KOPINT-TÁRKI
KONJUNKTÚRAKUTATÓ INTÉZET ZRT
WWW.KOPINT-TARKI.HU

Konjunktúrajelentés

A világgazdaság és a magyar gazdaság helyzete
és kilátásai 2022 őszén

2022/3

Lezárva: 2022. október 11.

A jelentést készítették:

Bogóné Jehoda Rozália
Matheika Zoltán
Nagy Katalin
Oblath Gábor
Palócz Éva
Vakhal Péter

Szerkesztette:

Nagy Katalin
Palócz Éva

Készült a Kopint-Tárki Konjunktúrakutató Intézet Zrt és a Kopint Konjunktúra Kutatási Alapítvány együttműködésében.

ISSN: 0865-7645

E kiadvány a Kopint-Tárki Konjunktúrakutató Intézet Zrt. engedélye nélkül nem sokszorosítható!

A Zrt. címe: 1112 Budapest, Budaörsi út 45.
Telefon:309-2695 Telefax: 309-2647
www.kopint-tarki.hu
info@kopint-tarki.hu

Tartalom

Összefoglaló 5
A világgazdaság 5
A magyar gazdaság 9
Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa 13
I. A világgazdaság helyzete és kilátásai 15
1.1. A világgazdasági helyzet 15
1.2. Világkereskedelem és nyersanyagpiacok 16
1.3. Nemzetközi pénzpiacok 21
1.4. Az Európai Unió nemzetközi környezete 23
1.5. Az Európai Unió gazdasága 30
1.6. Közép-kelet európai új EU tagállamok 34
II. Magyar gazdaság 39
2.1. A GDP és komponensei 43
2.2. A GDP termelési oldala 46
2.3. A GDP felhasználási oldala 52
2.4. Fizetési mérleg 2022 első felében 58
2.5. Foglalkoztatottság, munkanélküliség 60
2.6. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok 62
2.6.1. Államháztartási folyamatok 62
2.6.2. Infláció 66
2.6.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok 72
2.6.4. Vállalati és lakossági kamatok 75
Gazdasági jelzőszámok 2014-2021-re, előrejelzés 2022-re és 2023-ra 76

Összefoglaló

A világgazdaság

A **világgazdasági kilátások** nyár óta jelentősen romlottak. Az év közepére a magas infláció, a továbbra is fennálló szállítási szűk keresztmetszetek és az orosz-ukrán konfliktus eszkalálódása következtében a globális növekedés jelentősen lelassult. Ehhez még hozzájárult Kína no-COVID politikája, ami szintén fékezte a globális folyamatokat. A reáljövedelmek számos országban csökkenek, ami mérsékli a magánfogyasztást, a finanszírozási feltételek egyre rosszabbak, mivel a jegybankok folytatják a monetáris szigorítást. A megemelkedett nyersanyagárak, annak ellenére, hogy az utóbbi hetekben megindult egy csökkenés, egyre inkább beépülnek a fogyasztói árakba, felfelé nyomva azokat. A béremelési követelések is fokozódnak, ami egyre erősebb bérnyomást idéz elő. A kínálati oldalon továbbra is jellemzők a fennakadások, ami szintén az árak emelkedése irányába hat. A globális növekedés az OECD legfrissebb prognózisa szerint az idén csak 3% lesz, s jövőre 2,25%-ra lassul, s a lefelé mutató kockázatok erősödnek. Az infláció várhatóan jövőre sem igazán mérséklődik, így a magas árakkal a prognózisidőszakban együtt kell élni. Az ellátási bizonytalanságoktól való félelem a fogyasztói árakat magasan tartja, s mind a magánháztartásokat, mind a vállalkozásokat egyre nehezebb helyzetbe hozza. A fiskális politika mozgástere beszűkült, így a különböző sokkhatásokat csak részben tudja ellensúlyozni.

A **világkereskedelmi folyamatokat** az orosz-ukrán háború csupán kis mértékben akasztotta meg. Inkább a 2020 óta tartó kirobbanó volumenemelkedés átmeneti kisimulásáról van szó, mintsem egy mély sokkról, amely alapjaiban rengeti meg a világgazdaságot. Az aszály mellett (amely ellehetetleníti a folyami áruszállítás egy részét) egyedi sokkok is béníthatják a kereskedelmi folyamatokat. Ilyen például a Kína által blokkolt Tajvani-szoros, ami világ harmadik leforgalmasabb tengeri útvonala. Az külkereskedelmi árak emelkedése mindeközben töretlenül halad előre és elsősorban a fejlődő országok kereskedelme hajtja fel őket, miközben a fejlett országok árindexe már lassulást mutat, az elszálló energiaárak miatt kialakult recessziós félelmek miatt. A világkereskedelem egy esetleges európai recesszió ellenére is növekszik jövőre, igaz ütemvesztés mellett.

Jelenleg **a nyersolaj**, illetve az **ipari fémek** világpiaci árai nagyjából a háború előtti szinten mozognak. A Brent nyersolaj hordónkénti ára 90 dollárra süllyedt, így jóval az idei 105 dolláros átlag alatt mozog. Az olajárak csökkenésére reagálva az OPEC+ országok erőteljes, napi kétmillió hordó termeléscsökkentésről döntöttek október elején, jelezve, hogy nem érdekük az árak csökkenése. A romló globális kilátások, csökkenő kereslet következtében az árak további csökkenése logikus lenne, de az Oroszországgal szembeni szankciók, illetve az OPEC+ hozzáállása következtében nem várható erőteles csökkenés jövőre sem. Tekintettel arra, hogy az Európába irányuló orosz **gázszállítások** politikai játszma eszközét képezik, itt az árak erőteljesen megemelkedtek, de szeptemberben itt is visszaesés volt tapasztalható, ugyanakkor nem világos, hogy fordulat vette-e kezdetét, vagy újabb emelkedési hullám várható. Az árvolatilitás mindenesetre erős. Az orosz gáz teljes kiesése egyes európai országok számára rövidtávon szinte kezelhetetlen problémát jelentene, jelentős megszorításokat kényszerítene ki, s súlyos recessziót idézne elő főleg a téli hónapokban. Így nem csoda, hogy a piacok idegesek, az árak mindenre erősen reagálnak.

A **nem energiahordozók** piacán a nyári hónapok aszályos időjárása és az ukrán gabonaszállítás körüli bizonytalanságok még emelték a globális nyersanyagárakat, majd egy piaci korrekció következett be, és az árak mérséklődni kezdtek. Ennek azonban nem lehet maradéktalanul örülni, mivel a nyersanyagok, különösen az ipari fémek, egy rendkívüli módon keresletvezérelt piacon cserélnek gazdát, vagyis az árak számottevő csökkenése a növekedési kilátások lassulását is jelzi egyben. Eközben a spekulatív befektetők fokozatosan elhagyják a nyersanyagpiacokat, ami szintén megnyugvást hozhat. A világpiac számára most egy (a korábbi éveknél) lassabb, de robusztusabb növekedés lenne a kívánatos, ez azonban a háború lezárásáig aligha következik be.

Az infláció gyorsulása a nyári hónapokban is folytatódott, s szeptemberben újabb rekordok születtek. Ilyen körülmények között nem meglepő, hogy a **monetáris szigorítás üteme** a korábban vártnál erőteljesebb. A *FED* agresszív kamatemelési ciklust követ, hogy letörje a 40 éve nem látott mértékű inflációt, s egyelőre nem lát teret a monetáris lazítás számára. Félő, hogy az USA-ban nem sikerül a „soft landing", azaz az infláció megfékezése recesszió nélkül. Az *EKB* szeptemberi ülésén 75 bázisponttal emelte meg a három irányadó kamatot, ilyen mértékű kamatkiigazításra a bank történetében még nem volt példa. Ezzel együtt az alapkamat továbbra is „baráti" szinten, 1,25%-on mozog, ami nagyon alacsony a többi országhoz képest. Az EKB idei és jövő évi inflációs prognózisát felfelé módosította: így az idén 8% feletti, jövőre 5-6% körüli inflációt vár, számottevő csökkenésre csak 2024-ben számítanak, ami azt jelenti, hogy további kamatkiigazításokra lehet számítani. A *brit jegybank* is folytatja a kamatemelési ciklust, sőt még *Svájcban* is erre az útra léptek. Japán továbbra is az egyetlen ország, amelyik szembe megy az árral, s kitart a laza monetáris politika mellett. Az inflációtól erősen sújtott, nem eurózóna tag közép-kelet európai országok radikális kamatemelési politikát folytatnak, amellyel egyelőre még nem tudták megfékezni a száguldó inflációt.

Az **Európai Unió külső környezetében** is egyre inkább látszanak a növekedéslassulás jelei. Az **USA**-ban a gazdasági növekedés az év első felében a tavalyi év második feléhez képest visszaesett. Az idei GDP növekedés 1,5%-kal mérsékelt marad, s jövőre is inkább stagnálás várható. A magánfogyasztás idei 2% körüli növekedése jövőre stagnálásba fullad, a beruházási tevékenység pedig zsugorodni fog. A külső körülmények további rosszabbodása esetén az sem kizárt, hogy jövőre negatív növekedés következik be. Az erősödő infláció hatásai az USA-ban is egyre inkább érezhetőbbek. Az inflációs ráta 8% fölött mozog, még, ha az utóbbi időben az amerikai jegybank intézkedéseinek hatására valamelyest mérséklődött is. Elsősorban az energiaárak és az élelmiszerárak emelkednek, de a 6% fölött mozgó maginfláció ténye is jelzi, hogy az inflációs várakozások egyre inkább beépülnek az árakba.

Japánban az év első hónapjait a pandémia még erősen meghatározta, s annak ellenére, hogy a járvány már lecsitult, a magánfogyasztás még nem tért magához. A Kínában folytatott no-COVID politika miatti gazdasági lassulás elsősorban a japán feldolgozóipari vállalatok számára jelent problémát, átmeneti ellátási nehézségeket. Így összességében arra számítunk, hogy a japán növekedés az idén mérsékelt – 1% körül – marad, míg jövőre valamelyest tovább lassul. A lassulás elsősorban a magánfogyasztás és a beruházások stagnálásával magyarázható, de 2021-hez képest az export is csak alig, 2% körül bővül. Az infláció Japánban is megélénkült, noha a 2% körüli áremelkedés a világ más országaihoz képest nagyon szerénynek mondható. Így nem véletlen, hogy a japán jegybank egyelőre nem avatkozik be, s nem nyúl a monetáris szűkítés eszközéhez.

Az **Egyesült Királyságban** a második negyedévben már megindult a lassulás, legalábbis az előző negyedhez képest. Az idén az állami fogyasztás visszaesik az előző évhez képest, és a személyi fogyasztás bővülése is nagyon mérsékelt marad. A beruházások egyelőre viszonylag erőteljes dinamikával bővülnek, de a külső környezet romlása következtében az év vége felé és főleg jövőre itt is lassulás várható. Az év egészében 3% körüli GDP bővülés jelezhető előre, jövőre azonban – elsősorban a magánfogyasztás és a beruházások visszaesése következtében – a brit GDP zsugorodni fog. Az infláció egyre erőteljesebb az Egyesült Királyságban. Az augusztusi ráta 8,6%-ot ért el, a szeptemberi már 10% fölött volt. A nehezedő finanszírozási feltételek, a romló értékesítési kilátások és az állandó bizonytalanság az Északír-Egyezmény kapcsán mind fékezni fogják a vállalkozók beruházási kedvét. A fiskális politika az idén és jövőre is inkább semleges marad, a korábbi támogató intézkedéseket kivezették vagy kifutóban vannak.

1990 óta nem fordult elő, hogy **Kína** legyen az ázsiai és csendesóceáni térség leglassabban növekvő gazdasága. A 2021. évi 8,1%-os GDP bővülést követően az OECD szakértői 3,2%-os kínai növekedést várnak az idei évre, míg 2023-ra kicsivel 4% feletti növekedés várható. Az idén tavaszi és nyári szigorú COVID-19 zárlatok után, amelyek a nagyvárosok, a gyártási és logisztikai központok, szállítási csomópontok leállásához vezettek, viszont már nehezebben tud talpra állni a kínai gazdaság. Ezen túlmenően az ingatlanpiac súlyos gondjai, a világgazdaság lassulása és a külpiacokon megjelenő magas inflációs ráták együttesen lefelé irányuló nyomást gyakorolnak a gazdaságra. A Kelet- és Dél-Kínában tapasztalt példátlan hőhullám, az ország területének közel egyharmadára kiterjedő aszály, másutt pedig a heves esőzések, áradások nemcsak az agráriumot sújtják, hanem súlyos problémákat okoznak az energiaellátásban, az ipari termelésben és a szállításban is. Ugyanakkor bizonyos iparágak teljesítménye, különösen a zöld energia és az ún. intelligens termékek előállítása soha nem látott ütemben bővült. Az ukrajnai háború következményeként várhatóan erősödni fog Kína világgazdasági térnyerése, s Oroszország számára egyre fontosabb partnerré válik mind az áruk és szolgáltatások kereskedelme, mind a működőtőke áramlás terén. Ezen túlmenően Kína egyre aktívabban veszi ki a részét a háború következtében élelmiszer- és energiahordozó ellátottságukat biztosítani képtelen fejlődő országok támogatásából is.

A világgazdaság egészét fenyegető nehézségek a **fejlődő országokat** hatványozottan sújtják. Több, főleg fekete-afrikai és nyugat-ázsiai országot éhínséggel fenyegeti a gabonaválság és az energiahordozók világpiaci árának emelkedése kapcsán súlyos ellátási gondokkal számolhatnak azok az országok, amelyek nem tudnak versenyezni a magas árak megfizetésére képes gazdagabbakkal. A szegény országok csak sokkal rosszabb feltételek mellett juthattak kölcsönökhöz, s a korábban megszokott segélykonstrukciók révén megszerezhető források is nagyon megcsappantak. Minél tovább tart az élelmiszer- és energiaválság, annál valószínűbb, hogy világszerte polgári zavargásokra kerüljön sor. Mivel a multilaterális pénzügyi szervezetektől a szükségesnél nagyságrendekkel kevesebb forráshoz jutnak a rászoruló országok teret nyer gazdaságukban a különféle hitelkonstrukciók formájában őket támogató, s egyúttal kulcságazataikban egyre nagyobb gazdasági befolyást szerző Kína. A gazdasági prognózisokkal is foglalkozó intézmények, nemzetközi szervezetek 2022-re 3,6-3,7, 2023-ra 3,9%-os GDP növekedéssel számolnak a fejlődő világ egészét tekintve. Latin-Amerika gazdasági kilátásai a leginkább borúlátók. Minden bizonnyal továbbra is

kiemelkedő lesz India teljesítménye, ahol a tavalyi 8,7% után idén várhatóan 7,4%-os lesz a GDP növekedése.

Az **euróövezet gazdasági kilátásai** jelentősen romlottak az utóbbi időben. A három legfontosabb lefelé mutató kockázati tényező, az orosz-ukrán háború eszkalálódása és az Oroszországra kivetett szankciók következtében előálló energiaellátási problémák, valamint – ezzel is összefüggésben – az infláció gyorsulása mind ahhoz vezettek, hogy a növekedési előrejelzések és a hangulatindikátorok lefelé konyultak. A legfrissebb feldolgozóipari adatok a kibocsátás zsugorodását jelzik. Jelenlegi prognózisunkban az EU-19 esetében a *GDP* 2,8%-os bővülésére számítunk az idén, ami jövőre – pozitív szcenárió esetében – 0,3%-ra lassulhat, de a lefelé mutató kockázatok jelentősek, s egyre több előrejelzés negatív növekedést jósol az euróövezetre 2023-ra. A GDP felhasználási komponenseit tekintve jövőre a magánfogyasztás visszaesésével, az állami fogyasztás stagnálásával és a bruttó állóeszközfelhalmozás nagyon szerény növekedésével számolhatunk. A legrobusztusabb teljesítményt – a korábbiakhoz képest jóval kisebb teljesítménnyel - az export nyújthatja, de itt is nagyon nagyok a lefelé mutató kockázatok. Az euróövezetben az *inflációs ráta* szeptemberben meghaladta a 10%-ot, amire az euró bevezetése óta nem volt példa. A maginfláció szeptemberben már 4,8% volt, ami jelzi, hogy az energiaárak emelkedése egyre inkább beépül az árakba, s jelzi azt is, hogy az inflációs várakozások is fűtik az árakat. Míg nyáron még abban reménykedtünk, hogy jövőre az infláció megszelídül, most már abból indulunk ki, hogy a magas inflációval a prognózisidőszakban együtt kell élnünk. A rendkívül magas infláció az EKB részéről is kikényszerítette a monetáris szűkítést. A megváltozott monetáris környezet az állampapírok piacán is érezteti hatását: a 10 éves állampapírokkal szembeni hozamelvárások év eleje óta emelkedő trendet mutatnak, és az utóbbi egy-két hónapban is magas szinten stabilizálódtak. A fiskális politika az idén kevésbé lesz támogató, még akkor is, ha az egyes országokban – különböző eszközöket bevetve – a rászorulók számára megpróbálják a magas energiaárak okozta költségek hatását kompenzálni.

Az **EU-27** esetében az idén 2,8%-os, jövőre 0,5%-os GDP bővülést jelzünk előre. Egyelőre abból indulunk ki, hogy a helyzet nem romlik olyan mértékben, hogy a növekedés negatívba forduljon jövőre, s az energiaellátási problémák kezelhető keretek között maradnak. A magas infláció – különösen egyes kelet-közép-európai országban – fékezni fogja a növekedést, s a kilábalás várhatóan lassú, fájdalmas folyamat lesz.

Németországban nyár óta jelentősen romlottak a gazdasági kilátások. A legfrissebb előrejelzések szerint a német GDP az őszi-téli hónapokban csökkenni fog, s míg az idén kismértékű, 1,6%-os GDP bővülés várható, addig jövőre negatív lesz ez a mutató. Fontos kiemelni, hogy ez a jelenlegi pesszimista előrejelzés azon a feltételezésen nyugszik, hogy a téli hónapokban a gázhiány elkerülhető lesz. Amennyiben azonban mégis bekövetkezne egy hiány, és a gázfogyasztást jelentősebben kellene korlátozni, úgy a visszaesés mértéke sokkal súlyosabb lesz: 2023-ra akár 4-5%-os visszaesés is elképzelhető, s még 2024-ben is recesszióra számíthatnánk. Az infláció gyorsulása erős lefelé mutató kockázatot jelent a német gazdaság számára, szeptemberben 10,9%-os inflációt mértek, további emelkedés várható, így éves szinten 9% körül alakulhat a fogyasztói árindex. A kormányzat leginkább a téli hónapokban esetleg bekövetkező energiahiánytól tart, ami nemcsak a magánháztartások, hanem egyes energiaigényes iparágak, mint például a vegyipar vagy a fémfeldolgozás, szempontjából drámai következményekkel járhat.

Az energiaválság egyre nagyobb árnyékot vet a **közép-kelet európai** térség államaira, ez azonban az idei növekedést valószínűleg csak kis mértékben befolyásolja. Általánosan igaz, hogy az orosz energiahordozóknak való kitettség nagyobb lassulást idéz elő 2022-ben, és akár recessziót is okozhat 2023-ban, elsősorban a balti országokban. Észtországban akár már idén stagflációs állapot alakulhat ki, de Lettország és Litvánia növekedési kilátásai is sokat romlottak. A legnagyobb problémát jelenleg nem az ellátási zavarok, hanem a drámai energiaár-emelkedések jelentik, amelyek több évtizede nem látott inflációt okoznak a tagállamokban. A nem eurót használó országokban a jegybankok legalább félszáz bázispontos emelést hajtottak már végre idén, és a további szigorítások sem kizártak még. Mindez jelentősen hűti a gazdaságokat, amelyekben a nemzetközi környezet romlása miatt számottevő cserearány veszteségek is kialakultak. Jövőre a recesszió esélye nem zárható ki teljesen, különösen, ha az infláció emelkedésének nem sikerül gátat szabni.

A magyar gazdaság

2022 második negyedévében a **GDP-növekedés** éves üteme csak mérsékelten lassult, 6,5%-ra. Ez egyrészt annak tudható be, hogy a magánfogyasztás növekedési üteme nagyon erős maradt, noha júniusban már érezhetővé vált a fogyasztási kedv és képesség lanyhulása. Az infrastruktúra-beruházások visszaesése által sújtott állóeszköz-felhalmozásnak, illetőleg a belföldi felhasználás többi komponensének dinamikája látványosabban romlott, így összességében a belföldi felhasználás növekedési üteme érdemben csökkent. Ezt azonban jelentős részben ellensúlyozta a másik kedvező körülmény, nevezetesen, hogy a külkereskedelmi pozíció korábbi erős romlásának átfordulása kismértékű javulásba váltott a második negyedévben. Az áruimportot visszafogta a mérséklődő belföldi kereslet, miközben az áruexport – talán csak átmenetileg – megélénkült valamelyest. Az év további részében a gyors növekedés eddigi fő pillére, a fogyasztás lendülete is megtörik, így a GDP növekedési üteme is negyedévről negyedévre közelebb kerül a stagnáláshoz. Továbbra is 4%-os éves GDP-növekedést várunk az idei évre.

2022 első felében az áru- és szolgáltatás-külkereskedelemben Magyarország **cserearányai** 6%-kal romlottak az előző év azonos időszakához képest. Tekintettel az ország nagyfokú szerkezeti nyitottságára (2022 első felében a kivitel és a behozatal átlagának a GDP-hez viszonyított aránya meghaladta a 90%-ot) ekkora cserearány-veszteség nem csupán a külkereskedelmi mérleget rontja, hanem jelentős összegű reáljövedelmet is kiszív a hazai gazdaságból. Miközben a GDP –a *megtermelt* hazai jövedelem – 7,3 %-kal nőtt 2021 első felében, a cserearányhatással kiigazított GDP – a bruttó hazai reáljövedelem (RGDI) –mindössze 1,7%-kal bővült, így a cserearány-veszteség a termelés növekményének közel 80%-át juttatta külföldre. Ilyen körülmények között a belföldi felhasználást nem a GDP, hanem az RGDI alakulásával kell egybevetni ahhoz, hogy érzékelni lehessen a külső egyensúlyra gyakorolt nyomást.

Az **ipari termelés** év/éves növekedése a második negyedévben 5% alá gyengült, augusztusban átmenetileg nekilendült. Az nyolc hónap átlagában viszonylag jó ütemű, 6,1%-os volt a növekedési ütem. Vagyis az ipar korábbi várakozásunkhoz képest egyelőre ütésállóbbnak bizonyult, habár vannak olyan szegmensek, ahol az energiaárak megugrása (és esetenként a kereslet befagyása) leálláshoz vagy termeléscsökkentéshez vezetett. A

továbbiakban a belföldi kereslet gyengülése az eddig jól teljesítő belföldi értékesítés lassulását eredményezi, miközben az exportértékesítésnek a nyári hónapokban megfigyelhető erősödése is véget érhet. Jelenleg 5% körüli éves növekedéssel számolunk.

Az **építőiparban** a kibocsátás a nagyon dinamikus első negyedév után a második negyedévben váratlanul megtorpant – részben általános lassulás, részben pedig egy átmeneti júniusi visszaesés miatt. Ez utóbbit jórészt bázishatás okozta, és júliusban visszatért a – most már igen visszafogott – növekedés. elsősorban a mélyépítésben. Az ágazatot egyrészt az orosz-ukrán háború által tovább súlyosbított kínálatoldali és költségproblémák sújtják – egyes energiaigényes szegmensekben már leállásokat eredményezve. Emellett a keresletoldali kilátások is egyre vegyesebbek – a még nem megkezdett állami beruházások elhalasztása, illetőleg a lakásépítéseknél, iroda- és szállodaépítéseknél a lanyhuló érdeklődés is visszafogja az ágazati aktivitást. Az év további részében a növekedi ütem közelíthet a stagnálás felé. Az első hét hónap 6,3%-os átlagos növekedési üteme ellenére az egész évi dinamika jó eséllyel 5% alatt marad.

A befejezett és átadott **lakások** számának az első negyedévben még folytatódó esése a második negyedévben 26%-os növekedésbe váltott. Ezzel együtt az első félév átlagában a befejezett lakásépítések száma mintegy 7%-kal visszaesett. A jövőbeli kilátások bizonytalanok – az újonnan megkezdett lakásépítéseknél gyengülő tendencia figyelhető meg – a lakásépítési kérelmek és bejelentések növekvő száma ellenére – ezzel együtt az átadott lakások száma emelkedhet az év második felében.

A teljes munkaidőben dolgozók nominális **keresetei** 2022 első hét hónapjában erőteljesen, mintegy 18%-kal nőttek. A fegyveres testületek tagjainak egyszeri alkalommal februárban fizetett ún. fegyverpénz nélkül azonban a növekedési ütem csak 15% körüli lett volna. Mindenesetre az átlagos reálkeresetek az első hét hónapban még a magas infláció mellett is kb. 8%-kal nőttek, a nettó ***reálkereset-tömeg*** pedig 10%-ot meghaladó mértékben. Az év egészét tekintve a fegyverpénz hatása jóval gyengébb lesz, ugyanakkor az infláció meredeken tovább emelkedik. Így augusztustól kezdve a reálkeresetek már csökkenni fognak, éves átlagban pedig a reálkeresetek növekedési üteme 2% közelébe eshet.

A háztartások **magánfogyasztásának** dinamikája az első negyedévi 10%-ot meghaladó rekordütem után a második negyedévben is 9,2%-kal bővült, vagyis az év elején végrehajtott nagyarányú jövedelemnövelő intézkedések (adóvisszatérítés, 13. havi nyugdíj, fegyverpénz, stb.) hatása még jórészt kitartott. Ám júniustól kezdve már érzékelhető a fogyasztói hangulat változása. Az év utolsó hónapjaiban már átlagban csökkenő reálkeresetek még bizonyos fokú fogyasztássimító magatartás esetén is gyenge és egyre gyengébb fogyasztási dinamikákat eredményeznek az év második felében. A kiugró első félévnek köszönhetően ugyanakkor az éves fogyasztásnövekedés várhatóan megközelíti az 5,5%-ot.

A nemzetgazdasági **beruházások** növekedési üteme az első negyedévhez képest csak mérsékelten lassult, 7,8%-ra. A KSH szerint a közép- és nagyvállalatok beruházási dinamikája esett vissza, ám a romlás elsősorban a szállítással (és a vízgazdálkodással) összefüggő infrastruktúra-beruházásoknál – vagyis az ún. kvázifiskális szektorban – volt jelentős, miközben a feldolgozóipari beruházások nagyon gyors bővülése folytatódott, a háztartási beruházások növekedésével együtt. Az év második felében azonban az egyre borúsabb világgazdasági klíma és a növekvő hitelköltségek a magánvállalatok beruházási kedvét is várhatóan drasztikusan visszafogja. Emiatt éves átlagban kimondottan szerény, 4%-ot kevéssel meghaladó beruházási dinamikát várunk az idén.

Az **áru-külkereskedelem** mérlegének romlása gyors ütemben folytatódott az idei első hét hónapban. A volumeneket illetően ugyan a helyzet javult: az export növekedési üteme némileg megélénkült a gép- és járműexport magához térésének betudhatóan, az import növekedési üteme pedig mérséklődött – ebben a belső kereslet lanyhulásán túl specifikusan az energiahordozók importjának volumencsökkenése is szerepet játszott. A folytatódó súlyos cserearányromlás miatt azonban az euróban mért külkereskedelmi hiány a második negyedévben is ütemesen nőtt, és a helyzet tovább súlyosbodott júliusban. A kínálat- és költségoldali problémák miatt várhatóan az export legfeljebb kismértékben tud erőre kapni – átmenetileg – az év hátralevő részében, így az egész évet illetően egészen drámai, 9 Mrd euróhoz közelítő külkereskedelmi hiányra számítunk.

A **foglalkoztatottak** száma – a magas szint ellenére is – egyelőre tovább folytatódik: a görgetett háromhavi adatok szerint a második negyedévi 1,6% után június-augusztusban a növekedés üteme 1,1% volt. Az elsődleges munkapiac ennél valamivel magasabb ütemben – habár szintén lassulóan – bővül. Ugyanakkor a legutóbbi havi adatok már markánsabb lassulást – gyakorlatilag stagnálást – vetítenek előre. A **munkanélküliségi ráta** továbbra is nagyon alacsony – június-augusztusban 3,4% - ám az Eurostat által közölt szezonálisan kiigazított havi munkanélküliségi ráta alapján érezhető emelkedésre kerülhet sor a közeljövőben. Ez a jóformán teljes foglalkoztatás, illetőleg a főleg a szolgáltató szektorban romló konjunkturális helyzet miatt nem meglepő. Éves átlagban a munkanélküliségi ráta a tavalyinál jóval alacsonyabb lesz, ám jövőre már romlásra számíthatunk, még ha egyelőre lehet is reménykedni abban, hogy ez a romlás enyhe marad.

A **költségvetés** első félévi rekordhiánya után a harmadik negyedévben már láthatóak a választás után bejelentett fiskális konszolidációs intézkedéseknek a bevétel-növelő és kiadás-csökkentő hatásai. A szerteágazó intézkedések pontos hatását nehéz számszerűsíteni, különösen nem az eredményszemléletű (ESA) hiány mértékét, mivel nem ismertek az ESA-híd adatai. Ugyanakkor sem a pénzforgalmi, sem az eredményszemléletű hiány mértéke nem döntő a magyar gazdaság kilátásai szempontjából, hanem a nagyon is számszerűsíthető államadósság adatai. Sőt, még nem is a GDP-arányos adósságráta, mivel azt a nominális GDP-nek a magas infláció miatti felfúvódása erősen befolyásolja. A magyar államadósság 2022 első felében 4 ezer milliárd forinttal emelkedett, a tavaly egész évi 4 ezer milliárd után. Márpedig ennek finanszírozása egyre nagyobb terheket fog róni a költségvetésre: az állampapírpiaci referenciahozamok minden lejáraton folyamatosan emelkednek. 2022 október 10-én a 10 éves állampapír **referenciahozama** átlépte a 10%-ot. A magyar állam jóval a legmagasabb hozamot kénytelen fizetni a V4 országok közül, minden lejáraton.

Hasonlóképpen kiemelkedő a régióban a magyar **valuta** gyengülése: a forint 2022 folyamán, október elejéig több, mint 20%-ot vesztett az értékéből, miközben a lengyel zloty 5-6%-ot, a cseh és a román valuta árfolyama pedig szilárdan tartja magát. Nem régiós tendenciáról van tehát szó, sokkal inkább a magyar pénzpiaci bizonytalanságokkal és a magyar gazdaságpolitikával kapcsolatos bizalmatlanság megnyilvánulásáról a befektetők részéről.

Jelenleg nem látható a gyors leértékelődési folyamat vége. A monetáris eszközök kimerültek, a jegybank szeptember végén - egy jelentős, 125 bázispontos alapkamatemelés után – bejelentette, hogy a kamatemelési ciklus befejeződött. A döntés meglepte a piacot., mivel a központi bank 1 hónappal korábban még azt közölte, hogy a kamatemelést addig folytatja, amíg az inflációs folyamatok ezt indokolják. Márpedig a jegybanki elemzések is arra az

eredményre jutottak, hogy még további jelentős áremelkedés várható, és az infláció 2023-ban sem tér vissza a 3% körüli szintre.

A magyar **infláció** Európában a legmagasabbak közé tartozik: 2022 augusztusában a 3 balti ország után a 4. helyen állt az EU-s rangsorban az Eurostat HICP adatai szerint, amelyben már figyelembe van véve az augusztusi rezsiáremelés. A magyar élelmiszer-infláció pedig **a** legmagasabb (34%) az egész EU-ban. 2022 utolsó harmadában, amikor már teljes mértékben belép a részleges rezsiemelés drasztikus hatása, 20% körüli, sőt azt meghaladó havi árindexek várhatóak. A 2022. évi 14% körüli infláció után, 2023-ban ezt meghaladó, 15,5-16,5%-os fogyasztói árindex jelezhető előre, az év elején akár 25%-ot elérő havi év/éves árindexszel, amely az év folyamán folyamatosan csökkenhet, márcsak a bázishatások miatt is. A csökkenés mértéke szoros összefüggésben lesz a gazdaság állapotával, és elsősorban a lakossági fogyasztás alakulásával. Amennyiben a kereslet nagyobb mértékben csökken, az jelentősebb mérséklődést hozhat az inflációban is, viszont ez a növekedési kilátásokat is beárnyékolja, és a Kopint-Tárki által jövőre várt 0,5%-os gazdasági növekedést pár százalékos gazdasági zsugorodás válthatja fel.

Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa

(éves változás, százalék)

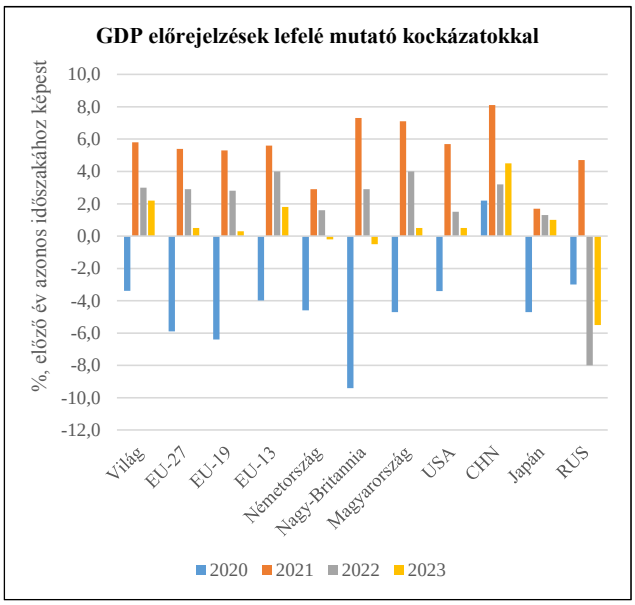
	Tényadatok					Előrejelzés		
			2022			2022		2023
	2020	2021	I. né.	II. né.	III. né.	2022 júl.	2022 okt.	2022 okt.
GDP-aggregátumok reálnövekedése								
GDP összesen	-4,5	7,1	*8,2*	*6,5*		**4,0**	**4,0**	**0,5**
Belföldi felhasználás	-2,6	6,2	*11,5*	*6,2*		**5,0**	**4,5**	**-1,2**
Magánfogyasztás	-1,9	4,2	*11,5*	*9,4*		**5,7**	**5,5**	**-1,5**
Közösségi fogyasztás	3,9	3,1	*6,4*	*0,3*		**2,3**	**1,2**	**0,0**
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-7,1	5,2	*13,2*	*6,1*		**4,7**	**4,0**	**-1,0**
Bruttó felhalmozás összesen	-6,8	11,7	*17,6*	*2,4*		**4,7**	**4,2**	**-1,0**
Export	-6,1	10,3	*5,2*	*7,6*		**3,9**	**4,3**	**2,0**
Import	-3,9	9,1	*8,3*	*7,3*		**5,2**	**4,9**	**0,0**
Ipari termelés	-6,0	9,5	*5,6*	*4,6*	*8,9*[e]	**4,0**	**5,0**	**2,5**
Fogyasztói árindex	3,3	5,1	*8,2*	*10,6*	*16,5*	**11,5**	**14,0**	**16,0**
Foglalkoztatás, jövedelmek								
Foglalkoztatottak számának növekedése [a]	-0,9	0,7	*2,3*	*1,6*	*1,1*[f]	**1,6**	**1,0**	**-0,5**
Foglalkoztatási ráta [a]	62,1	63,0	*63,7*	*64,0*	*64,3*[f]	**64,2**	**64,0**	**63,6**
Munkanélküliségi ráta [a]	4,1	4,1	*3,7*	*3,2*	*3,4*[f]	**3,6**	**3,6**	**3,8**
Termékegységre jutó bérköltség [b]	3,0	-1,4	*9,3*	*5,7*		**2,9**	**0,9**	**4,2**
Bruttó nominális keresetek [c]	9,7	8,7	*21,0*	*15,2*	*15,3*[g]	**16,0**	**16,5**	**11,5**
Nettó reálkeresetek	6,2	3,4	*11,8*	*5,1*	*1,4*[g]	**4,0**	**2,2**	**-3,9**
Megtakarítási ráta a GDP %-ában [d]	6,5	6,5	*5,7*	*5,2*		**6,3**	**5,2**	**4,5**
Folyó fizetési mérleg a GDP %-ában	-1,1	-4,0	*-6,7*[g]	*-6,6*[h]		**-5,5**	**-8,5**	**-5,5**
Folyó fizetési és tőkemérleg a GDP %-ában	1,0	-1,5	-3,5[g]	*-3,4*[h]		**-3,0**	**-7,0**	**-3,5**
Államháztartás Államháztartási egyenleg, a GDP %-ában	-8,0	-6,8	*-3,4*	*-2,3*		**-5,2**	**-6,5**	**-4,0**
Bruttó államadósság, a GDP %-ában	79,6	76,6	*77,3*	*77,0*		**75,0**	**76,0**	**75,0**
Rövidtávú hozam (3 hó), időszak vége	0,28	2,16	*5,7*	*6,3*	*11,6*	**7,6**	**12,0**	**9,0**
Hosszút. hozam (10 év), időszak vége	2,08	4,51	*5,9*	*8,0*	*9,8*	**9,0**	**10,5**	**9,5**
Nemzetközi feltételek								
Nemzetközi kereskedelem volumene	-8,3	9,3				**6,0**	**5,0**	**4,4**
Brent olajár ($/hordó, időszaki átlag)	41,8	70,8	*100,9*	*113,8*	*100,9*	**100,0**	**104,0**	**100,0**
GDP-változás az eurózónában, %	-6,4	5,4	*5,5*	*4,1*	*5,5*	**2,9**	**2,8**	**0,3**
GDP-vált. az új EU-tagországokban, %	5,6	-3,8	*7,1*	*4,7*	*7,0*	**3,3**	**4,0**	**1,7**
Forint/euró, időszaki átlag	351	359	*364*	*386*	*403*	**389**	**393**	**410**
Dollár/euró, időszaki átlag	1,14	1,18	*1,12*	*1,06*	*1,01*	**389**	**1,04**	**1,04**

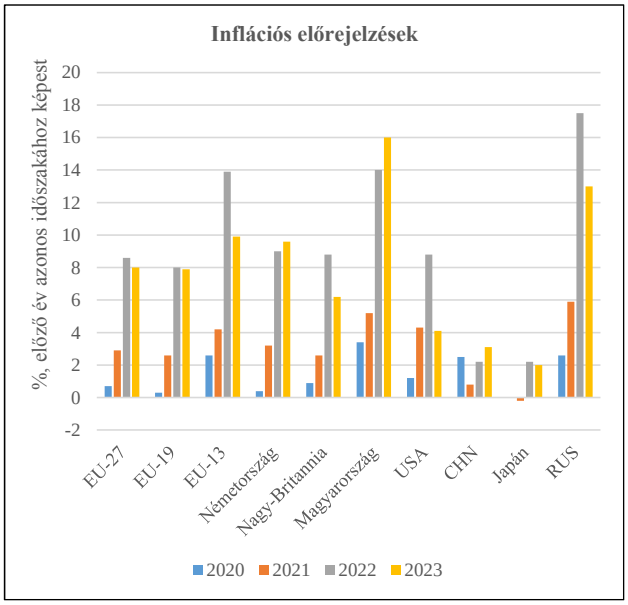
a Munkaerő-felmérés alapján, időszaki átlag, 15-74 éves népesség. A közfoglalkoztatottak a foglalkoztatottakhoz sorolódnak.
b Feldolgozóipar, bruttó hozzáadott érték és (a természetbeni juttatásokat is tartalmazó) havi átlagos munkajövedelem alapján euróban mért egységbérköltség százalékos változása, évkezdettől kumulált adat
c A megfigyelt munkáltatói kör adatai alapján
d Háztartások négy negyedéves halmozott nettó finanszírozási képessége a GDP %-ában
e Július-augusztus
f Június-augusztus
g Július
h MNB által közölt szezonálisan kiigazított adat

I. A világgazdaság helyzete és kilátásai

1.1. A világgazdasági helyzet

Nyári Jelentésünk óta a világgazdasági kilátások további rosszabbodásáról számolhatunk be, különösen a jövő év vonatkozásában. Az év közepére a magas infláció, a továbbra is fennálló szállítási szűk keresztmetszetek és az orosz-ukrán konfliktus eszkalálódása következtében a globális növekedés lassult. Ehhez még hozzájárult Kína no-COVID politikája, ami szintén fékezte a globális folyamatokat. A reáljövedelmek számos országban csökkenek, ami mérsékli a magánfogyasztást, a finanszírozási feltételek egyre rosszabbak, mivel a jegybankok folytatják a monetáris szigorítást. A megemelkedett nyersanyagárak, annak ellenére, hogy az utóbbi hetekben megindult egy csökkenés, egyre inkább beépülnek a fogyasztói árakba, felfelé nyomva azokat. A béremelési követelések is fokozódnak, ami egyre erősebb bérnyomást idéz elő. A kínálati oldalon továbbra is jellemzők a fennakadások, ami szintén az árak emelkedése irányába hat. A globális növekedés az OECD legfrissebb prognózisa szerint az idén csak 3% lesz, s jövőre 2,25%-ra lassul, s a lefelé mutató kockázatok erősödnek. A növekedés különösen az USA-ban és az euróövezetben lassul majd jövőre. Ez utóbbi esetében egyes előrejelzők akár negatív GDP rátát sem zárnak ki. Korábbi előrejelzéseinkben 2023-ra az infláció jelentősebb lassulásával számoltunk, a legújabb előrejelzések már megcáfolják ezt: egyre inkább úgy tűnik, az infláció jövőre csak minimálisan mérséklődik, és az áremelkedés üteme a legtöbb országban magas marad. Annak ellenére, hogy a nyersanyagárak az utóbbi időben esni kezdtek, további alakulásuk nagyon bizonytalan. Nem világos, hogy milyen mértékben, milyen régiókban lesz nyersanyaghiány, ami újra felhajthatja az árakat. Európában egyelőre pánik van piacon, annak ellenére, hogy szeptemberben mintegy 8%-kal esett olajár, s 30%-kal a gázár az előző hónaphoz viszonyítva. Az ellátási bizonytalanságoktól való félelem a fogyasztói árakat magasan tartja, s mind a magánháztartásokat, mind a vállalkozásokat egyre nehezebb helyzetbe hozza. A fiskális politika mozgástere beszűkült, így a különböző sokkhatásokat csak részben tudja ellensúlyozni. Az ukrán gabonaszállításokra ráutalt országban súlyos ellátási zavarok, egyes fejlődő országokban akár éhínség várható.





1.2. Világkereskedelem és nyersanyagpiacok

Világkereskedelem

A világkereskedelmi folyamatokat az orosz-ukrán háború csupán kis mértékben akasztotta meg. Inkább a 2020 óta tartó kirobbanó volumenemelkedés átmeneti kisimulásáról van szó, mintsem egy mély sokkról, amely alapjaiban rengeti meg a világgazdaságot. Az energiahordozók árának drámai emelkedése sem csapódik le látványosan a világkereskedelmi folyamatokban, és a fejlett országok exportja is – lassuló trendben ugyan –, de tovább növekedett az első két negyedévben. A felzárkózó országokban pedig mind az export, mind az import áruforgalom bővülése töretlen. Bár a 2021-es évet szinte biztosan nem lehetséges felülmúlni, azonban idén és valószínűleg jövőre is számottevően bővülhet a világkereskedelem volumene.

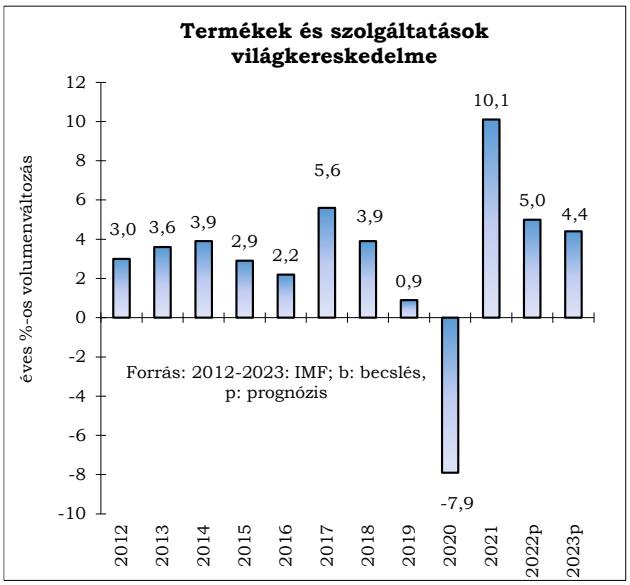
A rendszerben átmeneti, rövid ideig tartó sokkhatások továbbra is okozhatnak kisebb turbulenciákat. Többek között ilyen például a Tajvani-szoros Kína által történő blokkolása: ez a világ harmadik leforgalmasabb tengeri útvonala, a tengeri hajóforgalom fele áthalad ezen a szoroson. A kínai hadgyakorlat egy tengeri blokáddal ér fel a térségben, nem beszélve arról, hogy számos légi járatot is fel kellett függeszteni. Ugyanakkor a blokád éppen Kínának és Hong Kongnak árt a legtöbbet, mivel Tajvan exportjának döntő része éppen ezekbe az országokba irányul, ezért a blokád várhatóan nem lesz tartós. Ettől függetlenül alkalmas volt arra, hogy megmutassa, hogy továbbra is rendkívül törékenyek a globális értékláncok, és a fejlett országok keresletét kielégítő chiptermelés problémái továbbra sincsenek megoldva.

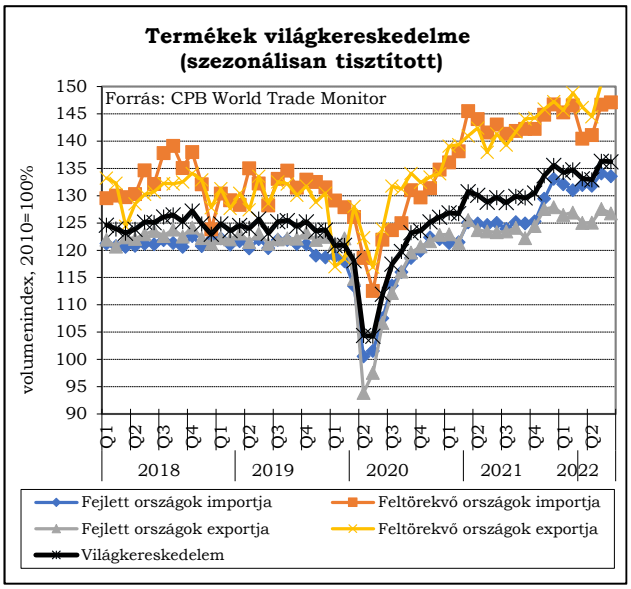
Az aszály is jelentős károkat okozott nyáron a világkereskedelemben, mivel teljesen ellehetetlenítette a folyami szállítást egyes nagyforgalmú szakaszokon. Az uszályokat közúti járművekkel szinte lehetetlen kiváltani, miközben a vasúti teherszállításnak ezeken a szakaszokon csak ritkán van meg az infrastrukturális feltétele. A közúti teherszállítást tovább nehezíti, hogy a haszongépjárműveket is elérte a személygépjárművek piacán már hónapok óta tapasztalt alkatrészhiány, és a nagyobb kapacitású teherautókat már csak jövő év második felében tudják leszállítani.

Az külkereskedelmi árak emelkedése eközben töretlenül halad előre és elsősorban a fejlődő országok kereskedelme hajtja fel őket, miközben a fejlett országok árindexe már lassulást mutat, az elszálló energiaárak miatt kialakult recessziós félelmek következtében. A fejlődő országok oroszországi energiahordozóknak való kitettsége csekély mértékű, sőt az európai és amerikai importembargók miatt még olcsóbban is jutnak kőolajhoz, ami javítja versenyképességi pozíciójukat a világban, elsősorban Indiában és Kínában. Mindez természetesen kedvezőtlen mértékben befolyásolja az orosz fizetési mérleg egyenlegét, azonban a fejlődő országok által valamivel olcsóbban felvásárolt termékek ára még így is magasabb, mint a háború előtt. Ugyanakkor Oroszország számára nem jó jel, hogy ha a recessziós félelmek beigazolódnak, akkor a fejlődő országok sem lesznek képesek egyensúlyban tartani a külkereskedelmi mérlegüket, ami csökkenti fogja a keresletet a még megmaradt piacokon.

A háború és az európai recessziós félelmek ellenére a világkereskedelem tehát (egyelőre) nincs komoly veszélyben, se idén, se jövőre, igaz a bizonytalanság a 2023-as és 2024-es évet illetően meglehetősen nagy: a piaci kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság a világkereskedelem bővülésének ütemét a prognózisidőszakban számottevően fékezheti. Amennyiben az energiahordozók árai tovább emelkednek, vagy éppen hiány alakul ki,

úgy a kereslet rövid idő alatt drasztikusan visszaeshet, ami magával ránthatja a világkereskedelemet is. A Jelentés írásakor ennek látjuk a kisebb, de továbbra is számottevő valószínűségét. Nagyobb valószínűséggel feltételezhető, hogy Európa elkerüli a recessziót, vagy annak mértéke nem lesz drámai, és így a világkereskedelem, igaz ütemvesztés mellett, de továbbra is növekedhet. Amennyiben a téli hónapokban teljesen kiesnének az orosz gáz- és olajszállítások, úgy néhány európai országban már nagyon súlyos recesszió alakulna ki, ami a világkereskedelemre vonatkozó jelenlegi forgatókönyvünket átírhatná.



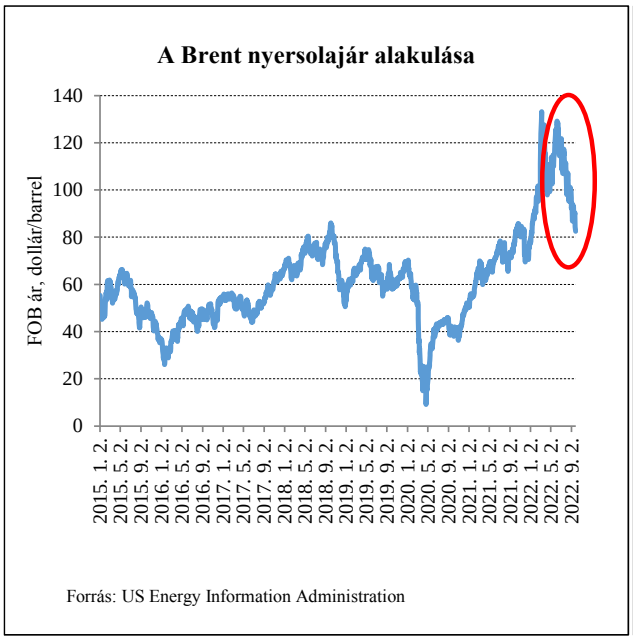


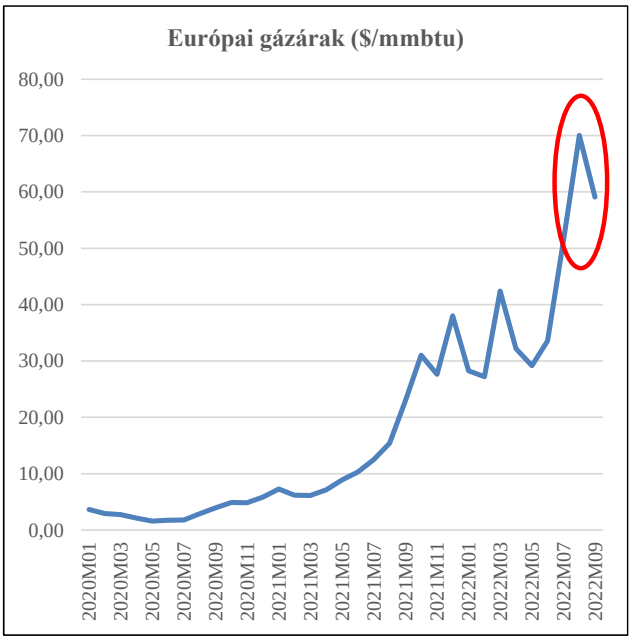
Forrás: UN COMTRADE

Lassan csökken az olajár, még mindig magas gázár, az orosz-ukrán konfliktus következtében növekvő bizonytalanság

A romló gazdasági kilátások, a lassuló növekedés az energiaárak csökkenéséhez kellene vezessen. Azonban ezt a folyamatot az orosz-ukrán háború miatt előállt nyersanyagellátási zavarok fékezik. Különösen Európában számítanak a tél folyamán jelentősebb ellátási problémákra, ami bizonytalanságot okoz, és felhajtja a fogyasztói árakat, illetve visszaveti a vállalkozások beruházási hajlandóságát. Jelenleg a nyersolaj, illetve az ipari fémek világpiaci árai nagyjából a háború előtti szinten mozognak. A Brent nyersolaj hordónkénti ára 90 dollárra süllyedt, így jóval az idei 105 dolláros átlag alatt mozog. Az olajárak csökkenésére reagálva az OPEC+ országok erőteljes, napi kétmillió hordó termeléscsökkentésről döntöttek október elején. Ez egyelőre jelentős áremelkedést nem okozott, mivel a kvóták visszavágása a tényleges kitermelés szintjén jóval kisebb lehet, tekintve, hogy a szövetség összesítetten eddig is mintegy napi 3,6 millió hordóval elmaradt az engedélyezett szinttől, mivel több ország nem tudta kimeríteni előzetesen kialkudott keretét. A dollár erősödése is felnyomja az importőrök számára az árakat.

Tekintettel arra, hogy az Európába irányuló orosz gázszállítások politikai játszma eszközét képezik, itt az árak erőteljesen megemelkedtek, de szeptemberben itt is visszaesés volt tapasztalható, ugyanakkor nem világos, hogy fordulat vette-e kezdetét, vagy újabb emelkedési hullám várható. Az árvolatilitás mindenesetre erős. Az orosz gáz teljes kiesése egyes európai országok számára rövidtávon szinte kezelhetetlen problémát jelentene, s jelentős megszorításokat kényszerítene ki, súlyos recessziót idézve elő főleg a téli hónapokban. Így nem csoda, hogy a piacok idegesek, az árak mindenre erősen reagálnak. Az Északi-Áramlat-1 vezetéken bekövetkezett robbantások és gázszivárgás is fokozta az ellátási bizonytalanságokat, főleg, hogy nem lehet tudni, ki áll az események mögött. Európa továbbra is bizonytalan, hogy milyen startégiát kövessen: a legutóbbi javaslat egy gázársapka kivetése és egységes gázártámogatási rendszer bevezetéséhez kapcsolódik, de felmerült egy közös energiabeszerzési rendszer kialakításának gondolata is. A továbbra is meglevő tagállami érdekellentétek csak fokozzák a bizonytalanságot, a különböző (immár a nyolcadik) szankciós csomagok meg valójában nem visznek közelebb a problémák megoldásához.





Nem energiahordozó nyersanyagok

A nyári hónapokban tapasztalt aszály súlyos károkat okozott a mezőgazdaságban és az élelmiszerellátásban, amit tovább súlyosbított az orosz-ukrán háború, ami a világ két vezető agrárexportőr országa között dúl. Bár az elmúlt hónapokban tapasztalható volt némi árkorrekció a mezőgazdasági termékek világpiacán, az ipari fémek árainak alakulásával való magas korreláció inkább arra utal, hogy a spekulatív kereskedés szorult inkább kissé háttérbe. Azok a befektetői várakozások, miszerint az ukrán gabonaexport össze fog omlani a háború miatt, sajnos valóra váltak. Miközben az élelmiszerárak még mindig a járványhelyzet utáni fogyasztási boom miatt folyamatosan emelkedtek, eltűnt a kínálat egy része, ami óriási áremelkedést okozott. Az orosz féllel való tárgyalások után később mégis engedélyezték kisebb mennyiségű ukrán gabona exportálását, ami valamelyest enyhítette a piaci feszültségeket, de nem szüntette meg azokat.

Júliusban és augusztusban több, mint 10 százalékpontos árcsökkenés következett be mind az élelmiszerek, mind az ipari fémek világpiacán. Bár a hír rendkívül kedvezőnek hangzik, különösen a fejlődő országok számára, azonban a vállalatok és a fogyasztók mégsem örülhetnek maradéktalanul, mivel ezen termékek árrugalmassága, különösen az olyan ipari fémeké, mint a réz vagy az alumínium, közel egységnyi. Következésképp az árak csökkenése a kereslet lanyhulását jelzi előre a világgazdaságban, s nem a piaci helyzet normalizálódását, és táplálja a recessziós félelmeket.

Az aszály nem csak a mezőgazdasági termelést bénította meg, hanem az ipari termelést is korlátozta az egész világon, különös Kínában, ahol a Jangce folyó vízszintjének csökkenése miatt a vízi erőművek nem tudtak elegendő energiát termelni, így a gyárakban korlátozni kellett a termelést. Ezen kívül a kínai no-COVID politika jegyében továbbra is előfordulnak mobilitási korlátozások, ami időről időre mind a termelést, mind a logisztikát megakasztja, és aminek globális hatásai vannak. Emiatt a világ második legnagyobb gazdaságában csökkent az ipari fémek iránti kereslet, ami magyarázza az árak lefelé mozgását.

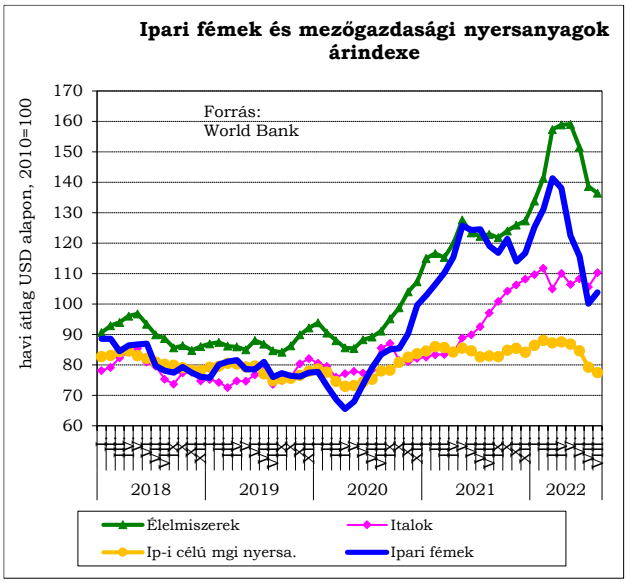
Ezzel párhuzamosan Európában is az energiahiány és az energiaárak alakulása okoz problémákat a termelésben, illetve a fogyasztásban. A lakosság kezdi visszafogni fogyasztását, az ipar pedig alkalmazkodva korrigálja termelését, és egyes ágazatokban alacsonyabb számú műszakokra állnak át. Ez a termelőcélú beszerzésben is megnyilvánul csökkentve a fémek és egyéb nyersanyagok, alapanyagok iránti keresletet, így húzva lefelé a világpiaci árakat.

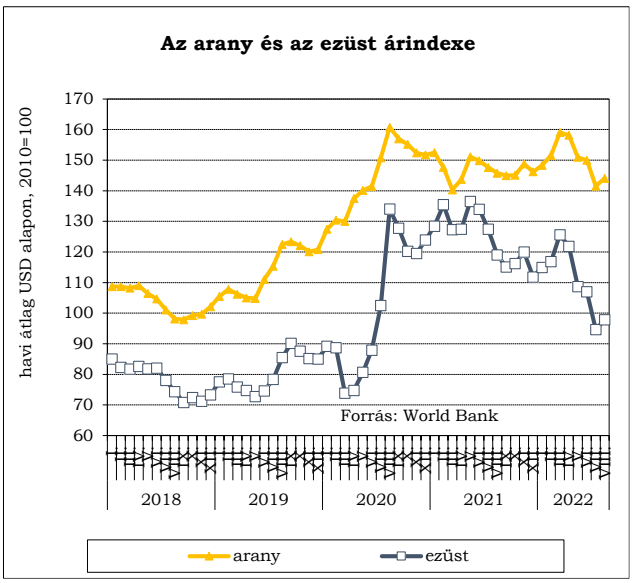
Ez a hatás azonban nem minden termékspecifikumban érvényesül. A világban például már most is lítiumhiány van, a kereslet pedig most is nagyon magas, és csak tovább emelkedik. Az elektromos járművek előállításához sokkal több rézre, lítiumra és egyéb ipari fémre van szükség, mint egy hagyományos robbanómotoros jármű esetében. A 2035-ös határidőhöz közeledve az autógyárak egyre inkább le fogják építeni az európai piacra szánt klasszikus benzin- vagy dízelüzemű kocsik előállítását, és elektromos autókra fognak átállni. A többségi piac átállása ennél valószínűleg még korábbra tehető.

Mindeközben az utóbbi pár évben felhajtott árak elindítottak egy ár-bér spirált, amelyből a termelővállalatok nagyon nehezen tudnak kijönni. Miközben az infláció alulról nyomja fel a bérigényeket, a kereslet lanyhulása rontja a munkások alkupozícióit, ezért már több

nyersanyagkitermelő bányavállalatnál indultak be sztrájkhullámok, ami azzal a veszéllyel jár, hogy a világpiaci árak a közeljövőben nem fognak visszamenni a járvány előtti szintekre. A dollár erősödésének hatása sem egyértelmű a piacokon, mivel a kitermelők számára jellemzően kedvező, a felvásárlók számára azonban nem, és ez egy kereslet-vezérelt piacon inkább a kedvezőtlen forgatókönyvek megvalósulását vetíti előre.

Összességében a nyersanyagok piacán tapasztalt árkorrekció, ha kicsit lassabb ütemben is, de feltehetően folytatódni fog, ebben azonban nem csak a spekulációs tőke átmeneti visszavonulása játszik szerepet, hanem a kereslet lanyhulása is. Amennyiben a kereslet stabilizálódna, vagy újra jelentősen meglódulna, úgy az árak is újra rekord magas szintre szöknének. A világpiac számára most egy (korábbi éveknél) lassabb, de robusztusabb növekedés lenne a kívánatos, ez azonban a háború befejeződéséig aligha fog eljönni.

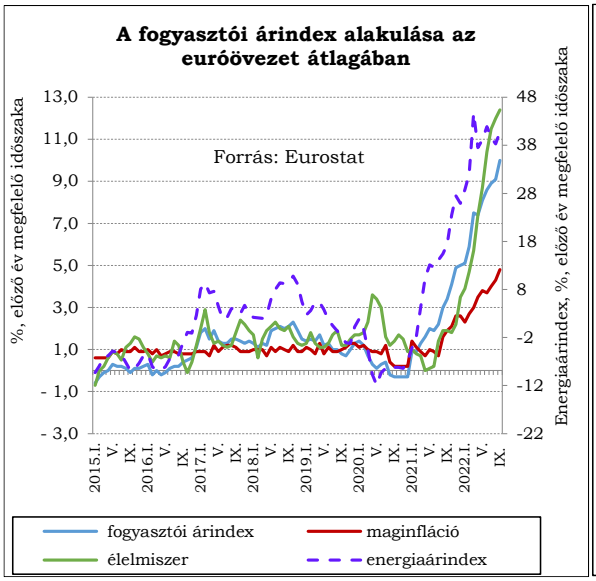


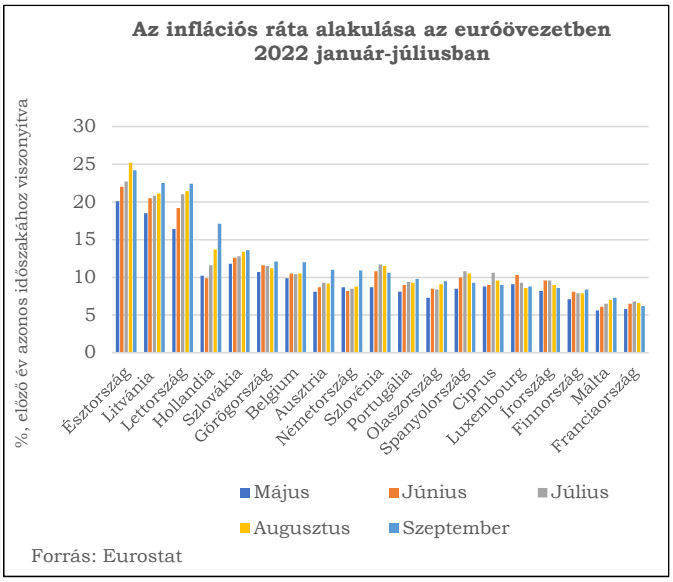


1.3. Nemzetközi pénzpiacok

Egyre erősödő infláció és fokozott monetáris szigorítás

Az infláció gyorsulása a nyári hónapokban is folytatódott, s szeptemberben újabb rekordok születtek. Az euróövezetben beköszöntött a kétszámjegyű infláció: szeptemberben már 10% volt a fogyasztói árindex, és a maginfláció is 4,8%-ra kúszott. Az euróövezetben a csúcsot Észtország érte el 25% feletti inflációval. Az Egyesült Királyságban 9,9% a fogyasztói árindex. Az USA-ban 8,3% a legfrissebb inflációs adat, viszont a maginfláció – amely jelzi, hogy a magas energiaárak és élelmiszerárak mennyire épültek be a fogyasztói árakba – augusztusban már 6,3%-ra rúgott. A nem eurózóna tagok esetében is magas, a kelet-közép-európai országokban kétszámjegyű az infláció. Egyes fejlődő országokban, például Törökországban már extrém mértéket, 83%-ot ért el az inflációs ráta. Így nem véletlen, hogy a monetáris politika egyre keményebb kurzust követ mindenütt.

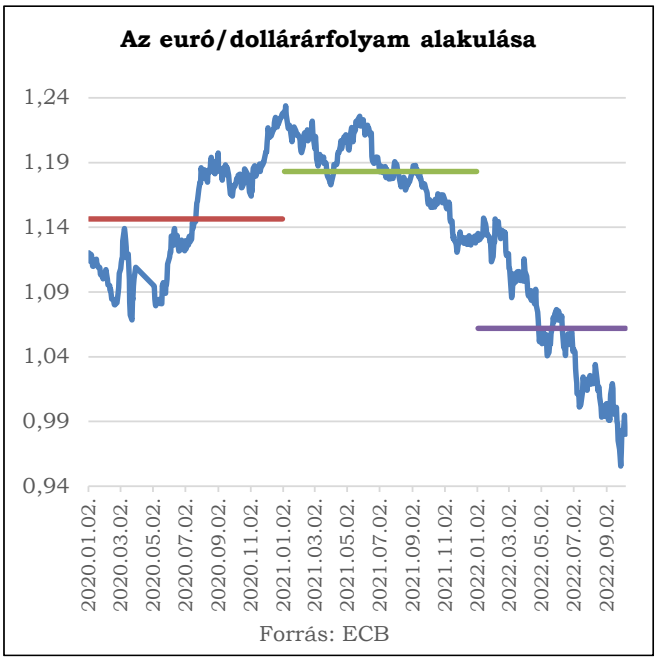




A *FED* egyelőre agresszív kamatemelési ciklust követ, hogy letörje a 40 éve nem látott mértékű inflációt. Így szeptemberben – június óta immár harmadszor egymást követően – 75 bázisponttal emelte meg az irányadó kamatot, így a kamatsáv jelenleg 3,25-3,5%-on van, s a bank elnöke további emeléseket lengetett be. Noha az USA-ban az inflációs ráta június óta lassul, s a gazdasági teljesítmény is romlik, a jegybank egyelőre nem lát teret a monetáris lazítás számára, mert attól tart, hogy bármikor újra fellángolhat az infláció, s egyébként is a jelenlegi állapot még nagyon messze van a 2%-os célértéktől. Egyelőre nem sok esély látszik arra, hogy a remélt „soft landing", azaz az infláció megfékezése recesszió nélkül, bekövetkezhessen. A FED kommunikációja szerint hónapról hónapra döntenek, de a kamatemelési ciklusnak még nincs vége.

Az *EKB* szeptemberi ülésén 75 bázisponttal emelte meg a három irányadó kamatot, ilyen mértékű kamatkiigazításra a bank történetében még nem volt példa. Ezzel együtt az alapkamat továbbra is „baráti" szinten, 1,25%-on mozog, ami nagyon alacsony a többi országhoz képest. Az. úgynevezett betéti rendelkezésre állás kamatai 0,75%-ra, illetve 1,50%-ra emelkedtek. A bank kommunikációjában jelezte, hogy további kamatemelések várhatók, mindaddig, amíg elérik az úgynevezett semleges kamatszintet. Az EKB hosszú ideig próbálta elodázni a kamatkiigazítást, de a kétszámjegyű infláció körülményei között tovább már nem húzhatta a

lépést. Így először júliusban került sor egy 50 bázispontos kiigazításra, amelyet a mostani követett. Az EKB idei és jövő évi inflációs prognózisát felfelé módosította: így az idén 8% feletti, jövőre 5-6% körülire inflációt vár. Számottevő csökkenésre csak 2024-ben számítanak. Mint ismert az EKB júliusi ülésén bejelentette, hogy egy új transzmisszióvédelmi eszközt (Transmission Protection Instrument, TPI) vezet be a kötvénypiaci turbulenciák mérséklése érdekében, amivel elsősorban az olasz kötvények vásárlását akarta támogatni. Az olasz választásokat követően a jegybank elnöke már óvatosabban nyilatkozott: hangsúlyozta, hogy a rendszer csak a fiskálisan prudens országok megsegítésére szolgál, másoknak mentőcsomagért kell folyamodniuk. Az euróövezet kedvezőtlen gazdasági kilátásai, az orosz-ukrán háború eszkalálódásának következményei és a továbbra is laza monetáris politika következtében az euró a dollárral szemben jelentősen gyengült. Jelenleg 0,98 euró/dollár árfolyam és éves átlagban is alig lesz 1 felett.



Japánban is emelkedésnek indultak az árak: a májusi fogyasztói árindex már 2,5%-on állt, augusztusra 2,8%-ra emelkedett, ami nyolcéves csúcsnak számít. Az infláció emelkedése mögött az energiaárak mellett a jen gyengülése is áll. A *japán jegybank* egyelőre nem lép, hiszen nemzetközi összehasonlításban itt még nagyon mérsékelt az infláció, októberre 3%-on várják a csúcsot, utána újabb lassulás következhet be. A japán jegybank dilemmája, hogy vagy fenntartja ultraalacsony kamatszintjét (a rövid kamatokra mínusz 0,1 százalék, a hosszúakra nulla százalék) és élénkíti továbbra is a gazdaságot, viszont ezzel tovább gyengíti a jent, amivel fokozza az inflációs nyomást. Kérdés, hogy mikor éri el a jen árfolyama azt a szintet, amikor a jegybank úgy véli, hogy be kell avatkoznia.

A 9,9%-os brit inflációs adatra reagálva *a brit jegybank* szeptemberben 50 bázisponttal 2,25%-ra nyomta fel az alapkamatot, a piac ennél erősebb emelést várt. Az Egyesült Királyságban is a kamatemelési ciklus folytatása várható.

A *svájci jegybank* az idén másodszor emelt kamatot, szeptemberben mindjárt 50 bázisponttal, így az alapkamat most már a pozitív tartományba került (0,75%). A svájci infláció az idén 3% körülire emelkedhet, ami jóval alacsonyabb, mint a többi európai országé, de jelzi, hogy a nemzetközi környezet rosszabbodása Svájcra is, s az idén a növekedés legfeljebb 2% lehet, ami alacsonyabb a korábban vártnál.

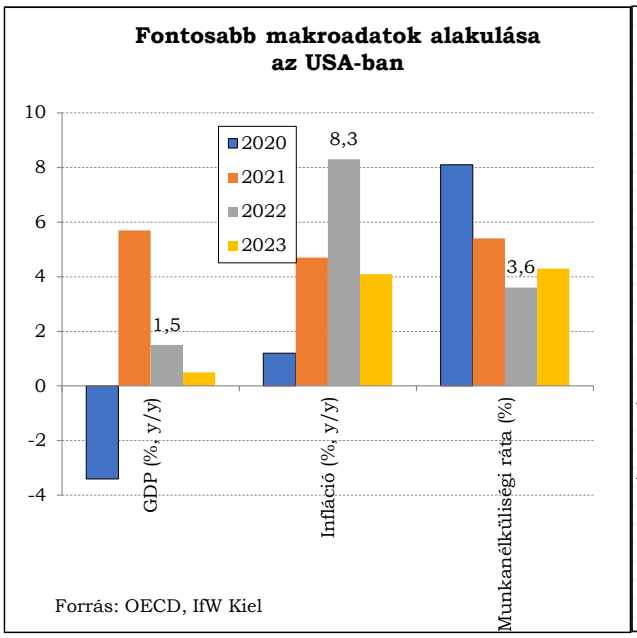
1.4. Az Európai Unió nemzetközi környezete

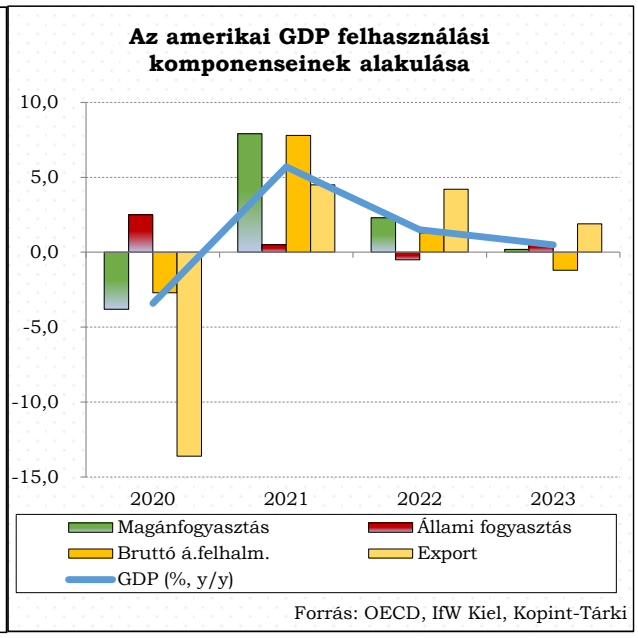
A vártnál mérsékeltebb növekedés várható az idén az USA-ban, s a recessziós veszélyek erősödnek

Az USA-ban a gazdasági növekedés az év első felében a tavalyi év második feléhez képest visszaesett. Míg a szolgáltatások iránti kereslet dinamikusan nőtt, a fogyasztási cikkek iránti kereslet mérsékelt maradt. A hangulatindikátorok alapján a harmadik negyedévben is csak mérsékelt dinamika lesz tapasztalható. A lakásépítés lassuló trendje továbbra is jellemző. A munkaerőpiac egyelőre még stabil, noha különböző munkapiaci mutatók (új betöltetlen állások száma, felmondások száma stb.) már némi rosszabbodást jeleznek. Tekintettel arra, hogy bizonyos területeken munkaerőhiány jellemző, itt erősebb béremeléseket is át lehet nyomni.

Az erősödő infláció hatásai az USA-ban is egyre inkább érezhetőbbek. Az inflációs ráta 8% fölött mozog, még, ha az utóbbi időben az amerikai jegybank intézkedéseinek hatására valamelyest mérséklődött is. Elsősorban az energiaárak és az élelmiszerárak emelkednek, de a 6% fölött mozgó maginfláció ténye is jelzi, hogy az inflációs várakozások egyre inkább beépülnek az árakba. Mindennek hatására a vásárlóerő csökken: a rendelkezésre álló jövedelmek idén júliusban már majdnem 4%-kal voltak alacsonyabbak, mint egy évvel korábban, s a megtakarítási ráta immár hét hónapja folyamatosan csökken. Ebben a helyzetben a jegybank folyamatosan szigorít, s a kamatemelési ciklus még korántsem ért véget. A fiskális politika mind idén, mind jövőre inkább restriktív marad, a korábbi nagyvonalú támogatásokat kivezették.

Mindezek fényében nem meglepő, hogy az idei GDP növekedés 1,5%-kal mérsékelt marad, s jövőre is inkább stagnálás várható. A magánfogyasztás idei 2% körüli növekedése jövőre stagnálásba fullad, a beruházási tevékenység pedig zsugorodni fog. A külső körülmények további rosszabbodása esetén az sem kizárt, hogy jövőre negatív növekedés következik be.

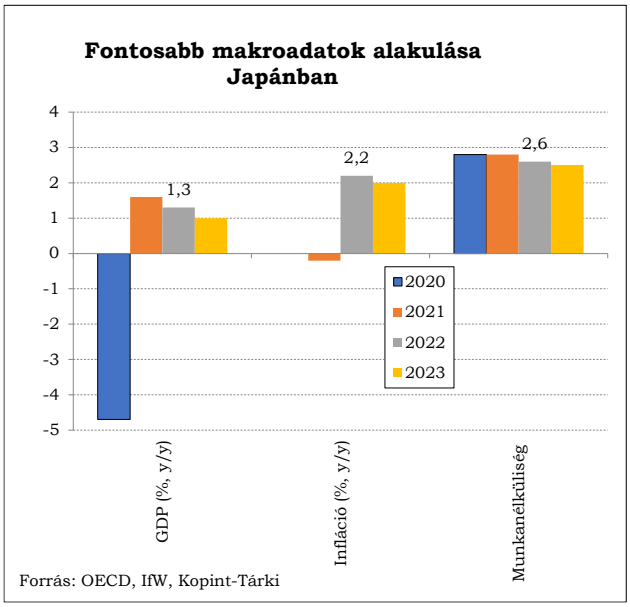


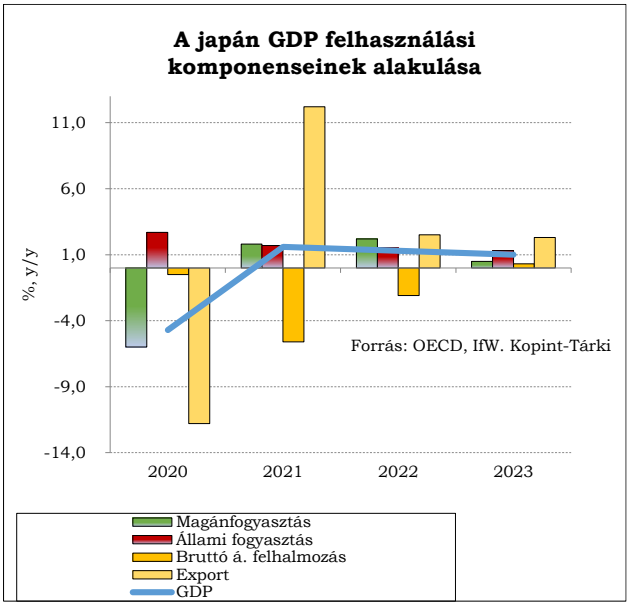


Mérsékelt növekedés Japánban

Japánban az év első hónapjait a pandémia még erősen meghatározta, s annak ellenére, hogy a járvány már lecsitult, a magánfogyasztás még nem tért magához. A Kínában folytatott no-COVID politika miatti gazdasági lassulás elsősorban a japán feldolgozóipari vállalatok számára jelent problémát, átmeneti ellátási nehézségeket. Így április-májusban a japán feldolgozóipari teljesítmény erősen visszaesett a kieső kínai szállítások miatt, míg júniustól – a helyzet normalizálódása következtében – dinamikusan bővülés indult meg. Így összességében arra számítunk, hogy a japán növekedés az idén mérsékelt – 1% körül – marad, míg jövőre valamelyest tovább lassul. A lassulás elsősorban a magánfogyasztás és a beruházások stagnálásával magyarázható, de 2021-hez képest az export is csak alig, 2% körül bővül.

Az infláció Japánban is megélénkült, noha a 2% körüli áremelkedés a világ más országaihoz képest nagyon szerénynek mondható. Így nem véletlen, hogy a japán jegybank egyelőre nem avatkozik be, s nem nyúl a monetáris szűkítés eszközéhez. Ugyanakkor az importált infláció egyre inkább begyűrűzik, ami a maginfláció emelkedésén is látszik. A jen dollárárfolyama történelmi mélypontokat ér el, ezért a piac arra számít, hogy a jegybank előbb-utóbb mégis csak kénytelen lesz – legalább a jen védelmében – beavatkozni, s nem folyamatosan szembe menni a globális trendekkel. Az alacsony árakhoz az is hozzátartozik, hogy az energiaárak emelkedését a japán fiskális politika különböző támogatási, jövedelempótló intézkedésekkel ellensúlyozza, így az árak nem sújtják a fogyasztókat olyan mértékben, mint más országokban.



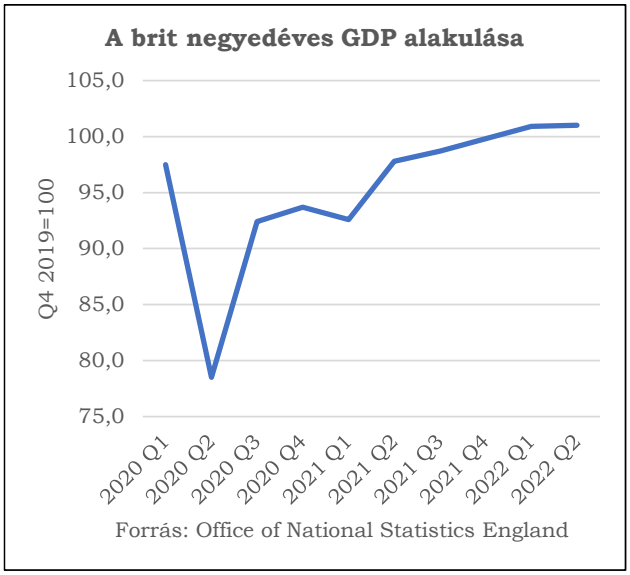


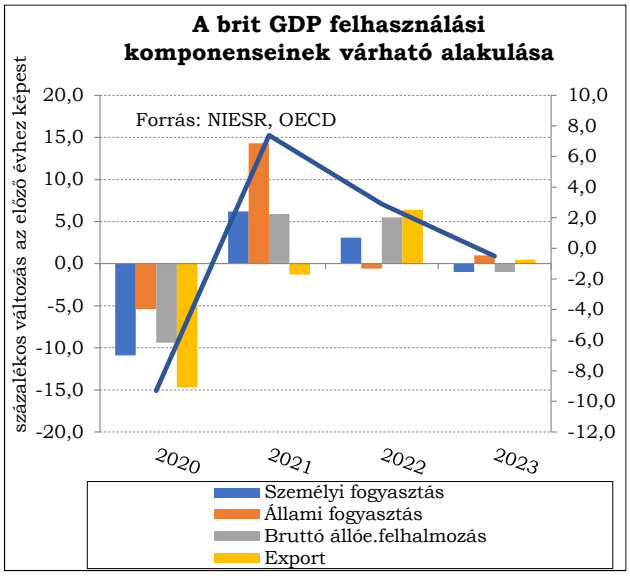
A tavalyi gyors növekedés után az idén lassulás, jövőre pedig recesszió várható az Egyesült Királyságban

Az Egyesült Királyságban a második negyedévben már megindult a lassulás, legalábbis az előző negyedhez képest. Ez a trend egyelőre elsősorban a szolgáltatások iránti kereslet mérséklődésével függ össze. Ebben azonban olyan speciális tényezők is szerepet játszanak, mint például, hogy a pandémiával összefüggő egyes szolgáltatások (oltások, szűrések) a járvány múltával jelentősen visszaestek. Az idén az állami fogyasztás visszaesik az előző évhez képest, és a személyi fogyasztás bővülése is nagyon mérsékelt marad. A beruházások egyelőre viszonylag erőteljes dinamikával bővülnek, de a külső környezet romlása következtében az év vége felé és főleg jövőre itt is lassulás várható. Az év egészében 3% körüli GDP bővülés jelezhető előre, jövőre azonban – elsősorban a magánfogyasztás és a beruházások visszaesése következtében – a brit GDP zsugorodni fog.

Az infláció egyre erőteljesebb az Egyesült Királyságban. Az augusztusi ráta 8,6%-ot ért el, a szeptemberi már 10% fölött volt. A gázárplafon megemelése következtében őszre a 15%-os inflációs ráta sem zárható ki. Ennek megfelelően a jegybank folyamatosan szigorít, az alapkamatot 2,25%-ra emelte, és további emelések és egyéb likviditást szűkítő intézkedések várhatók.

A reáljövedelmek csökkenése a magánfogyasztást fékezi elsősorban, de a téli hónapokban a beruházások alakulására is kihat majd. A nehezedő finanszírozási feltételek, a romló értékesítési kilátások és az állandó bizonytalanság az Északír-Egyezmény kapcsán mind fékezni fogják a vállalkozók beruházási kedvét. A fiskális politika az idén és jövőre is inkább semleges marad, a korábbi támogató intézkedéseket kivezették vagy kifutóban vannak. Az energiaárak emelkedése miatt szociálisan nagyon nehéz helyzetbe került háztartások számára várható némi támogatás. Ennek első lépéseként az új brit miniszterelnök befagyasztotta a lakossági energiaárakat, és meghatározott egy felső plafont, ami fölött a szolgáltatók nem számlázhatnak: októbertől két évig évente 2500 font felett nem számlázhatnak a magánháztartásoknak. A jövedelemadó csökkentéséről szóló törvény elnapolásra került, mert a magas jövedelműek adójának csökkentésére vonatkozó javaslat közfelháborodást váltott ki.





Lassabb ütemű növekedés Kínában

1990 óta nem fordult elő, ami az idén, hogy Kína legyen az ázsiai és csendesóceáni térség leglassabban növekvő gazdasága. A 2021. évi 8,1%-os GDP bővülést követően idénre tervezett 5,5%-osnál jóval lassúbb lesz Kínában a gazdaság növekedése A Világbank 2022 októberében publikált elemzése szerint az idén mindössze 2,8%-kal, az OECD szakértői szerint 3,2%-kal bővül az idén a kínai GDP, míg 2023-ra mindkét intézmény 4,5% körüli növekedéssel számol.

A COVID-19 járvány kapcsán tanúsított zéró toleranciája döbbentette rá a világot, hogy milyen fontos is az a szerepkör, amelyet Kína a globális termelési, logisztikai és értékesítési láncokban betölt. A zéró toleranciához való ragaszkodás az idő múlásával mind többet ront Kína megítélésén. Kétségtelen, hogy a világgazdaság válság irányába történő sodródásában komoly szerepe volt/van, de azt egzakt módon nem lehet meghatározni, hogy a mérleg másik serpenyőjében hány millió (milliárd?) megmentett emberélet lehet. És nemcsak a közvetlenül érintett elképesztően sűrűn lakott hazai településeken, hanem az ezer szállal összekötött globalizált világ valamennyi országában. (2022. október 4-ig Kínában a járvány mindössze 5 226 emberéletet követelt, nagyságrendileg közel tizedannyit, mint Magyarországon!)

A szigorú korlátozások menedzselése Kínában egyfajta laboratóriumként is szolgált. Segítségével ki lehetett próbálni, mire képesek a digitalizáció vívmányai, a big data technikája révén működtetett óriási adatbázisok összekötése, elemzése, a dolgok internetje (IoT), a mobil eszközökbe épített személyazonosító és helymeghatározó képességek, a logisztikai rendszerek, a foglalkoztatási struktúra igen gyors átalakítását támogató megoldások.

A folyamatos COVID-19 korlátozások, az ingatlanpiac súlyos gondjai, a világgazdaság lassulása és a külpiacokon megjelenő magas inflációs ráták együttesen lefelé irányuló nyomást gyakorolnak a gazdaságra. A Kelet- és Dél-Kínában tapasztalt példátlan hőhullám, az ország területének közel egyharmadára kiterjedő aszály, másutt pedig a heves esőzések, áradások nemcsak az agráriumot sújtják, hanem súlyos problémákat okoznak az energiaellátásban, az ipari termelésben és a szállításban is. Ugyanakkor bizonyos iparágak teljesítménye, különösen a zöld energia és az ún. intelligens termékek előállítása soha nem látott ütemben bővült. A nem hagyományos üzemanyaggal működő járművek kibocsátása 2022 júliusában 112,7%-kal (!) haladta meg az egy évvel korábbi szintjét, a napenergia-akkumulátoroké 33,9%-kal nőtt.

A februári zuhanását követően az export gyorsan visszanyerte dinamikáját miközben az import értéke alig nőtt.

Ahogy már előző jelentésünkben is utaltunk rá, Kínában az ukrajnai háború következményeit leginkább a globális piacokra gyakorolt hatásokon keresztül érezték meg, mivel sem Ukrajna, sem Oroszország nem fontos gazdasági partner Kína számára (ellentétben a fordítottjával). Fontos felhívni a figyelmet arra, hogy az ukrajnai háború következményeként várhatóan erősödni fog Kína világgazdasági térnyerése. A többi BRICS országhoz, Indiához, Brazíliához és a Dél-Afrikai Köztársasághoz hasonlóan Kína nem ítélte el Oroszország Ukrajnával szembeni agresszióját, nem csatlakozott az emiatt kirótt szankciókhoz. Következésképen Oroszország számára egyre fontosabb partnerré válik mind az áruk és szolgáltatások kereskedelme, mind a működőtőke áramlás terén. Ezen túlmenően Kína egyre aktívabban veszi ki a részét a háború következtében

élelmiszer- és energiahordozó ellátottságukat biztosítani képtelen fejlődő országok támogatásából. Célzott segélyek folyósítása mellett, többek között az „Egy övezet, egy út" kezdeményezés (Belts and Roads Initiative – BRI) keretében felgyorsítják a járvány miatt visszafogottabbá vált infrastruktúrafejlesztést célzó beruházások támogatását Eurázsia és Afrika országaiban.

A kínai gazdaság fontosabb mutatóinak alakulása

	2019	2020	2021	2022*	2023*
A GDP növekedése (az előző év %-ában	6,0	2.2	8,1	3,2	4,5
Infláció (a fogyasztói árindex az előző évhez képest, %)	2,9	2,5	0,8	2,2	3,1
Áru és szolgáltatás export alakulása (az előző évhez képest, %)	1,3	3,06	16,2	7,9	6,5
Áru és szolgáltatás import alakulása (az előző évhez képest, %)	0,4	-0,3	7,7	-0,3	5,3

*= előrejelzés

Forrás: OECD Economic Outlook Database

Fejlődő országok

A világgazdaság helyzetének és kilátásainak elemzésével is foglalkozó nemzetközi szervezetek fejlődő országok GDP-je alakulásának előrejelzéseiből az tűnik ki, hogy jelentéseik nyilvánosságra hozatalának dátumát nézve a harmadik világ egészére vonatkozó átlagok alig változnak, ugyanakkor egyre szélesebbre nyílik az élelmiszerek és üzemanyagok nettó exportőrei és importőrei várható teljesítménye közötti olló. Az IMF júliusban az idei évre 3,6, 2023-ra 3,9%-os GDP növekedést valószínűsített a fejlődő országokban. Az UNCTAD október 3-án megjelent jelentésében ez a két szám 3,7, illetve 3,9 volt.

A Világbank legfrissebb elemzései szerint az ukrajnai válság ellentétes irányú hatásai leginkább a latin-amerikai és a karibi térség országai esetében érződnek. Míg a nyersanyagok, élelmiszerek és élvezeti cikkek exportjában erősen érdekelt országok, így Argentína, Brazília, Chile, Kolumbia, Ecuador és Peru teljesítményének igencsak jót tesz a kereslet és a világpiaci árak alakulása, addig a turizmusnak a pandémia miatti drasztikus visszaeséséből eddig még kilábalni képtelen karibi és közép-amerikai országokra újabb csapást mért.

A kelet-ázsiai és csendes-óceáni térség legtöbb országában 2022 első felében újra indult a növekedés, s a régió nagyrészében éves szinten is gyorsabb növekedés és alacsonyabb infláció várható, mint másutt.

Különösen figyelemreméltó az utóbbi években a világ egyik leggyorsabb gazdasági növekedését produkáló, s most az orosz agresszióval kapcsolatban hivatalosan állást nem foglaló, a nyugati embargót figyelmen kívül hagyó *India* esete. Szívesen vesz a leszállított árú orosz energiahordozókból és műtrágyából. Mi több, a VEB.RF nevű orosz állami fejlesztési bank és az indiai jegybank közvetlen elszámolási csatornát létesített a SWIFT alternatívájaként, így az orosz áruk ellentételezése rúpiában történhet. India kiveszi részét annak a vákuumnak a kitöltéséből is, amelyet a nyugati szankciók következtében Oroszországból kivonuló multik hagytak hátra. A logisztikai kapcsolatok mielőbbi feljavítása érdekében nagyobb sebességre kapcsolt az Észak-déli Közlekedési

Folyosó (International North-South Transport Corridor - INSTC) Mumbait Moszkvával összekötő szakaszának építésében.

A világgazdaság egészét fenyegető nehézségek a fejlődő országokat hatványozottan sújtják. Az utóbbi évek nyomasztó COVID válságából még fel sem ocsúdtak, amikor Oroszország megtámadta Ukrajnát, s e háború következményeként több, a fejlődő országokat érzékenyen érintő területen is drámai változások következtek be. Első helyen kell említeni a gabonaválságot, ami több, főleg fekete-afrikai és nyugat-ázsiai országban éhínséggel fenyeget. Az egekbe szökő árak mellett ma még jószerével a szállítási lehetőségek blokkolása okozza a legnagyobb problémát, de a háború és az aszály folytán a töredékére zsugorodott terméseredmények, a háborús területeken a jövőévi termést biztosító munkálatok elmaradása következtében fellépő hiány hamarosan végzetessé válhat.

A második csapás az energiahordozók világpiaci árának emelkedése. Oroszország ukrajnai háborúja miatt nemcsak Európában kell kemény télre készülni, a fejlődő országok zömében is egyre súlyosabbak a gondok. Ráadásul esetükben a válság különösen nehéz időszakban következik be. A tisztább energiaforrásokra való globális átállás azt jelentette, hogy a fejlett gazdaságok nem fektetnek be a fosszilis tüzelőanyag-termelés növelésébe, miközben a szegényebb nemzeteket a tisztább tüzelésű földgáz bevezetésére biztatják. Most, hogy a februári orosz invázió óta a gázárak drámaian megemelkedtek, és a gazdagabb országok többet tudnak fizetni a megfelelő ellátás biztosításáért, a feltörekvő országok nem tudnak velük versenyezni, s ez kihatással lesz arra is, hogy képesek lesznek-e más gazdasági és nemzeti prioritásokat finanszírozni.

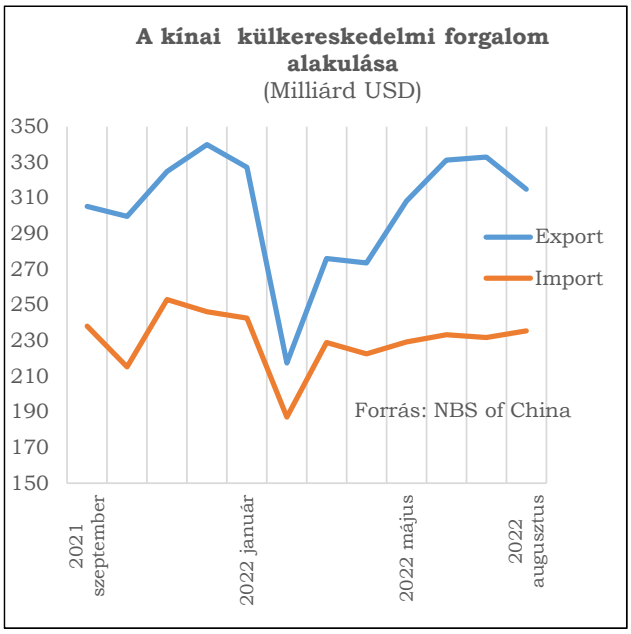
Míg a fejlett országok energiaimport-számlái a bruttó hazai termék 2-4%-át teszik ki, addig egyes fejlődő országok esetében ez a GDP 25%-át is meghaladja. Eközben nemzeti valutáik zuhanó repülésben lévő árfolyamai megfizethetetlenül magasan tartják az importköltségeket, ami súlyosbítja az infláció megfékezésére irányuló erőfeszítéseiket.

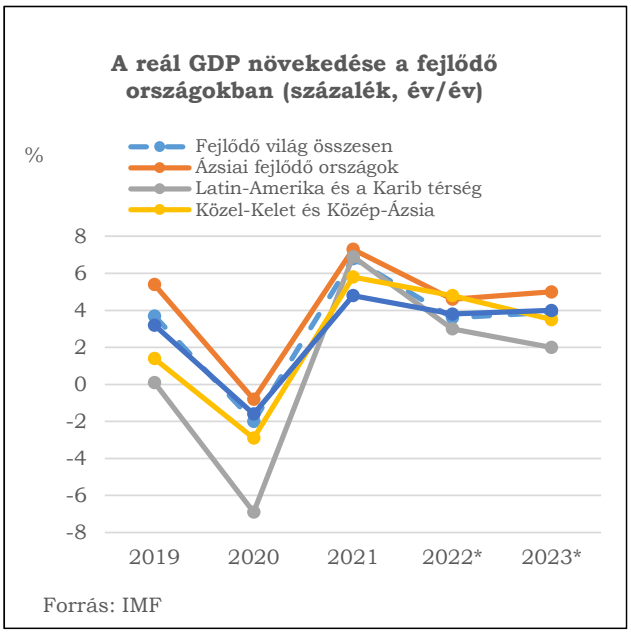
Minél tovább tart az energiaválság, annál valószínűbb, hogy világszerte polgári zavargásokra kerül sor. Nem csak a fejlődő világ szenved, de a fejlettek rendelkeznek olyan lehetőségekkel, amilyenekkel a szegényebbek nem. A fejlődő országok régóta panaszkodnak arra, hogy a gazdag világ és szervezetei nem fordítanak elég pénzt a globális energiaátállás és az ambiciózus éghajlat-változási célok megvalósításának támogatására. A most előállt helyzet sajnos arra inspirálja a fejlődő világot, hogy lassítson az energiaátállásra irányuló törekvések megvalósításában.

A következő súlyos gond, hogy kevés a pénz a rendszerben, egyre nehezebb külső finanszírozást találni. A világjárvány idején a fejlett országok rekordösszegű, rendkívül alacsony kamatozású hiteleket vettek fel, hogy gazdaságukat, lakosságukat támogassák, és hogy beruházzanak a helyreállításba, az újraindításba. A szegény országok csak sokkal rosszabb feltételek mellett juthattak kölcsönökhöz, s a korábban megszokott segélykonstrukciók révén megszerezhető források is nagyon megcsappantak. Igaz, a nemzetközi szervezetek, illetve a G20 országok bevezettek néhány új intézkedést (pl. új SDR kibocsátás nagy tételben, az adósságszolgálati kötelezettségek időleges felfüggesztése), ezek azonban már önmagukban sem sokat értek, de az Ukrajnában dúló háború következményei ellen igencsak kevés védettséget nyújtanak.

Mivel a multilaterális pénzügyi szervezetektől a szükségesnél nagyságrendekkel kevesebb forráshoz jutnak a rászoruló országok teret nyer gazdaságukban a különféle

hitelkonstrukciók formájában őket támogató, s egyúttal kulcságazataikban egyre nagyobb gazdasági befolyást szerző Kína.

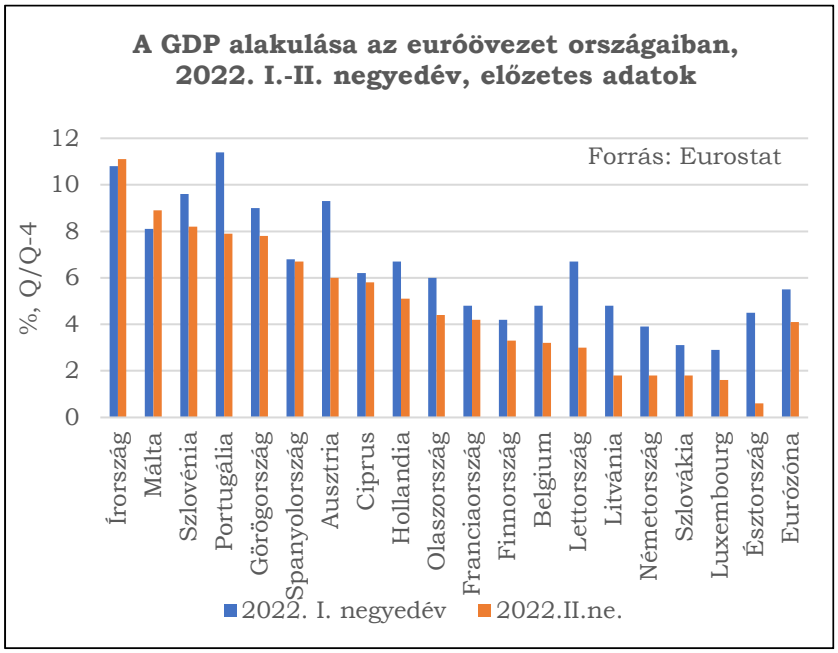




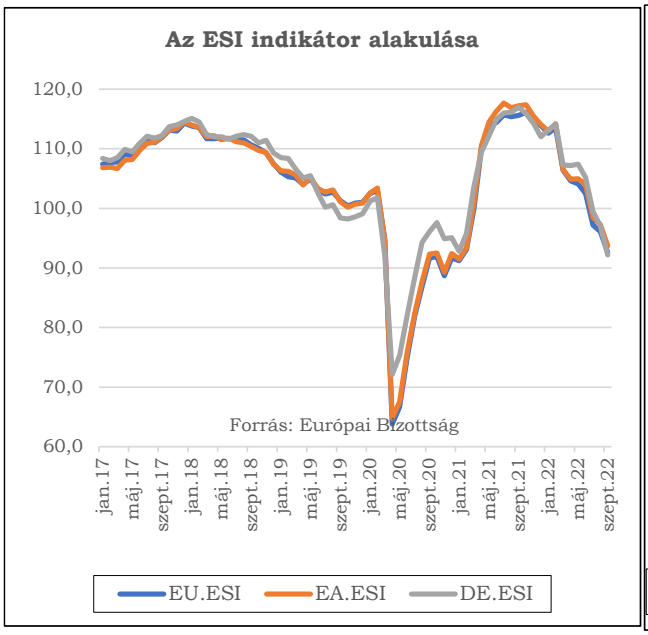
1.5. Az Európai Unió gazdasága

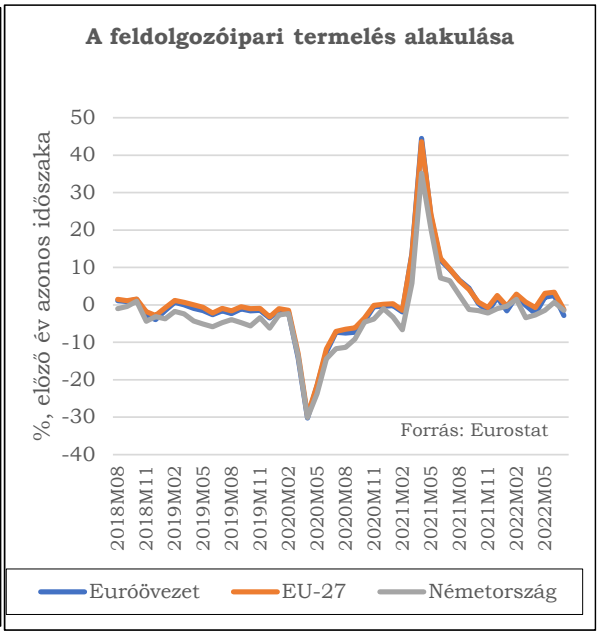
Jelentősen romló gazdasági kilátások az euróövezetben

Nyári jelentésünkhöz képest az euróövezet gazdasági kilátásai jelentősen romlottak. Az akkor jelzett két legfontosabb lefelé mutató kockázati tényező, az orosz-ukrán háború eszkalálódása és az Oroszországra kivetett szankciók következtében előálló energiaellátási problémák, valamint – ezzel is összefüggésben – az infláció gyorsulása mind ahhoz vezettek, hogy a növekedési kilátások egyre pesszimistábbak lettek, s prognózisunkban jelentős lefelé irányuló korrekciókat kellett érvényesítenünk. Az első negyedév 5,5%-os *GDP bővülése* után a második negyedév 4,1%-os (év/év) GDP adata már némi lassulást mutat. A negyedév/negyedéves adatok alapján látszik, hogy az EU-19 országok esetében 2021 harmadik negyedéve óta mérsékeltebb növekedés jellemző. Összességében azt mondhatjuk, hogy az idei első félév még viszonylag jól alakult, s azok a problémák, amelyekről a Jelentés többi részében már beszéltünk, inkább az év második felében éreztetik majd hatásukat a növekedési rátákban. A magánfogyasztás a COVID-dal kapcsolatos megszorítások kifutása miatt erőteljesen nőtt, még akkor is, ha az infláció fékezte ezt az ütemet. A feldolgozóipar teljesítménye mérsékelt maradt. A negyedéves adatok alapján is látszik, hogy az egyes országok teljesítménye között jelentős különbségek vannak: Németország, Szlovákia és Észtország a sereghajtók, s az EU-19 kilátásai szempontjából különösen a német növekedés lelassulása aggasztó. Németországban a téli hónapokban egyértelműen recessziót számítanak, s a várakozások szerint a jövő évi növekedés is negatív lesz. A visszaesés mértékéről megoszlanak a vélemények, de amennyiben a téli hónapokban teljesen leállnak az orosz gáz- és olajszállítások, és Németországban energiafelhasználási megszorításokat kell érvényesíteni, s az infláció mértéke a jelenleg vártnál sokkal magasabb lesz, úgy akár egy 4-5%-os GDP visszaesés sem kizárt, ami az egész euróövezetre kihatna. Jelenlegi prognózisunkban még nem a legkedvezőtlenebb szcenárióból indultunk ki, de mindenesetre feltételezzük, hogy a jövő évi növekedés jóval alacsonyabb lesz a vártnál, s 2024-ben is csak lassan kap erőre az EU-19 gazdasága. A magas infláció pedig a prognózisidőszak egészében velünk marad majd, ami szintén fékezi a növekedést.



Ebben a helyzetben nem meglepő, hogy a *hangulatindikátorok* folyamatos lejtmenetben vannak, az ESI index szeptemberben 93,7 pontra, 2020 augusztusa óta a legalacsonyabb szintre esett vissza. Különösen Németországban, Hollandiában, Olaszországban és Franciaországban esett vissza a mutató, mind a vállalkozások, mind a fogyasztók hangulata vonatkozásában. A legfrissebb feldolgozóipari adatok a kibocsátás zsugorodását jelzik. Németországban már gyakorlatilag április óta csökken a feldolgozóipari teljesítmény, ami az energia drágulása mellett a továbbra is fennálló ellátási zavarokra vezethető vissza. Különösen az energiaigényes ágazatok teljesítménye (mint vegyipar vagy fémfeldolgozás) csökken a magas költségek következtében. Mivel a kilátások rosszabbodása a vállalkozásokat egyre jobban elbizonytalanítja, a magas árak meg a reáljövedelmeket csökkentik, és ezáltal a fogyasztást fékezik, a beruházási hajlandóság és a kereslet is csökken, ami a feldolgozóipari kibocsátás negatív trendjét csak erősíteni fogja.



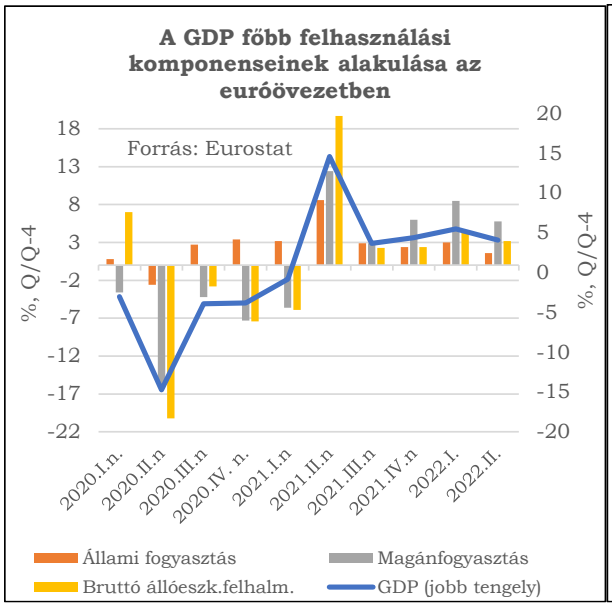


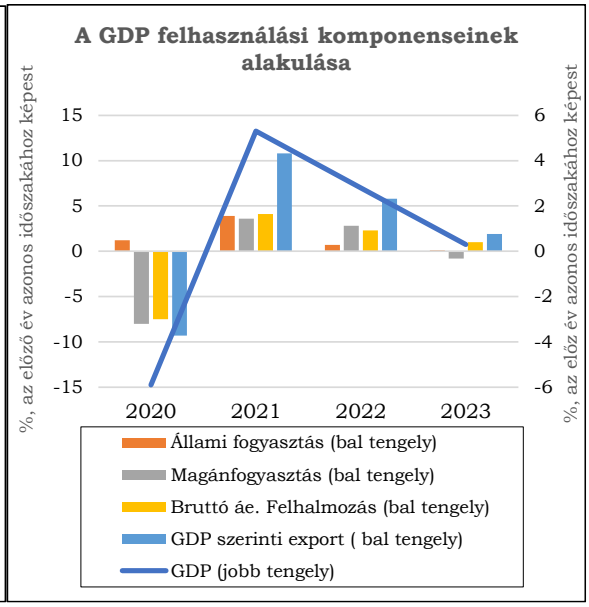
Jelenlegi prognózisunkban az EU-19 esetében a GDP 2,8%-os bővülésére számítunk az idén, ami jövőre – pozitív szcenárió esetében – 0,3%-ra lassulhat, de a lefelé mutató kockázatok jelentősek, s egyre több előrejelzés negatív növekedést jósol az euróövezetre 2023-ra. A GDP felhasználási komponenseit tekintve jövőre a magánfogyasztás visszaesésével, az állami fogyasztás stagnálásával és a bruttó állóeszközfelhalmozás nagyon szerény növekedésével számolhatunk. A legrobusztusabb teljesítményt – a korábbiakhoz képest jóval kisebb teljesítménnyel - az export nyújthatja, de itt is nagyon nagyok a lefelé mutató kockázatok.

Az **EU-27** esetében az idén 2,8%-os, jövőre 0,5%-os GDP bővülést jelzünk előre. Egyelőre abból indulunk ki, hogy a helyzet nem romlik olyan mértékben, hogy a növekedés negatívba forduljon jövőre, s az energiaellátási problémák kezelhető keretek között maradnak. A magas infláció – különösen egyes kelet-közép-európai országban – fékezni fogja a növekedést, s a kilábalás várhatóan lassú, fájdalmas folyamat lesz.

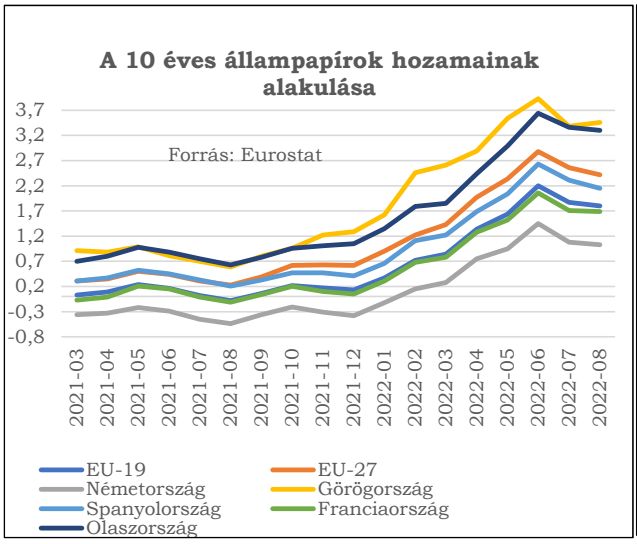
Az euróövezetben az *inflációs ráta* szeptemberben meghaladta a 10%-ot, amire az euró bevezetése óta nem volt példa. A maginfláció szeptemberben már 4,8% volt, ami jelzi, hogy az energiaár emelkedése egyre inkább beépül az árakba, de jelzi azt is, hogy az inflációs várakozások is fűtik az árakat. Az energiaárak 40,8%-kal, az élelmiszerárak 12,4%-kal emelkedtek szeptemberben az egy évvel korábbi helyzethez képest. A baj, hogy a csúcsot még nem értük el, s további emelkedő trend várható. Az idei év egészére 8%-

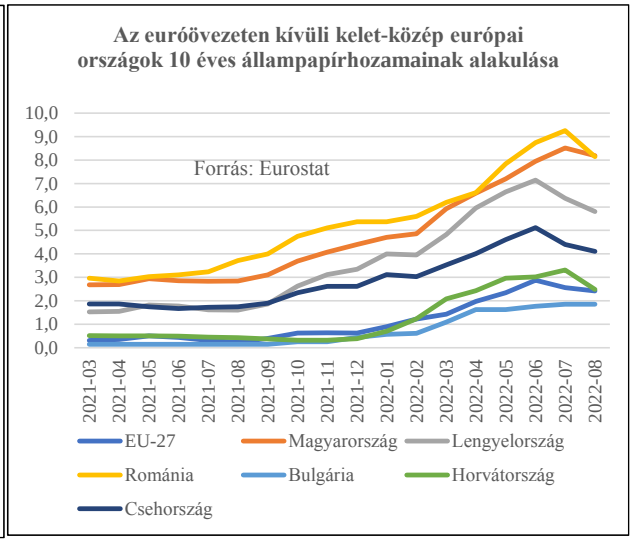
os átlagos fogyasztói inflációt jelzünk előre, ami várhatóan jövőre is hasonlóan magas marad. Ez új előrejelzésünkben, mert nyáron még abban reménykedtünk, hogy jövőre az infláció megszelídül, de a legtöbb előrejelzés abból indul ki, hogy a magas inflációval a prognózisidőszakban együtt kell élnünk. Az egyes országok között nagyok a különbségek, de mindenütt emelkedő trend jellemző. a balti államokban már 20% feletti inflációs rátákat mérnek, 7 országban mozog 10-20% között az infláció, köztük Németországban is, ahol szeptemberben 10,9%-os rátát mértek, s a magas árak miatt a megtakarítási ráta is egyszámjegyűre csökkent.





A magas inflációra reagálva végre az EKB is elszánta magát a kamatkiigazításra, és a mennyiségi könnyítés eszközeit is elkezdte visszafogni, noha az eszközvásárlásokat nem fejezte be. A várakozások szerint idén évvégéig az alapkamat 2% fülé emelkedhet, s 2023 első félévére 3,25%-ot is elérheti. A rendkívül magas infláció a vártnál erőteljesebb monetáris szűkítést indokolttá teszi. A megváltozott monetáris környezet az állampapírok piacán is érezteti hatását: a 10 éves állampapírokkal szembeni hozamelvárások év eleje óta emelkedő trendet mutatnak, és az utóbbi egy-két hónapban is magas szinten stabilizálódtak. Az egyes országok közötti kockázati különbségek jól lecsapódnak a kamatokban, az euróövezeten belül is, de különösen a közép-kelet európai országok esetében.



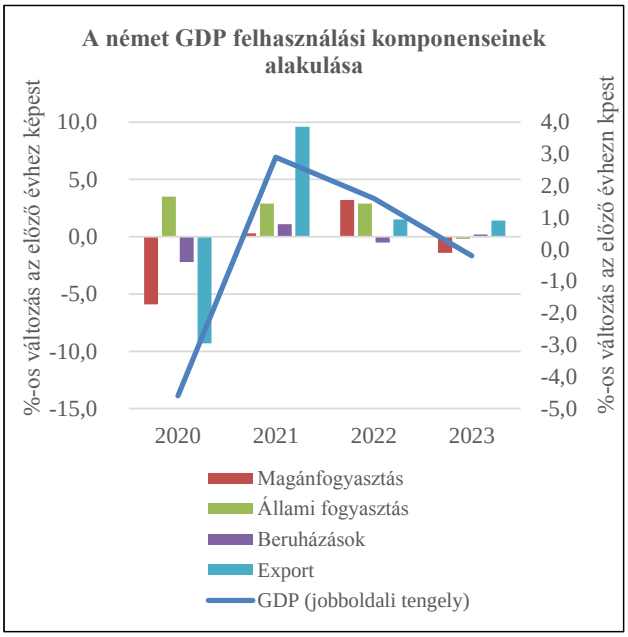


Pesszimista várakozások Németországban

Németországban nyár óta jelentősen romlottak a gazdasági kilátások. A legfrissebb előrejelzések szerint a német GDP az őszi-téli hónapokban csökkenni fog, s míg az idén kismértékű, 1,6%-os GDP bővülés várható, addig jövőre negatív lesz ez a mutató. A szakértők energiaválságot, inflációt, a jólét csökkenését és egyértelmű recessziót jeleznek előre. Ezeket a várakozásokat megerősíti az IFO konjunktúrabarométer és a feldolgozóipari menedzserindex alakulása is: mindkét index augusztus-szeptember hónapokban erőteljes, a vártnál nagyobb visszaesést mutatott, elsősorban a jövőbeli kilátások rosszabb megítélése miatt. A vállalkozások mind a belpiaci, mind a külpiaci lehetőségeket kedvezőtlennek látják, ami negatívan hat idei és jövő évi beruházási tevékenységükre. A helyzet rosszabbodása elsősorban a gázárak emelkedésének és a már meglevő, illetve a továbbiakban várható ellátási nehézségeknek tudható be. Fontos kiemelni, hogy ez a jelenlegi pesszimista előrejelzés azon a feltételezésen nyugszik, hogy a téli hónapokban a gázhiány elkerülhető lesz. Amennyiben azonban mégis bekövetkezne egy hiány, és a gázfogyasztást jelentősebben kellene korlátozni, úgy a visszaesés mértéke sokkal súlyosabb lesz: 2023-ra akár 4-5%-os visszaesés is elképzelhető, s még 2024-ben is recesszióra számíthatnánk.

A másik jelentős kockázatot az infláció alakulása jelenti. A legfrissebb szeptemberi adat szerint Németországban 10,9% volt a fogyasztói árindex, és éves átlagban mind az idén, mind jövőre 9% körüli inflációs ráta várható. Ez jelentős mértékben szűkiti a vásárlóerőt, és ezen keresztül mérsékli a magánfogyasztást.

A munkaerőpiac egyelőre stabilnak tűnik, bár a fogyasztói kereslet visszaesése várhatóan a munkaerőkeresletet is mérsékli. Tekintettel azonban, hogy számos területen munkaerőhiány, különösen a szakképzett munkaerő hiánya jellemző, a munkaerőpici folyamatok nem alakulnak nagyon kedvezőtlenül. Ugyanakkor a bérnyomás erősödésére számítani lehet, ami tovább hajtja felfelé az inflációt.



1.6. Közép-kelet európai új EU tagállamok

Az energiaválság árnyékában az idei második negyedévben az *új EU-s tagállamok* átlagos növekedése 4,7% volt. A legnagyobb növekedést az idegenforgalomi ágazatra nagyban támaszkodó országok érték el az áprilistól júniusig tartó időszakban és ez valószínűleg a következő negyedévben is kitartott a jelentős üzemanyagáremelkedés ellenére. Így Málta (8,9%), Szlovénia (8,3%), Horvátország (7,8%) és Ciprus (6,2%) is a korábbi évekhez képest rakétaszerű növekedést tudott produkálni. A térségből leginkább mégis Magyarország 6,5%-os GDP bővülése emelkedik ki, amivel 0,6 százalékponttal járult hozzá az új tagállamok növekedéséhez, megközelítve ezzel a nagyjából 1,5-szer nagyobb gazdasággal rendelkező Romániát, amely 5,3%-os növekedés mellett 0,8 százalékpontos hozzájárulást produkált. Lengyelország 4,7%-os GDP bővülésével az átlag felett növekedett, részesedése 1,6 százalékpont a szintén 4,7%-os térségi növekedésben.

A többi tagállam átlag alatt teljesített, a legrosszabbul *Észtország*, amely csupán 0,3%-kal bővült. A balti állam orosz kitettsége jóval nagyobb, mint bármely más kelet-közép európai tagállamé, a háború kitörése után pedig igyekezett szinte azonnal elvágni a lehető legtöbb szálat Moszkvával. Tallinn az energiaárak emelkedését szinte teljes egészében áthárította a lakosságra, több mint 20%-os inflációt generálva. Észtország továbbra is ragaszkodik a rendkívül szigorú államháztartási fegyelemhez, amelyből a járványhelyzet alatt sem távolodott el jelentősen. Mindez fokozza a pénzpiacok bizalmát, ami egy ilyen kis és nyitott gazdaság finanszírozása esetén rendkívül fontos. Így bár átmeneti recesszió minden bizonnyal bekövetkezhet a balti országban, finanszírozási nehézségektől valószínűleg nem kell tartania. Az jelenlegi alacsony növekedés (az év hátralévő részében akár recesszió is) jövőre alacsony bázist jelent majd, így statisztikai értelemben „könnyebb" lesz növekedést elérni. Az orosz energiahordozókról való leválás, és a fenntartható (zöld) gazdaság felé való elmozdulás pedig kiutat jelenthet a közepes jövedelmű országok csapdájából, amelybe például Magyarország is szorult.

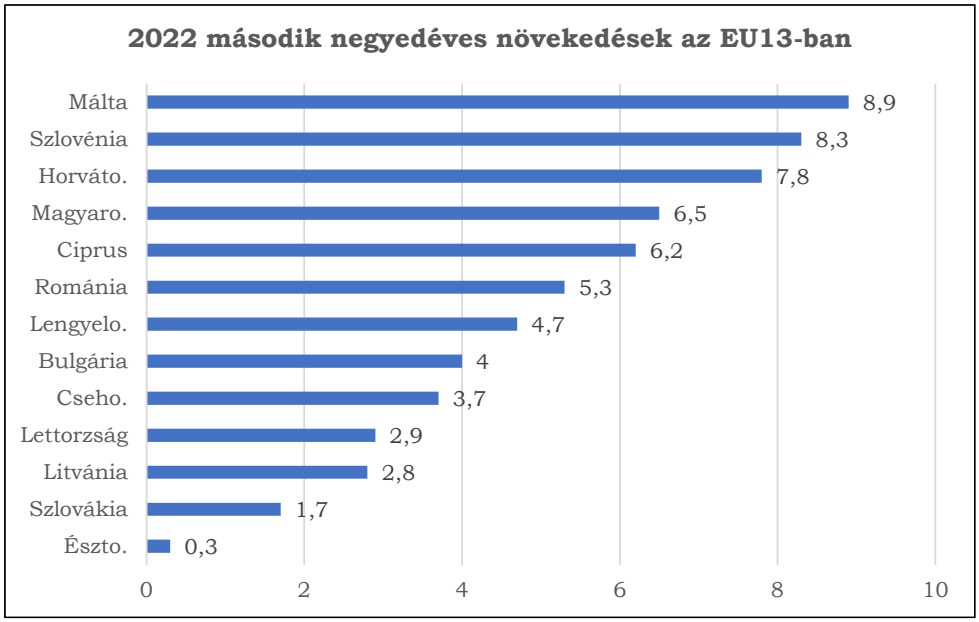
Habár Észtország szinte már stagnál, mégis *Szlovákia* 1,7%-os növekedése jelentette a legnagyobb csalódást, mivel az EU-13 növekedéséhez való hozzájárulása így csupán 0,1 százalékpont, ami az egyébként 4-szer kisebb Ciprusével azonos. Északi szomszédunk függése az orosz energiahordozóimporttól majdnem olyan mértékű, mint a balti államoké. Ehhez még hozzájárul, hogy a járműiparra erősen támaszkodó szlovák ipar változatlanul szenved az alapanyaghiánytól, illetve a logisztikai szűk keresztmetszetek miatt, amelyek ugyan valamelyest enyhültek az utóbbi hónapokban, de a helyzet továbbra is messze van még a járvány előtti időktől.

A fogyasztás a második negyedévben még meglehetősen jó volt, elsősorban a háztartások nyári költekezései következtében, amit a már akkor is meglehetősen magas infláció kevésbé tépázott meg. Ugyanakkor a külkereskedelmi egyenlegek romlása figyelhető meg több tagállamban is, ami már az emelkedő energiaáraknak tudható be. Kiváltképp Csehország, Románia, Lengyelország, Szlovákia és Magyarország érintett: ezekben az országokban különböző mértékű cserearányromlás is bekövetkezett, ami év hátralévő részére vonatkozó növekedési kilátásokat jelentősen rontja.

Az *infláció* egyre erősebbé válik az új tagállamokban. Már csupán 3 olyan tagállam van, ahol 10% alatt maradt az áremelkedés az első 8 hónapban (Ciprus, Málta és Szlovénia). A legmagasabb ütemű drágulást Észtországban mérték, több mint 20%-ot, amiben döntően az energiaárak 76%-os (!) növekedése játszik közre. Valamelyest mérsékeltebb,

de így is drámai, 60%-os energiaáremelkedés volt Litvániában, és 48%-os Lettországban, amihez képest a Visegrádi országokban (kivéve Magyarországon) tapasztalható 30%-os drágulás nem is számít magasnak. A helyzetet súlyosbítja, hogy az élelmiszerárak átlagos emelkedése is meghaladja már a 12%-ot a térségben. A kormányzatok különböző támogatási formákkal igyekeznek a lakosságot megóvni a drágulástól, azonban ezek hatására az államháztartási mutatók és a folyó fizetési mérlegek tovább romlanak. A maginfláció szintje 8,4% a térségben, azonban nem kizárt, hogy az idén átlépi a 10%-ot. A nemzeti bankok mindenhol tovább folytatták az elmúlt negyedévben az alapkamatok emelését. Az év eleje óta a lengyel jegybank 450 (jelenleg 6,75%), a cseh monetáris tanács 325 (jelenleg 7%), a magyar 1060 (jelenleg 13%), a román pedig 450 bázispontos (jelenleg 6,25%) emelést hajtott végre az infláció lefojtása érdekében. A monetáris intézkedések szükségesek voltak, eredményességük azonban korlátozott, mivel az importált infláció ellen hatékonyságuk közel sem teljes. Jelen pillanatban a nemzeti bankok eszközrendszere az infláció elleni harcban kimerülni látszik, azonban a kamatemelési ciklusok folytatása a visegrádi országokban (kivéve Magyarország) feltehetően még nem ért véget.

Az emelkedő energiaárak és a magas kamatok drámaian csökkentik a gazdaságok növekedési potenciálját, mindez azonban az idei évben még csak kis mértékben lesz érezhető. 2022-ben 4%-os átlagos növekedés várható az új tagállamokban, igaz az év hátralévő részében már várhatóan igen nyomott lesz a GDP bővülése, és az utolsó negyedévben már visszaesés sem zárható ki. Amennyiben a tanulmány írásakor érvényes piaci és gazdaságpolitikai körülmények jövőre nem változnak jelentősen, úgy az új tagállamok várhatóan elkerülhetik a recessziót, a növekedés azonban csupán 1,5-2 százalék körül alakulhat. A recesszió esélye nem zárható ki teljesen különösen, ha az infláció emelkedésének nem sikerül gátat szabni. Ez jelenlegi prognózisunkat teljesen felülírná.



I/1. sz. táblázat

Gazdasági növekedés az Európai Unió tagországaiban

(A GDP százalékos változása az előző évhez viszonyítva)

	Súly*	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022*	2023*
Németország	25,0	2,2	2,7	1,1	1,1	-4,6	2,9	1,6	-0,2
Franciaország	17,3	1,1	2,3	1,9	1,8	-7,9	7,0	2,4	0,4
Olaszország	12,4	1,3	1,7	0,9	0,5	-9,0	6,6	2,9	-0,3
Hollandia	6,0	2,2	2,9	2,4	2,0	-3,8	5,0	3,2	1,0
Belgium	3,4	1,3	1,6	1,8	2,1	-5,7	6,3	2,3	0,4
Luxemburg	0,5	5,0	1,3	2,0	3,3	-1,8	6,9	1,6	0,8
Írország	2,7	2,0	8,9	9,0	4,9	5,9	13,5	9,2	2,8
Görögország	1,2	-0,5	1,1	1,7	1,8	-9,0	8,3	4,4	1,4
Spanyolország	8,4	3,0	3,0	2,3	2,1	-10,8	5,0	4,0	0,9
Portugália	1,5	2,0	3,5	2,8	2,7	-8,4	4,9	6,2	0,6
Ausztria	2,8	2,0	2,3	2,5	1,5	-6,7	4,5	4,2	0,3
Finnország	1,8	2,8	3,2	1,1	1,2	-2,3	3,5	2,0	0,6
Észtország	0,2	3,2	5,8	4,1	4,1	-3,0	8,3	1,3	1,2
Szlovákia	0,7	1,9	3,0	3,8	2,6	-4,4	3,0	1,9	1,0
Szlovénia	0,3	3,2	4,8	4,4	3,3	-4,2	8,1	5,3	2,2
Ciprus	0,2	6,5	5,9	5,7	5,3	-5,0	5,5	4,0	2,0
Málta	0,1	3,4	11,1	6,0	5,9	-8,3	9,4	4,6	3,7
Lettország	0,2	2,4	3,3	4,0	2,5	-3,8	4,7	2,5	1,0
Litvánia	0,4	2,5	4,3	4,0	4,6	-0,1	4,9	2,7	2,0
Eurózóna	**85,1**	**1,9**	**2,6**	**1,8**	**1,6**	**-6,3**	**5,4**	**2,8**	**0,3**
Dánia	2,3	3,2	2,8	2,0	2,1	-2,1	4,1	2,6	0,6
Svédország	3,6	2,1	2,6	2,0	2,0	-2,9	4,8	2,2	0,8
Magyarország	1,0	**2,2**	**4,3**	**5,4**	**4,6**	**-4,7**	**7,1**	**4,0**	**0,5**
Csehország	1,6	2,5	5,2	3,2	3,0	-5,8	3,3	2,2	1,0
Lengyelország	3,9	3,1	4,8	5,4	4,7	-2,5	5,7	4,9	2,1
Románia	1,6	4,7	7,3	4,5	4,2	-3,7	5,9	5,0	2,5
Bulgária	0,5	3,0	2,8	2,7	4,0	-4,4	4,2	2,6	1,6
Horvátország	0,4	3,5	3,4	2,9	3,5	-8,1	10,4	5,3	2,0
EU-14	***88,9***	**1,9**	**2,7**	**1,8**	**1,6**	**-6,1**	**5,3**	**2,8**	**0,3**
Új EU-13	**11,1**	**3,2**	**5,0**	**4,5**	**4,1**	**-3,8**	**5,5**	**4,0**	**1,7**
EU-27	**100**	**2,0**	**2,8**	**2,1**	**1,8**	**-5,9**	**5,3**	**2,9**	**0,5**
Emlékeztető tételek									
USA		2,9	1,6	3,0	2,3	-3,4	5,7	1,5	0,5
Japán		1,1	1,0	1,9	0,7	-4,7	1,7	1,3	1,1
Egyesült Királyság		1,7	1,7	1,3	1,4	-9,4	7,3	2,9	-0,5
Kína		7,0	6,7	6,8	6,0	2.2	8,1	3,2	4,5
Oroszország		-2,8	-0,2	2,2	1,3	-3,0	4,7	-8,0	-5,5
Délkelet-Európa									
Szerbia		3,3	2,1	4,5	4,3	-0,9	6,7	3,4	3,8
Törökország		3,2	7,4	3,0	0,9	1,8	9,0	2,0	3,0

* 2014 januárjától Lettország GMU-ba való belépése miatt az aggregált makrogazdasági mutatók súlyozása megváltozott. Az új súlyok kiszámítása a következőképpen történik: a GDP – az euró alapú folyó áras GDP szintek megoszlása alapján

** A Kopint-Tárki előrejelzése.

EU-15 = A 2004 előtt csatlakozott („régi") EU-tagországok

Új EU-13 = A 2004-ben, 2007-ben és 2013-ban csatlakozott új tagországok.

Források: Eurostat-, Nemzeti Statisztikai Hivatalok-, OECD-, Kopint-Tárki-adatbázisok

I/2. sz. táblázat

Az infláció alakulása az Európai Unió tagországaiban

(Harmonizált fogyasztói-árindexek, százalékos változás az előző évhez viszonyítva)

	Súly*	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022*	2023*
Németország	24,6	0,4	1,7	1,9	1,4	0,4	3,2	9,0	9,6
Franciaország	17,4	0,3	1,2	2,1	1,3	0,5	2,1	6,1	7,2
Olaszország	14,1	-0,1	1,3	1,2	0,6	-0,1	1,9	7,9	8,0
Hollandia	4,9	0,1	1,3	1,6	2,7	1,1	2,8	10,2	7,0
Belgium	3,3	1,8	2,2	2,3	1,2	0,4	3,2	9,2	7,2
Luxemburg	0,2	0,0	2,1	2,0	1,6	0,0	3,5	8,0	5,5
Írország	1,4	-0,2	0,3	0,7	0,9	-0,5	2,4	8,0	8,0
Görögország	1,7	0,0	1,1	0,8	0,5	-1,3	0,6	10,2	9,0
Spanyolország	9,1	-0,3	2,0	1,7	0,8	-0,3	3,0	9,2	7,1
Portugália	1,9	0,6	1,6	1,5	0,3	-0,1	0,9	7,5	8,0
Ausztria	2,7	1,0	2,2	2,1	1,5	1,4	2,8	7,2	7,1
Finnország	1,7	0,4	0,8	1,2	1,1	0,4	2,1	7,0	6,5
Észtország	0,2	0,8	3,7	3,4	2,3	-0,6	4,5	20,0	9,5
Szlovákia	0,8	-0,5	1,3	2,5	2,8	2,0	2,8	12,0	8,0
Szlovénia	0,3	-0,2	1,6	1,9	1,7	-0,3	2,0	9,0	6,6
Ciprus	0,2	-1,2	1,0	0,8	0,5	-1,1	2,3	8,3	3,8
Málta	0,1	0,9	1,3	1,7	1,5	0,8	0,7	4,6	2,6
Lettország	0,2	0,1	2,9	2,6	2,7	0,1	3,2	17,0	8,5
Litvánia	0,4	0,7	3,8	2,5	2,2	1,1	4,6	19,0	7,0
Eurózóna	**85,3**	**0,2**	**1,5**	**1,8**	**1,2**	**0,3**	**2,6**	**8,0**	**7,9**
Dánia	2,0	0,0	1,1	0,7	0,7	0,3	1,9	7,6	4,2
Svédország	3,0	1,1	1,9	2,0	1,7	0,7	2,7	8,2	5,1
Magyarország	1,0	**0,4**	**2,4**	**2,9**	**3,4**	**3,4**	**5,2**	**14,0**	**16,0**
Csehország	1,5	0,7	2,3	2,0	2,6	3,3	3,2	15,5	9,0
Lengyelország	4,3	-0,2	1,6	1,2	2,1	3,7	5,2	14,0	11,5
Románia	1,9	-1,1	1,0	4,1	3,9	2,3	4,1	13,0	9,0
Bulgária	0,5	-1,3	1,0	2,6	2,5	1,2	2,8	14,0	7,9
Horvátország	0,4	-0,6	1,3	1,6	0,8	0,0	2,7	10,8	5,0
EU-14	**88,1**	**0,4**	**1,7**	**1,9**	**1,4**	**0,5**	**2,6**	**7,9**	**7,7**
Új EU-13	**11,9**	**-0,2**	**1,7**	**2,2**	**2,6**	**2,6**	**4,2**	**13,8**	**9,9**
EU-27	**100,0**	**0,2**	**1,7**	**1,9**	**1,5**	**0,7**	**2,9**	**8,6**	**8,0**
Emlékeztető tételek[a]									
USA		1,6	0,1	1,3	1,5	1,2	4,3	8,3	4,1
Japán		2,7	0,8	0,5	0,5	0,0	-0,2	2,2	1,5
Egyesült Királyság		0,7	2,7	2,5	1,8	0,9	2,6	8,8	6,2
Kína		2,0	1,4	2,0	2,9	2,5	0,8	2,2	3,1
Oroszország[b]		15,5	7,0	2,9	4,5	2,6	5,9	17,5	13,0
Délkelet-Európa									
Szerbia		1,1	3,1	2,0	1,9	1,7	3,6	8,5	4,6
Törökország		7,7	11,0	16,4	15,2	12,3	17,8	63,0	54,0

a Nem harmonizált árindexek

b December/december

* 2014 januárjától Lettország GMU-ba való belépése miatt az aggregált makrogazdasági mutatók súlyozása megváltozott. Az új súlyok kiszámítása a következőképpen történik: Infláció – az euró alapú folyó áras magánfogyasztási szintek megoszlása alapján

** A Kopint-Tárki előrejelzése

EU-15 = A 2004 előtt csatlakozott („régi") EU-tagországok

Új EU-13 = A 2004-ben, 2007-ben és 2013-ban csatlakozott új tagországok.

Források: Eurostat-, Nemzeti Statisztikai Hivatalok-, OECD-, Kopint-Tárki-adatbázisok

I/3. sz. táblázat

Munkanélküliség az Európai Unió tagországaiban

(a munkanélküliek aránya a teljes 15-74 éves munkaerő százalékában, Eurostat-féle harmonizált ráták)

	Súly	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022*	2023*
Németország	20,3	4,1	3,8	3,4	3,1	3,6	3,6	3,0	3,4
Franciaország	14,0	10,1	9,4	9,0	8,4	8,0	7,9	7,2	8,0
Olaszország	12,1	11,7	11,2	10,6	10,0	9,6	9,6	8,7	8,9
Hollandia	4,3	6,0	4,9	3,8	3,4	3,3	4,2	3,1	4
Belgium	2,4	7,8	7,1	6,0	5,4	6,4	6,3	5,4	6,0
Luxemburg	0,1	6,3	5,5	5,6	5,6	5,8	5,5	5,2	5,1
Írország	1,1	8,4	6,7	5,8	5,0	6,7	6,3	4,8	4,8
Görögország	2,2	23,6	21,5	19,3	17,3	15,3	14,8	13,1	12,8
Spanyolország	10,9	19,6	17,2	15,3	14,1	15,2	14,8	13,0	13,5
Portugália	2,4	11,2	9,0	7,1	6,5	6,7	6,6	6,2	6,3
Ausztria	2,1	6,0	5,5	4,9	4,5	6,4	6,2	4,5	5,3
Finnország	1,3	8,8	8,6	7,4	6,4	7,7	7,7	6,7	7,1
Észtország	0,3	6,8	5,8	5,4	4,4	6,8	6,2	6,8	6,9
Szlovákia	1,3	9,7	8,1	6,5	5,8	6,8	6,8	6,7	6,3
Szlovénia	0,5	8,0	6,6	5,1	4,5	4,6	4,8	4,8	4,6
Ciprus	0,2	13,0	11,1	8,4	7,1	7,5	7,5	7,8	7,3
Málta	0,1	4,7	4,0	3,7	3,6	4,0	3,5	3,6	3,6
Lettország	0,4	9,6	8,7	7,4	6,3	7,3	7,6	7,3	7,1
Litvánia	0,7	7,9	7,1	6,2	6,3	7,1	7,1	7,2	7,2
Eurózóna	**76,8**	**10,1**	**9,1**	**8,2**	**7,6**	**8,0**	**7,7**	**6,8**	**7,3**
Dánia	1,4	6,0	5,8	5,1	5,0	5,3	5,1	5,0	6,2
Svédország	2,5	6,9	6,7	6,4	6,8	8,9	8,8	7,0	6,8
Magyarország	2,2	**5,0**	**4,0**	**3,6**	**3,3**	**4,1**	**4,1**	**3,6**	**3,8**
Csehország	2,5	4,0	2,9	2,2	2,0	2,7	2,8	2,6	2,6
Lengyelország	8,0	6,2	4,9	3,9	3,3	3,3	3,4	4,1	3,9
Románia	4,2	5,9	4,9	4,2	3,9	5,0	5,6	5,5	5,3
Bulgária	1,6	7,6	6,2	5,2	4,2	5,1	5,3	5,4	5,3
Horvátország	0,8	13,1	11,2	8,5	6,6	6,7	7,7	6,3	6,0
EU-14	**77,2**	**9,2**	**8,4**	**7,5**	**7,1**	**7,9**	**7,8**	**6,8**	**7,3**
Új EU-13	**22,8**	**6,6**	**5,5**	**4,5**	**4,1**	**4,4**	**4,6**	**4,7**	**4,5**
EU-27	**100,0**	**9,3**	**8,3**	**7,4**	**6,8**	**7,2**	**7,1**	**6,3**	**6,7**
Emlékeztető tételek[a]									
USA		5,3	4,9	3,9	3,7	8,1	5,4	3,6	4,3
Japán		3,4	3,1	2,8	2,4	2,8	2,8	2,6	2,5
Egyesült Királyság		4,8	4,4	4,1	3,8	4,5	4,6	4,5	4,0
Kína[b]		4,1	4,0	4,0	3,8	3,6	4,0	4,2	4,2
Oroszország[d]		5,6	5,7	5,4	4,6	6,0	5,9	6,7	6,6
Délkelet-Európa									
Szerbia[e]		15,3	13,5	12,7	10,4	9,0	10,7	9,2	8,6
Törökország		10,9	10,9	10,9	13,7	13,2	12,8	12,9	12,7

a nem harmonizált munkanélküliségi ráták
b városi munkanélküliség
c ILO, munkaerő-felmérés
d OECD statisztika, munkanélküliek aránya a 15-64 éves munkaerő százalékában
e Szerb Statisztikai Hivatal, munkanélküliek aránya a 15-64 éves munkaerő százalékában
* 2014 januárjától Lettország GMU-ba való belépése miatt az aggregált makrogazdasági mutatók súlyozása megváltozott. Az új súlyok kiszámítása a következőképpen történik Munkanélküliség – az aktív népesség (foglalkoztatottak + munkanélküliek) megoszlása alapján
** A Kopint-Tárki előrejelzése

EU-15 = A 2004 előtt csatlakozott („régi") EU-tagországok
Új EU-13 = A 2004-ben, 2007-ben és 2013-ban csatlakozott új tagországok.
Források: Eurostat-, Nemzeti Statisztikai Hivatalok-, OECD-, Kopint-Tárki adatbázis

II. Magyar gazdaság

A magyar gazdaság az elmúlt másfél évben kifejezetten jó növekedési ütemet produkált. A 2021-es év alapvetően a Covid-válságból való kilábalás jegyében telt, de a szezonálisan kiigazított GDP-volumen már az év harmadik negyedévétől kezdve egyre növekvő mértékben felülmúlta a 2019 utolsó negyedévében mért, Covid előtti csúcsszintet. E hat hónap alatt a magyar gazdaság átlagos növekedési üteme felülmúlta a többi visegrádi ország és Románia GDP-növekedési ütemét. Ugyanez elmondható az idei első félévről is, legalábbis ami a félév egészét illeti.

A cserearány-veszteség hatása

2022 első felében az áru- és szolgáltatás-külkereskedelemben Magyarország cserearányai 6%-kal romlottak az előző év azonos időszakához képest. Tekintettel az ország nagyfokú szerkezeti nyitottságára (2022 első felében a kivitel és a behozatal átlagának a GDP-hez viszonyított aránya meghaladta a 90%-ot) ekkora cserearány-veszteség nem csupán a külkereskedelmi mérleget rontja, hanem jelentős összegű reáljövedelmet is kiszív a hazai gazdaságból. Miközben a GDP –a *megtermelt* hazai jövedelem – 7,3 %-kal nőtt 2021 első felében, a cserearányhatással kiigazított GDP – a bruttó hazai reáljövedelem (RGDI) –mindössze 1,7%-kal bővült, így a cserearány-veszteség a termelés növekményének közel 80%-át juttatta külföldre. Ilyen körülmények között a belföldi felhasználást nem a GDP, hanem az RGDI alakulásával kell egybevetni ahhoz, hogy érzékelni lehessen a külső egyensúlyra gyakorolt nyomást.

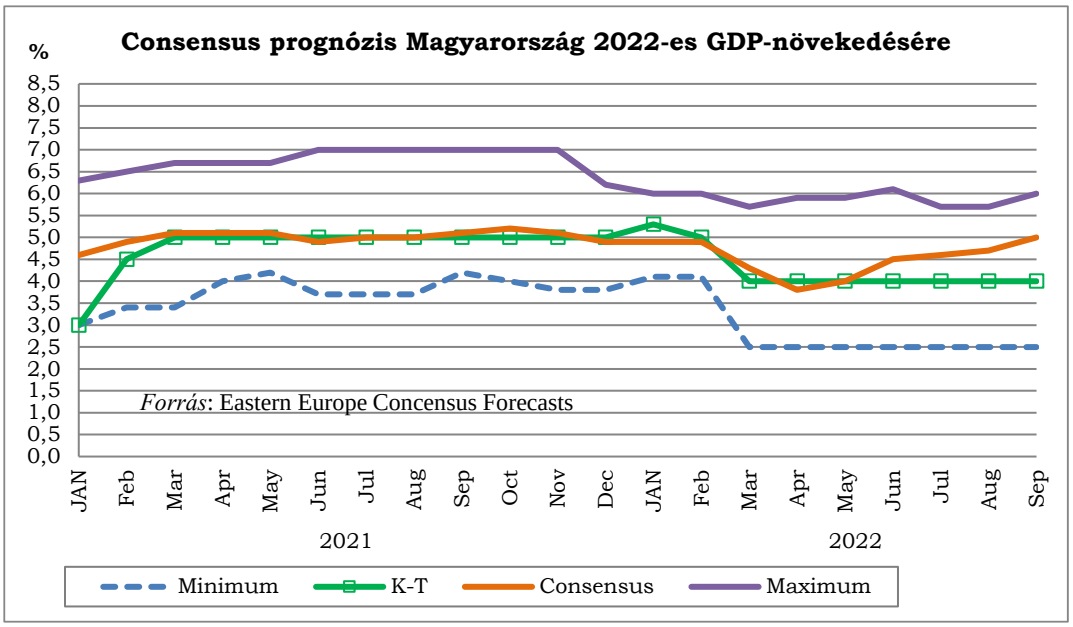
Az *idei első negyedévben* a fogyasztás bővülését sztratoszférikus magasságba emelte egy egyszeri sokkhatás, a kormány februárra időzített keresletbővítő intézkedéscsomagja. Ez – a még erős vállalati beruházások segítségével – a *belföldi felhasználás* példátlanul erőteljes, 11,5%-os emelkedését eredményezte, ami a megugró import és a nettó export komoly visszahúzó hatása ellenére is nagyon erőteljes, 8,2%-os GDP-növekedéshez vezetett az első negyedévben. Ehhez képest a második negyedévben nem a lassulás az, ami igazán figyelemre méltó, hanem a lassulás viszonylag mérsékelt volta.

Pedig a második negyedévben már gyülekeztek a viharfelhők. A háború nyomán felrémlett egy jövőbeli energiaválság lehetősége. Emellett az idei nyár ízelítőt adott a világnak és benne Magyarországnak abból, hogy hogyan fog festeni az átlagos nyári időjárás – és az átlagos terméshozam – egy-két évtized múlva.

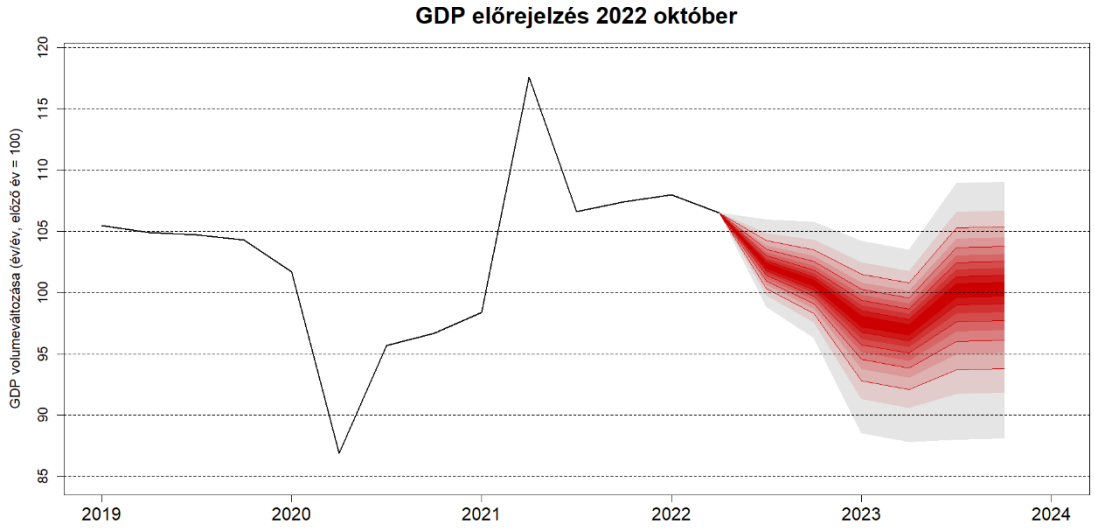
Ugyanakkor Magyarországon negyedéves átlagban még így is jó közepes ütemben nőttek a reálkeresetek, a második negyedév jó részében még hatott a februári egyszeri jövedelemkiáramlás, és a rezsicsökkentés részleges eltörlését csak júliusban jelentette be a kormány. Így aztán a háztartások fogyasztási kiadásai még a második negyedévben is 10% körüli ütemben nőttek, ami képes volt 6% fölött tartani a GDP növekedési ütemét a második negyedévben. A termelési oldalon mindez elsődlegesen a *szolgáltatások* erőteljes – az első és a második negyedévben is 10% körüli – év/éves növekedési ütemében tükröződött, az ipar szerény és az építőipar hevesen ingadozó teljesítménye, valamint a második negyedévben már látványosan bezuhanó mezőgazdaság mellett.

Ám pontosan a magánfogyasztás lesz az, amelyet a várható negatív folyamatok a legsúlyosabban érintenek majd. A harmadik negyedévben a fogyasztói árindex 15% fölé emelkedett, aminek nyomán az eddigi reálkereset-emelkedés megtorpan, az év vége felé pedig csökkenésbe fordul. Szeptembertől kezdve megjelenik a számlákban a részleges

rezsiemelés, ami a háztartások rendelkezésére álló jövedelmét jelentősen megcsapolja és fogyasztását visszafogja.



Ezzel párhuzamosan a termelési oldalon a szolgáltatások növekedési ütemének drasztikus fékeződése várható már pusztán a keresletoldali hatások miatt is. Emellett sok vállalat már eddig is folyamatosan érezte az energiaárak egyre súlyosabb megugrását, egy másik része pedig októbertől fog a korábbihoz képest többszörös árakkal szembesülni.

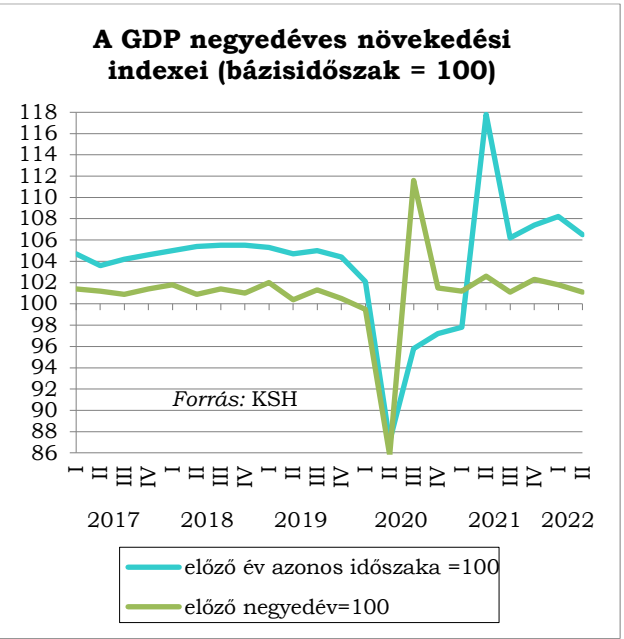


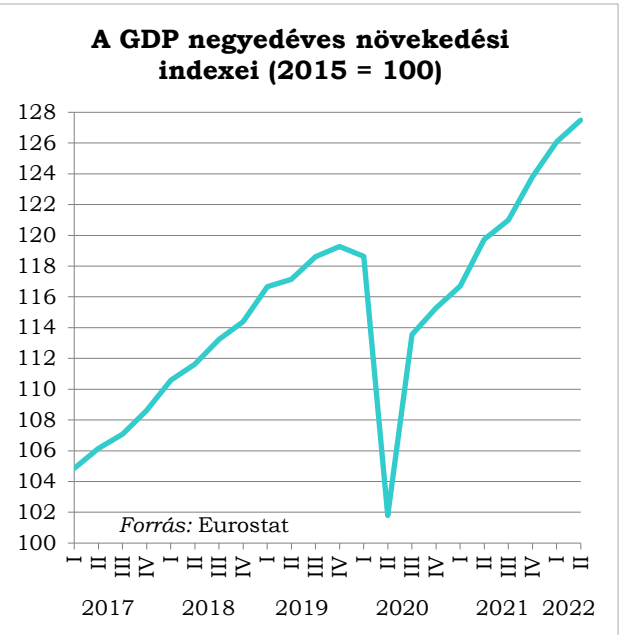
Komoly következmények várhatóak az ipar területén is. Az ipari termelés trendje ugyan még júliusban is emelkedő – augusztusban pedig stagnáló – volt, ősszel már folyamatosan érkeznek a hírek számos vállalat növekvő nehézségeiről. Ezzel együtt egyelőre azzal számolunk, hogy – habár az ipari növekedés lelassul, a második félévi – és jövő évi növekedési üteme kedvezőbben alakul, mint a szolgáltatásoké. Összességében, a dinamikus növekedéssel jellemzett első félév és ezzel szemben a közelgő negatív cezúra eredőjeként **fenntartjuk korábbi 4%-os éves növekedési előrejelzésünket**. Ez a prognózisunk jelenleg az átlagosnál pesszimistábbnak számít.

2023-ra viszont drasztikus lassulást – mindössze 0,5% körüli növekedést – feltételezünk, és e prognózishoz jelentős negatív kockázat kapcsolódik. Az inflációtól elmaradó keresetemelkedés, a foglalkoztatás javulásának megtorpanása – illetőleg várhatóan nagyon csekély romlásba fordulása – következtében a fogyasztás csökken, és a fogyasztási kereslet összehúzódása, illetőleg a kínálat- és költségoldali problémák miatt a beruházások növekedése is negatívba fordul. Jelenleg azzal számolunk, hogy a külkereskedelem kevésbé szenvedi meg a jövő évet, mint a belföldi kereslet, és ezért a nettó export 2023-ban pozitívan járul hozzá a növekedéshez. Ennek köszönhető, hogy pillanatnyilag nagyon enyhe GDP-növekedést feltételezünk a jövő évre, de ez a feltételezés idővel túlzottan optimistának bizonyulhat.

2.1. A GDP és komponensei

Az első félévben kiugróan dinamikus növekedésre került sor a magyar gazdaságban – habár az elemzők a GDP dinamikus növekedésének a folytatódását várták az idei első negyedévben, a KSH által közölt 8,2%-os ütem szinte általános meglepetést keltett. Ezek után várható volt a növekedés lassulása – a romló nemzetközi gazdasági feltételek, az orosz-ukrán háború, illetőleg a korábbinál is drasztikusabban meglóduló árak és költségek miatt – de a mért 6,5%-os kimondottan jó ütemnek számít az adott feltételek mellett. Az előző negyedévhez képest a GDP az első negyedévben 2,1%-kal, a másodikban 1%-kal bővült. Az első félév egészét tekintve az átlagos növekedési ütem 7,3% volt, ami jócskán meghaladta a 4,8%-os uniós átlagot, és a szűken vett régiós versenytársakhoz (visegrádi országokhoz és Romániához) viszonyítva a legmagasabb volt. Az első félév átlagos GDP-szintje – szezonálisan kiigazította adatok alapján – közel 8%-kal magasabb volt, mint a Covid-válságot megelőző 2019. évi csúcsszint. Ez kissé elmarad a lengyel és román halmozott kilábalás mértékétől, de toronymagasan felülmúlja a járvány utáni cseh és szlovák növekedési teljesítményt: e két országban az első félévben a GDP-volumen épp csak hogy meghaladta a 2019-es szintet.



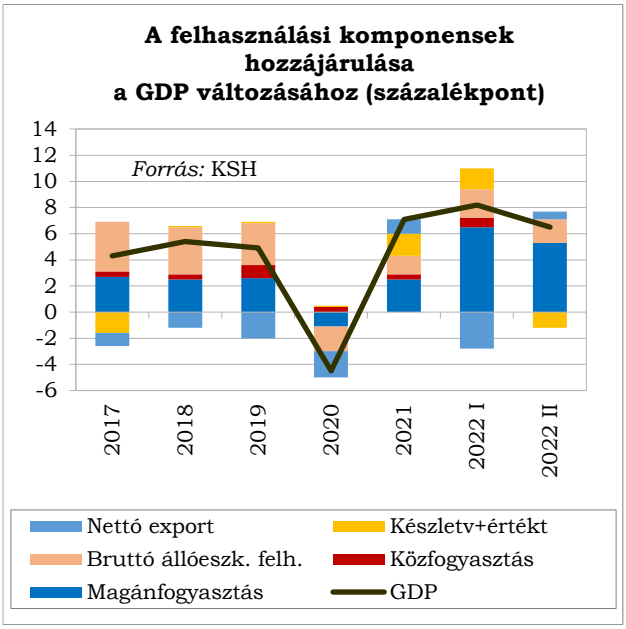


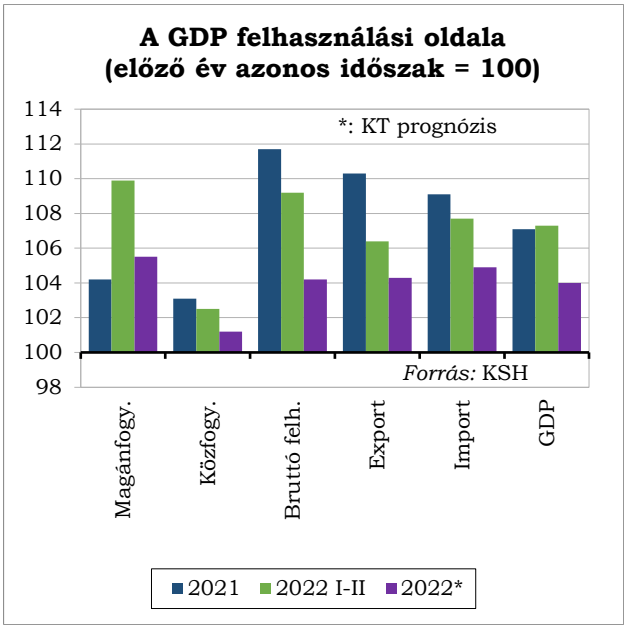
Ha az egész EU-val vetjük össze, a 2021. évi magyar gazdasági dinamika mind az első félév átlagában, mind pedig a második negyedévben a mezőny felső harmadába sorolható: az eddig ismert adatok alapján Magyarország a második negyedévben a hetedik, az első félévben a nyolcadik legmagasabb növekedési ütemet produkálta az EU-n belül. Magyarország az összes kelet-európai új tagállam viszonylatában sem teljesített rosszul, habár Horvátország és Szlovénia növekedési teljesítménye kisebb-nagyobb mértékben felülmúlta a magyart.

A ***felhasználási oldalon*** az első negyedévet rendkívül féloldalas növekedési szerkezet jellemezte: a még mindig jó ütemben bővülő reálkeresetek, de legfőképpen a kormány idén februárra időzített keresletösztönző intézkedéscsomagja – adóvisszatérítés, 13. havi nyugdíj, a fegyveres testületek tagjainak adott ún. fegyverpénz – a magánfogasztás dinamikáját sztratoszférikus magasságba emelte. Ehhez társult egyrészt a szintén

dinamikus közösségi fogyasztás, másrészt pedig a vártnál jobban teljesítő *bruttó állóeszköz-felhalmozás*. Így aztán a *belföldi felhasználás* dinamikája az első negyedévben példátlan magasságba, 11,5%-ra emelkedett. Ezzel szemben az *áru- és szolgáltatás-külkereskedelem*, ahogy arra ilyen körülmények között számítani lehet, erősen negatív irányba változott az első negyedévben, miután az áruimportnak lökést adott a belföldi kereslet megugrása, miközben az exportnövekedést fékezték a kínálatoldali nehézségek. A második negyedévben ugyanakkor kiegyenlítődés volt megfigyelhető. A továbbra is erős magánfogyasztás ellenére a belföldi felhasználás dinamikája majdnem megfeleződött, aminek következtében az áruimport növekedési üteme is mérséklődött. Így a második negyedévben a nettó áruexport növekedési hozzájárulása gyakorlatilag zérus, a teljes nettó export hozzájárulása pedig enyhén pozitív volt, miközben a növekedést még mindig hajtotta a belföldi kereslet jó ütemű bővülése.

A ***termelési oldalon*** a helyzet bizonyos értelemben fordított volt, miután a növekedés a



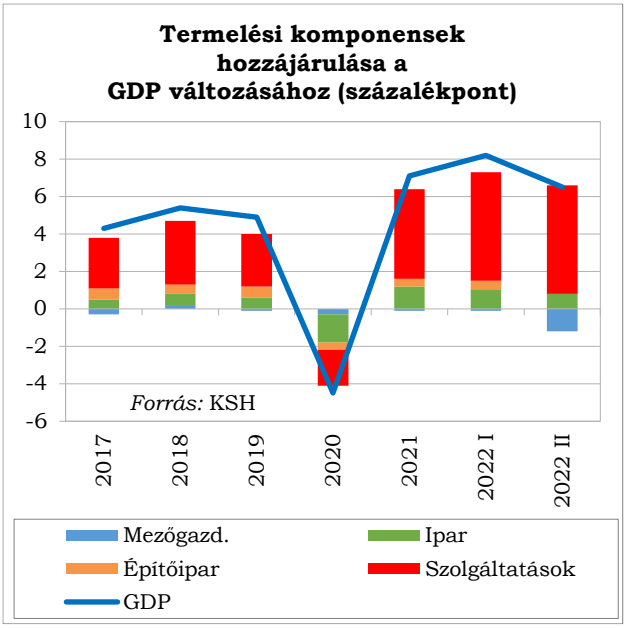


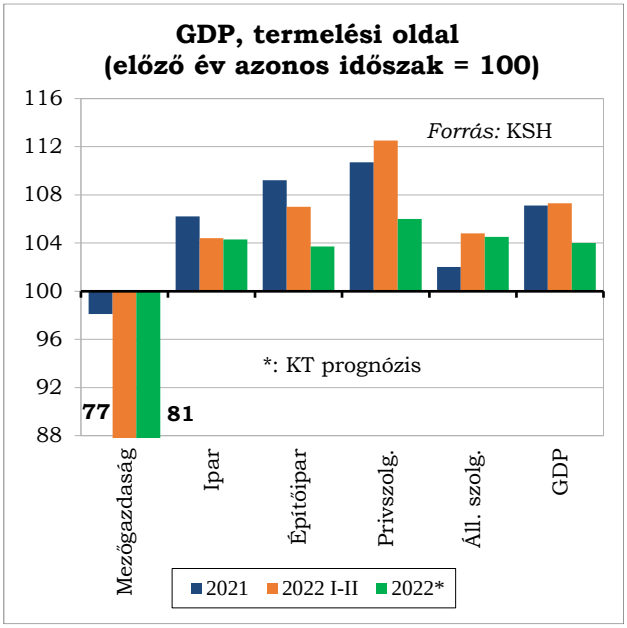
második negyedévben vált igazán féloldalassá. Egyrészt az eddig csak enyhén zsugorodó mezőgazdaság látványos zuhanásba váltott, miután világossá váltak a hőhullámok és a mostanáig szinte példa nélkül állóan súlyos aszály következményei. Ezenfelül az építőipar – a júniusi visszaesés miatt – stagnált a második negyedévben. Az ipar bővülése szerény ütemben folytatódott, de a szolgáltatások a korábbinál is inkább a domináns növekedési tényező szerepét játszották a második negyedévben. A szolgáltatások dinamikája valójában még erősödött is. Ehhez – a még a második negyedévben is nagyon erős kiskereskedelem és szállítás-raktározás mellett – az informatikai szolgáltatások, a megugró befejezett lakásépítések által támogatott ingatlanügyek, a még mindig a kilábalási szakaszban tartó és tovább gyorsuló művészet-szórakoztatás-szabadidő ágazat, valamint – az oktatás és egészségügy jóvoltából – az állami szolgáltatások javuló dinamikája járult hozzá mindenekelőtt.

Várakozásunk szerint az ***év második felében*** drasztikus cezúrára fog sor kerülni a növekedési trendekben. Egyrészt a viharos belföldi kereslet lehűlését már a június-júliusi kiskereskedelmi adatok is jelzik (az üzemanyagon kívüli forgalom e két hónapban megközelítőleg stagnált). Az inflációs ráta immár beérte, az év további részében pedig a jelek szerint túlszárnyalja majd a keresetemelkedés ütemét, tehát a reálkeresetek

növekedése csökkenésbe fordul. A hűvősebbé váló általános gazdasági környezet és az egyidejű fiskális és monetáris megszorítás mellett a rezsicsökkentési rendszer szelektív lazítása – a globális gázárak alakulásától függően további lazítást sem zárhatunk ki – gyors hangulatváltást eredményezett a háztartások körében. Az energiaárak elszaladása a hazai vállalati szektort is megütötte – az energiaigényes iparágakban már van példa átmeneti leállásokra, hasonlóan Nyugat-Európához, és a költségek a szolgáltatási szektorban is sok helyütt kezelhetetlenné válnak. Miután az energiasokk az egész Európai Uniót, azon belül a magyar gazdaság számára kiemelten fontos Németországot is sújtja, egyszerre várunk lassulást – vagy épp csökkenést – az exportban és az importban. Egyelőre remélni lehet, hogy a kettő kioltja egymást, tehát a nettó export növekedéshez való hozzájárulása a második félév során nagyjából semleges lesz. Ez azt jelenti, hogy míg az első félévben a belföldi kereslet szárnyalása tartotta nagyon magasan a növekedési ütemet, a második félévben mindenekelőtt a belföldi kereslet összecsuklása eredményez majd nagyon alacsony, a stagnáláshoz közelítő növekedési dinamikát.

Összeségében a 7%-ot meghaladó első félévi növekedés ütem ellenére is fenntartjuk **4%-os éves növekedési előrejelzésünket** 2022-re.





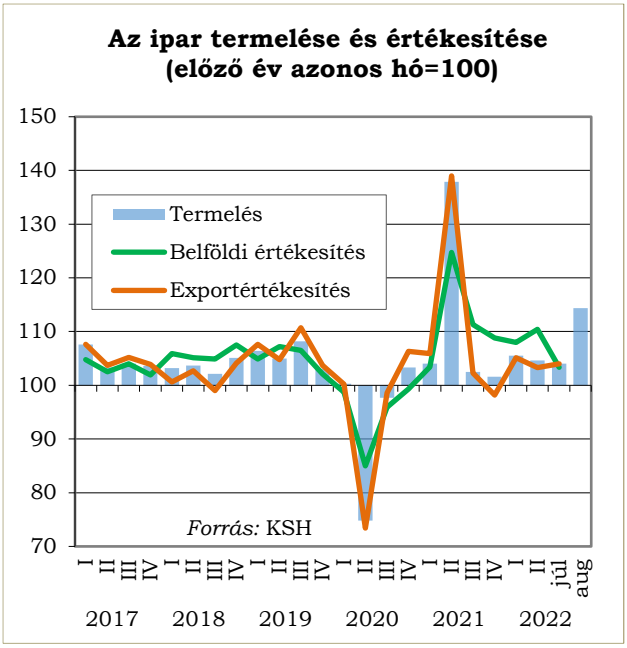
2.2. A GDP termelési oldala

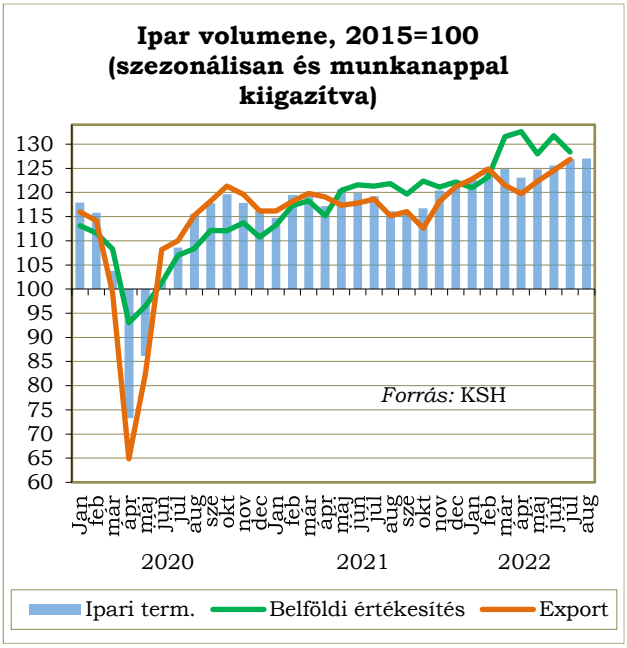
Ipar

Az elmúlt év lassuló tendenciája után az idei első negyedévben az ipari termelés 5,5%-kal bővült, a második negyedévben viszont a növekedési ütem 4,6%-ra mérséklődött, ráadásul erősen féloldalassá vált: a belföldi értékesítés 10% fölé gyorsulása mellett az exportértékesítés csupán 3,3%-kal elmaradt az egy évvel korábbitól. A szezonálisan kiigazított adatok azt mutatják, hogy a belföldi értékesítés márciustól új lendületet vett, miközben a tavaly év végén növekedésnek indult exportértékesítés először gödörbe került, majd onnan próbált kiemelkedni. Júliusban fordult a kocka: a belföldi kereslet jelentősen lefékeződött, miközben az exportértékesítés év/éves növekedése némileg gyorsult. A szezonálisan kiigazított júliusi adat is emelkedő exportról és irányát vesztett belföldi értékesítésről tanúskodik. A képet tovább árnyalja, hogy az iparon belül a *feldolgozóipar* szezonálisan kiigazított exportértékesítési adatai enyhe növekvő tendenciát mutatnak már tavaly ősz óta, amelybe azonban áprilistól kezdve belezavart a *villamosenergia-export* alacsonyabb szintje. Mindenesetre a jelek szerint a belföldi értékesítést szemlátomást még a második negyedévben is magasan tartották a kormányzati keresletösztönző intézkedések, az exportértékesítés kibontakozását gátolták a kínálatoldali problémák, amelyek közül a jövőben az energiaárak, sőt esetlegesen az energiahiány egyre súlyosabb gondokat okoznak.

Augusztusra vonatkozóan még csak előzetes termelési adat ismert, de az ipar év/éves növekedési ütem megugrott, de ennek főként a nagyon alacsony bázis, illetőleg az erős munkanaphatás volt az oka. (A bázishatás ki fog tartani októberig.) A szezonálisan kiigazított adat alapvetően stagnálást jelez az előző hónaphoz képest. Lehetséges viszont, hogy ezen belül az exportértékesítés még tovább emelkedett – miután a jelek szerint késéssel követi le a német feldolgozóipari exportértékesítés májusi-júniusi megugrását – miközben a belföldi értékesítés jó eséllyel tovább gyengélkedett.

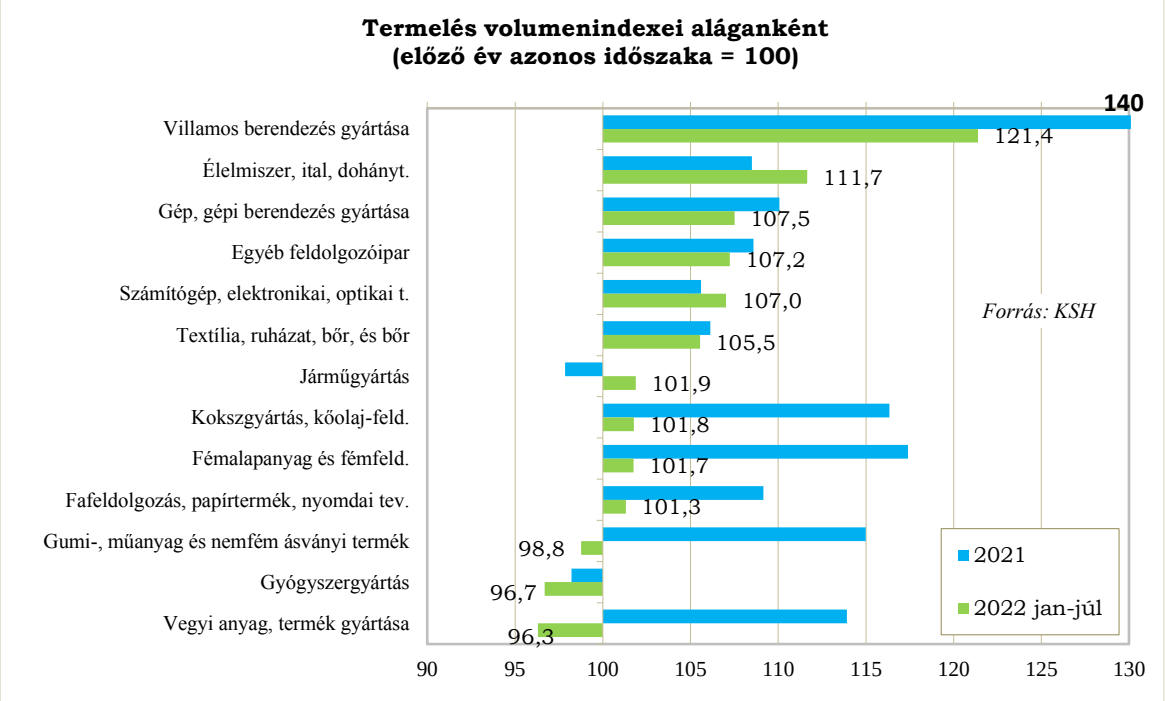
Összességében az első nyolc hónap átlagában az ipari termelés 6,1%-kal nőtt, ami azt jelzi, hogy az ipar várakozásunkhoz képest egyelőre ütésállóbbnak bizonyult a háború miatt részben megsokasodó kínálatoldali problémákkal, illetőleg az energiaköltségek





megugrásával szemben, noha olyan energiaintenzív ágazatokban, mint a vegyipar és a fémipar, már több hónapja markáns csökkenés figyelhető meg.

Az első hét hónap adatai alapján a gépipari ágak közül elsősorban a felfutóban levő akkumulátorgyártás által megtámasztott villamosgépipar növekedése volt dinamikus. Ehhez társul – jóval szerényebb növekedési ütemmel – a szűken vett gépipar, valamint – a júliusi-augusztusi lendületvételnek köszönhetően – az elektronikai ipar. Habár a *járműiparban* is újraindult a növekedés májustól kezdve, itt az első hét hónap átlagában még csak minimális növekedést mért a KSH. Ezzel szemben az élelmiszeripar kétszámjegyű növekedést könyvelhetett el az első hét hónapban, a június-júliusi lassulás ellenére. Összességében a 13 feldolgozóipari alág közül 3-ban (szűk vegyipar, gyógyszergyártás, gumi- és műanyagipar) mértek év/éves csökkenést január-júliusban, ugyanakkor a növekedést felmutató feldolgozóipari alágak több mint felében a halmozott növekedési ütem meghaladta az 5%-ot.

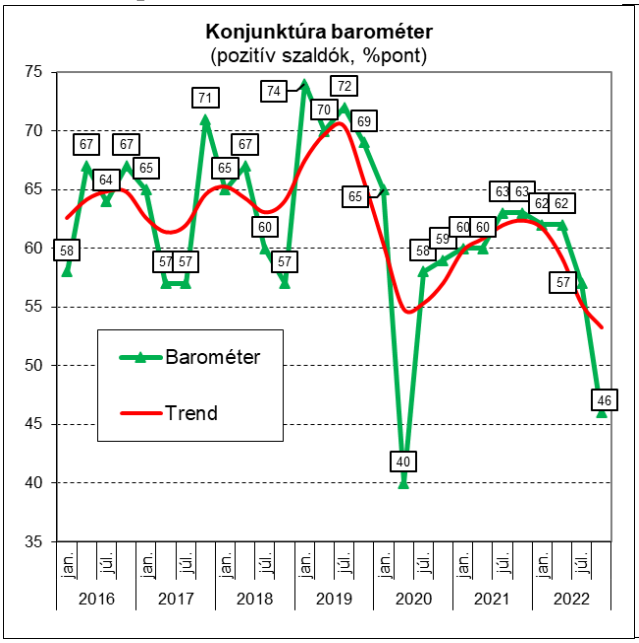


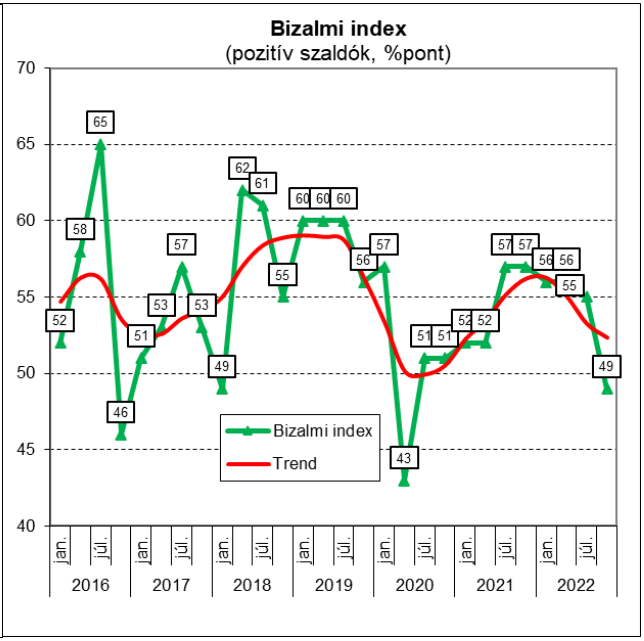
A továbbiakat illetően arra számítunk, hogy negatív trendforduló küszöbén állunk – az augusztusi szezonálisan kiigazított (előző hónaphoz mért) stagnálás után megindul a süllyedés. Júliusig bezárólag az export-rendelésállomány kedvezően alakult a KSH szerint, sőt – a feldolgozóipari menedzserindex szerint – még augusztusban is némileg nőttek az új rendelések. A legfrissebb BMI-felmérés ugyanakkor a termelési kilátások romlását jelzi, csakúgy, mint a Kopint-Tárki feldolgozóipari konjunktúratesztje. A német ipar export-megrendeléseinek augusztusban mért esése figyelmeztető jel, hogy a későbbiekben már a keresleti oldal is lefelé húzhatja az ipari dinamikát. Mára egyértelművé vált, hogy az orosz-ukrán háború elhúzódik, és a háború, illetőleg az azt kísérő szankciók globális tovagyűrűző hatásai az orosz gázszállítások drasztikus visszavágásával szintet léptek az EU-ban. Az energiaár-robbanás fenyegető hatásait a feldolgozóiparban a jelek szerint tompítani igyekszik a kormányzat, kérdés, milyen sikerrel. Az év utolsó harmadában mindenesetre komoly lassulást várunk az iparban, ugyanakkor az első nyolc hónap magas növekedési üteme miatt **2022 egészét tekintve közepes, 5%-hoz közelítő ipari növekedést várunk**.

Feldolgozóipari konjunktúrateszt 2022 őszén

Jelentős esésen van túl a hazai feldolgozóipar konjunktúraindexének minden komponense. Habár a jelenlegi szint (még) sehol nem éri el a 2020 tavaszi értékeket, a mutatók mértéke így is rendkívül kedvezőtlen. A két év ezelőtti sokk és a jelenlegi helyzet közötti különbség elsősorban az, hogy a pandémia idején a vállalatok kilátásai egy negyedév után a járvány előtti szintre „pattantak vissza", ez azonban idén szinte biztosan nem várható. A háttérben meghúzódó gazdasági problémák (energiaárak, alapanyagárak emelkedése, európai kereslet várható visszaszorulása stb.) megoldása bizonyosan hosszú ideig eltart majd, ráadásul nagyon valószínű, hogy a vállalatok számára fájdalmas szerkezeti átalakulásokkal fog járni.

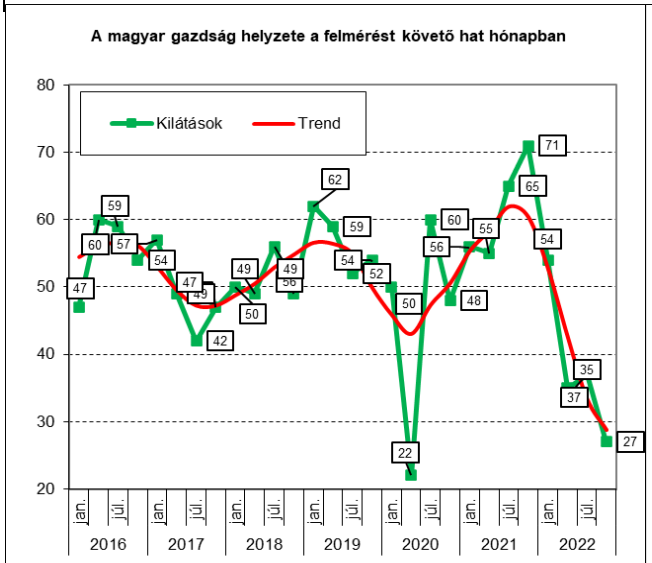
A vállalatok szubjektív alapokon nyugvó helyzetértékelése idén ősszel 53 ponton állt, ami közepes állapotot tükröz. Tekintve a kilátásokat, ez az érték önmagában még kedvező lenne, a mutató azonban tavasszal még 66 ponton állt, ezzel összehasonlítva a fél évvel későbbi felmérésben már egyértelműen romlik a hangulatindex. A következő hat hónapra szóló kilátások értéke 39 pont, ami az előző negyedéves 55 pontról csökkent le. A jelenlegi rossz hangulat minden vállalatot érint, nem találtunk különbséget a cégek között azok mérete szerint. Hasonló képet fest a termelési prognózis is, amely jelenleg 45 ponton áll, jelezve a kibocsátás várható lassulását. Itt meg kell jegyeznünk, hogy 2020 áprilisában ez az index 34 ponton állt, vagyis a mostani helyzetben nem várható akkora törés az iparban, mint két évvel korábban.

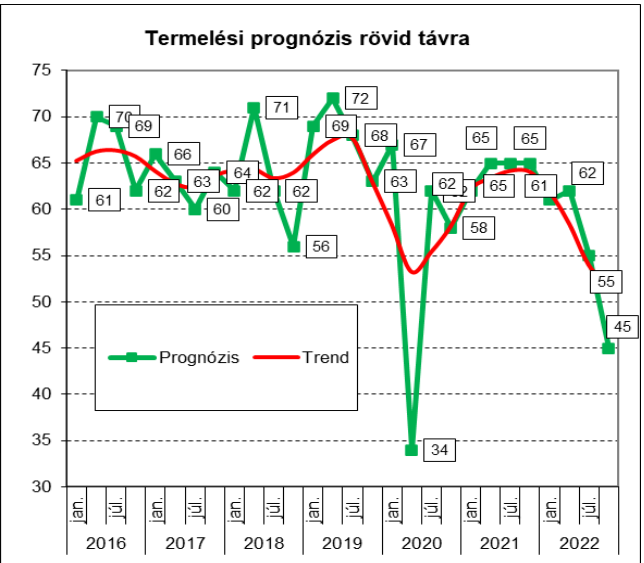




Az objektív indikátorok is a lassan romló kilátások képét festik elénk. A rendelésállományok szintje nem változott jelentősen, bár a trendszerű csökkenés egyértelműnek látszik. Nincs ugyanakkor arról szó, hogy a hazai és a nemzetközi ipar teljesen leállt volna úgy mint 2020-ban. A késztermék készletek ugyanakkor emelkedésnek indultak, de ez még nem jelenti egyértelműen azt, hogy a kereslet csökkent volna, a vállalatok a bizonytalan energiaár és ellátás miatt „előre is dolgozhatnak". Erre utal az is, hogy a kapacitáskihasználtság átlagosan továbbra is 73%, ami ugyan elmarad a pandémia előtt mért 84%-os szintektől, azonban még így sem tekinthető alacsonynak. A foglalkoztatási kilátások azonban egyértelműen már a lassulásról árulkodnak, hosszú idő után most fordul elő először, hogy a cégek nem terveznek bővítést, sőt inkább a munkaerőkereslet szűkülését vetítik előre, amely

bizonyos szegmensekben akár elbocsátásokat is jelenthet. Itt már látható csoportosulás a vállalatoknál, mivel inkább a kisebbek azok, amelyek feltehetően leépítéssel kénytelenek végrehajtani.





Összességében a (szubjektív) konjunktúra barométer 46 ponton áll, elsősorban a kilátások bizonytalansága miatt, amelyet jelenleg a gazdasági környezet a hazai szabályozási környezet kiszámíthatatlansága okoz. Ezzel párhuzamosan az objektív mutatókon alapuló bizalmi index, amely 49 pontot ért el, stagnálást, enyhe visszaesés lehetőségét mutatja. A legrosszabb mutató a magyar gazdaság kilátásait értékelő index, amelyet a felmérés 26 pontosnak mutat. Ez ugyan még így is jobb, mint 2020 tavaszán (22 pont), akkor azonban egy negyedévvel 60 pontra korrigált vissza az indikátor, most egy ilyesfajta javulás aligha várható, különösen a téli hónapok során.

Építőipar

A Covid-válságot követő növekedési ciklus tavalyi utolsó negyedévi csúcspontja után az idei első negyedévben a növekedési ütem még mindig elérte a 17,5%-ot, a második negyedévben viszont a júniusi visszaesés következtében az ütem hirtelen zérusra esett vissza. Az első félév összesítve 7%-os növekedést hozott, ezen belül még mindig a magasépítés dinamikája volt magasabb – 8,8% – szemben a mélyépítésben mért 5,1%-os ütemmel. Másfelől a magasépítés év/éves növekedési ütemei és a szezonálisan kiigazított havi volumenek egyaránt erőteljesen ingadoztak, miközben a mélyépítésben ilyesfajta kilengésekre nem került sor. Ugyanakkor a szezonálisan kiigazított kibocsátás második negyedévi alakulása is azt sugallja, hogy a mélyépítés emelkedő trendje megszakadt, sőt április és június között a volumen alábbhagyott.

Ezzel együtt júniusban az év/éves visszaesés a *mélyépítésben* nagyrészt a bázisidőszaki volumen kilengésének tudható be, ugyanakkor a magasépítésben a volumenek volatilis ingadozása eredményezett csökkenést, a korábbinál csak valamivel magasabb bázissal szemben. Júliusban az épületek építése nagyjából stagnált, miután az előző hónaphoz mért nagy esést ezúttal nem követte hasonlóan nagy felugrás – ez nem sok jót ígér a jövőre nézve. Ám a mélyépítés kibocsátása 7%-kal nőtt, és a szezonálisan kiigazított volumen is az első negyedévre jellemző szintre ugrott fel. Kérdés, hogy ez a megugrás a

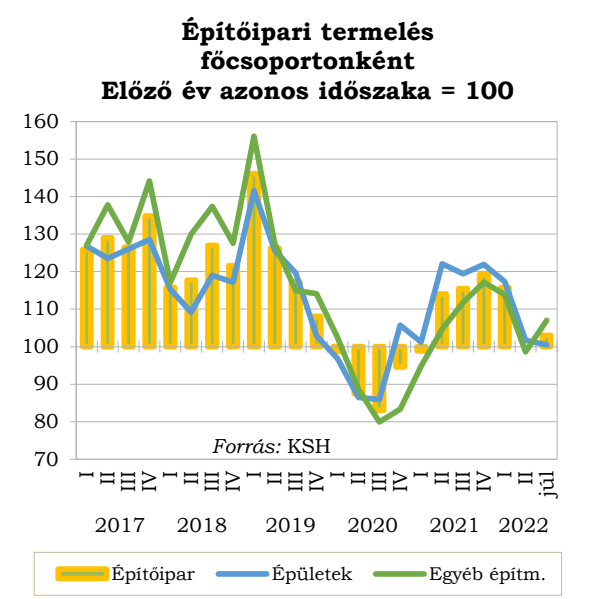
mélyépítésben egy újabb átmeneti irányváltás jele, vagy csak az ereszkedő trend egyszeri megszakítása.

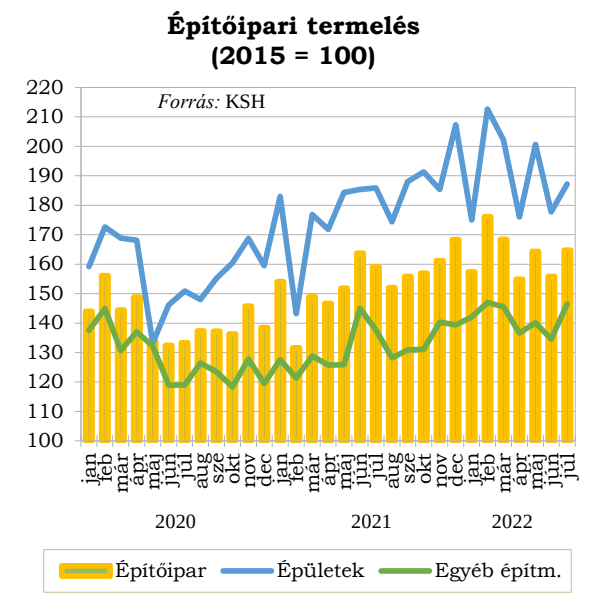
A *rendelésállomány* a mélyépítésben jelentősen meghaladta az egy évvel korábbi szintet az idei első hét hónapban, miközben a magasépítésben az állomány (egy hónap kivételével) folyamatosan csökkent. Az *új* megrendelések volumene ugyanakkor a nyár elejétől kezdve már mindkét főcsoportban alatta maradt az egy évvel korábbi szintnek. A költségvetési megszorítások következtében halasztásra kerülő – idén és jövőre is több száz milliárd forintra rúgó – állami beruházások főleg a mélyépítés esetében azt eredményezhetik, hogy a kifutó megrendeléseket már az idei év vége felé egyre kevésbé váltják fel új megrendelések.

De valójában a negatív irányváltás már a második negyedévben látható: az *iBuild* adatbázis szerint a mélyépítésben a *megkezdett* építőipari beruházások értéke már csökkent, és magasépítésben megkezdett beruházások értéke sem nőtt. Iparági várakozások szerint a továbbiakban a magasépítés egyes nem lakáscélú szegmenseiben – a szálloda- és irodaház-építkezésekben – is visszaesés várható, habár az ipari-logisztikai területen folytatódhat a növekedés.

Az építőiparban természetesen nem csak a lanyhulóban levő kereslet, hanem a kínálatoldali problémák is hosszabb ideje komoly problémákat okoznak. Újabban az energiaköltségek megugrása főleg az energiaigényes építőipari területeken – pl. tégla- és cementgyártásban – a termelés visszafogását eredményezte.

Az év további részében egyre visszafogottabb ágazati aktvitásra számítunk, a viszonylag kedvező júliusi adat ellenére – az utolsó negyedévben a növekedési ütem jelképes mértékűre csökkenhet. Az alacsonyabb bázis miatt a mélyépítés dinamikája a második félévben kedvezőbben alakulhat, mint a magasépítésé. Jelenleg az építőipar **4%** körüli bővülésével számolunk 2022-ben.





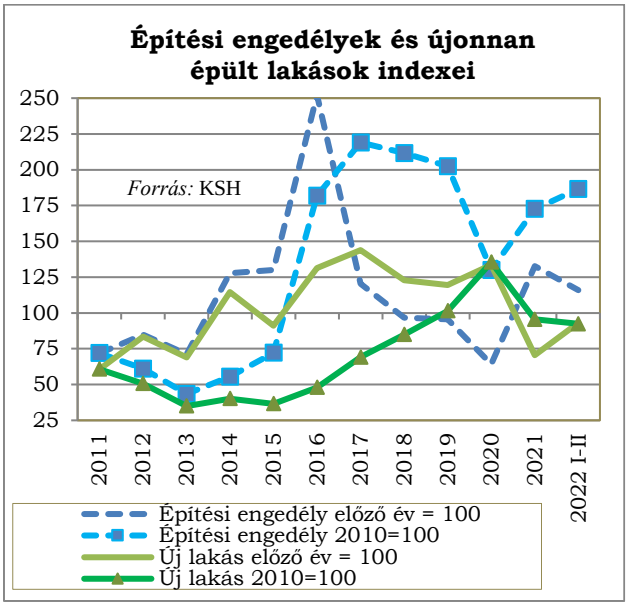
Lakásépítés

Az átadott lakások számának tavaly megfigyelt gyorsuló csökkenését az idei első negyedévben lassuló csökkenés, a második, negyedévben viszont erőteljes, 26.4%-os növekedés követte. A növekedés alapvetően a természetes személyek által épített lakásoknál mért ugrásnak tudható be – az üzleti szervezetek által befejezett lakások száma csak minimálisan emelkedett. Hogy e növekedés folytatódni fog-e az év második felében, az bizonytalan. Mindenesetre az első félévben a befejezett lakások kumulált száma a második negyedévi emelkedés ellenére 6,8%-kal elmaradt az előző év első félévében befejezett lakások számától.

Az építési bejelentések/engedélykérelmek száma az első után a második negyedévben is bővült, rendre 15,2, illetőleg 16,6%-os ütemben. Az iBuild adatbázis szerint a *megkezdett* társasházi építkezések értéke a 2021. évi erős növekedés után az idén csökken.

Jelenleg a lakásépítést egyszerre sújtja az energia és az építőanyagok drágulása, a kereslet mérséklődése, illetőleg a finanszírozási feltételek romlása. A keresletet fékezi egyebek mellett a lakáshitel-kamatok megemelkedése, miközben a zöld lakáshitel konstrukció egyelőre véget ért, holott az áremelkedés miatt eleve a vásárláshoz szükséges hitel összege is megugrott.

Ez visszafoghatja az újlakás-keresletet is, ami a már bejelentett vagy engedélyt kapott építési projektek elhalasztásához is vezethet. Időközben 2024-ig kitolták az újlakásépítésre vonatkozó 5%-os áfakulcs hatályát. Ez 2023-tól kezdve mérsékelni fogja az új bejelentések számának visszaesését, az idei év második felére várt megugrás viszont – amelyet az alacsony áfakulcs 2022 végéig tartó érvényessége generált volna – alighanem elmarad. Ezenfelül, az elmúlt pár negyedévben az engedélykérelmek/bejelentések számának emelkedését részben előrehozott kereslet generálta (a kifutó zöldhitel, illetőleg a korábbi várakozások szerint az idén év végén kifutó áfakedvezmény miatt), és ez is hozzájárulhat az engedélykérelmek/bejelentések dinamikájának lanyhulásához. A kereslet kezdődő szűkülése és a korábbinál is drasztikusabbá váló kínálatoldali problémák miatt általában véve a lakásépítési aktivitásra vonatkozó kilátások viszonylag borúsak. Ugyanakkor a megkezdett társasházi lakásépítések tavaly még érdemi bővülése az elkövetkező pár negyedévben pozitív hatású lehet a befejezett lakások számát illetően.



2.3. A GDP felhasználási oldala

A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai

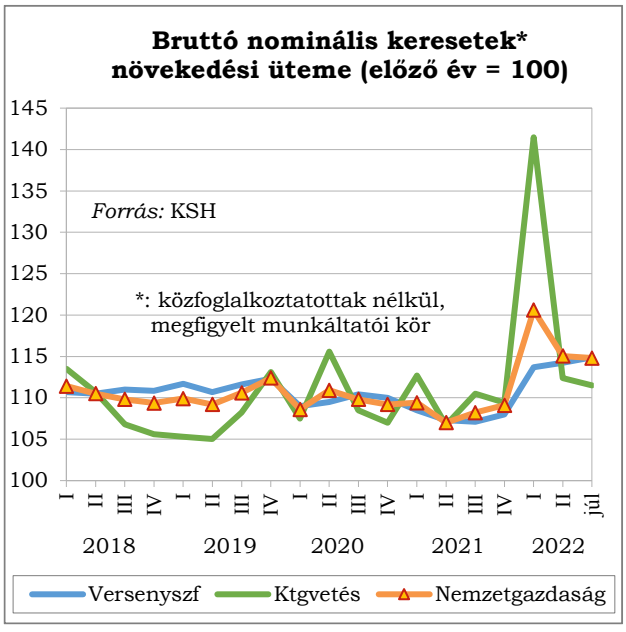
A tavalyi évhez képest az idén a nominális keresetemelkedés magasabb lendületre kapcsolt: még hogyha a fegyverpénz februári kifizetése miatt extrém növekedéstől el is tekintünk, a bruttó keresetek az első hét hónap mindegyikében kétszámjegyű ütemben nőttek. Ezt – az akkor még dinamikusan bővülő gazdaság és a munkaerőhiány mellett – a jelentős, 20%-os idei minimálbér- és bérminimum-emelés is segítette. Ehhez jött hozzá februárban a fegyverpénz, ami abban a hónapban az összes bruttó kereset közel 32%-os emelkedéséhez vezetett. Így az első hét hónap átlagában a keresetnövekedés üteme 17,8% (ezen belül a megfigyelt munkáltatói körben 17,6%) volt.

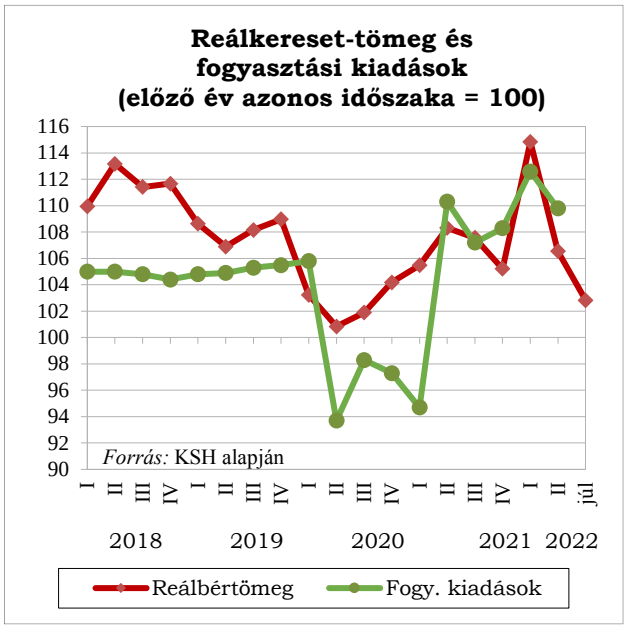
A gyorsuló nominális kereseti dinamikának részben élét vette a szintén gyorsuló infláció, de az első hét hónap átlagában a megfigyelt munkáltatói körben a **reálkeresetek** így is jó ütemben, 7,9%-kal nőttek. Ugyanakkor a mediánkereset (amelynek szintjét a fegyverpénz legfeljebb csekély mértékben és közvetve érintette) csak 4,6%-kal bővült. Az idő előrehaladtával viszont az infláció üteme tovább gyorsul, ellentétben a bérdinamikával. Ennek következtében a reálkereset *júliusban* már csak minimálisan, 1,4%-kal nőtt, és az év fennmaradó részében a megállíthatatlanul tovább gyorsuló infláció negatívba fordítja a reálkereseti dinamikát.

A ***nettó reálkereset-tömeg*** első hat havi halmozott növekedése az alkalmazotti létszám folytatódó bővülésének betudhatóan az átlagos reálkeresetnél gyorsabban, 10,6%-kal emelkedett az első félévben, ugyanakkor júliusban az ütem 2,8%-ra lassult.

Az Eurostat által közölt, a nemzetiszámla-statisztikából vett kereseti adaton és a harmonizált árindexen alapuló reálkereset-tömeg változás alapján 10%-os emelkedést kapunk az első félévre, ami az uniós mezőnyben **messze a legmagasabb ütem volt**. (Magyarország a fegyverpénz nélkül is első helyezett lett volna, de mérsékeltebb, 8% körüli ütem mellett.)

A keresetekkel (és az adóvisszatérítés, a 13. havi nyugdíj és más tételek által) megdobott háztartási jövedelmekkel) párhuzamosan a ***háztartások fogyasztási kiadásainak*** növekedése is kiugróan erős volt az első félévben, és ezen belül még a második negyedévben is 9,8%-kal nőtt a fogyasztási kiadások volumene. (A teljes magán-

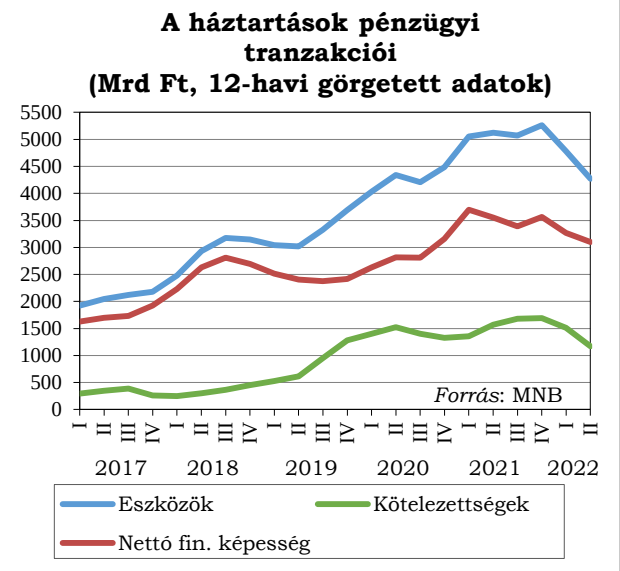


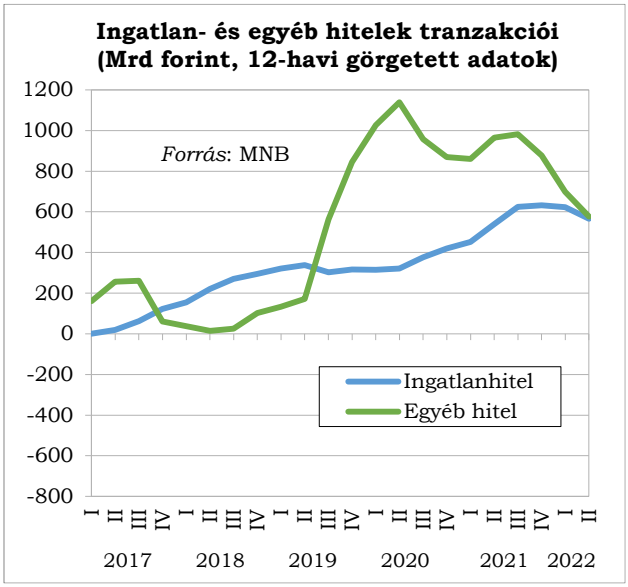


fogyasztás a második negyedévben 9,2%-kal, az első félév egészét tekintve pedig 9,9%-kal bővült.)

Az év második felében a magánfogyasztás drasztikus lassulása várható – valójában a csökkenésbe fordulás sem kizárható. Az infláció az év vége felé a 20%-ot is átlépheti, miközben a nominális jövedelemnövekedésben további drámai lökés nem várható. (A korábban vártnál nagyobb novemberi nyugdíjkiegészítés is csak arra elég, hogy az akkorra már 20% körüli inflációt nagyjából ellensúlyozza. A reálkereset-emelkedés lefékeződésével, illetőleg a részleges rezsiemelés nyomán a háztartások mérséklődő fogyasztási kedve – és képessége – már a nyári kiskereskedelmi adatokban is tükröződött: júliusban és augusztusban az üzemanyag-forgalom nélküli kiskereskedelem volumene már alacsonyabb volt, mint egy évvel korábban. Eközben – főleg egyes szolgáltatási szegmensekben – a foglalkoztatási helyzet bizonyos fokig romolhat az év vége felé. Ezért, szemben az első félévi közel 8%-os ütemmel, az év egészét tekintve a reálkeresetek dinamikája a 3%-ot sem fogja elérni. Ehhez jön az MNB kamatemelési ciklusa, amely visszafogja a háztartások hitelfelvételi hajlandóságát nemcsak a beruházási, de fogyasztási célú hiteleket illetően is. A létező hitelállomány után fizetendő törlesztési teher is növekszik, rontva a háztartások vásárlóerejét. Ennek fényében a háztartások fogyasztása az idei év egészét tekintve jelentősen, jó eséllyel **5,5%** körüli ütemben bővülhet, de az első félévi ütemet meg sem fogja közelíteni.

A háztartások ***nettó finanszírozási képességének*** nominális értéke az idei első és második negyedévben is érdemben mérséklődött év/éves alapon, a bruttó megtakarítások és a hitelfelvételi egyenleg párhuzamos esése mellett. Ez azt sugallja, hogy a kiemelkedő – és jelentős részben egyszeri – többletbevételeket a háztartások nem bruttó megtakarításaik növelésére, hanem nagyrészt fogyasztásra, kisebb részt pedig – a hitelfelvételi egyenleg megtorpanása tanúsága szerint – hitel-visszafizetésre fordították. A visszafizetés a jelek szerint a lakáscélú és az egyéb hiteleket egyaránt érintette – a lakáshitelek egyenlege a második negyedévben is az új lakáshitelek emelkedése mellett mérséklődött, míg az egyéb hiteleknél a hitelfelvételi egyenleg viszonylag enyhén mérséklődő újhitel-felvétel mellett esett vissza látványosan. (Az újhiteleknél a csökkenés trendje a harmadik negyedévtől erőteljesebbé vált.) Mindenesetre a *négy negyedéves görgetett* GDP-arányos ***megtakarítási ráta*** a tavalyi évi 6,5%-ról az első negyedévben 5,7%-ra, a második negyedévben pedig 5,2%-ra mérséklődött.





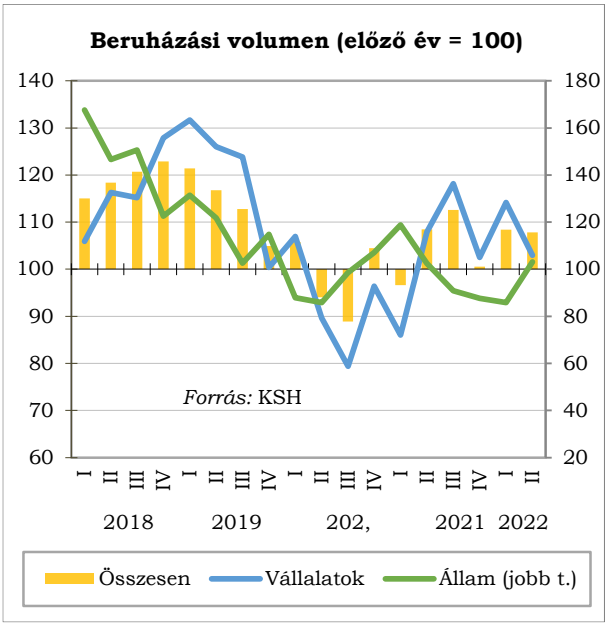
Beruházások

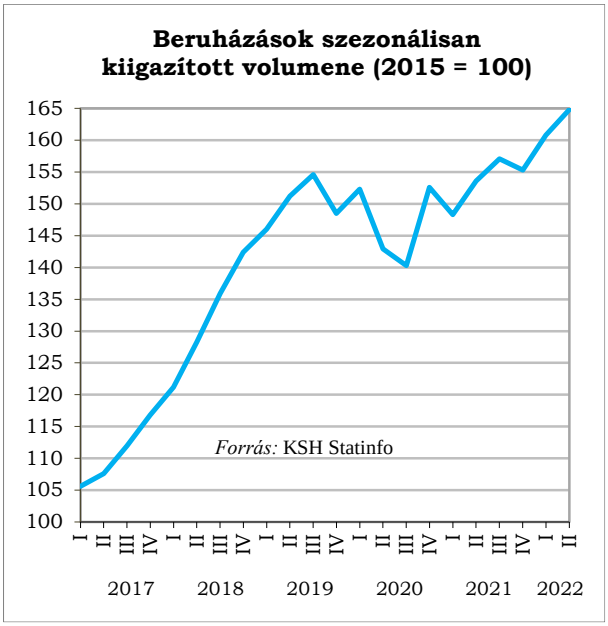
2022 második negyedévében a beruházások 7,8%-kal nőttek, vagyis a növekedési ütem csak kismértékben lassult az első negyedévi 8,4%-hoz képest. A *szezonálisan* kiigazított beruházási volumen mindkét idei negyedévben jelentősen emelkedett, és a második negyedévi volumen immár 6,6%-kal haladta meg a Covid-válság előtti csúcsszintet.

A növekedés tényezői ugyanakkor markánsan változtak a második negyedévben. Míg az első negyedévben a vállalati beruházások nekilendülésének (az MNB szerint emögött jelesül a külföldi tulajdonú vállalatok beruházási aktivitása állt), valamint a háztartások beruházási aktivitásának volt betudható, addig a második negyedévben a vállalati beruházások dinamikája erősen alábbhagyott, miközben a jelek szerint a háztartások beruházásai vették át az elsődleges növekedési hajtóerő szerepét. Ráadásul – három negyedévnyi meredek esés után – most az állami beruházások is valamelyest bővültek.

A második negyedévben úgy lassult le a vállalati beruházások növekedési üteme mindössze 3%-ra, hogy közben a feldolgozóipari beruházások dinamikája 20% fölött maradt, és még kissé gyorsult is az első negyedévhez képest. Eközben viszont a harmadik legnagyobb súlyú ágazatban, a szállítás-raktározásban a beruházási dinamika drasztikusan romlott – a beruházási volumen immár közel 12%-kal visszaesett – a kisebb súlyú ágazatok közül pedig a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás ágazat beruházásainak bővülése jelentősen lassult, a szórakoztatás-szabadidő ágazat beruházásai pedig zuhanni kezdtek. Az MNB szerint valójában arról van szó, hogy az állami megrendelések által dominált ún. kvázifiskális ágak (mindenekelőtt a szállítás) beruházásai estek vissza, miközben a magánvállalati szektorban – főként a külföldi tulajdonú cégek esetében – a beruházások növekedése aránylag jó ütemben folytatódott.

Az ingatlanberuházások növekedési üteme eközben tovább gyorsult, aminek révén a háztartási beruházások növekedést hajtó szerepe került előtérbe. Megjegyzendő, hogy a feldolgozóiparon belül is jelentős a divergencia: az autóipari beruházások mindkét negyedévben visszaestek, ezzel szemben a villamosberendezésgyártásban beruházási boom zajlik (akkumulátorgyárak). A szállítási beruházások lassulásában, majd pedig csökkenésbe fordulásában már az állami infrastruktúrafejlesztések kifutása tükröződik.





Az állami beruházásokon belül a második negyedévben a közigazgatási beruházásoknál visszatért az első negyedévben átmenetileg megszakadt csökkenő trend, az oktatási és egészségügyi beruházások viszont meglódultak a korábbi meredek esést követően.

Az év második felére vonatkozó kilátások borúsak. Habár az alacsony bázis miatt az állami beruházások dinamikája pozitív is maradhatna, az idei (és jövő) évre tervezett állami beruházások jelentős szegmensének elhalasztása, illetőleg az önkormányzatoknak az energiaárrobbanás miatt a korábbinál is nyomasztóbb pénzhiánya ezt valószínűtlenné teszi. A vállalati beruházások beruházásai várhatóan tovább lanyhulnak, mivel a költségrobbanás és a visszahúzódó kereslet és a nehezedő finanszírozás közepette a vállalati szektor egyre szélesebb köreiben csappan meg mind a beruházási kedv, mind pedig és a beruházási képesség. Ugyanakkor a feldolgozóipari beruházások szelektív bővülése folytatódhat. Megjegyzendő, hogy a vállalati beruházások támogatását a jelek szerint a kormány igyekszik a nehezedő körülmények között is fenntartani. Az emelkedő létfenntartási költségek, a növekvő bizonytalanság, az emelkedő kamatlábak és az újlakásárak folytatódó emelkedése bizonyosan kihat a háztartások beruházási aktivitására is, legalábbis ami az újonnan kezdődő lakásberuházásokat illeti. Ugyanakkor a *befejezett* lakásépítések még tovább nőhetnek, és ez tükröződhet a beruházási statisztikában is.

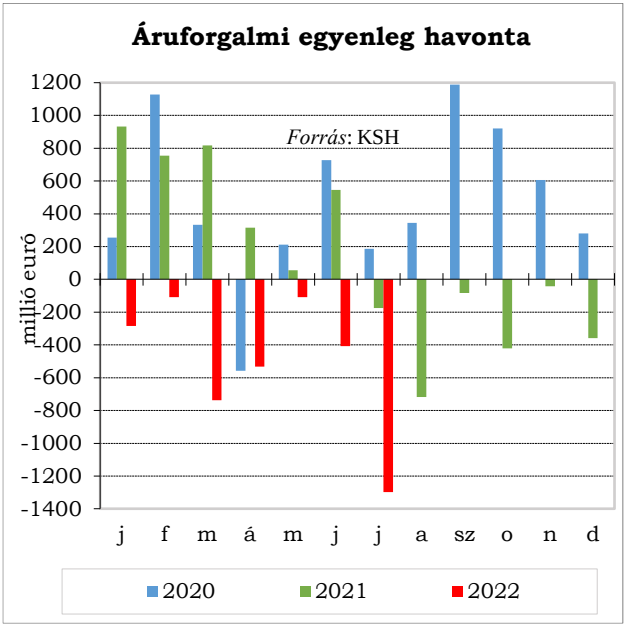
Megjegyzendő, hogy mind a vállalatok, mind pedig a lakosság körében hirtelen új ösztönzést kapott egy bizonyos fajta beruházás, az energiaátállási és energiatakarékossági beruházás. Ugyanakkor nem számítunk arra, hogy a beruházásoknak e specifikus válfajával kapcsolatos érdeklődés megugrása érdemben befolyásolni tudja a beruházási dinamika erőteljes lassulását az év további részében. Összességében a beruházások nagyon szerény ütemű bővülését várjuk a második félévben, éves átlagban ezért – a kedvező első félév ellenére – a beruházások növekedési üteme jó eséllyel alig haladja meg a **4%-ot** az idén, jövőre pedig várhatóan csökkenésbe fordul.

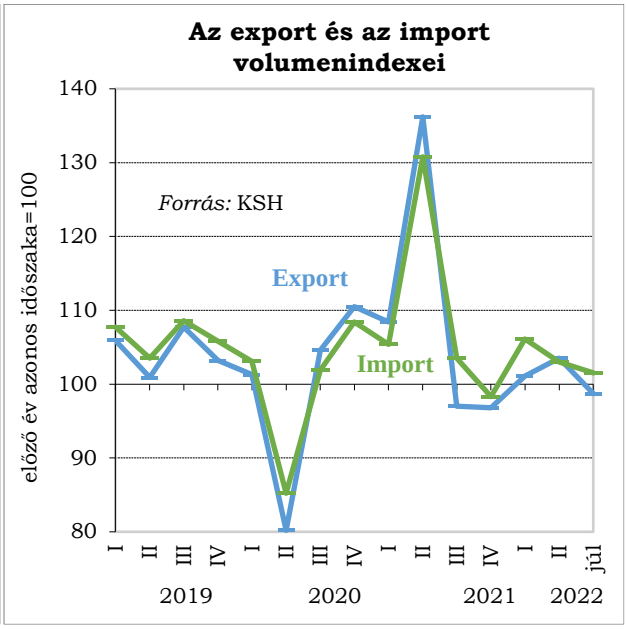
Külkereskedelem

Az idei első hét hónapban a tavalyi év második felének kedvezőtlen trendje folytatódott, mind a volumenváltozást, mind pedig a cserearányt illetően. Az első hét hónap átlagában az áruexport volumene szerény mértékben, 1,8%-kal nőtt, az év elején a feldolgozott termékeknek, később pedig a nekilendülő gép- és járműexportnak köszönhetően. Ezzel egyidejűleg az importvolumen átlagban 4,1%-kal bővült január-júliusban, a nyersanyagok, az élelmiszerek és – legalábbis az első félévben – a feldolgozott termékek gyorsan növekvő behozatala miatt. A második negyedévben javult az export- és importdinamika egyensúlya – az import lefékeződése és az exportnövekedés némi gyorsulása eredményeképpen – így pusztán a volumenalakulás alapján a második negyedévi külkereskedelmi pozíció aránylag kedvezően is alakulhatott volna. Ezek után júliusban az exportvolumen csökkenésbe fordult (-1,3%), a jól teljesítő gép- és járműexport ellenére is. Az augusztusi előzetes adatok ugyanakkor azt sugallják, hogy ezúttal az exportvolumen érdemben nőhetett az előző év azonos időszakához képest, miközben az importvolumen nagyjából egyenletesen, 1-2%-kal nőhetett e két hónapban.

Eközben a volumenváltozások időnként kedvező alakulását is semmissé tette a nagyon erőteljes – az első hét hónap átlagában 6,7%-os – cserearányromlás, az export- és importárak egyaránt drasztikus emelkedése mellett. Így aztán nemcsak a volumenek szempontjából kedvezőtlen július, de a vélhetőleg sokkal kedvezőbb augusztus hónapban is rekordszintű külkereskedelmi hiány keletkezett. Emiatt egyrészt az első nyolc hónap mindegyikében negatív volt a külkereskedelmi mérleg, másrészt a halmozott külkereskedelmi hiány 4,8 Mrd euróra rúgott, miközben a tavalyi első nyolc hónapban még 2,5 Mrd eurós többletet mért a KSH. 2008 óta ez lesz az első év, amikor az áru-külkereskedelmi mérleg negatív lesz Magyarországon, és ez a negatív mérleg rögtön meg is dönti a korábbi rekordokat.

Az év további részével kapcsolatban egyrészt azzal számolunk, hogy a belföldi kereslet meredek lefékeződése miatt az importnövekedés is nagyon lassú marad, vagy éppen stagnálásközeli állapotba kerül. Ugyanakkor a gazdasági lehűlés és az energiaválság egész Európát érinti, így az exportdinamika is negatív irányba változik. Ezzel együtt jelenleg bizonyos optimizmussal arra számítunk, hogy az év második felében az



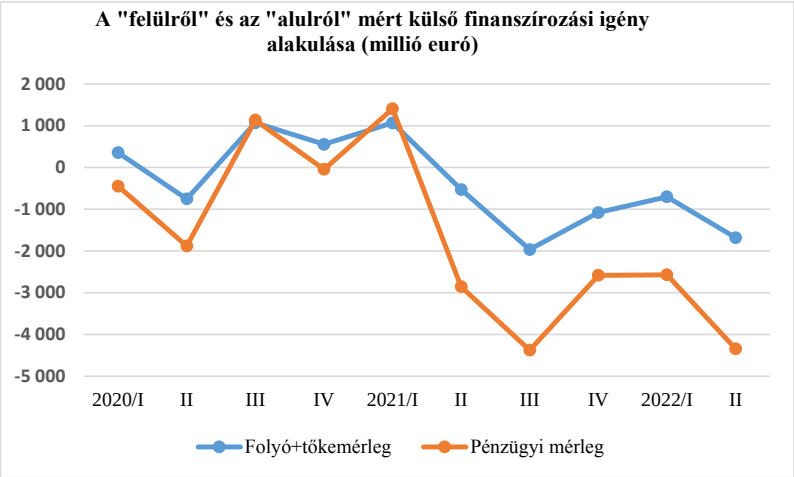


importvolumen növekedési üteme nem, vagy csak kismértékben haladja majd meg az exportdinamikát. A folytatódó – bár talán kissé mérséklődő – cserearányromlás miatt ugyanakkor 2022-ben a külkereskedelmi mérleg hiánya a 9 Mrd eurót is elérheti.

2.4. Fizetési mérleg 2022 első felében

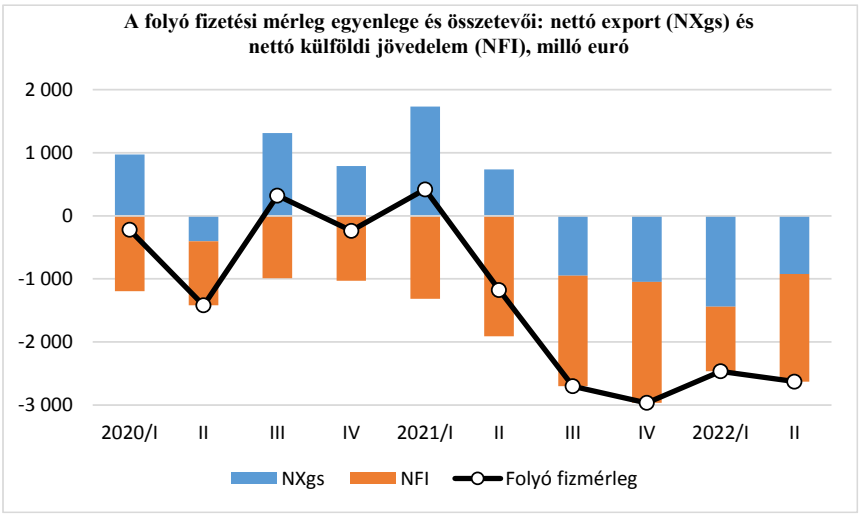
2022 első felében a folyó fizetési mérleg hiánya 4,3 Mrd eurót tett ki, ami szezonálisan kiigazítva a GDP közel 7%-ának felel meg. Mivel az EU-transzfereknek köszönhetően a tőkemérleg jelentős, 2,6 Mrd eurónyi többletet mutatott, az úgynevezett „felülről számított külső finanszírozási igény" 2,7 Mrd euró volt[1], a pénzügyi áramlásokról tájékoztató pénzügyi mérlegnek a hiánya azonban ennél lényegesen nagyobb, 4,5 Mrd eurónyi finanszírozási igényt jelzett.

Az alábbi ábra a felülről és alulról számított külső finanszírozási igény alakulását mutatja a 2020 első és 2022 második negyedéve közötti időszakban.



Forrás MNB

A vizsgált időszakban, 2021 első negyedéig a külső finanszírozási igény mindkét mutatója egyensúly közeli helyzetet jelzett, ezt követően azonban mindkét indikátor határozott romlást mutat úgy, hogy pénzügyi oldalról lényegesen nagyobb a negatív változás mértéke.



Forrás: MNB

[1] A felülről számított finanszírozási igény a folyó és a tőkemérleg összevont egyenlegének az inverze.

E szétnyílás mögött általában két fő tényező áll: a külkereskedelmi egyenleg felülbecslése (többnyire az import alábecslése) és/vagy nem regisztrált tőkekiáramlás. Mivel a továbbiakban a folyó fizetési mérleg alakulására összpontosítunk, mindkét lehetőséget szem előtt kell tartani.

Miközben a jövedelemegyenleg (NFI) – a külső adósság után fizetett kamatok és az FDI-hoz kapcsolódó külföldi jövedelmek miatt – mindig is hiányt mutatott, ezt az áru- és szolgáltatás-egyenleg (a nettó export, NXgs) többlete 2021 közepéig részben vagy egészben ellensúlyozni tudta. Ezt követően azonban a nettó export is deficitbe fordult, fokozva a nettó jövedelem eleve negatív hatását a folyó mérlegre.

Amint arról legutóbbi Konjunktúrajelenésünkben írtunk, a nettó exportnak az előző év megfelelő időszakához viszonyított romlása 2021 közepe óta alapvetően az energiaimport brutális drágulása miatt bekövetkezett külkereskedelmi cserearányromlásnak tudható be. Számításaink szerint a nettó exportnak a 2022 első felében az előző év azonos időszakához viszonyított, mintegy 4,8 Mrd eurónyi romlásának közel 80%-a, 3,8 Mrd a cserearány-veszteséghez köthető. A negatív cserearányhatás nem változott lényegesen 2022 első és második negyedéve között, az előző ábrán azonban látható, hogy az idei második negyedévben kissé mérséklődött a külkereskedelmi hiány. Ennek az áll a hátterében, hogy az első negyedévben az árveszteségre erősen rátett a negatív volumenhatás (a választásokkal összefüggő erőteljes belföldi keresletélénkítés), s e tényező hatása vesztett erejéből a második negyedévben.

2022 egészét tekintve a GDP arányában a folyó fizetési mérleg 8-9% körüli, továbbá a folyó-és tőkemérleg összevont egyenlegének mintegy 6,5-7,5%-os hiányára számítunk.

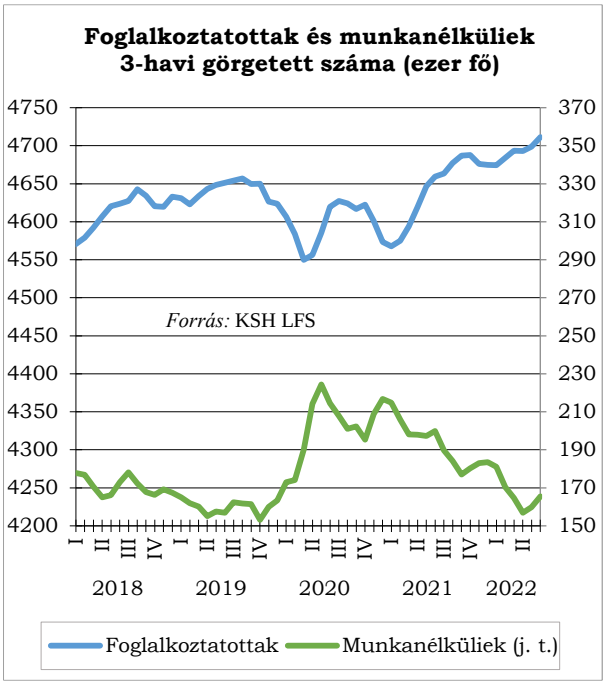
2.5. Foglalkoztatottság, munkanélküliség

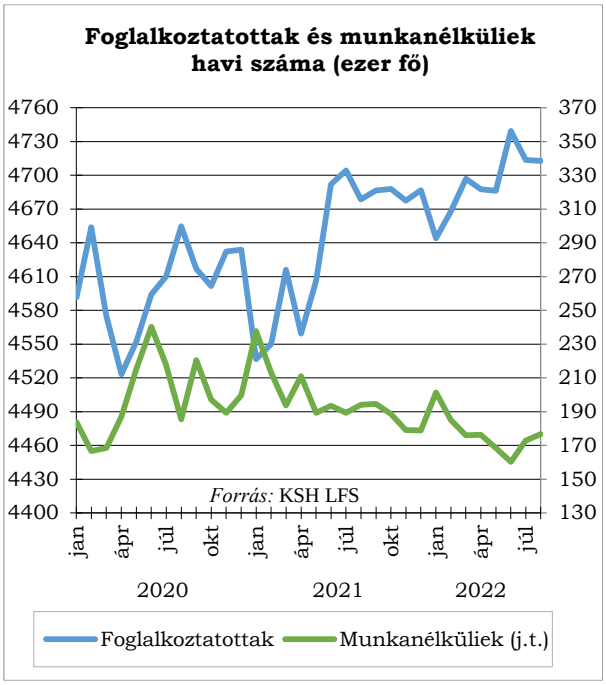
A *munkaerő-felmérés* (KSH-LFS) adatai szerint a foglalkoztatási helyzet javulása az idei év első felében, sőt egyelőre azon túl is folytatódott, bár lassuló ütemben. A *foglalkoztatottak számának* háromhavi görgetett átlaga az első negyedévben 2,3%-kal, a második negyedévben 1,6%-kal, június-augusztusban pedig 1,1%-kal nőtt év/éves alapon. Ez az összesített növekedés a közmunkások számának folytatódó csökkenésével párosult, ugyanakkor viszont a külföldi telephelyen dolgozók száma már tavaly november-januártól kezdve növekedésnek indult, és váltakozó mértékben hozzájárul az össznövekedéshez. A hazai *elsődleges munkapiacon* dolgozók száma az első negyedévben 2,3%-kal, a második negyedévben 1,5%-kal, június-augusztusban pedig 1,4%-kal bővült. vagyis a belföldi keresletnek adott utolsó nagy lökés, még további érezhető – a tavalyinál erőteljesebb – emelkedést eredményezett a foglalkoztatásban.

Megjegyzendő ugyanakkor, hogy a havi adatok szerint július és augusztus kéthavi átlagát véve a foglalkoztatottak számának növekedési üteme 0,5% alatt volt, vagyis gyakorlatilag elérkezett a növekedés stagnálásra váltásának a pillanata, részben mivel a munkaerőtartalék elapadása miatt, de részben már gazdasági helyzet romlásának a hatása is szerepet játszhat.

A háromhavi görgetett *munkanélküliségi ráta* a második negyedévben érte el mélypontját, 3,2%-kal, ezt követően kissé emelkedett, június-augusztusban 3,4%-ra. Ez lehet egyszerű szezonális ingadozás, vagy a közelgő rendváltás előjele – az utóbbit sugallja, hogy az Eurostat szerint a szezonálisan kiigazított munkanélküliségi ráta markánsan felfelé mozdult már júliusban.

Bár eddig inkább a rekordszintű foglalkoztatás a rekordalacsony munkanélküliség, valamint az ismét nagyon akuttá váló munkaerőhiány gátolta a helyzet további javulását, az év fennmaradó harmadában erőteljesebb éreztetheti hatását a növekedés lassulása, illetőleg az energiaár-robbanás, amely a vállalkozásokat alkalmazkodásra kényszerítheti. Egyelőre azzal számolunk, hogy az év további részében a foglalkoztatottak száma hozzávetőlegesen stagnál – bár az utolsó negyedévben minimálisan csökkenhet – a





munkanélküliségi ráta pedig csak kismértékben emelkedik. A kilátások bizonytalanabbak a jövő évet illetően: nagyon csekély növekedés – közben egy vagy két negyedévnyi GDP-csökkenés – mellett a foglalkoztatás szinten maradása a létező legkedvezőbb eshetőség, de a (remélhetőleg enyhe) romlásnak immár nagyobb a valószínűsége.

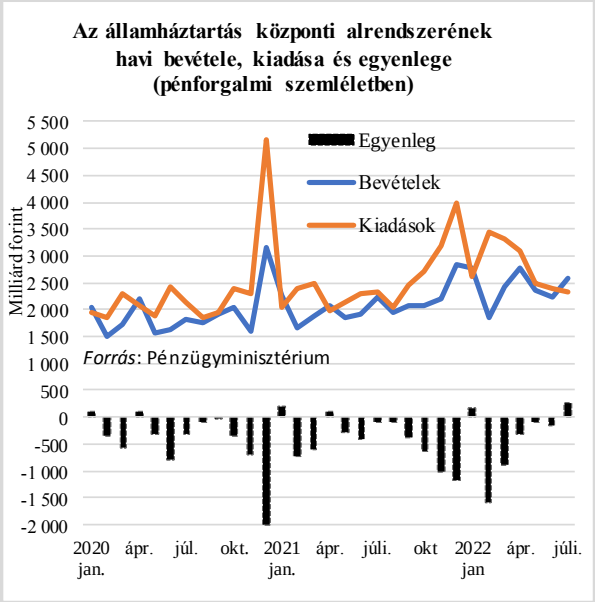
2.6. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok

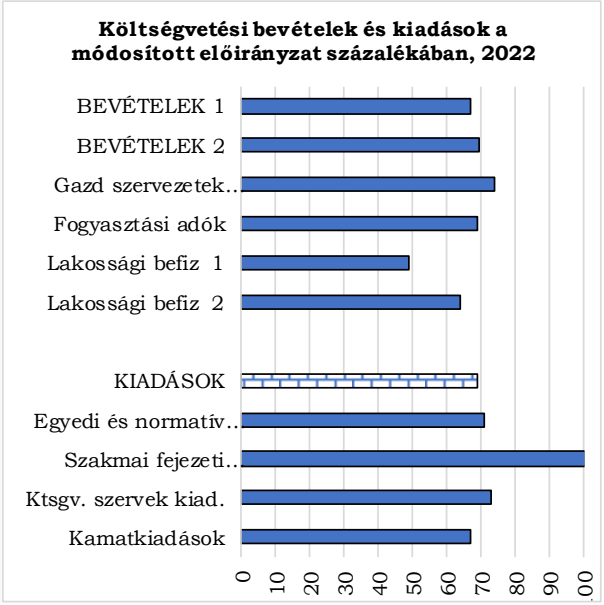
2.6.1. Államháztartási folyamatok

2022. első 8 hónapjában a központi költségvetési alrendszer (központi költségvetés, Elkülönített Állami Pénzalapok és Társadalombiztosítási Alrendszer) tervezett bevételeinek 75,5%-a folyt be (az időarányos 66,7%-kal szemben), úgy, hogy a lakosság SZJA idei befizetéseiből levonásra került az előző évi adóbefizetésből visszautalt 685 milliárd forint a családosok számára. Ha ezt hozzáadjuk az idei befizetésekhez, akkor a Központi alrendszer bevételeinek a teljesülése 78,2%.

A *fogyasztáshoz* kötött adókból a tervezett bevételek 75,9%-a folyt be 2022 első 8 hónapjában. Mivel a tervezet már rég elvesztette a relevanciáját, érdemesebb az adó-bevételeket nem a tervezetthez, hanem az előző évi azonos időszakához viszonyítani. Nos, a növekedés 24,3%, azaz majdnem egynegyedével több fogyasztási adó folyt be 2022. mint 2021 első nyolc hónapjában. Mivel ez az adónem a legérzékenyebb az inflációs hatásokra, e téren jelentős túlteljesítés várható. Ha ilyen ütemben emelkednének a fogyasztási adóbevételek, a többlet 2022-ben elérheti az 1.000 milliárd forintot. Ezt a várakozást az veszélyezteti, ha a fogyasztás volumene radikálisan csökken az és utolsó harmadában.

A *lakossági befizetésekből* a kimutatások szerint a tervezettnek csak a 58,7%-a folyt be az első 8 hónapban, ha figyelembe vesszük a családosoknak való SzJA-visszafizetés 685 milliárd forintját, de 80,4%-át ha ettől eltekintünk (csak a pénzbefolyást vesszük alapul).



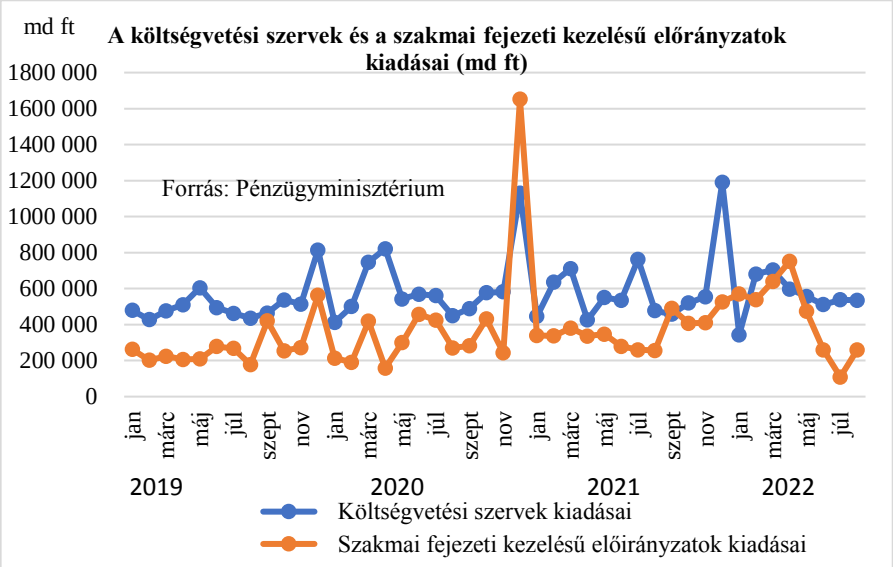


Magyarázat a fenti jobboldali ábrához: a Bevételek 1 és a lakossági befizetés 1 oszlop a családosok 685 milliárd forintos SzJA visszatérítését pénzforgalmi szemléletben számolja el, tehát a 685 milliárd forint a bevételből levonásra került (amit az Államkincstár pénzforgalmi adatai tartalmaznak). A Bevételek 2 és a lakossági befizetés 2 oszlop viszont visszateszi ezt a tételt az SzJA bevételekbe, és idei bevételként számolja el.

Ha ebből az adónemből a nyári hónapoknak megfelelő bevétel folyik be, akkor az év végéig a lakossági befizetések megközelíthetik a tervezett szintet (az SZJA visszafizetése ellenére is)

A *gazdálkodó* szervezetek befizetései is jócskán meghaladják a tervezett időarányos részét, és annak szinte minden eleme magas szinten teljesült. A vállalkozásokat érintő adóbefizetések 30%-kal voltak magasabbak 2022. mint 2021. első kétharmadában.

Az egész évre tervezett *kiadások* 77,3%-a teljesült az első 8 hónapban. 2022 júniusában-augusztusában láthatóak a költségvetési takarékosság némi jelei, de ezek a jelek még nem egyértelműek. A költségvetési szervek kiadásai kismértékben, a szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok, vagyis az állami beruházások, fejlesztések jelentősebben csökkentek. Amúgy a szakmai fejezeti kezelésű állami kiadások már júliusban meghaladták az egészévre tervezett összeget, illetve ez a kiadási tétel már júliusra meghaladta teljes évre tervezett összeget, de ennél is többet mond, hogy ez a kiadási tétel 2022 első 8 hónapjában 42%-kal (!) meghaladta az előző évit.



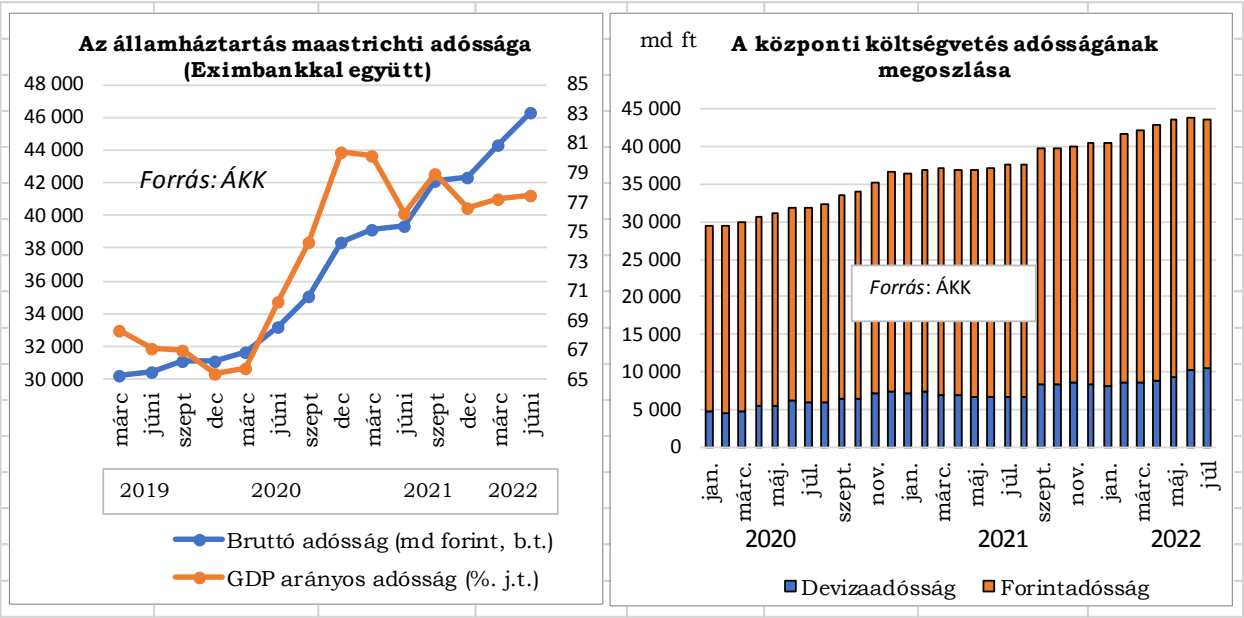
2022 első 8 hónapjában 740 milliárd forint folyt be az Európai Uniótól az első 8 hónapban, holott ezen a soron a kormány 2,3 ezer milliárd forint bevételt várt. Ezzel szemben 2.200 milliárd forintot fordított az állam az Uniós fejlesztési programok előfinanszírozására (az éves terv 3 ezer milliárd forint). Ezen belül 372 milliárd forintot fordított a kormány a Helyreállítási és Ellenállóképességi Alapból (RRF) tervezett projektekre is, saját forrásból és saját kockázatra, mivel erről az Európai Unióval még nem született megállapodás Összesen 557 milliárd forint kifizetésére vállalt eddig kötelezettséget. A 2014-21-es 7 éves Partnerségi Megállapodás alapján kifizetett összegek túlnyomó része feltehetőleg befolyik majd a költségvetésbe (amennyiben az EU nem talál szabálytalanságot), ezért az ESA hiányt nem növeli. Az RRF-re költött pénzek befolyása azonban bizonytalan. Amennyiben Magyarország végül elesne az RRF-finanszírozástól, vagy annak egy részéről, akkor ez a magyar költségvetést terhelné A 2022. évi költségvetési törvényben az RRF beruházásokra 1.450 milliárd forint van tervezve, de akkor még nem lehetett tudni, hogy a megállapodás megkötése ilyen mértékben kockázatossá válik.

Összességében elmondható, hogy a költségvetési bevételeknek a tervezettnél és a múlt évinél lényegesen magasabb szintjét a kiadásoknak is majdnem ezzel azonos túllépése kísérte. Július-augusztusban még nem egyértelmű az egyenleg-javulás trendje, bár az év eleji rekordhiányok természetesen már nem ismétlődtek meg. A bejelentett egyenlegjavító intézkedésekről szóló információk elszórtak, néha egymásnak is ellentmondanak és nem állnak össze egységes koncepcióba, inkább az esetlegesség jegyeit viselik magukon. Az extra-profit-adóból és a jövedéki adó emeléséből várt bevételek feltehetőleg befolynak, ez majdnem 1.000 milliárd forint. Nem tudjuk, hogy a rezsiemelés milyen kört érint és milyen mértékben (mekkora a „túlfogyasztás"), ezért azt sem, hogy a rezsiemelés mekkora kiadástól tehermentesíti a költségvetést, és azt sem, hogy mekkora plusz ÁFA-bevételhez juttatja. A felemelt rezsidíjak ÁFA-tartalma (27%) ugyanis számottevően csökkenti a költségvetéstől várt támogatási igényt. A pénzügyminiszter legutóbbi bejelentése szerint az állam 750 milliárd forintot költ pótlólagosan az energia-importra, aminek következtében az idei GDP-arányos költségvetési hiány a tervezett 4,9%-ról 6,1%-ra emelkedik. A földgázszállítások halasztott fizetése a pénzforgalmi egyenleget javítja, az ESA hiányt azonban növeli. A Kopint-Tárki 2022-ben 6,5%-os GDP-arányos költségvetési deficitet vár.

Államadósság

2021. december végéhez képest 2022. június végéig az államháztartás *maastrichti* adóssága (az Eximbankkal együtt) 42.354 milliárd forintról 46.264 milliárd forintra emelkedett, azaz 4 ezer milliárd forinttal nőtt(!). Az elmúlt években ilyen mértékű államadósság-emelkedésre egyetlen félév alatt nem volt példa; 2021-ben egész év alatt nőtt az államadósság nominális összege 4 ezer milliárd forinttal. Ezzel 2022. második negyedév végére az államadósság a GDP 77,5%-ára emelkedett, az előző negyedév végi 77,4%-ról.

Az Eximbank nélküli államadósság július végére a januári 40.700 milliárdról 44.206 milliárd forintra nőtt. A mintegy 4.000 milliárdos növekmény mögött a forintadósság 1.738 milliárd és a devizaadósság 2.172 milliárd forintos növekménye áll. Az államadósság devizaszerkezete ennek következtében ismét a devizaadósság irányába terelődött át. A devizaadósság aránya a 2021. végi 21%-ról 2022 júniusára 24,5%-ra



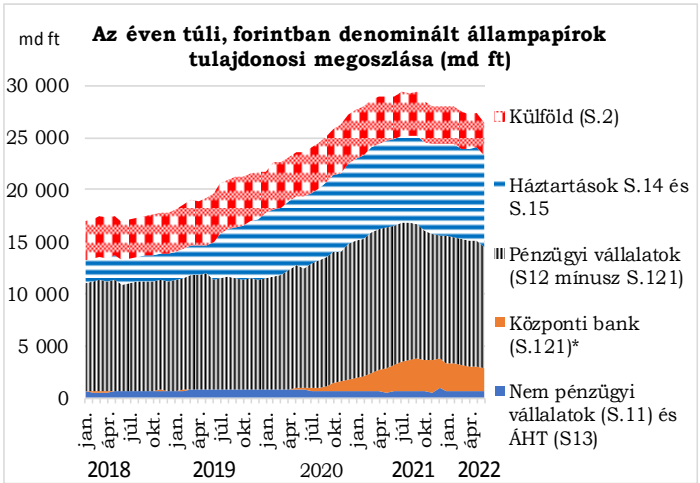
emelkedett. Ez nagyjából a 2017. évben mért részaránynak felel meg. Azóta – a kormány szándékának megfelelően – sikerült a devizaarányt 20% alá (sőt, 2020 első negyedévében 17,5%-ra) leszorítani, ez pattant most vissza a 25% közelébe. Ebben szerepet játszott a devizában denominált állampapírok átértékelődése a forint jelentős leértékelődése következtében.

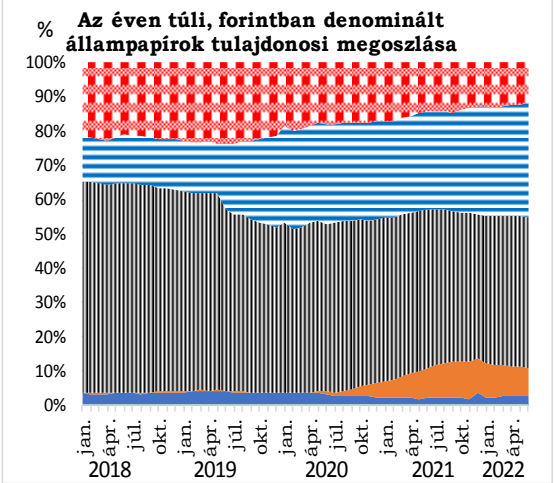
Az állampapírok tulajdonosi megoszlását tekintve figyelemre méltó, hogy az állampapírok 71%-át kitevő, éven túli lejáratú, forintban denominált állampapírok terén tovább nőtt a háztartások részaránya. 2022 januárjában megközelítette a 30%-ot, 2022 júniusában pedig elérte a 33,3%-ot.

A jegybank 2020. május 4-én indította el állampapírvásárlási programját, a birtokában álló állomány folyamatosan nőtt, 2021. szeptember végére érte el a csúcsot 3,12 milliárd forintot, részaránya az éven túli lejáratú, forintban denominált államkötvények állományában 12%-ra emelkedett. 2021. augusztusában a jegybank az állampapírvásárlások „fokozatos kivezetésének a megkezdéséről" döntött, 2021 decemberében pedig a program leállítását jelentette be. Ennek megfelelően 2022 júniusára az állomány 2.190 milliárd forintra, a részaránya pedig 8,3%-ra csökkent.

Az 1 évnél nem hosszabb lejáratú állampapírok részaránya a finanszírozásban az elmúlt években folyamatosan csökkent, a csúcsot jelentő 2018-as évben 18-20% között mozgott, azóta 6% körüli arányra zsugorodott. Ennek is a túlnyomó része, megközelítőleg a fele a háztartásokhoz kapcsolódik.

Figyelemre méltó, hogy a devizában denominált állampapírok tulajdonosai között folyamatosan csökken a külföldi tulajdonosok részaránya. Míg korábban jócskán 95% felett volt, az elmúlt években folyamatosan nő a háztartások részesedése (2022. júliusában már 4,7% (416,2 milliárd forint). A belföldi nem-pénzügyi vállalatok is egyre inkább vásárolják ezeket a papírokat, bár arányuk még elenyésző.

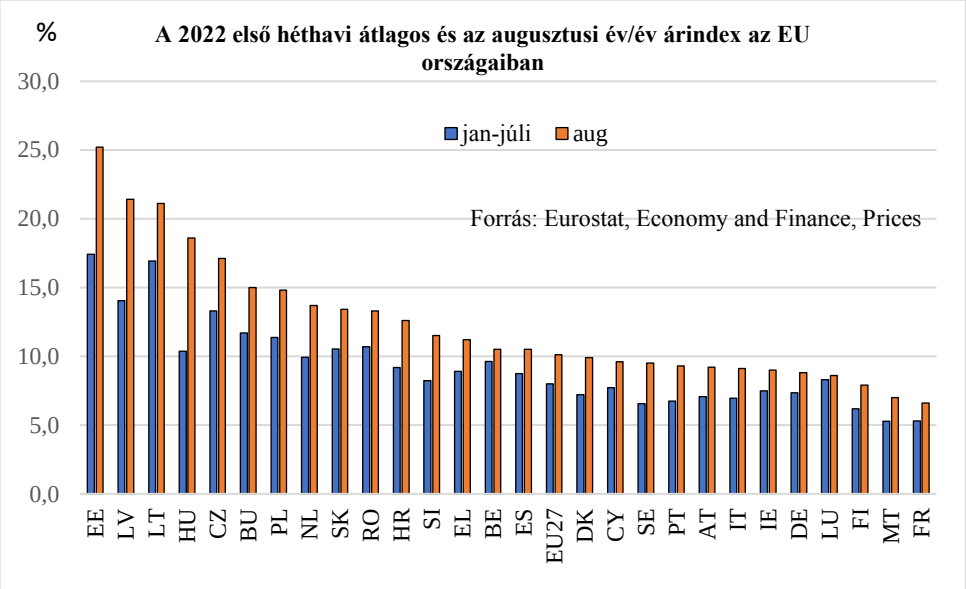




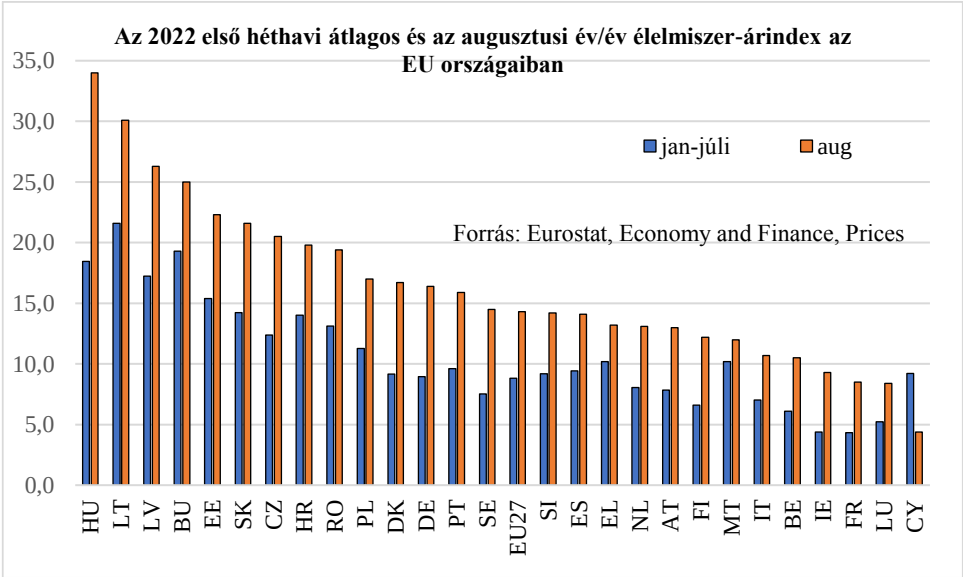
2.6.2. Infláció

2022. első 8 hónapjában a fogyasztói árak 10,7%-kal emelkedtek, ezen belül augusztusban 15,6%-kal voltak magasabbak, mint 1 évvel korábban. Ez az index nem tartalmazza az augusztus 1-jétől érvényes részleges rezsidíj-emelés hatását, mivel azt a KSH csak a szeptemberi árindex-ben fogja elszámolni. Az Eurostat azonban, eredményszemléletű módszerrel, már az augusztusi adatban kimutatta a rezsiemelés hatását (azaz nem a fizetés ideje, hanem a gazdasági esemény felmerülésének az ideje alapján). Ez a módszer szerint az augusztusi év/év magyar fogyasztói árindex 18,6% volt. Ez az adat arra is utal, hogy a szeptemberi fogyasztói árindex 20% közelébe kúszhat fel (vagy akár át is lépheti azt.

Az augusztusi árindex alapján Magyarország az EU-ország rangsorában a 3 balti ország után a negyedik helyen áll.



Az élelmiszerek terén azonban augusztusban átvette a kétes dicsőséget jelentő első helyezést, ennek a termékcsoportnak a 34%-os emelkedésével.



A következő oldalon található ábra a 2022. júliusi év/éves élelmiszer-árindexeket mutatja, de lényegében ugyanezt az eredményt kapnánk a 2022. első héthavi adatok átlaga alapján, csak a szintek jóval alacsonyabbak. Magyarország pozícióját a piros oszlopok jelzik.

A *kenyér és cereáliák* ára 2022 júliusában 44,4%-kal haladta meg az előző év júliusit és ez a legnagyobb áremelkedés az EU-ban. (Az első héthavi átlag alapján az emelkedés 24,6%, és 0,4 százalékponttal alacsonyabb, mint a bolgár. Júliusra azonban sikerült Bulgáriát megelőzni ebben a negatív rangsorban.

Hasonló a helyzet a *húsárak* terén annak ellenére, hogy itt még ártop is volt (csirkemell és sertéscomb). húsárakban Magyarország a héthavi átlag alapján is az élen áll az EU-ban (átlagosan 15,5%-os áremelkedés). Júliusra azonban a húsárak már több, mint 25%-kal haladták meg az előző év azonos időszakát, ami 4 százalékponttal magasabb, mint a második helyen álló litván árak.

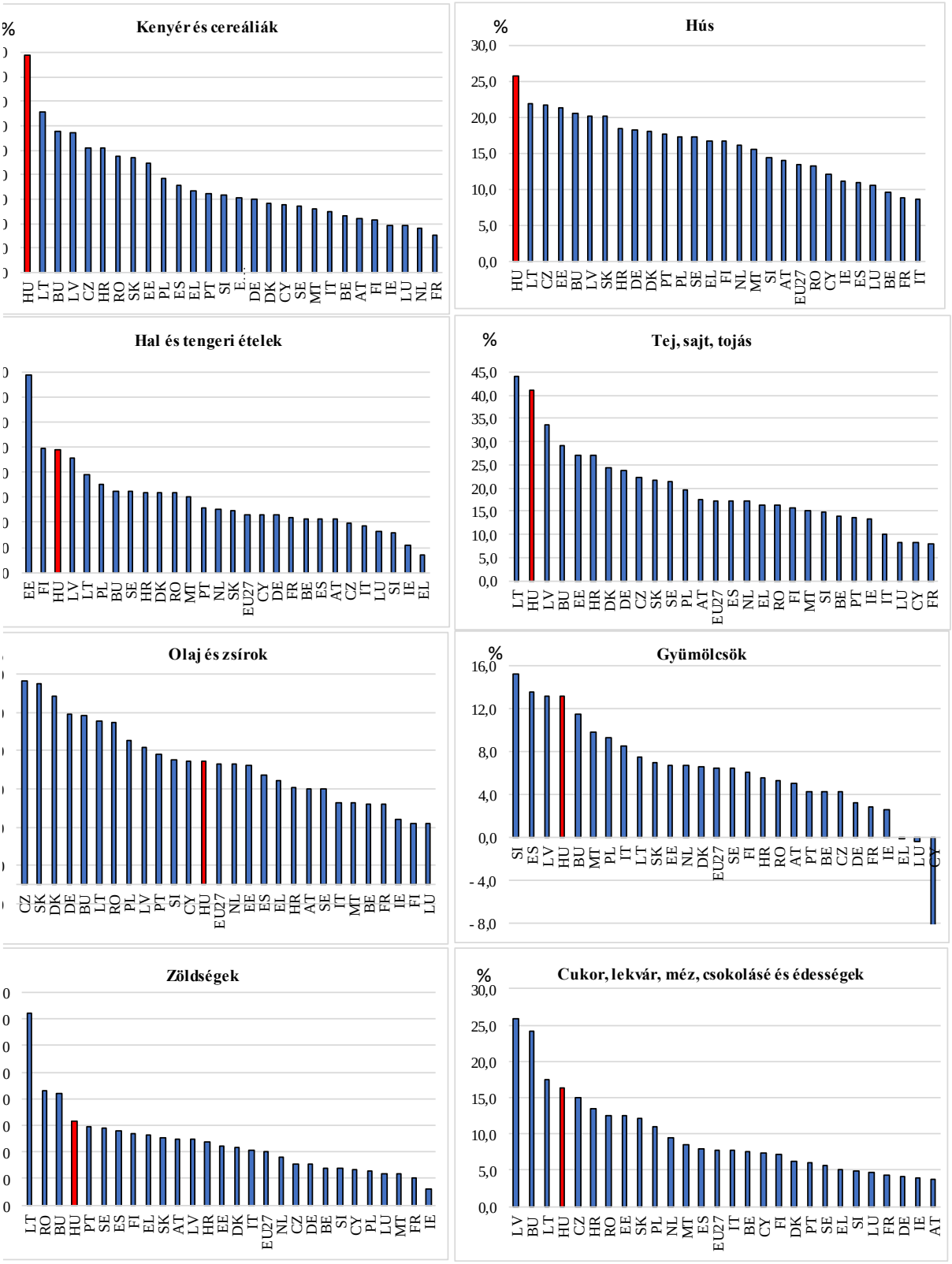
De a többi élelmiszer áremelkedése terén is az élbolyban van Magyarország:

- A hal és tengeri ételek terén a harmadik (!) helyen,
- Tej, sajt, tojás: az első héthavi emelkedés szintén a második legmagasabb, 24,7%.
- Olajok és zsír: ez az a termékcsoport, amelyben a magyar áremelkedés nem jár az élen. A héthavi átlag 23,9%, szintén a 13. helyen áll. Az olaj árstopos termék.

Gyümölcsök, zöldségek, cukor, lekvár, méz, csokoládé és édességek: 4. legmagasabb árnövekedés 2022 júliusában, és a héthavi átlagok rendre a következők: gyümölcsök 10,7% (4.hely), zöldségek 15,3% (8. hely), cukor és egyebek 8,8% (7. hely). A zöldségek és a cukorféleségek terén tehát az év folyamán a magyar áremelkedés előrébb lépett az EU-rangsorban, azaz megelőzött 3-4 országot január és július között. Az utóbbi azért is figyelemre méltó, mert a cukor szintén árstopos termék (egyúttal hiánycikk). Igaz, az édességeket 2022 júliustól megemelt népegészségügyi termékadó (NETA) terheli, aminek következtében az év/éves árindexe júliusban az előző havi 10,6%-ról 16,3%-ra ugrott fel. A cukorféleségek súlya a fogyasztói kosárban kb. 2%, ennek tehát már érezhető hatása van az általános árindexre. A népegészségügyi termékadó emelése más termékekre is kiterjed, pl. tésztafélék, ezért hatása az inflációra szélesebb, mint egyedül a cukrozott termékeké.

Az augusztusi árindex nem csak a legmagasabb volt, hanem az augusztusi és a héthavi átlagos árindex között Magyarországon messze a legnagyobb az EU-országok között. Különösen jelentős volt az árak megugrása júliusban, amikor a kiskereskedelmi láncokra az extra adó bevezetésre került. Ez egyrészt azt jelzi, hogy az extra-adó kivetése az élelmiszer-kiskereskedelmi láncokra óriási hiba volt, mivel a kereskedők kénytelenek az adó terhét a fogyasztókra terhelni, ami tovább növeli a már most is veszélyesen gyors ütemű áremelkedést. Másrészt az édességek megemelt NETA-adója is árgerjesztő hatással van. Harmadrészt azt a következtetést is le kell vonni, hogy – amint az várható volt – a 7 élelmiszer-árstopja nem gátolta meg az élelmiszerek áremelkedését, hanem szétterítette azt a termékek széles körében. Ez akár még tovagyűrűző hatást is megindíthatott, amennyiben a kereskedők, ha már úgyis széles körben árat emelnek az adóteher miatt, az input-árakkal nem indokolható mértékben, akkor ez a magatartás átterjedhet további termékekre is.

Az egyes élelmiszerfajták árindexe 2022 júliusában az EU-ban (%)



Forrás: Eurostat database, Economy and Finance, Prices: HICP - monthly data (annual rate of change) (prc_hicp_manr

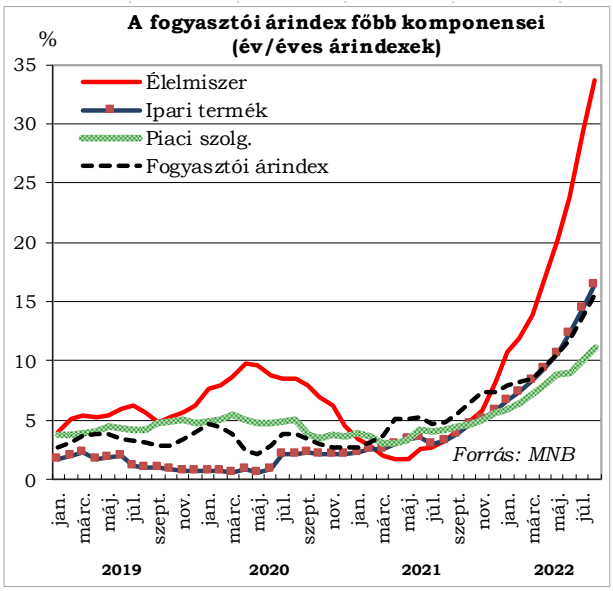
A magyar fogyasztói árindex jellemzői 2022-ben

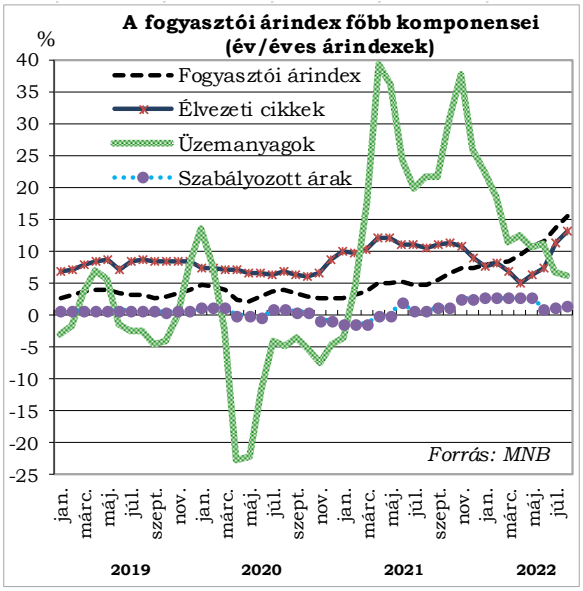
A további kilátások szempontjából – a hatósági árak felszabadításán kívül – fontos információval szolgál a maginfláció és a változatlan adótartalmú árindex alakulása.

Figyelemre méltó, hogy a maginfláció, amely 2021-ben 1-2 százalékponttal elmaradt az átlagos inflációtól, 2022 első februárjára felzárkózott ahhoz, és azóta gyorsuló ütemben haladja meg a tényleges fogyasztói árindexet. 2022 júliusában a maginfláció már 19%-ot mutatott (a havi árindex 15,6% volt). A már több mint 3 százalékpontos különbség a maginfláció „javára" az árindex további emelkedésének trendjét jelzi előre (az üzemanyagok és a háztartási energia emelése nélkül is).

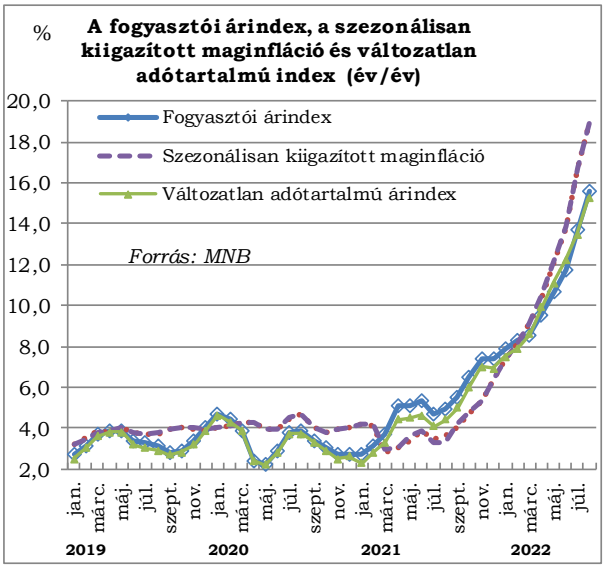
A 2022 és 2023. évi fogyasztói árindex előrejelzését számos – korábban nem jellemző – bizonytalanság övezi.

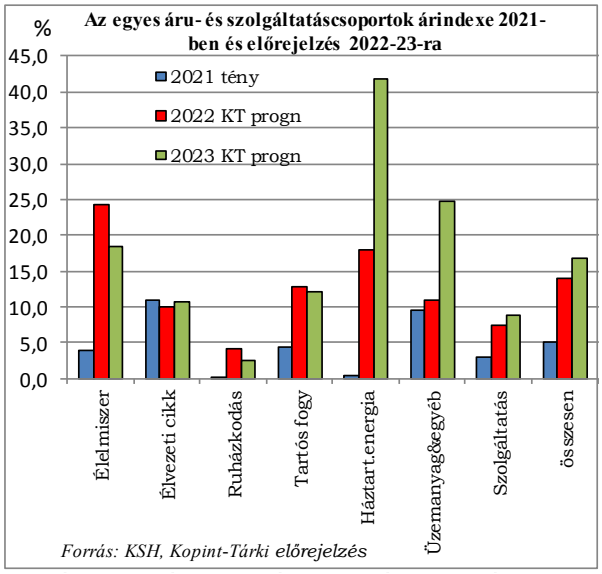
1. Nem lehet előrejelezni, hogy az élelmiszerárak viharos emelkedése mikor áll meg, illetve fordul meg. Mivel a választások előtti pénzosztogatás elmúlt, a lakossági jövedelmek elinflálódnak és a költségvetési megszorítások is csökkentik a háztartások rendelkezésére álló jövedelmét, a lakossági kereslet csökkenni fog, ami korlátot szab a keresleti indíttatású áremeléseknek. Ennek mértéke azonban nehezen előre jelezhető. A költségoldali inflációs nyomás azonban ettől nem fog megszűnni, de a keresletcsökkenés bizonyos mértékben gátat szabhat az indokolatlan áremelési törekvéseknek.
2. Csak 2022 október elejére lesz ismert, hogy a háztartási energiaárak emelése milyen tényleges hatással lesz a fogyasztói árindexre. Ma még inkább csak becslésekre lehet támaszkodni. Félő, hogy a tényleges emelkedés a vártnál magasabb lesz, mivel több háztartás esik bele a megemelt díjak kategóriájába.
3. Noha a kormány már bejelentette, hogy december 31-ig – nem igazán racionális indokokkal – meghosszabbítja az üzemanyag-árstopot, az ország külső fizetési pozíciójának drámai romlása (amire az orosz gázimport halasztott fizetése is utal) azt indokolná, hogy a magyar gazdasági szereplők szembesüljenek az üzemanyagárakkal és elkezdjenek takarékoskodni az üzemanyaggal.





2022-re a jelenleg rendelkezésre álló adatok alapján **14,0-14,5-os fogyasztói árindexet** jelezünk előre, felfelé mutató kockázatokkal. Ennél nagyobb biztonsággal állítható, hogy 2023. évi fogyasztói árindex meg fogja haladni a 2022. évit. A háztartási energia áremelése ugyanis egészen az utolsó negyedévig emelni fogja az árindexet (az „alacsony" bázis miatt) és feltehetőleg hasonló várható a sokáig alacsonyan tartott üzemanyagárak esetén, hiszen 2023 január 1-től már végképp tarthatatlannál válik az üzemanyagárak árstopja és a fogyasztók ösztönzése a magas üzemanyagfogyasztás irányában. Ezt a hatást pedig az élelmiszerárak akkor sem tudnák kompenzálni, ha a viharos emelkedés megszűnik, netán visszafordul.



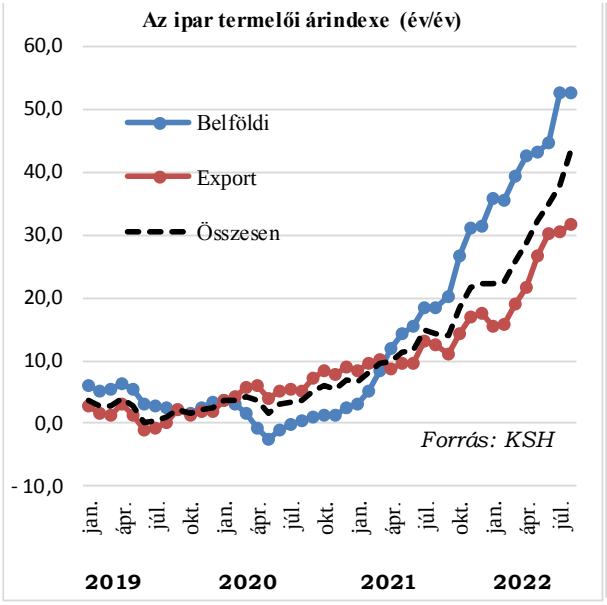


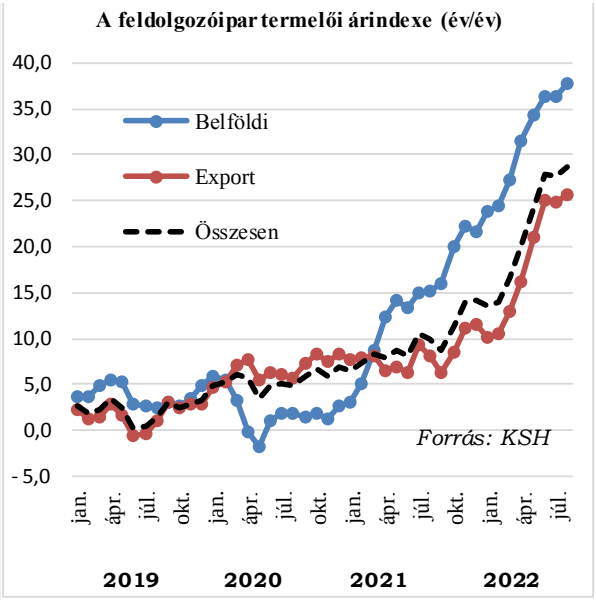
Termelői árak

A magas fogyasztói árindex fennmaradására, illetve további emelkedésére utal az ipari, feldolgozóipari, mezőgazdasági és építőipari termelői árindexek magas szintje és folyamatos emelkedése, amely 2022 augusztusáig nem mutatott semmilyen csökkenő vagy lassuló tendenciát.

A KSH adatai szerint az *ipar* termelői árai 2022 első félévében 27,8%-kal meghaladták az előző évi szintet, júliusban pedig már 37,9%-kal. Ezen belül az ipar *belföldi* értékesítési árai kimagasló ütemben emelkedtek az első hat hónapban, 41%-kal (júliusban és augusztusban már 52,7 %-kal). miközben az exportárak „csak" 21,5%-kal voltak magasabbak az első félévben, mint 1 évvel korábban (júliusban már 30%-kal, augusztusban 31,6%-kal). Ez különösen annak fényében figyelemre méltó, hogy 2022 júliusában a forint árfolyama 13%-kal volt gyengébb, mint az előző év júliusában, az ipari exportárak emelkedése ezt jóval meghaladja.

Az ipar termelői árainak az alakulásában jelentős szerepet játszik a koksz- és kőolajgyártás, valamint a villamosenergia-, gáz- és gőzellátás, amelynek az áremelkedése megközelített a 100%-ot, azaz áraik majdnem a kétszeresére nőttek. Ezért érdemes az iparon belül külön a feldolgozóipart megvizsgálni. Itt az emelkedés értelemszerűen alacsonyabb ütemű, de hasonló lefutású.



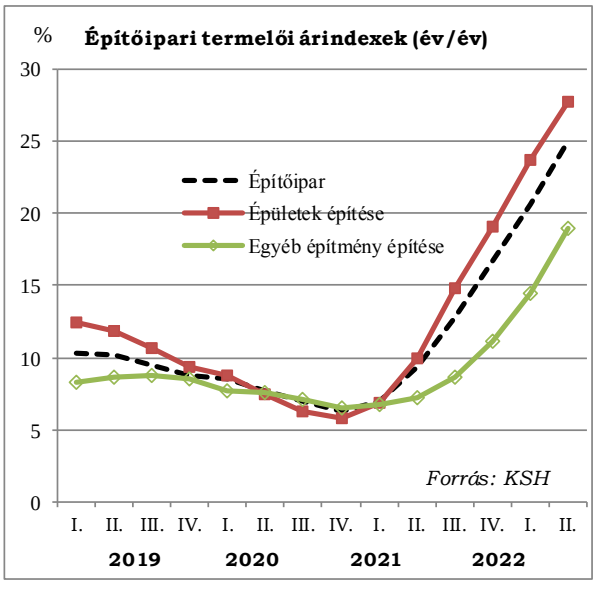


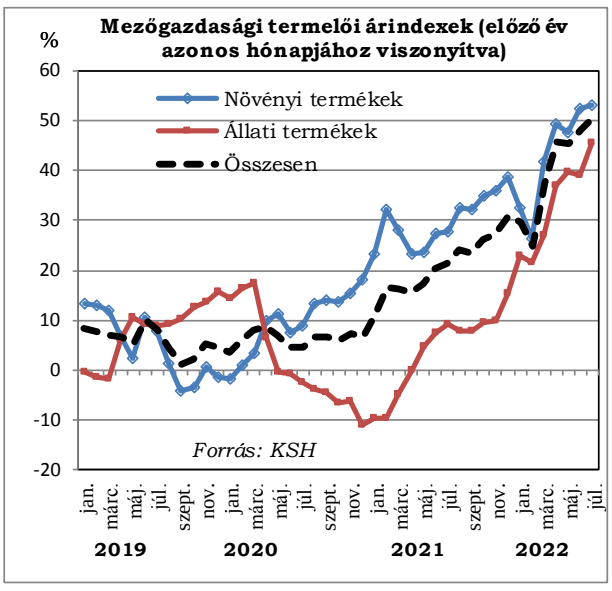
Az *építőipar* termelői árindexe 2020 közepe-vége óta meredeken ível felfelé, és 2022 második negyedévében már megközelítette a 25%-ot. Ezen belül az épületek építése 28%-kal az egyéb építmények építése 19%-kal volt drágább 2022 második negyedévében, mint egy évvel korábban. Az építőipari szakértők szerint ez a folyamat rövid távon folytatódni fog: ebbe az irányba mutat mind a bérek, mind az építőipari anyagárak emelkedése. Középtávon az emelkedés üteme lassulhat, majd megállhat, amennyiben az állami, vállalati és lakossági beruházási célú kereslet csökken.

2022 első felében a mezőgazdaság termelői árai meredeken emelkedtek, a félév átlagában 40,2%-kal, ezen belül júniusban 48,3%-kal, majd júliusban 50,7%-kal.

A mezőgazdasági ráfordítások (inputok) árszintje is lényegesen nőtt, a műtrágya ára háromszorosára, energia ára 35%-kal, a takarmány ára 39%-kal emelkedett. Ezek a féléves átlagos árindexek, de a félév folyamán is emelkedés volt tapasztalható. Az emelkedő inputárak az élelmiszerárak további növekedését jelzik az év hátralévő

részében.





2.6.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok

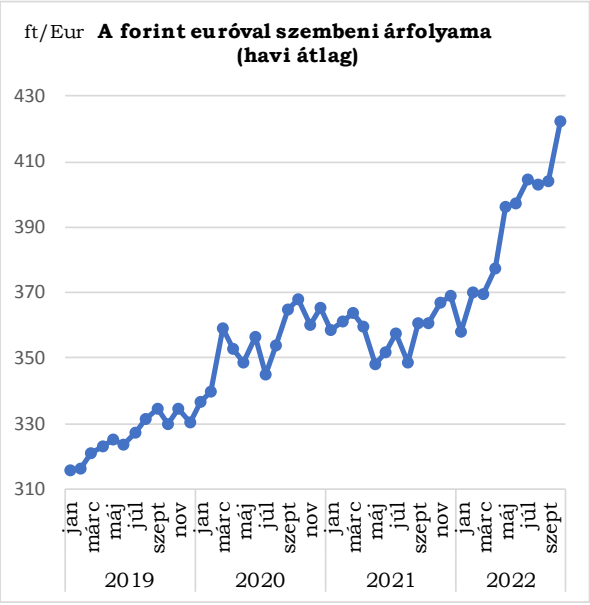
Jegybanki kamatok és árfolyam

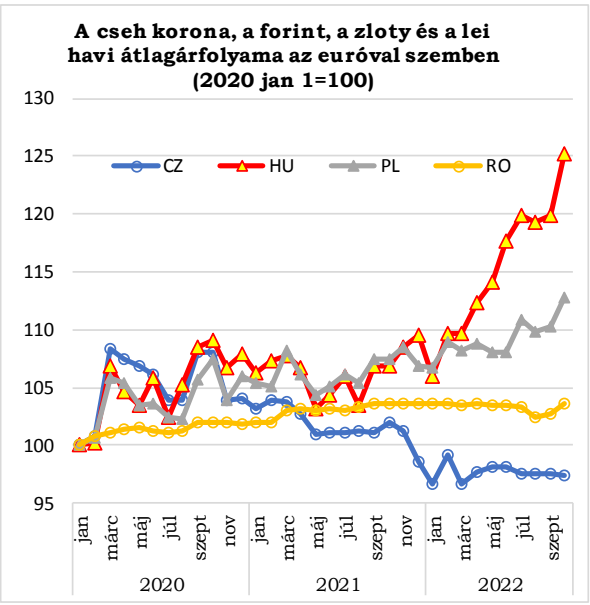
2022-ben februártól – a 2021. évi viszonylag stabil szint után – beszakadt a forint árfolyama, és a nyári hónapoktól zuhanórepülésben tartott a 400 ft feletti szint felé, majd szeptemberben 420 forint fölé gyengült és október elején is ebben a tartományban tartózkodik.

A forint gyengülése nem választható el az orosz katonai támadás hatásától, azonban inkább csak közvetve magyarázható az orosz aggresszióval. Ezt bizonyítja, hogy a többi régiós deviza egyáltalán nem, vagy alig gyengült a háború hatására. A háború által szintén közvetlenül érintett (szomszédos) román valuta árfolyama stabilan tartja magát, mivel a jegybank folyamatos intervencióval menedzseli a lej árfolyamát, amit a devizatartalékok magas szintje tesz lehetővé. A cseh korona éppenséggel erősödött 2021 ősze óta, 2022-ben pedig stabilan tartotta magát, kisebb kilengésekkel. Az orosz támadás elítélésében erősebben involválódott Lengyelország valutája is csak mérsékelten reagált az orosz agresszióra: a zloty árfolyama 2022 január-szeptember között csupán 5,6%-kal gyengült, míg a magyar forint 18,2%-ot vesztett az értékéből az euróval szemben.

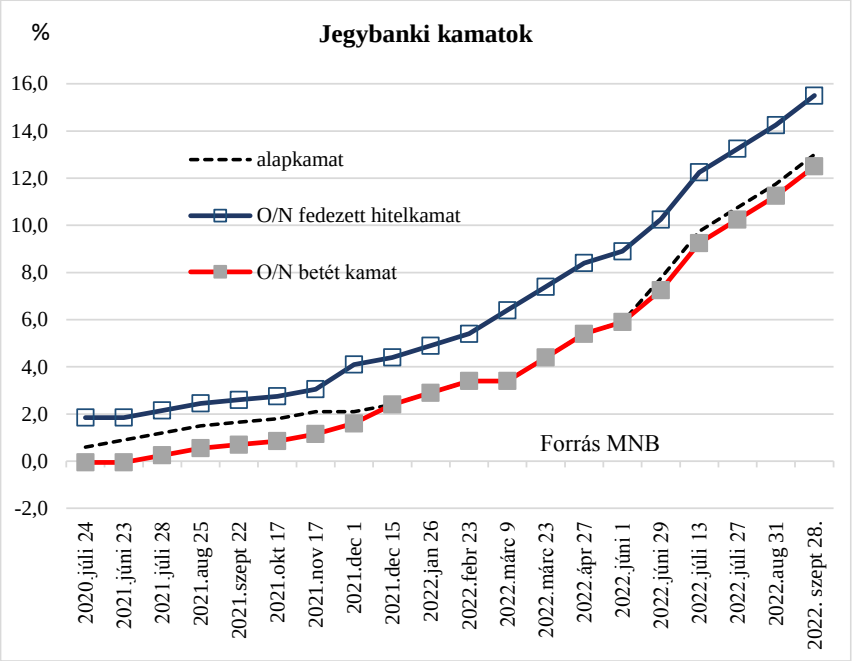
A forint árfolyamának gyengülése tehát nem a szomszédban zajló háborúhoz köthető, hanem sokkal inkább a romló makrogazdasági egyensúlyi mutatókhoz (magas költségvetési hiány, annak kétséges hatású kezelése és a fizetési mérleg emelkedő hiánya), valamint a magyar politika iránti bizalom megrendüléséhez, az EU-val való együttműködési készség látványos hiányához. A bizalom hiánya pedig a háború okozta feszült pénzpiaci légkörben a sérülékeny országokat különösen sújtja. A magyar infláció az egyik legmagasabb az EU-ban és bizonytalan az Európai Unióval a 7 éves Partnerségi Megállapodásról és a Helyreállítási és Ellenállási Eszköz igénybevételéről szóló megállapodás esélye. Emellett különösen magas a magyar gazdaság kitettsége az orosz energia-szállításoktól, ami a háborús körülmények között súlyos kockázat.

A *jegybank* az egyre emelkedő fogyasztói árindexre és részben a forint árfolyam-gyengülésére a kamatkondíciók szigorításával reagált. A 2021 júniusban kezdődő





jegybanki kamatemelési ciklusban előbb 30, majd 2022 szeptember-októberben 15 bázispontos alapkamat-emelést hajtott végre. A forint gyors gyengülését és az egyre magasabb havi árindexeket tapasztalva, novemberben a jegybank visszatért az alapkamat 30, 2022 januárjától az 50 bázispontos majd áprilistól a 100-185-200 pontos emeléséhez. A forint árfolyama valamennyi kamatemelésre, egy rövid erősödést követően, mérsékelten reagált. Szeptember végén a jegybank 125 bázispontos alapkamat-emelést hajtott végre, ezzel az alapkamat 13%-ra emelkedett és ezzel egyidejűleg deklarálta, hogy a kamatemelési ciklust befejezte. A bejelentés zavart okozott a piacon, mivel a befektetők nehezen tudták értelmezni a döntést azzal párhuzamosan, hogy maga a jegybank az infláció további jelentős emelkedését jelezte előre. A szakértők jelentős része szerint célszerűbb lett volna a kamatemelési ciklust, kis emelésekkel folytatni, mint most egy nagy lépés után lezárni.



Az egynapos betéti is hitelkamatok az alapkamattal párhuzamosan változtak, a kamatfolyosó (legalábbis százalékpontban mérve) pedig nem változott: az O/N fedezett hitelkamat 300 ponttal magasabb, mint az O/N betéti kamat.

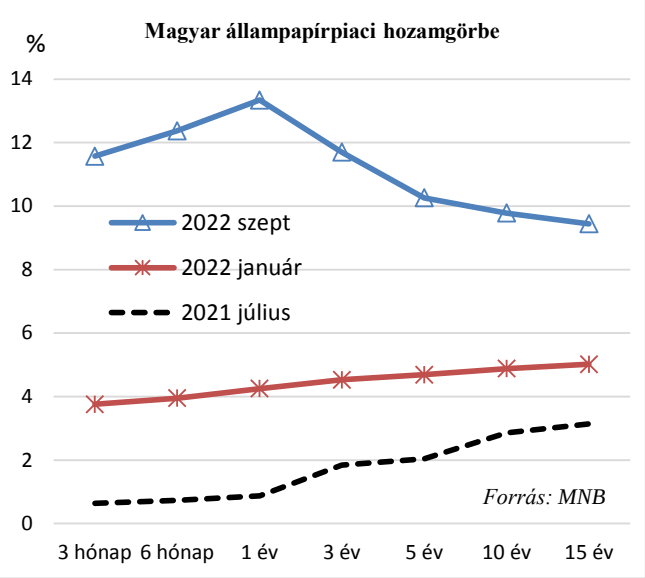
A jegybanki szigorítás a jelek szerint a továbbiakban már nem az alapkamat mértékében, mégcsak nem is a betéti- és hitelkamatokban, hanem a likviditásszűkítő eszközökben ölt testet. Október 1-től a jegybank a kötelező tartalékrátát 1%-ról 5%-ra emelte, valamint az alultartalékolás esetén alkalmazott büntető kamatlábat 26%-ra (az alapkamat kétszeresére). Emellett új értékpapírokat vezetett be, amelyek kamatozása az alapkamathoz igazodik. A jegybank ezektől a lépésektől a banki likviditás csökkenését várja, a válság alatt a bankszektorba pumpált 9.500-9.700 milliárd forintnyi likviditás legalább a felének a kiszívását.

A kamatemelések és a likviditásszűkítő lépések nyilván negatív hatással lesznek a banki hitelkamatok alakulására, és ezzel a vállalatok hitelellátottságára.

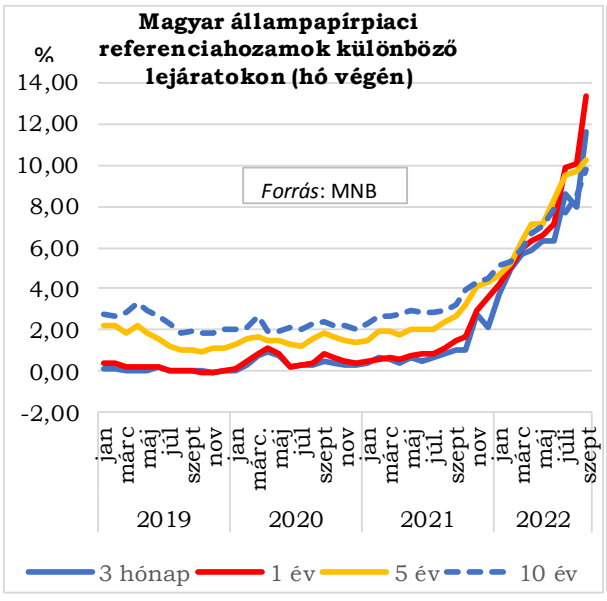
Állampapír-piaci hozamok

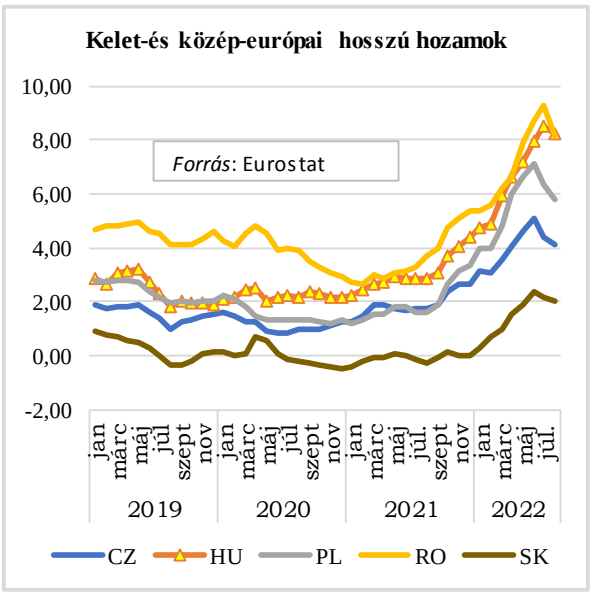
2022 első 8 hónapjában a magyar állampapír-piaci hozamok ugrásszerű emelkedéssel reagáltak a jegybanki kamatszint emelkedésére, a magas költségvetési hiányra és az emelkedő államadósságra és annak növekvő finanszírozási szükségletére. A legjelentősebb emelkedés a rövid hozamok terén történt; a 3 hónap és 3 év lejárat közötti papírok hozama több, mint megháromszorozódott 2022 január és szeptember között. Az 1 éves papírok hozama szeptember végére meghaladta a 13%-ot (!), a 3 éves papírok hozama júliusra átlépte a 10%-ot, szeptemberben pedig megközelítette a 12%-ot.

A konvergencia-kritérium alá eső 10 éves papírok hozama a 2022 januári 4,88%-ról szeptember utolsó napjára 9,78%-ra, mintegy kétszeresére nőtt. Ezzel a hozamgörbe 2022 folyamán lényegesen átalakult. Míg korábban, még 2022 januárjában is, a hozamok a lejárat hosszával többé kevésbé párhuzamosan emelkedtek, 2022 nyarára egy aszimmetrikus harang-görbe alakult ki, amelyben a rövid-középlejáratú hozamok magasabbak, 1 év feletti lejárattól felfelé pedig csökkennek a hozamok. Ez azt is jelezheti, hogy a hosszabb távú kilátásokat a befektetők nem látják annyira borúsan, mint a rövidebb távúakat.



A 10%-hoz közelítő magyar 10 éves állampapír-hozam kiemelkedik a régiós folyamatokból. Az euróövezet-tag szlovák állam még 2022 augusztusában is 2,03%-on, Csehország pedig 4,1%-on tudott 10 éves állampapírt értékesíteni, alig több, mint a felén a magyarénak. Augusztusban Lengyelország 10 éves állampapírpiaci hozama 5,8% volt, a román hosszú hozam pedig szinte hajszálpontosan megegyezett a magyar hozamokkal.





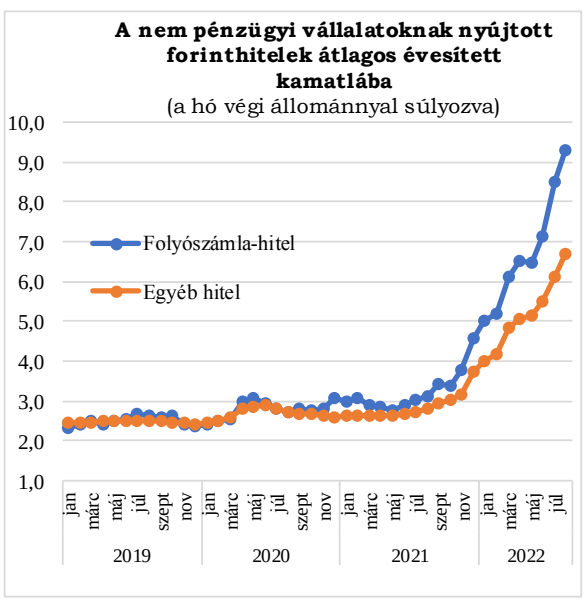
2.6.4. Vállalati és lakossági kamatok

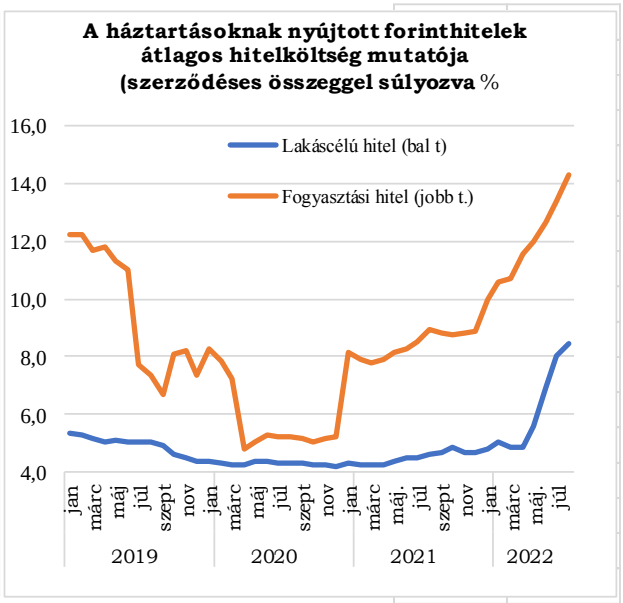
Az emelkedő globális kamatszint erőteljesen érvényesült a vállalati hitelek terén, és begyűrűzött a háztartási hitelek kamatszintjébe.

A vállalatok forgóeszköz-finanszírozását tekintve különösen húsbavágó a *folyószámla-hitelek* átlag-kamatának jelentős emelkedése: a nem-pénzügyi vállalatok körében a 2022 januári 4,89%-ról augusztusra 9,3%-ra. Különösen aggasztó, hogy a kamatszint hónapról hónapra emelkedik, tehát az augusztusi kamatszint még korántsem a folyamat végét jelenti. Az *egyéb* vállalati hitelek terén, amelyek jellemzően beruházási-fejlesztési célokat szolgálnak, a kamatláb emelkedése csekélyebb volt, 2022 augusztusában 6,69%, ami több mint a másfélszerese az év elejei és több mint a kétszerese az előző év augusztusinak. Ezen belül a rövid vállalati 4,94%-ról. Minden lejáraton emelkednek az évesített átlagos kamatlábak a nem-pénzügyi vállalatok számára, ami a vállalatok hitelfelvételi képességét a közeljövőben számottevően korlátozhatja, bár az augusztus hitelfelvételei adatokon még nem látszik visszaesés, sem a folyószámla, sem az egyéb hitelek terén (jelentős havi ingadozások mellett).

A háztartásoknak nyújtott *fogyasztási hitelek* átlagos hitelköltség-mutatója szintén viharosan emelkedett, 2022 augusztusában már meghaladta a 14%-ot (14,29%). Ilyen magas a fogyasztási hitelek kamata utoljára 2016 nyarán volt. A *lakáshitelek* átlagos hitelköltség-mutatója kevésbé emelkedett, de 2022 augusztusában ez is 8,49%-ra nőtt, az év eleji 4,2% után. Ez már az a kamatszint, amely mellett a lakossági ingatlan-finanszírozás kifejezzen kockázatosnak minősül.

A lakáscélú hitelek felvétele terén már érzékelhető a magas kamat visszatartó ereje: a lakáshitelek havi összege májusban tetőzött, 151 milliárd forinttal, július-augusztusra azonban már jócskán 100 milliárd forint alá csökkent. Szerencsére az új lakáshitelek kevesebb mint 1%-a volt változó kamatozású, és mintegy 70%-a 5 éven túli kamatfixálású (ezen belül 27%-a 10 éven túli). Augusztusban a lakáshitelek kamatfixálásának átlagos hossza 134 hónap volt.





Gazdasági jelzőszámok 2014-2021-re, előrejelzés 2022-re és 2023-ra (százalékos változás)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022*	2023*
GDP-AGGREGÁTUMOK ÉVES REÁLNÖVEKEDÉSE										
GDP összesen	4,2	3,7	2,2	4,3	5,4	4,9	-4,5	7,1	4,0	0,5
Belföldi felhasználás	5,3	2,0	1,8	5,7	7,1	7,1	-2,6	6,2	4,5	-1,2
Magánfogyasztás	2,2	3,6	4,1	4,5	4,2	4,5	-1,9	4,2	5,5	-1,5
Közösségi fogyasztás	8,9	1,3	0,5	3,8	4,2	9,4	3,9	3,1	1,2	0,0
Bruttó felhalmozás	12,5	-1,6	-3,5	10,1	15,9	12,1	-6,8	11,7	4,2	-1,0
ebből: állóeszköz-felhalmozás	12,2	4,9	-10,6	19,7	16,3	12,8	-7,1	5,2	4,0	-1,0
Export[a]	9,2	7,4	3,8	6,5	5,0	5,4	-6,1	10,3	4,3	2,0
Import[a]	10,9	5,7	3,5	8,4	7,0	8,2	-3,9	9,1	4,9	0,0
TERMELÉSI INDEXEK										
Mezőgazdasági kibocsátás (bruttó)	11,4	-2,5	9,4	-4,1	2,6	-0,1	-2,4	-2,1	-21,0	0,0
Ipari termelés	7,7	7,4	0,9	4,6	3,5	5,6	-6,0	9,5	5,0	2,5
Kiskereskedelmi forgalom volumene	5,2	5,8	4,8	5,6	6,7	6,3	-0,1	3,5	5,7	-2,0
FOGLALKOZTATÁS, JÖVEDELMEK										
Foglalkoztatottak száma	4,8	2,7	3,4	1,5	1,3	0,8	-0,9	0,7	1,0	-0,5
Munkanélküliségi ráta (15-74 éves népesség)	7,5	6,6	5,0	4,0	3,6	3,3	4,1	4,1	3,6	3,8
Bruttó nominális keresetek	3,0	4,3	6,2	12,9	11,3	11,4	9,7	8,7	16,5	11,5
Nettó reálkeresetek	3,2	4,4	7,4	10,3	8,3	7,7	6,2	3,4	2,2	-3,9
ÁRAK, ÁRFOLYAMOK, KAMATOK										
Fogyasztói árindex	-0,2	-0,1	0,4	2,4	2,8	3,4	3,3	5,1	14,0	16,0
Forint/euró árfolyam (éves átlag)	309	310	311	309	319	325	351	359	389	400
Dollár/euró árfolyam (éves átlag)	1,33	1,11	1,11	1,13	1,18	1,12	1,14	1,18	1,05	1,00
Rövidtávú kamatok (3 hó), időszak vége	1,43	0,80	0,06	-0,01	0,00	-0,01	0,28	2,16	12,0	9,0
Hosszútávú kamatok (10 év), időszak vége	3,60	3,33	3,16	2,02	3,01	2,01	2,08	4,51	10,5	9,5
FIZETÉSI MÉRLEG										
Folyó fizetési és tőkemérleg a GDP %-ában	4,9	6,9	4,5	2,8	2,5	1,1	1,0	-1,5	-7,0	-3,5
ÁLLAMHÁZTARTÁS										
Államháztartás egyenlege, a GDP %-ában	-2,8	-2,0	-1,8	-2,5	-2,1	-2,1	-8,0	-6,8	-6,5	-4,0
Bruttó államadósság, a GDP %-ában [b]	76,5	75,7	74,8	72,1	69,1	65,5	79,6	76,6	77,0	75,0

a A GDP-statisztika szerinti áru- és szolgáltatásexport és -import
b Az államháztartás az Eximbankkal együtt
* A Kopint-Tárki előrejelzése

Forrás: KSH, MNB