alatta maradt a havi 50 milliárd forintnak.

Ami a hitelkamatokat illeti, a fogyasztási hitelek kamata az elmúlt években – az általánosan alacsony kamatkörnyezetben – folyamatosan mérséklődött, bár még így is magasnak tekinthető. A fogyasztási hitelek átlagos kamata 2018 decemberében érte el a lokális mélypontját, 11,59%-on, 2019 januárjában azonban visszapattant 12,27%-ra. A fogyasztási hitelekben belül öröndetesen emelkedik az 1 éven túl kamatfixált hitelek aránya (2019 januárjában 70%).

A lakáshitelek átlagos teljes hiteldíj-mutatója azonban emelkedett. Míg 2018 januárjában a lakáshitelek átlagos THM-je (a szerződéses összeggel súlyozva) 4,37% volt, addig az átlagos THM 2019 januárjára 5,12%-ra emelkedett. Az átlagos THM emelkedése azonban kizárólag az összetétel-hatással magyarázható: a változó kamatozású, kockázatosabb hitelkonstrukciók aránya csökkent, a fix kamatozásúaké pedig emelkedett. A csupán 3,7%-os kamattal terhelt, éven belül kamatfixált lakáshitelek részesedése a teljes lakáshitel-felvételen belül a korábbi években jellemző 35-40%-ról 2019 januárjára 5% alá csökkent. Eközben az 5-10 éves kamatfixálású lakáshitelek részesedése, amelyeknek az átlagkamata 5,7%, a korábbi 20-25%-ról 60% közelébe emelkedett. A 2 százalékpontos különbség, amely a változó kamatozású és az 5-10 évre kamatfixált lakáshitelek között jelentkezik, átmenetileg ugyan magasabb törlesztő-részletet jelent, azonban megakadályozza az esetlegesen emelkedő kamatkörnyezetben a hitelfelvevők ellehetetlenülését.



Felhasznált irodalom

Európai Bizottság (2018a): Recommendation for a COUNCIL RECOMMENDATION with a view to correcting the significant observed deviation from the adjustment path toward the medium-term budgetary objective in Hungary {SWD(2018)368final}. Brussels 23.5.2018 COM(2018) 431 final https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/semestre_com_431_council_recommand_hu_en.pdf

Európai Bizottság (2018b): COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT Accompanying the document Recommendation for a COUNCIL RECOMMENDATION with a view to correcting the significant observed deviation from the adjustment path toward the medium-term budgetary objective in Hungary {COM(2018)431final}. Brussels 23.5.2018 COM(2018) 431 final https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/swd2018_368_en.pdf

Európai Bizottság (2019a): 2019. évi országjelentés Magyarországról, amely a következő dokumentumot kíséri: A BIZOTTSÁG KÖZLEMÉNYE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK, AZ EURÓPAI TANÁCSNAK, A TANÁCSNAK, AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANKNAK ÉS AZ EURÓCSOPORTNAK 2019. évi európai szemeszter: az 1176/2011/EU rendelet szerinti értékelés a strukturális reformok terén elért haladásról, a makrogazdasági egyensúlyhiány megelőzéséről és korrekációjáról, továbbá a részletes vizsgálat eredményeiről {COM(2019)150final}. Brüsszel, 2019.2.27. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/2019-european-semester-country-report-hungary_hu.pdf

Európai Bizottság (2019b): Vade Mecum on the Stability & Growth Pact. 2019 Edition. European Economy. INSTITUTIONAL PAPER 101 | APRIL 2019. ISSN 2443-8014 (online) https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip101_en.pdf