



## **Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép 2021-ről**

**Készült a Költségvetési Tanács Titkársága megbízásából**

Készítették:

Bogóné Jehoda Rozália  
Matheika Zoltán  
Nagy Katalin  
Palócz Éva  
Vakhal Péter

  
.....  
Dr. Palócz Éva Mária  
Kopint-Tárki  
Konjunktúrakutató Intézet Zrt  
vezérigazgató



Budapest, 2022. április 25.

Készült a KVT/7-1/2022 szerződés alapján

Dr. Palócz Éva Mária  
vezérigazgató

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

## Tartalom

Összefoglaló.....	5
1. A világgazdasági helyzet .....	7
2. Makrogazdasági folyamatok 2021-ben.....	13
Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa .....	16
2.1. A GDP és komponensei.....	17
2.2. A GDP termelési oldala .....	22
2.2.1. Ipar.....	22
2.2.2. Építőipar.....	25
2.2.3. Lakásépítés, lakáspiac .....	27
2.2.4. Turizmus .....	28
2.3. A GDP felhasználási oldala .....	30
2.3.1. A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai .....	30
2.3.2. Beruházások.....	34
2.3.3. Külkereskedelem .....	37
2.4. A fizetési mérleg és az ország nettó külföldi kötelezettségállományának alakulása.....	40
2.5. Foglalkoztatottság, munkanélküliség .....	43
3. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok.....	45
3.1. Államháztartási folyamatok .....	45
3.1.1. Költségvetési folyamatok 2021-ben az EU-ban.....	45
3.1.2. A magyar költségvetés 2021-ben és 2022 elején.....	48
3.1.3. A 2022. évi magyar költségvetés.....	49
3.1.4. Államadósság.....	52
3.2. Infláció .....	54
3.2.1. Fogyasztói árindex az Európai Unióban .....	54
3.2.2. A magyar fogyasztói árindex 2021-ben.....	59
3.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok .....	63
3.3.1. Jegybanki kamatok és árfolyam.....	63
3.3.2. Állampapír-piaci hozamok .....	65
3.3.3. Vállalati és lakossági kamatok .....	66



## Összefoglaló

2021-ben a világgazdasági folyamatok jelentősen javultak, ami a magyar gazdaságra is jótékony hatással volt. A bizonytalanság továbbra is nagy, amelyet a 2022-ben történt orosz támadás Ukrajna ellen tovább tetézett.

A növekedési számok alapján a magyar gazdaság 2021-ben a várakozásokat felülmúlóan sikeres volt: a szezonálisan kiigazított GDP-volumen negyedévről negyedévre jó ütemben emelkedett, az utolsó negyedévben immár több mint 3%-kal meghaladva a Covid-válságot megelőző negyedéves csúcscsintet.

Az év/éves növekedési indexek részben a mindenkori bázistól függően alakultak, de egészében véve nagyon dinamikus, a legtöbb elemző várakozásait jócskán meghaladó éves növekedést eredményeztek. Az utolsó negyedévben mért 7,1%-os ütem azt sugallja, hogy a gyors növekedés a voltaképpeni kilábalás végét követően is folytatódhat.

Ugyanakkor a növekedés *szerkezetének* változása alapján indokolt az óvatosság. Az első félévtől eltérően a második félévben az áru-külkereskedelem végig negatívan járult hozzá a növekedéshez, az export átmeneti mélyrepülése miatt, amelyet az import csak részben követett le. (A termelési oldalon ugyanez főként az ipari növekedés látványos lassulásában tükröződött.) Ugyan az export már az utolsó negyedévben elkezdett magához térni, és ezzel egyidőben a szolgáltatás-külkereskedelem érdemben tudta támogatni a növekedést, az áru-külkereskedelemnek a globális volatilitást lekövető ingadozásai önmagukban is azt jelenti, hogy a külkereskedelemre, mint megbízható növekedési tényezőre az idén nem lehet számítani. A beruházások növekedése is negyedévről-negyedévre lanyhul, az állami beruházások pedig megrekedtek.

Ebbe az amúgyis bizonytalan helyzetbe robbant bele február 24-én Ukrajna orosz megtámadása. A háború kedvezőtlen gazdasági következményei miatt az előrejelzők az idei növekedési prognózisaikat sorra csökkentették. A Kopint-Tárki a korábbi előrejelzését eddig csak 1 százalékponttal mérsékelte, **4%-ra**. Ennek oka, hogy a növekedés húzóerejét eddig is a magánfogyasztásban láttuk, amelyet 2022 februárjában több mint 1.200 milliárd forinttal még meg is támogattak a kormány jóléti intézkedései. A háztartások fogyasztása idén akkor is számottevően emelkedik, ha az év hátralévő részében az infláció tovább erodálja a jövedelmek értékét.

2022-re a magánfogyasztás 5,2, a bruttó állóeszközfelhalmozás 4%-os és az importnak (4,4%) az exporténál (4%) gyorsabb növekedését jelezzük előre.

A költségvetés hiánya 2021-ben is viszonylag magas volt a kiemelkedő gazdasági növekedéshez képest, 2022-ben pedig az első három hónap kiugró deficitet hozott. Az év első három hónapjában az egész évre szóló (felemelt) hiány kétharmada már megvalósult. A februári óriáshiány még magyarázható volt az egyszeri jóléti kiadások több mint 1.200 milliárd forintos kiadásával, a márciusi 875 milliárdos deficit azonban további figyelmeztető jel.

Az év hátralévő részében nagyon fegyelmezett fiskális politikára lesz szükség, ami további állami beruházások elhalasztásával, illetve a lakossági ártámogatások mértékének az újragondolásával járhat. Ugyanakkor, az államháztartási hiány és az államadósság relatív mutatóját a vártnál magasabb folyó áras GDP jelentősen javítja,

a várhatóan magas GDP deflátor következtében. Ennek ellenére az év egésze nem úszható meg 4 ezer milliárd forintos költségvetési hiány alatt (de inkább 4.500 milliárddal), ami még a magasabb nominális GDP mellett is a GDP 6,5-7%-át teszi ki. A kamatok és hozamok jelentős emelkedése miatt az államadósság finanszírozása jócskán meg fog drágulni.

További kérdőjel az európai uniós támogatások sorsa. Amennyiben a magyar kormány az európai támogatások elköltésének az átláthatósága tekintetében nem sikerül az Unió által elfogadható garanciákat adnia, akkor az európai támogatások megszerzése kétséges lehet. Feltételezhető, hogy legfeljebb az év vége felé lehet ebben a kérdésben megállapodásra jutni (ha egyáltalán), ezért az év nagy részében az európai uniós támogatások beérkezésére nagy valószínűséggel nem érdemes számítani. A magyar költségvetés ugyan előfinanszírozza a vélelmezhető uniós támogatásokat, a költségvetési konszolidációs kényszer ennek súlyos korlátot szabhat.

2022-ben a jegybanki kamatok további emelkedésére és volatilis forintárfolyamra kell számítani. A fogyasztói árindex 8,7% lehet, felfelé mutató kockázatokkal.

## 1. A világgazdasági helyzet<sup>1</sup>

A *világgazdasági* helyzetet napjainkban a szárnyaló infláció, a lassuló globális kereskedelem, a termelési láncok újraéledő fennakadásai, a szigorodó monetáris politika, a volatilis pénzpiacok és a politikai konfliktusok jellemzik. A hangulat-indikátorok az év eleji felfelé mutató trend után újra lekonyultak, tükrözve a növekvő politikai és gazdasági bizonytalanságot. Pedig az orosz-ukrán konfliktus kitörése előtt megvolt a remény, hogy a pandémia enyhülését követően lassan normalizálódik a helyzet a világ legtöbb országában.

Annak ellenére, hogy Oroszország és Ukrajna világgazdasági súlya relatíve kicsi, mivel bizonyos kulcsfontosságú termékek fontos szállítói (nyersolaj, gáz, gabonafélék, fémalkatrészek, műtrágya-alapanyag), a köztük zajló konfliktus globális, elsősorban Európára gyakorolt hatásai mégsem lebecsülendők. Így a globális növekedésre vonatkozó előrejelzéseket az utóbbi időben rendre lefelé korrigálják: a tavalyi 5,8 százalékos globális bővülés után az idén mintegy 3,5 százalékos növekedés várható, amely jövőre sem gyorsul jelentősen. Ugyanakkor feltételezéseink szerint a pandémia hatásai a prognózisidőszakban már nem lesznek meghatározók, noha mindig új vírusvariánsok tűnnek fel, s a fertőzés terjedése még nem állt meg. A nyersanyag- és élelmiszer-piaci fejlemények következtében az infláció alakulása viszont nagyban kihat a globális folyamatokra: a magas nyersanyag- és élelmiszerárak egyre inkább begyűrűznek a fogyasztói árakba, s Japán kivételével mindenütt erőteljes áremelkedéshez, a reáljövedelmek csökkenéséhez vezetnek. A legtöbb jegybank már megkezdte a szigorítást, ami rontani fogja a hitelfeltételeket és fékezi a növekedést.

A *világkereskedelmi folyamatokat* jelenleg ellentétes hatások érik. Egyrészt a keresletet visszafogja az infláció, amely már a fejlett országokban is tekintélyes mértéket ért el, másrészt az újabb járványhullámtól való félelem, valamint az orosz-ukrán katonai konfliktus ösztönzi a készletfelhalmozást azokban a vállalati szegmensekben, ahol ez fizikailag és pénzügyileg megvalósítható. Az áremelkedést több tényező fűti: egyrészt az év eleje óta, de különösen március folyamán jelentős emelkedésnek indultak az energiahordozó nyersanyagok árai, amelyek az elmúlt év folyamán megduplázódtak, és az orosz-ukrán konfliktus hatására tovább emelkedtek. Európa keresi az orosz nyersanyagfüggőség ellenszerét, és alternatív források után kutat. Mindehhez hozzájárul az attól való félelem, hogy Oroszország átmenetileg megszünteti a nyersanyagellátást, ami a készletfelhalmozásokon keresztül tovább hajtja az árakat. Másrészt a környezetszennyező energielőállítás korlátozása miatt Kína számos energiaigényes feldolgozóipari nyersanyagból (például acélból) a szokásosnál több importra szorul. Harmadrészt a lokális természeti katasztrófák, valamint a készletfelhalmozás miatt a kelet-ázsiai országban jelentősen nőtt az importkereslet, különösen az olyan szűkebb kínálatú piacokon, mint például az élelmiszerek.

Az orosz-ukrán konfliktus kereskedelemfékező hatása jelentős, azonban a károkon a világ országai nem egyenlő mértékben osztozkodnak. Némiképp paradox módon az ukrán gazdaság szinte teljes leállása (nem küld és nem is fogad termékeket) leginkább a vele szoros kereskedelmi kapcsolatokat ápoló Oroszországnak és Fehéroro-

---

<sup>1</sup> Ez a fejezet meg fog jelenni a Külgazdaság 2022/5-6 számában

szországnak árt. A közép- és kelet-európai uniós tagállamok számára is káros az ukrán termelés átmeneti felfüggesztése, különösen néhány élelmiszer-ipari, valamint egyéb feldolgozóipari félkész termék esetében. Az orosz gazdaság szankcionálása, valamint a reciprocitás jegyében kivetett ellenszankciók néhány uniós tagállam gazdaságában már érezhető hatást váltanak ki. Különösen ide tartoznak a balti államok, a visegrádi országok (kiváltképp Szlovákia), valamint Finnország, ahol az orosz energiahordozóktól való függőség többszöröse a nyugat-európai uniós tagállamok többségének. Összességében Oroszország jobban ki van téve az európai beszállítóknak, mint az európai termelők Oroszországnak, azonban az energiahordozók piaca kvázi monopolnak tekinthető, ami nem, vagy csak nagyon nehezen helyettesíthető, szemben azokkal az európai termékekkel és szolgáltatásokkal, amelyeknek létezik (tökéletlen) helyettesítője. Összességében a világkereskedelem volumene nagy valószínűséggel tovább fog növekedni, ha némileg lassúbb ütemben is.

Az amúgy is emelkedő *nyersolajárak* az orosz-ukrán konfliktus kirobbanását követően szárnyalni kezdtek, a márciusi átlag már hordónként 117 dollárt ért el, s a piacot nagy volatilitás jellemzi. Az olajárak emelkedését a politikai bizonytalanság mellett a készletek alacsony szintje is fűti. Az orosz nyersolajszállításokra kivetett vagy kivetendő embargó csak tovább növelheti az olaj árát, hiszen a felhasználóknak alternatív források után kell nézniük. Európa függetlenedési törekvései az orosz fosszilis energia importjától szintén fűtik az áremelkedéssel kapcsolatos várakozásokat. Becslések szerint a nyersolajár éves átlagban hordónként 100 dollár körül alakulhat az idén, ám jövőre visszamehet akár 89 dollárra. Természetesen ezt a prognózist nagy bizonytalanság jellemzi, hiszen nem lehet tudni, hogy az orosz-ukrán konfliktus hogyan alakul, a szankcióknak milyen hatásai lesznek, mennyire sikerül a fejlett országok leválása az orosz szállításokról, milyen szerepet játszhat ebben az új helyzetben Irán, és egyáltalán, hogyan alakul a piaci egyensúly, mennyire sikerül a készleteket visszatölteni. A gázpiacon talán még nagyobbak a feszültségek az orosz-ukrán konfliktus kirobbanása óta. Az orosz gáztól való függetlenedés nem egy európai ország számára sokkal bonyolultabb, mint az orosz olajról való leszakadás, s rövid távon nehezen megoldható. Egyes európai országok esetében a gázimport 60–90 százaléka Oroszországból jön, s ennek minden átmenet nélkül történő leállása nagy zavarokat idézhetne elő.

A *nem energiahordozó nyersanyagok* piacán az energiaárak emelkedése tovább fűtötte az árakat. Most már az élelmiszerek világpiacán is látványos az emelkedés. A drágulást nem csupán a logisztikai szűk keresztmetszetek és az energiaárak drágulása, hanem a kedvezőtlen időjárási viszonyok is táplálják. A kínai kibocsátás lassulásával valamelyest mérséklődött az ipari fémek áremelkedési üteme, de továbbra is folyamatos a drágulás. Mindezen az orosz-ukrán konfliktus bizonyosan tovább ront. A nyersanyagok drágulása mára egyértelműen beépült az árindexekbe, komoly fejtörést okozva a világ jegybankjainak.

Így nem meglepő, hogy az idén várhatóan mindenütt elkezdődik a *monetáris szigorítás*. A *Fed* márciusban az irányadó kamatot a 0,25-0,50 százalékos sávba emelte, s jelezte, hogy kis lépésekben további kamatemelésekre lehet számítani, így az idén év végére az alapkamat elérheti a 2 százalékot, a jövő év végére pedig akár 2,8

százalék is lehet, de ennél gyorsabb ütemű kamatemelés sem kizárt. Az amerikai infláció egyelőre folyamatosan erősödik, a befektetők a magas infláció, a feszes munkaerőpiac és a bizonytalan inflációs kilátások miatt ár-bér spirál kialakulásától tartanak. Az *Európai Központi Bank* egyelőre még óvatosabb, de márciusban felgyorsította a nettó eszközvásárlások kivezetését, s jelezte, ha szükséges, még az idén elkezdheti a kamatemelést. Márciusban az euróövezet inflációja a várakozásokat meghaladó mértékben, 7,5 százalékra gyorsult, s már a maginfláció is 3 százalékot ért el. A brit infláció 6,2 százalék, és még emelkedő trendet követ, emiatt a brit jegybank márciusban 25 bázisponttal 0,75 százalékra emelte az alapkamatot, s további kamatkiigazítás várható. A közép- és kelet-európai országokban az infláció üteme még gyorsabb, mint Európa nyugati részén, így például a cseh jegybank – a 10 százalékos inflációra reagálva – több lépésben 5 százalékra emelte az alapkamatot, a magyar jegybank pedig – 8,3 százalékos infláció mellett – 4,4 százalékra. Lengyelországban márciusban 0,75 százalékkal 3,5 százalékra emelték az alapkamatot, majd áprilisban 100 bázisponttal 4,5 százalékra továbbemelték, mivel január–februárban az inflációs ráta 8 százalék felett, márciusban viszont már 10 százalékon mozgott.

Az *Európai Unió külső környezetében* a korábban vártnál lassúbb lesz az idei növekedés. Így az USA-ban 3 százalék körüli GDP-bővülés várható az idén: a magas infláció, a szigorodó monetáris környezet és a geopolitikai feszültségek mind szerepet játszanak abban, hogy a tavalyi 5,3 százalék után a növekedés 2022-ben veszít erejéből. Az infláció az idén éves átlagban a 7 százalékot is elérheti, s jövőre – amennyiben az energiaárak normalizálódnak – 3 százalék körülre mérséklődhet, így is meghaladva a jegybanki célértéket. Félő azonban, hogy az infláció ár-bér spirált indít el, a túl agresszív monetáris szigorítás pedig recesszióba döntheti az amerikai gazdaságot. A munkaerőpiac stabil marad, a munkaerőhiány következtében a munkanélküliségi ráta akár mérséklődhet is az idén, s újra a pandémia előtti szintre (3–4 százalék) süllyedhet.

Japánban a pandémia hatásai még mindig erősen érezhetők. Tavaly 1,7 százalékkal nőtt a GDP, s az idei évre sem várható dinamikus növekedés: legfeljebb 1 százalékkal bővíthet a japán gazdasági teljesítmény. Japán az egyetlen ország, ahol a monetáris szigorítás nem kezdődött el, ami a jen árfolyamát erősen gyengítette.

A *brit gazdaság* ledolgozta a pandémia alatt elszenvedett veszteséget, és a gazdasági teljesítmény már tavaly elérte a járvány előtti szintet. Az Egyesült Királyságban is a gyorsuló, jelenleg 6,2 százalékon mozgó infláció az egyik fő probléma. A másik a feszült munkaerőpiaci helyzet: a brexit következtében több százezer betöltetlen állás van, az országban teljes a foglalkoztatottság, a legnagyobb gondot a munkaerőhiány okozza. Brit előrejelzők szerint az év egészében az infláció alakulása fogja meghatározni a kilátásokat. Várakozások szerint az inflációs ráta áprilisban érheti el csúcspontját, s ha meg is indul egy normalizálódás, a jegybanki 2 százalékos célértékre 2024 előtt nem fog visszatérni. Tavaly a brit GDP 7,3 százalékkal nőtt, az idén mérsékeltebb, de még mindig dinamikus 4,8 százalékos bővülés várható. A növekedés motorja a magánfogyasztás és a beruházások lesznek.

A *kínai gazdaság* a tavalyi 8,1 százalékos GDP-növekedést követően az idén minden bizonnyal lassulni fog. A március közepén nyilvánosságra hozott hivatalos előirányzat 5,5 százalék körüli növekedéssel számol. Ezt azonban több mértékadó szervezet

szakértői is túlságosan optimistának tartják. A növekedési ütem várható mérséklődésében a kínai gazdaságpolitikai váltás mellett szerepet játszanak a Covid-járvány újabb fellángolása, valamint az orosz-ukrán háború következményei is. Az orosz-ukrán háború rövid távon a világpiaci árak alakulásán keresztül, valamint az Európába irányuló szárazföldi szállítási utak ellehetetlenülése révén hat igen kedvezőtlenül a kínai gazdaságra. Ugyanakkor az orosz-európai kapcsolatok megingása új lendületet adhat az orosz-kínai kapcsolatoknak a jövőben. Kína középtávon nehéz egyensúlyteremtési feladatok előtt áll, többféle célt tűzött maga elé: így a gazdaságpolitikai hangsúlyt a külső keresletről a belső keresletre kívánja helyezni, a beruházások és az ipari termelés által vezérelt növekedésről a fogyasztás és a szolgáltatások által támasztott növekedésre kíván áttérni, s az állami irányítás és szabályozás prioritásáról a piac és a magánszektor nagyobb szerephez juttatására törekszik, valamint a magas szén-dioxid-kibocsátású gazdaság mielőbbi zölddé tételét célozta meg.

Az *euróövezet* idei évre várható növekedési kilátásait jelentős mértékben rontják az orosz-ukrán háború egyelőre beláthatatlan következményei, az energiaellátást övező bizonytalanságok, a beszállítói láncokkal kapcsolatos fennakadások, a szárnyaló energia- és élelmiszerárak miatt egyre erősödő infláció, a pénzpiacok volatilitása és a monetáris szigorítás következményei. Az infláció tavaly ősztől egyre nagyobb mértékben gyorsul, s a kezdetben még átmenetinek tartott jelenségről kiderült, hogy nemcsak az energia- és az élelmiszerárakat érinti, hanem a fogyasztás egyre szélesebb körére is kihat. A márciusban már 7,5 százalékos inflációs ráta csökkentette a háztartások reáljövedelmét, a magas energiaárak emelik a termelési költségeket, s a gazdaság egyre szélesebb vertikumában éreztetik hatásukat. Nem véletlen, hogy ebben a helyzetben a hangulatindexek újra lefelé mutatnak, a vállalatok várakozásai egyre pesszimistábbak. A feldolgozóipari termelés tavaly év közepe óta folyamatosan lassul, és az euróövezet legnagyobb gazdaságában, Németországban már újra negatív ráták jelennek meg. Ilyen körülmények között nem véletlen, hogy a növekedési előrejelzéseket lefelé módosítják. Az euróövezet átlagában a tavalyi év végén 2022-re adott 4,9 százalékos előrejelzésünket 2,9 százalékra csökkentjük, és még 2023-ra is csak mérsékelt, 3,1 százalékos GDP-bővülést várunk. A prognózishoz jelentős lefelé mutató kockázatok kapcsolódnak, különösen, ha az EU tovább keményíti az Oroszországgal szembeni gazdasági szankciókat és felgyorsítja az orosz energiától való függetlenedés folyamatát. Ennek infrastrukturális feltételeit is meg kell teremteni, ami időt vesz igénybe, így azok az országok, amelyek különösen erőteljesen függenek az orosz energiaszállításoktól, nehéz helyzetbe kerülhetnek.

A GDP felhasználási komponenseit tekintve a magánfogyasztás bővülését az energiaárak emelkedése és annak tovagyrúzó hatásai jelentősen fékezik. Ezt valamelyest kompenzálja, hogy a Covid-járvány alatt a magánháztartások jelentős megtakarításokat halmoztak fel és ezekhez most hozzájárulhatnak, illetve az ellátási fennakadásoktól való félelem egyes vásárlásokat előre is hozhat. Míg az év első negyedében a magánfogyasztás akár zsugorodhat is, az év egészében 3,9 százalékos bővüléssel számolhatunk, de jelentősek a lefelé mutató kockázatok. A beruházások élénkülését sejteti, hogy a Covid-járvány alatt számos fejlesztés elmaradt vagy megakadt, amelyek pótlására vagy folytatására most sor kerülhet. Így 2021 utolsó

negyedében a beruházások már elérték a pandémia előtti szintet. Ugyanakkor az ellátási nehézségek, a bizonytalan kilátások fékezőleg hatnak. Becslések szerint a bruttó állóeszköz-felhalmozás mind az idén, mind jövőre 4 százalék felett bővülhet. Az áruexport az ukrán-orosz konfliktus következtében Oroszországra kivetett szankciók miatt az év első negyedében visszaesik, s a következő hónapokban is sok függ attól, hogy a helyzet mennyire normalizálódik. Ezzel együtt arra számítunk, hogy a nettó export az idén negatív lesz, s jövőre is inkább semleges.

Éves átlagban az EU-19 harmonizált inflációs rátája 5,2 százalékot érhet el a tavalyi 2,6 százalék után, s jövőre – részben a bázishatás miatt – 3 százalék körülire lassulhat. A munkanélküliség a prognózisidőszakban alacsony marad. A pandémia alatt a különböző állami intézkedések segítették a munkaerőpiaci folyamatok stabilizálását és a munkanélküliség megugrásának elkerülését. Az euróövezet átlagában a tavalyi 7,7 százalékos munkanélküliségi ráta az idén 6,8 százalékra, jövőre pedig 6,4 százalékra csökkenhet.

A pandémia során végrehajtott gazdaságélénkítő csomagok következtében az államháztartás hiánya az euróövezet összes országában erőteljesen megnőtt. 2020-ban az euróövezet átlagában a deficit 7,2 százalékot ért el, s a GDP-arányos hiány különösen Spanyolország, Görögország, Olaszország vagy Franciaország esetében volt igen magas. 2021-ben a helyzet javult, amiben a konjunkturális tényezőkön kívül az év második felében az állami kiadások visszafogása is szerepet játszott. 2022-ben további javulásra lehet számítani, bár az államháztartási korrekciókat egyes országokban az orosz-ukrán háborúhoz kapcsolódó újabb költségek fékezhetik. Összességében a prognózisidőszakban a GDP-arányos hiány 2,8–3,7 százalékra mehet vissza, tehát 2023 végére az EU-19 átlagában újra elérheti a maastrichti kritériumoknak megfelelő szintet.

A GDP-hez viszonyított bruttó adósságállomány 2020-ban az euróövezet átlagában 97,3 százalékot ért el, de számos ország (Spanyolország, Olaszország, Franciaország, Belgium, Ciprus, Portugália) esetében meghaladta a GDP 100 százalékát, illetve Görögország esetében a 200 százalékát is. 2021-ben a GDP-bővülés és a magas infláció következtében ezek az arányok valamelyest javultak.

Az EU-27 átlagában az idén 2,9 százalékos, jövőre 3 százalékos növekedést várunk, tehát az euróövezeten kívüli országok is hasonló konjunkturális trendet követnek, mint az EU-19 országai. Az infláció az EU-27 átlagában kissé magasabb lesz, mint az EU-19 országaiban: 2022-ben 5,6 százalék, jövőre 3,1 százalék. A munkanélküliség 6 százalék körüli rátája valamivel alacsonyabb, mint az euróövezet országaiban.

Az ideai *német* növekedési kilátásokat az orosz-ukrán háború eszkalálódása jelentősen rontotta. A pandémia hatásai mérséklődni látszanak ugyan, de a szárnyaló infláció, az emelkedő nyersanyagárak, az újból megjelenő, szűk szállítási keresztmetszetek s a beszűkülő értékesítési lehetőségek következtében a tavalyi év végén még 5 százalék körülire várt ideai növekedést 2,1 százalékra mérsékeltek az előrejelzők. Az év első felében a növekedés jó esetben stagnálni fog, sőt az első negyedévben visszaesés várható. A második félévben a növekedés erőre kaphat, amennyiben a külső feltételek nem romlanak tovább, és a pandémia nem lángol fel újra. A vállalatok romló hangulatát jelzi, hogy az IFO index a februári 98,5-ről márciusban 90,8 pontra

süllyedt, s a vállalatok várakozásai nagyobb mértékben romlottak, mint a Covid-válság idején. A német kormány törekvései, hogy viszonylag rövid idő alatt függetleníse az országot az orosz energiainporttól, ahhoz vezethet, hogy a jövőben tartósan drágább lesz az energia, és az alternatív energiaforrásokra történő átállásnak is jelentős költségei lesznek. Az infláció az idén éves átlagban 6 százalék körül alakulhat, ami az egyesített Németország történetében példátlan.

Az orosz-ukrán konfliktust az unióban leginkább a *közép- és kelet-európai országok*, valamint Finnország érzi meg. Elsősorban a balti államok gazdasága függ az orosz szállításoktól, azon belül is az energiainporttól. Egyes termékkategóriákban az ukrán beszállítás, illetve vásárlás is komoly szerepet játszik a régió tagállamai, így Magyarország esetében is. Az Oroszországra kivetett nemzetközi kereskedelmi és pénzügyi szankciók, valamint a reciprocitás miatt elszenvedett veszteségek egyenlőtlenül csapódnak le a térségben, és rövid távon bizonyosan átmeneti kedvezőtlen fordulatot okoznak a tagállamok fizetési mérlegeiben.

A térség számára jelenleg az infláció leküzdése okozza a legnagyobb problémát, egyes országokban már most kétszámjegyű ráták tapasztalhatók. Az infláció még magasabb lenne, ha a fogyasztói árindexbe a lakásárak változását is beleszámítanák. Idén biztosan lesznek olyan hónapok, amikor a mért infláció kétszámjegyű lesz, azonban feltehetően csak átmenetileg. Jövőre a magas bázis miatt valószínűleg némi megnyugvás következik. Az inflációs nyomás egyre erősebb, a legtöbb gazdaságban egyértelműen beindult az ár-bér spirál is. Látható, hogy a térségben még van tér további kamatemelésre is. Ráadásul az egyes nemzeti valutákra erős spekulációs nyomás nehezedik, további szigorításokat serkentve. A kamatemelések azonban csak csekély mértékben tudják csillapítani az importált energia árán keresztül érkező exogén nyomást, ezért az év első felében az árindexek további emelkedése várható. Az év egészében a fogyasztói árindex átlagos értéke akár a 9,5 százalékot is elérheti az EU-13 országaiban, s egyáltalán nem kizárt, hogy az infláció még ennél is magasabb lesz, noha az év folyamán egyre jobban érződik a bázishatás.

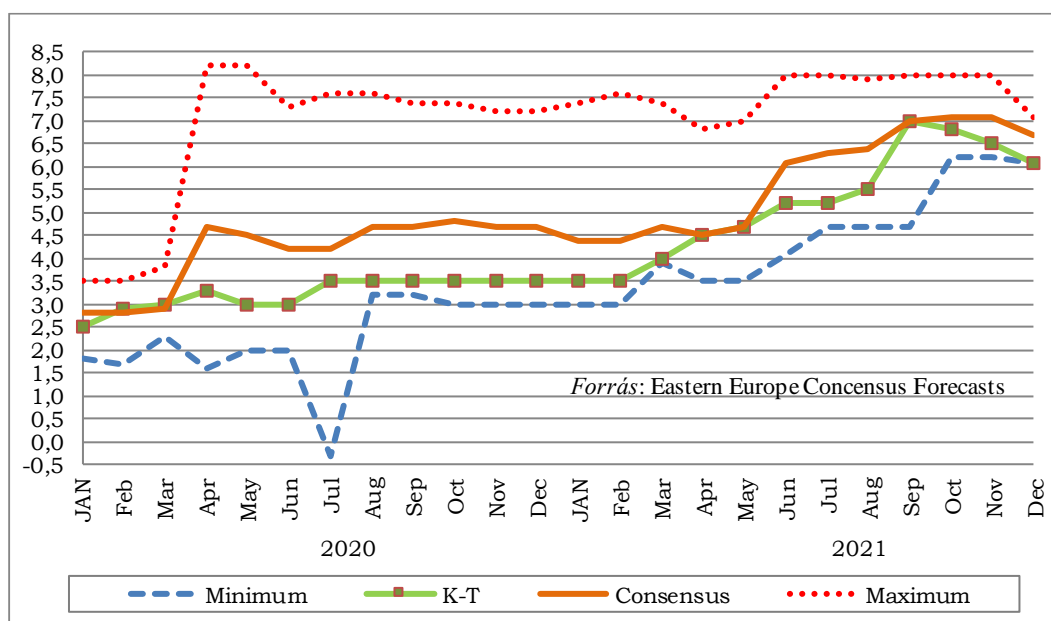
A jegybanki szigorítások közepette valamelyest romlottak a növekedési kilátások, így az idei évre vonatkozó GDP-előrejelzésünket – a tavaly decemberihez képest – mintegy egy százalékponttal, 3,3 százalékra lefelé korrigáltuk. Jövőre tovább mérséklődő dinamikát várunk, azonban a bővülés még így is a régi tagállamok átlaga felett alakul.

## 2. Makrogazdasági folyamatok 2021-ben

A gazdasági növekedési számok alapján a tavalyi év a várakozásokat felülmúlóan sikeres volt: a szezonálisan kiigazított GDP-volumen negyedévről negyedévre jó ütemben emelkedett, az utolsó negyedévben immár több mint 3%-kal meghaladva a Covid-válságot megelőző negyedéves csúcsszintet.

Az év/éves növekedési indexek részben a mindenkori bázistól függően alakultak, de egészében véve nagyon dinamikus, a legtöbb elemző várakozásait jócskán meghaladó éves növekedést eredményeztek. Az utolsó negyedévben mért 7,1%-os ütem azt sugallja, hogy a gyors növekedés a voltaképpeni kilábalás végét követően is folytatódhat.

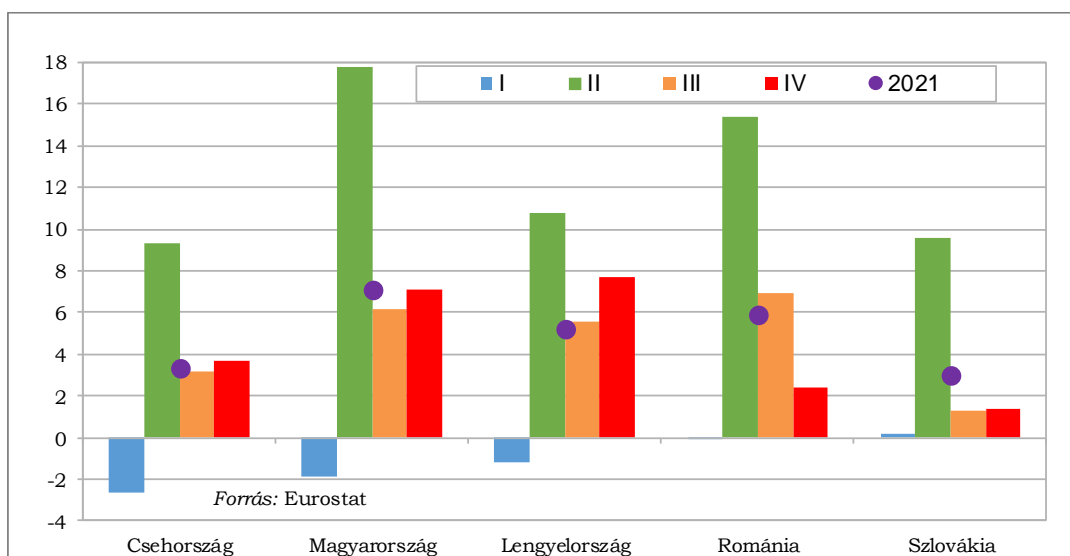
**Consensus prognózis Magyarország 2021. évi GDP-növekedésére**



Az éves növekedési ráta egyben felülmúlta a többi régiós ország növekedési rátáit is – igaz, ehhez az is hozzátartozik, hogy 2020-ban a gazdasági visszaesés is súlyosabb volt Magyarországon, mint Csehország kivételével bármelyik másik régiós országban. A 2020 második negyedévében mért kiugróan erős magyarországi visszaesés után a tavalyi második negyedévi növekedés volt Magyarországon a leglátványosabb, ugyanakkor a negyedik negyedévi növekedés is magasabb volt a régiós átlagnál.

Az egészében véve kedvező éves növekedés ellenére a növekedés *szerkezetének* változása alapján indokolt az óvatosság. Az első félévtől eltérően a második félévben az áru-külkereskedelem végig negatívan járult hozzá a növekedéshez, az export átmeneti mélyrepülése miatt, amelyet az import csak részben követett le. (A termelési oldalon ugyanez főként az ipari növekedés látványos második félévi lassulásában tükröződött.) Ugyan az export már az utolsó negyedévben elkezdett magához térni, és ezzel egyidőben a szolgáltatás-külkereskedelem érdemben tudta támogatni a növekedést, az áru-külkereskedelemnek a globális volatilitást lekövető ingadozásai önmagukban is azt jelentenék, hogy a külkereskedelemre, mint megbízható növekedési tényezőre az idén nem lehet számítani.

**A GDP év/éves növekedési rátái 2021 negyedéveiben (%)**



A Covid-válság meglehetősen sajátos utóregzéseket produkál. Noha 2020 végén úgy tűnt, hogy éppen a kezdeti kínálatoldali sokk az, amin a világgazdaság a leghamarabb túltette magát, és inkább az újabb hullámokkal együtt visszatérő korlátozásoknak a keresleti hatása miatt kell inkább aggódnival, mostanra fordult a kocka. Habár a járvány továbbra is itt van, és komoly – bár pillanatnyilag jobbra kevésbé halálos – hullámokat produkál, a korlátozásokat szinte világszerte feloldották, a fogyasztás helyreállása végbement vagy folyamatban van, sőt a fogyasztás szerkezete is lassan közeledik a válságot megelőző állapotához. Ehhez képest a járvány okozta kezdeti kínálati sokk tovagyrűző hatásai változatlanul velünk vannak chiphiány, egyéb alapanyag- és alkatrészhiányok, drasztikus áremelkedések stb. formájában, **változó intenzitással, de kitartóan gátolva, féloldalassá téve** ezáltal a gazdasági növekedést.

Ehhez társult most az orosz-ukrán háború kitörése. A háború és a válaszul meghozott szankciók miatt újfent megszakadozó ellátási láncok újabb ársokkot idéztek elő, illetve tovább nehezítették pl. a chipgyártáshoz szükséges nyersanyagok beszerzését. A hordónkénti olajár annak ellenére 100 dollár fölé ugrott, hogy a szankciók épp a nyersanyagfordozókat érintik a legkevésbé. Így – habár a közvetlenül Oroszországba és Ukrajnába irányuló magyar export súlya nem különösebben jelentős – a háború tovább rontja mindenekelőtt a termelő szektorok növekedési esélyeit, illetőleg az exportkilátásokat, valamint a még drasztikusabb cserearányromlás miatt az amúgy sem rózsás helyzetű külgazdasági mérlegekre is negatívan hat.

A hatás mértéke egyelőre rendkívül bizonytalan – azt sem tudni, meddig húzódik el a háború, hogy addig milyen újabb szankciókat vetnek ki Oroszországra, illetve, hogy a háború lezárását követően milyen mértékig kerül sor – ha sor kerül – az Oroszországhoz fűződő gazdasági kapcsolatok normalizálására.

Az idei évet tehát – a jó évkezdés ellenére – a korábbinál is halványabb ipari növekedési kilátások és megzavart építőipari kilátások fogják jellemezni. E tényezők állnak szemben a kormányzatnak azokkal a nagyléptékű költségvetési

intézkedéseivel, amelyek mindenekelőtt a **háztartások idei fogyasztását** ösztönözték látványosan, legalábbis az év első felében.

A háztartások jövedelem-emelkedését nem elhanyagolható mértékben a februárban végrehajtott jóléti intézkedések támogatták meg, több mint 1.200 milliárd forint összegben (a GDP kb. 2%-a), ami viszont a költségvetés pozícióját jelentősen rontotta. Ugyanakkor, az államháztartási hiány és az államadósság relatív mutatóját a vártnál messze nagyobb nominális, folyó áron mért GDP jelentősen javítja, az emelkedő infláció miatti magas GDP deflátor következtében. A magas nominális GDP némi manőverezési teret teremt a költségvetés számára. Ennek ellenére egyértelmű, hogy a költségvetés konszolidálásához az év hátralévő részében nagyon fegyelmezett fiskális politikára lesz szükség, ami akár további állami beruházások elhalasztásával, illetve a lakossági ártámogatások mértékének az újragondolásával járhat. A gazdaságpolitikának azt a szűk mezsgyét kell megtalálnia, amely még nem vezet az infláció elszabadulásához, de lehetővé teszi a költségvetési hiány kordában tartását. Erre márcsak azért is szükség lesz, mert a kamatok és az állampapírpiaci hozamok drámai mértékű emelkedése miatt az államadósság finanszírozása jelentősen meg fog drágulni.

További kérdőjel ebben az évben, hogy mi lesz az európai uniós támogatások sorsa, akár az ebben a tervezési ciklusban Magyarország számára igénybe vehető kohéziós és strukturális támogatásokra, akár a Helyreállítási és Ellenállóképességi Program (RRF) keretében igénybe vehető vissza-nem-terítendő támogatásokra és kedvező kamatozású hitelre gondolunk. A 7. cikkely eljárásának megindítása éppen jelentésünk leadásának a napján megkezdődött. Amennyiben a magyar kormány az európai támogatások elköltésének az átláthatósága tekintetében nem sikerül az Unió által elfogadható mértékű garanciákat adnia, akkor az európai támogatások megszerzése kétséges lehet. Mindenesetre feltételezhető, hogy legfeljebb az év végefelé lehet ebben a kérdésben megállapodásra jutni (ha egyáltalán), ezért az év nagy részében az európai uniós támogatások beérkezésére ezekben a konstrukciókban nagy valószínűséggel nem érdemes számítani. Noha a magyar költségvetés már folyamatosan előfinanszírozza a vélelmezhető uniós támogatásokat, a költségvetési konszolidációs kényszer ennek súlyos korlátot szabhat.

Az állami beruházások visszafogásának szükségesége miatt mindez abba az irányba mutat, hogy az idei gazdasági növekedést gyakorlatilag a fogyasztás bővülése fogja húzni. Az év második felében a fogyasztási dinamika várhatóan mérséklődik, az árstop feloldását követő újabb inflációs hullám, az emelkedő kamatlábak, illetőleg – jó eséllyel – a fiskális konszolidáció érdekében bevezetett intézkedések hűtő hatása miatt. Ezzel együtt a belföldi felhasználás még szerény beruházásnövekedés mellett is jó ütemben bővíthet idén, ami növeli az importkeresletet, miközben – a fentiekben ecsetelt okokból – az export kilátásai nagyon bizonytalanok. Összességében **jelenleg 4% körüli növekedéssel** számolunk, lefelé mutató kockázatokkal.

## Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa

(éves változás, százalék)

	Tényadatok			Előrejelzés		
	2020	2021	2022	2022		2023
			I. né.	2021 dec.	2022 ápr.	2022 ápr.
<b>GDP-aggregátumok reálnövekedése</b>						
GDP összesen	-4,7	7,1		5,0	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
Belföldi felhasználás	-2,7	5,6		5,1	<b>4,3</b>	<b>3,6</b>
Magánfogyasztás	-2,0	4,3		5,3	<b>5,2</b>	<b>3,5</b>
Közösségi fogyasztás	5,2	4,8		0,0	<b>1,5</b>	<b>0,0</b>
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-6,9	6,0		6,5	<b>4,0</b>	<b>5,2</b>
Bruttó felhalmozás összesen	-7,0	8,7		6,5	<b>3,6</b>	<b>5,2</b>
Export	-5,9	10,1		5,0	<b>4,0</b>	<b>5,3</b>
Import	-3,5	8,2		5,1	<b>4,4</b>	<b>4,9</b>
<b>Ipari termelés</b>	-6,0	9,6	6,6 <sup>e</sup>	5,5	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>
<b>Fogyasztói árindex</b>	3,3	5,1	8,2	5,5	<b>8,7</b>	<b>6,7</b>
<b>Foglalkoztatás, jövedelmek</b>						
Foglalkoztatottak számának növekedése <sup>a</sup>	-0,9	0,7	2,2 <sup>f</sup>	0,4	<b>0,8</b>	<b>0,4</b>
Foglalkoztatási ráta <sup>a</sup>	62,1	63,0	63,7 <sup>f</sup>	63,4	<b>64,1</b>	<b>64,5</b>
Munkanélküliségi ráta <sup>a</sup>	4,1	4,1	3,8 <sup>f</sup>	3,6	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>
Termékegységre jutó bérköltség <sup>b</sup>	3,6	-1,4		3,4	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>
Bruttó nominális keresetek <sup>c</sup>	9,7	8,7	13,7 <sup>g</sup>	10,0	<b>12,3</b>	<b>8,0</b>
Nettó reálkeresetek	6,2	3,4	5,4 <sup>g</sup>	4,3	<b>3,3</b>	<b>2,2</b>
Megtakarítási ráta a GDP %-ában <sup>d</sup>	6,4	6,5		4,7	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>
<b>Folyó fizetési mérleg</b> a GDP %-ában	-1,1	-3,1		-1,8	<b>-5,0</b>	<b>-5,0</b>
<b>Folyó fizetési és tőkemérleg</b> a GDP %-ában	0,9	-0,5		-0,2	<b>-3,0</b>	<b>-3,0</b>
<b>Államháztartás</b>						
Államháztartási egyenleg, a GDP %-ában	-8,0	-6,8		-5,9	<b>-6,5</b>	<b>-5,0</b>
Bruttó államadósság, a GDP %-ában	79,6	76,8		79,0	<b>75,0</b>	<b>74,0</b>
Rövidtávú hozam (3 hó), időszak vége	0,28	2,16	5,7	3,5	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>
Hosszút. hozam (10 év), időszak vége	2,08	4,51	5,9	5,0	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>
<b>Nemzetközi feltételek</b>						
Nemzetközi kereskedelem volumene	-8,3	9,3		6,7	<b>6,0</b>	<b>4,9</b>
Brent olajár (\$/hordó, időszaki átlag)	41,8	70,8	100,3	71,0	<b>100,0</b>	<b>89,0</b>
GDP-változás az Eurózónában, %	-6,4	5,3		4,9	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>
GDP-vált. az új EU-tagországokban, %	-4,0	5,6		4,5	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>
Forint/euró, időszaki átlag	351	359	364	356	<b>365</b>	<b>370</b>
Dollár/euró, időszaki átlag	1,14	1,18	1,12	1,19	<b>1,12</b>	<b>1,13</b>

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, évkezdeti kumulált adat

c A megfigyelt munkáltatói kör adatai alapján

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

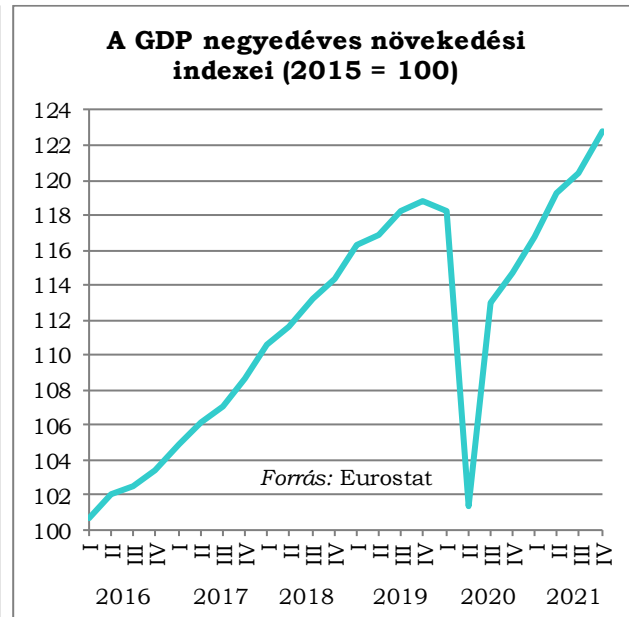
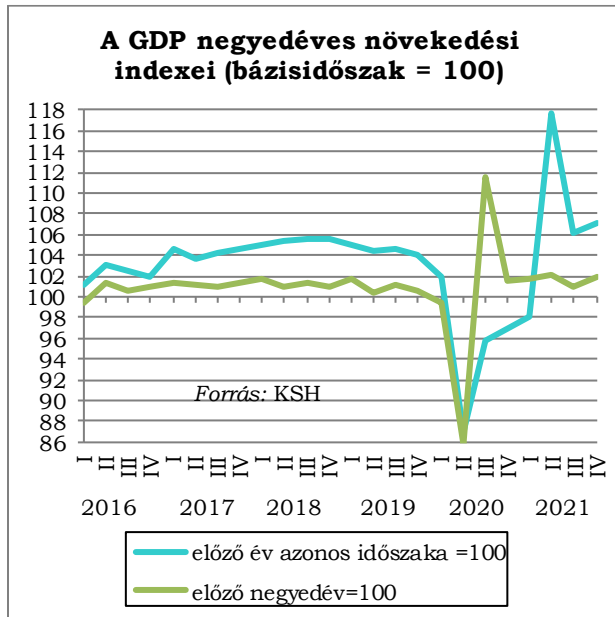
e Január-február

f December-február

g Január

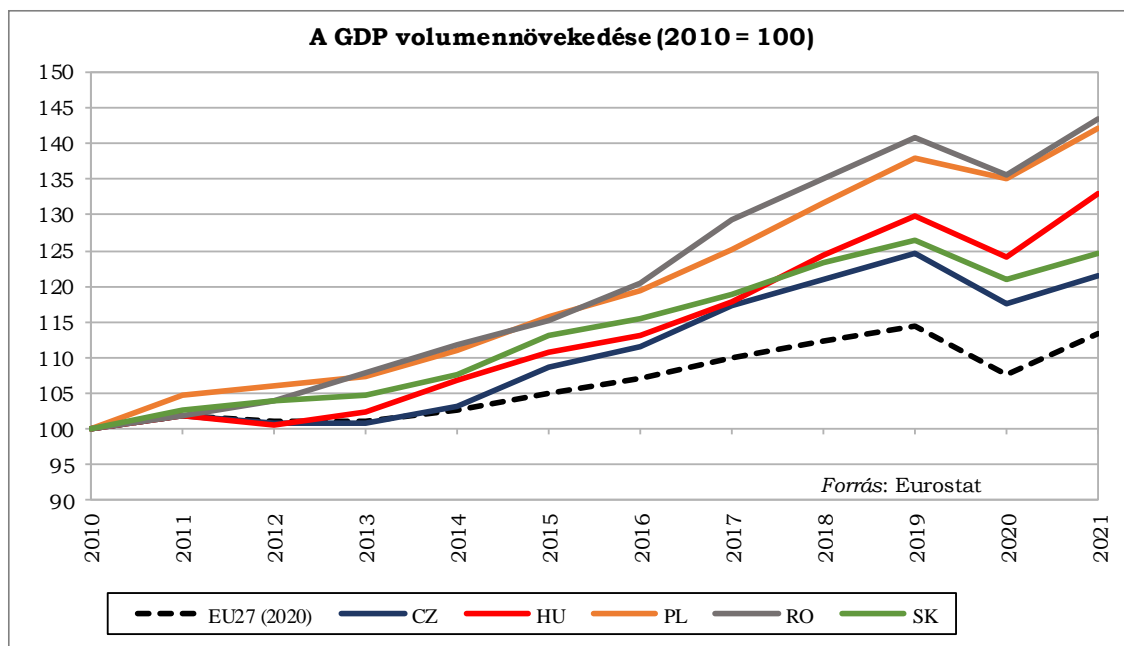
## 2.1. A GDP és komponensei

A harmadik negyedévi lassulást követően a tavalyi év utolsó negyedében a gazdaság dinamikája további lassulás helyett új lendületet vett: az év/éves növekedési ütem 7,1%-os volt, ami jócskán meghaladta az előzetes várakozásokat. Ennek a Covid-járvány negyedik, „delta”-hulláma sem tudott gátat vetni. Az előző negyedévhez képest a GDP 2%-kal bővült. A 2021-es év egészének átlagos dinamikája – a negyedik negyedével megegyezően – 7,1% volt. A gazdasági dinamika uniós összevetésben továbbra is jónak mondható: az év/éves növekedési ütemet illetően mind a negyedik negyedév, mind pedig az egész év vonatkozásában Magyarország az uniós mezőny

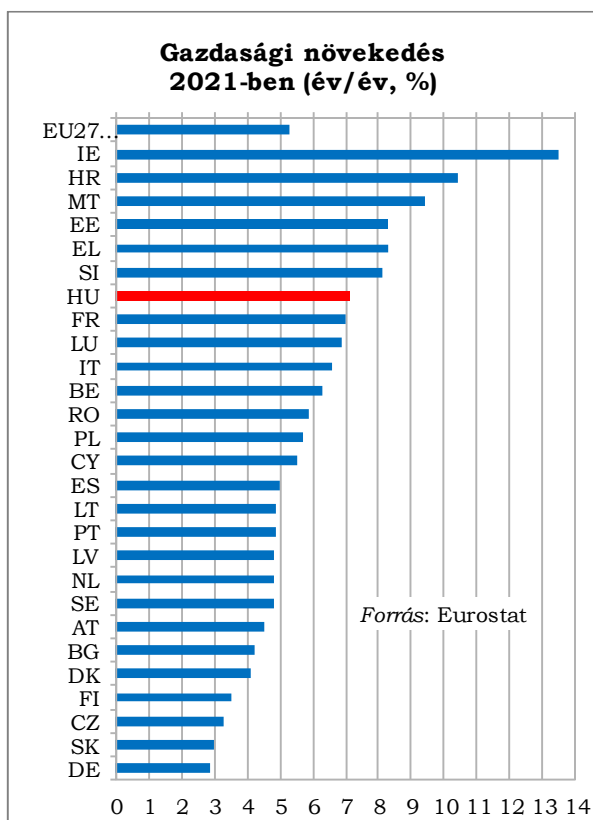
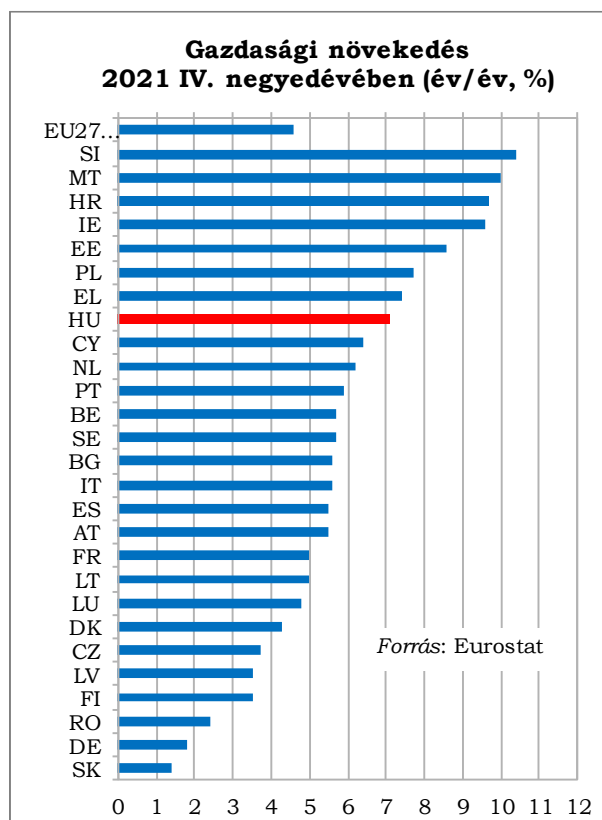


felső harmadába került.

Összességében a tavalyi éves növekedés magasabb volt, mint a régiós versenytársaké, a negyedik negyedévi növekedési ütemet pedig a régióban csak Lengyelország múlta felül. Ezt árnyalja ugyanakkor, hogy a megelőző évi visszaesés Magyarországon a második legnagyobb volt (Csehország után). Ám még hogyha ezt figyelembe vesszük is, a 2020-2021-es időszak egészét tekintve Magyarország teljesítménye nem mondható rossznak: a 2021. évi GDP-volumen 2,3%-kal magasabb volt, mint a 2019. évi. Ennél jobb teljesítménnyel (2,9%) csak Lengyelország dicsekedhet. Ezenfelül még Romániában volt valamivel magasabb a GDP tavaly, mint a járványt megelőző évben, viszont Csehország és Szlovákia gazdasági teljesítménye még nem állt helyre.

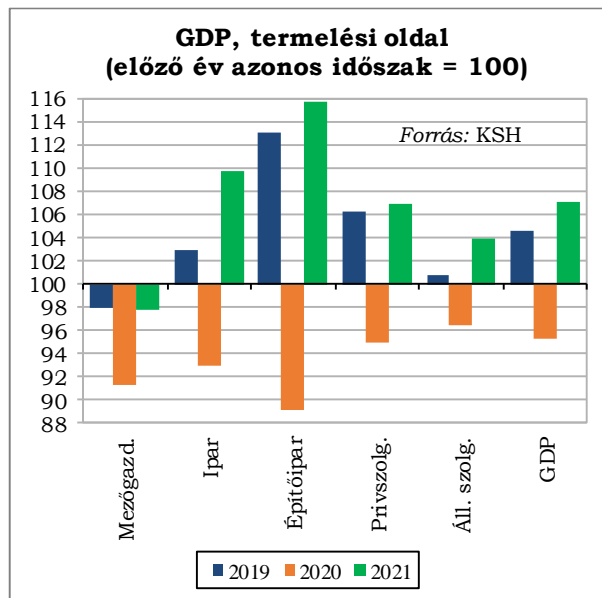
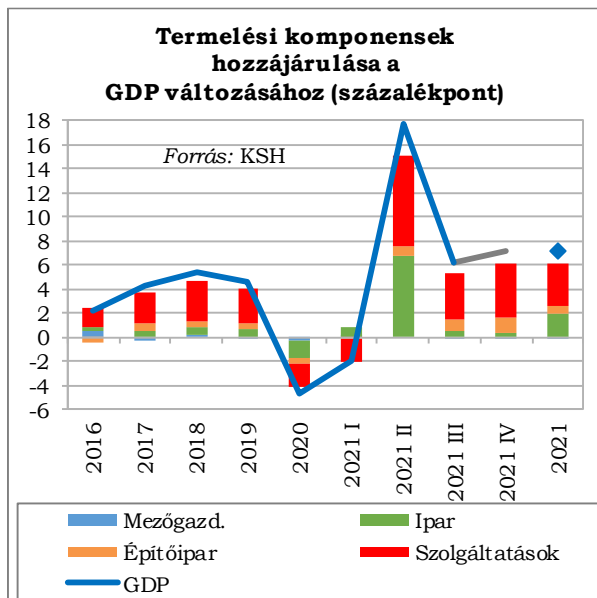


Ha az egész EU-val vetjük össze, a 2021. évi magyar gazdasági dinamika mind az utolsó negyedévben, mind pedig 2021 egészét tekintve a mezőny felső harmadába sorolható: a negyedik negyedévben Magyarország a nyolcadik, az év egészét tekintve a hetedik legmagasabb növekedési ütemet produkálta az EU-n belül. Magyarország az összes kelet-európai új tagállam viszonylatában sem teljesített rosszul, habár Észtország, Horvátország és Szlovénia növekedési teljesítménye kisebb-nagyobb mértékben felülmúlta a magyart.



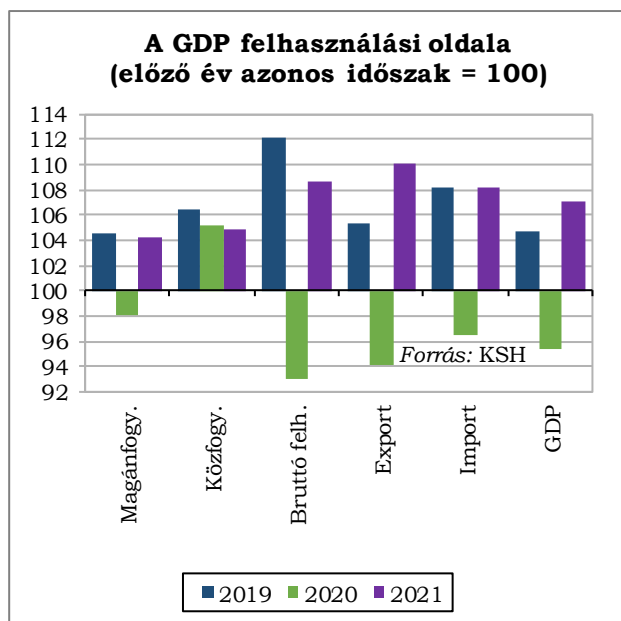
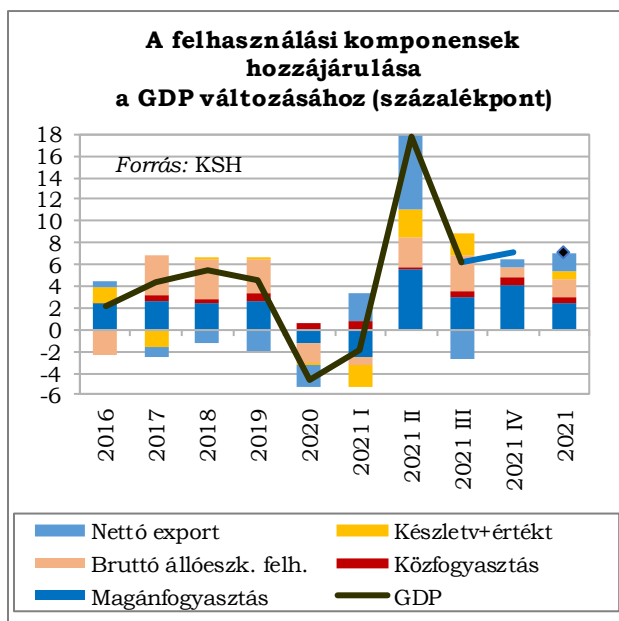
A **termelési oldalon** a növekedést alapvetően továbbra is a szolgáltatások hajtották, méghozzá gyorsuló ütemben. A gyorsulás részben az állami szolgáltatások (azon belül is elsősorban az egészségügyi-szociális szektor), legfőképp azonban a szállítás-raktározás ágazat teljesítményéhez köthető. Ez utóbbi némileg váratlan volt, tekintettel a meglehetősen lanya áru-külkereskedelmi áramlásokkal, és valóban, az árutonna-kilométerek száma csökkent az utolsó negyedévben. Ezzel szemben az *utaskilométerek* tekintetében komoly növekedésre került sor, ami összhangban van a turizmus (nagyon alacsony bázisról történő) fellendülésével.

Az ipar igen szerény mértékben nőtt csak, ezzel együtt annyiban hozzájárult az előrejelzetnél jobb növekedési teljesítményhez, hogy az előzetes várakozásokkal ellentétben az ipar nem lassult tovább, nem csúszott stagnálásba a harmadik negyedévet követően. Az építőipar nagyon dinamikus bővülése az év végén kissé még tovább gyorsult – e nemzetgazdasági ág ebben a negyedévben járult hozzá a legerőteljesebben a növekedéshez – miközben a mezőgazdasági hozzáadott értéke a korábbinál is jelentősebben, 6,1%-kal visszaesett.



A **felhasználási oldalon** a belföldi felhasználás legnagyobb összetevője, a *háztartások fogyasztása* a harmadik negyedévinél dinamikusabban, 7,1%-kal bővült, egyebek mellett a jelentős novemberi nyugdíjkiegészítésnek köszönhetően. Mindenekelőtt a szolgáltatások fogyasztása bővült gyors ütemben, ám a hazai fogyasztásra vonatkozó adatok alapján a tartós és még inkább a féltartós termékek fogyasztása is lendületet kapott. Az *állóeszköz-felhalmozás* növekedése ugyanakkor látványosan, 3,3%-ra lelassult. Ez utóbbiban a közép- és nagyvállalati beruházások hirtelen lassulása (22,9%-ról 6%-ra) játszotta a főszerepet. Emellett az állami beruházások harmadik negyedévben kezdődött meredek visszaesése még fokozódott is az utolsó negyedévben, továbbá – a befejezett lakásépítések visszaesésével összefüggésben – a háztartások beruházási aktivitása is jelentősen csökkent, az MNB közlése szerint 3,6 százalékponttal rontva az összberuházás utolsó negyedévi dinamikáját.

Így aztán két negyedévnyi, 10% körüli növekedési ütem után a *belföldi felhasználás* dinamikája a negyedik negyedévben 6,4%-ra mérséklődött. Emellett viszont a

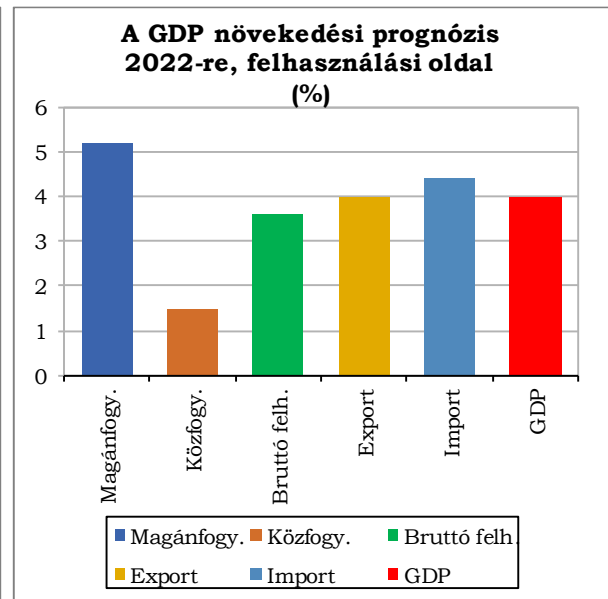
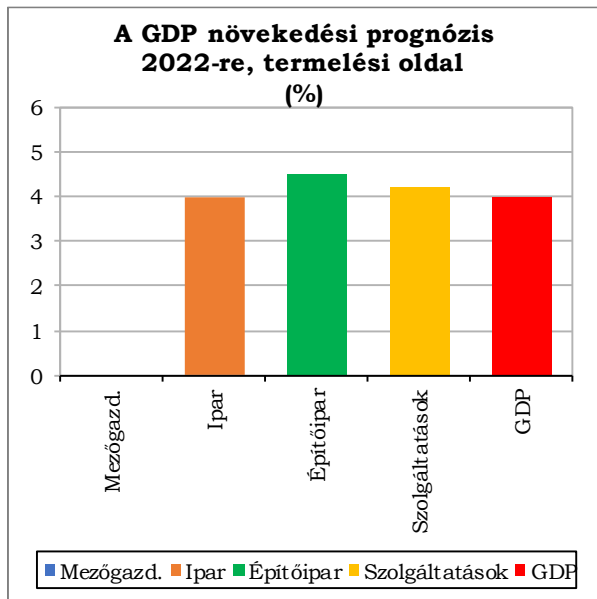


negyedév sajátossága volt, hogy az áru-külkereskedelem nagyon kedvezőtlen alakulása ellenére az összes *nettó export* végül pozitívan járult hozzá a növekedéshez. A továbbra is a chiphiány és más kínálatoldali nehézségek által akadályozott áruexport mérsékelten, de a harmadik negyedévinél számottevőbb mértékben csökkent az előző év azonos időszakához képest, míg az áruimport a harmadik negyedévi szerény növekedés után most nagyon enyhe csökkenésbe váltott, a továbbra is bővülő belföldi kereslet ellenére. A nettó áruexport növekedési hozadéka ezzel együtt negatív volt. Ezzel szemben a *szolgáltatásexport* növekedési üteme 28% fölé gyorsult, és a szolgáltatásimport szintén dinamikus 19% körüli bővülési üteme ellenére képes volt pozitívba fordítani a teljes külkereskedelem növekedési hozzájárulását, még ha e hozzájárulás nem is volt mérhető az első félévben regisztrálthoz.

Megjegyzendő, hogy az utolsó negyedévi növekedés szerkezete több ponton eltér az egész év növekedésének a szerkezetétől. A termelési oldalon az egészen kiugró második negyedév miatt – és a második félév ellenére – a szolgáltatások mellett az ipar is jelentős növekedési tényező volt. A felhasználási oldalon pedig a magánfogyasztás jóval kevésbé volt domináns növekedési húzóerő a tavalyi év egészét tekintve, a beruházások (a második és harmadik negyedév miatt) és a nettó export (a második negyedév miatt) komolyabb mértékben járultak hozzá a növekedéshez, mint az utolsó negyedévben.

A jelek szerint az *idei év* viszonylag jól indult, januárban jó ütemű ipari növekedéssel, továbbá a februári adóvisszatérítés és egy sor más intézkedés nyomán a háztartások fogyasztási dinamikája nagyon erős lehet az év első harmadában-felében. Az ipar és a külkereskedelem teljesítményére azonban bizonyosan csapást mér az orosz-ukrán háború kitörése, mindenekelőtt az amúgy is nyomás alatt lévő ellátási láncok súlyosbodó elakadásai, illetőleg ehhez kapcsolódóan az árak és költségek megugrása miatt. A kínálatoldali szűk keresztmetszeteket a Kínában komoly méreteket öltő Covid-járvány – és az ennek nyomán bevezetett drasztikus lezárások – is gerjesztik. A háború okozta világgazdasági bizonytalanság és a megugró költségek miatt romló profitabilitás a vállalati beruházási kedvet is kedvezőtlenül érinti, miközben a háború

miatt súlyosbodó költségvetési feszültségek miatt az állami beruházások további visszafogására kerülhet sor. Egyes orosz vonzatú nagyberuházások sorsa, mint a Paks II, kérdésessé válhat. Júniustól kezdve a fogyasztási dinamikát apasztani fogja az árstop feloldása, és az ennek nyomán megugró infláció, amihez akár még egy esetleges költségvetési stabilizációs csomag bevezetése is hozzájárulhat. Egyelőre nem számolunk a növekedési tényezőket teljesen felülíró válsággal, így a korábbi 5% helyett **4%-os éves növekedést prognosztizálunk** 2022-re. Ám ehhez az előrejelzéshez komoly negatív kockázat társul.



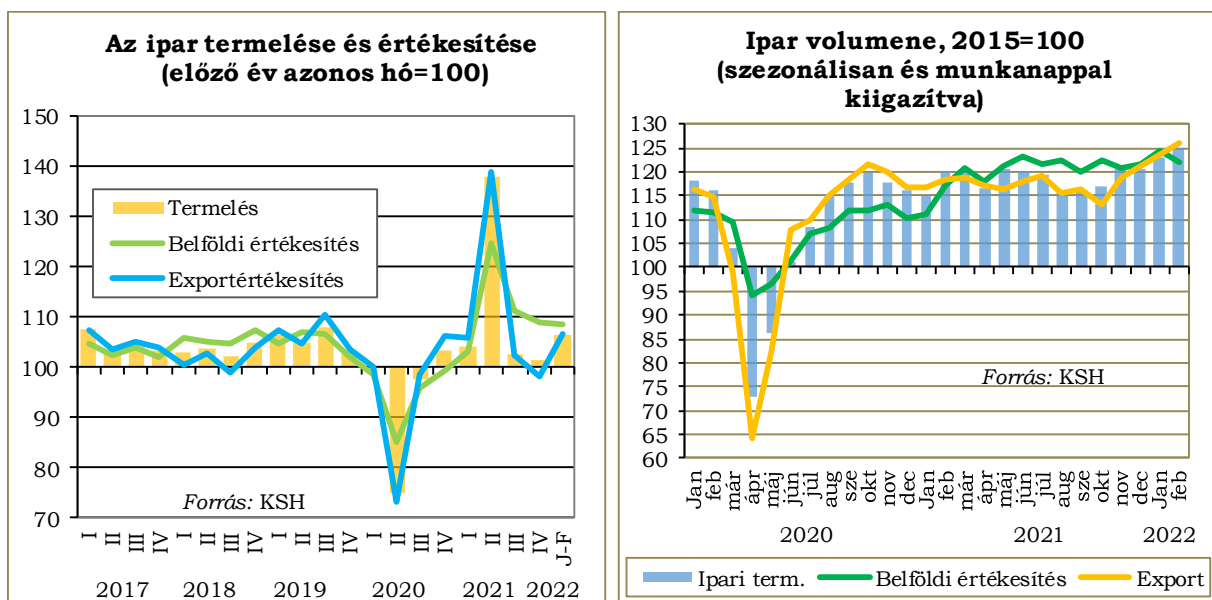
## 2.2. A GDP termelési oldala

### 2.2.1. Ipar

A tavalyi második negyedévi száguldás után a harmadik negyedévben az ipari termelés év/éves üteme 2,5%-ra, az utolsó negyedévben pedig 1,5%-ra lassult. Ez távolról sem fogható pusztán a magasabb bázisra. Valójában a szezonálisan kiigazított adatok azt mutatják, hogy a 2020 tavaszi akut válság utáni gyors kilábalás gyakorlatilag már ugyanazon év őszére végbement – ezt követően az ipari termelés volumene már nem tudott tartósan magasabb szintre emelkedni, egészen 2021 novemberéig. Ezen belül az *exportértékesítés* a 2020 októberi csúcstól inkább enyhén *ereszkedő* trendet produkált egy éven keresztül, míg a belföldi értékesítés trendszerű emelkedése 2021 júniusától követően váltott hozzávetőleges stagnálásba. Az ok elsősorban a súlyos *chiphány*, amihez egyéb hiányok (pl. acélhiány), illetőleg a nyersanyagárak és -költségek megugrása is párosult.

Összességében a megelőző évi alacsony bázis miatt a tavalyi éves ipari növekedés még így is számottevő, 9,6% volt. Ehhez az is hozzájárult, hogy az év legvégén – november-decemberben – az exportnövekedés erőre kapott, decemberre új rekordszintet ért el. Ekkor egyes híradások arról szóltak, hogy habár a chiphány továbbra is gondot okoz, a nyomás kissé enyhült a korábbiakhoz képest. Megjegyzendő, hogy a tavalyi évben a növekedést a belföldi értékesítés hajtotta, 11,4%-kal, miközben az exportértékesítés csak 8,9%-kal bővült.

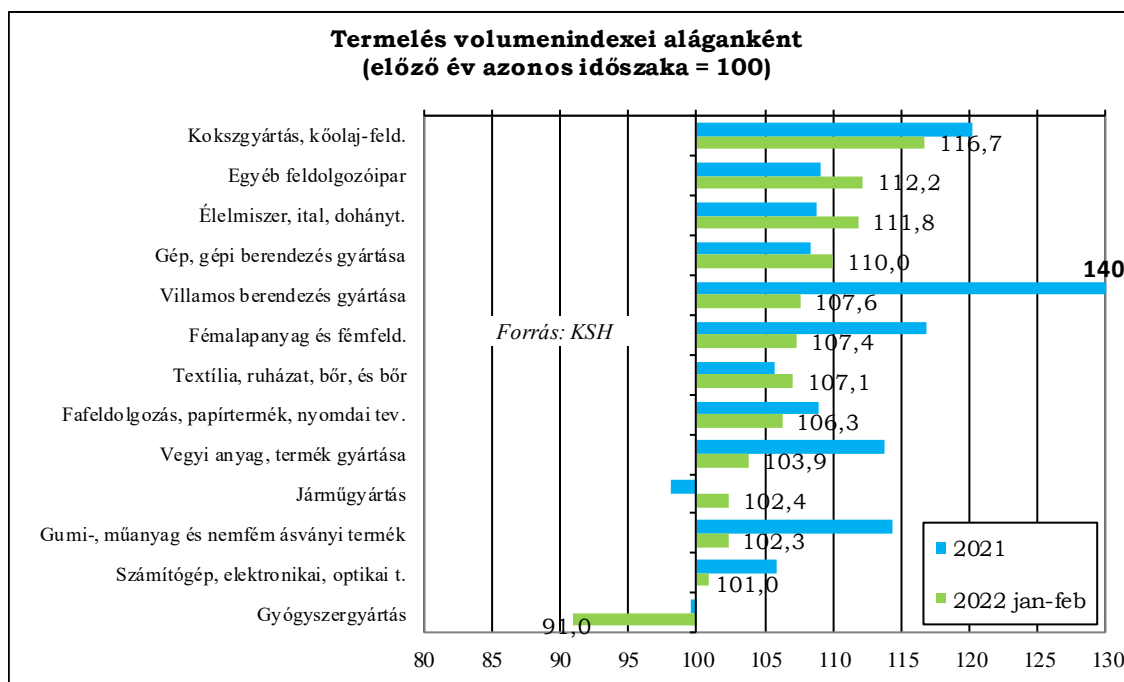
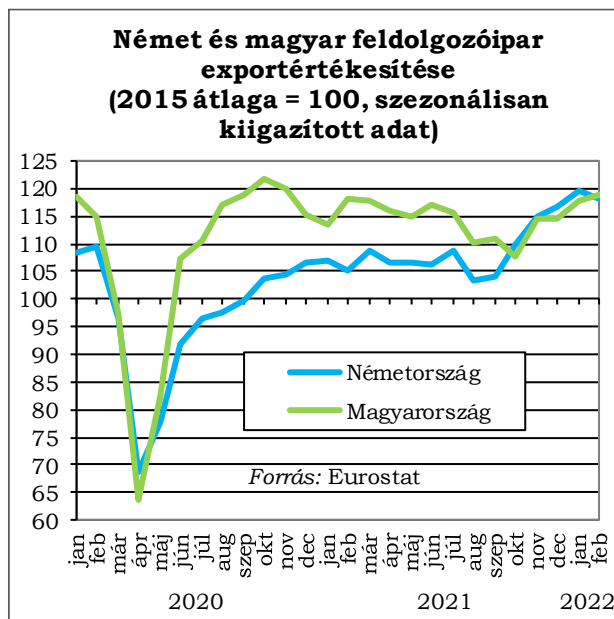
Az emelkedés még az *idei első két hónapban* is folytatódott, így az év a két hónap átlagában az ipar biztatóan, 6,6%-kal bővült – bár ehhez a pozitív munkanaphatás is



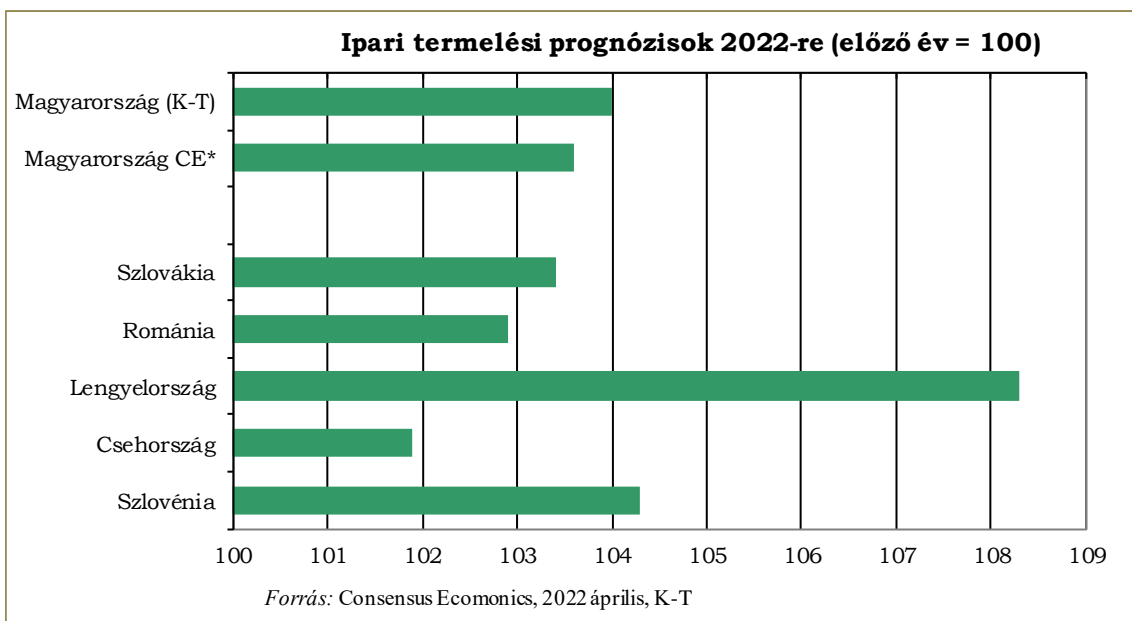
hozzájárult.

A 2021. évi problémákat jól jelzi, hogy az év átlagában a legnagyobb ipari alág, a járműipar termelése *csökkent*, és a második legnagyobb, az elektronikai ipar kibocsátása csak viszonylag szerény mértékben, közel 6%-kal bővült. A kínálatoldali szűk keresztmetszetek elsősorban ezt a két területet sújtották. A szezonálisan kiigazított abszolút kibocsátási volumenek említett megugrása a tavalyi év

novemberében főleg ehhez a két alághoz kapcsolódik. Ám ezzel együtt a járműipari kibocsátás továbbra is messze van akár a Covid-válságot megelőző, akár az azt követő első visszapattanás idején mért szintektől, továbbá a viszonylag erős bázis miatt a januári év/éves növekedési index az autóiparban kissé átlag alatti, az elektronikai iparban pedig enyhén negatív volt. Megjegyzendő továbbá, hogy a feldolgozóipari exportértékesítés szezonálisan kiigazított volumeneinek emelkedő trendje 2021 novembere és 2022 januárja között csak részben volt képes lekövetni a német feldolgozóipari exportértékesítés egyidejűleg végbe-  
ment emelkedését.



A **jövöbeli kilátásokat** illetően a keresleti oldalon továbbra is kedvező a helyzet a legtöbb kiemelt ágazatban, legalábbis az exportpiacokat illetően, ugyanakkor a belföldi kereslet az elmúlt félévben kedvezőtlen irányba mozdult el. De a fő gondot a kínálatoldali problémák fennmaradása, illetve várható súlyosbodása jelenti: a háború fokozni fogja a szállítási láncok fennakadásait, az Oroszországból és Ukrajnából érkező alapanyagok és komponensek bizonytalanává válása miatt, jelesül az autóiparban. (Március folyamán a Mercedes már csökkentette a műszakok számát az alkatrészhiány miatt.) Még ha a háborút sikerül is még nyár előtt lezárni, a termelési láncok helyreállása időbe telhet. Az ipari termelés egészében véve 2021-ben már meghaladta a 2019. évi szintet, a bázis tehát immár magasabb. Mi több, a Kína fontos

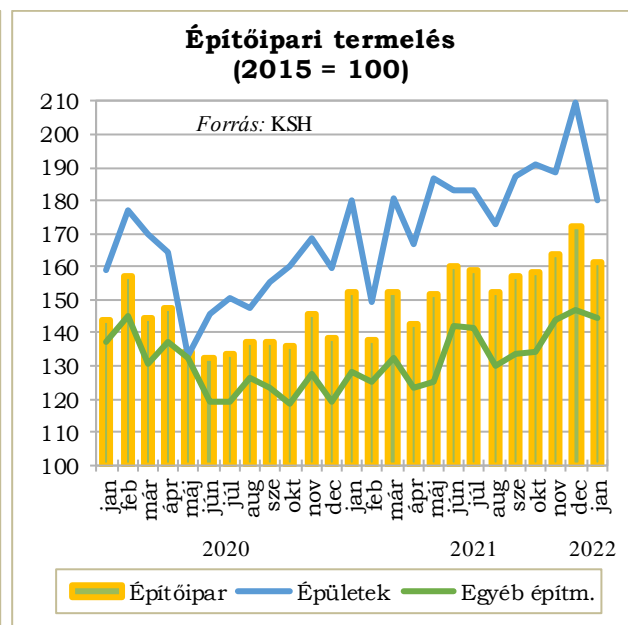
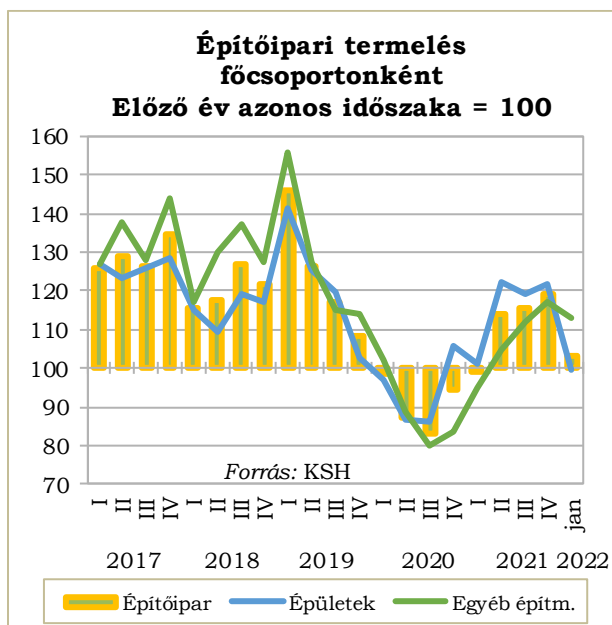


ipari-kereskedelmi csomópontjaiban újra és újra kitörő járvány, és az erre reagáló lezárások is okozhatnak még negatív meglepetéseket az év további részében. **2022-ben ezért jelenleg szerény mértékű, 4% körüli ipari növekedést várunk.** Ez régiós összevetésben nem számít rossznak, habár a Consensus Economics elemzői átlagban ennél magasabb növekedésre számítanak Szlovénia és főleg Lengyelország esetében.

## 2.2.2. Építőipar

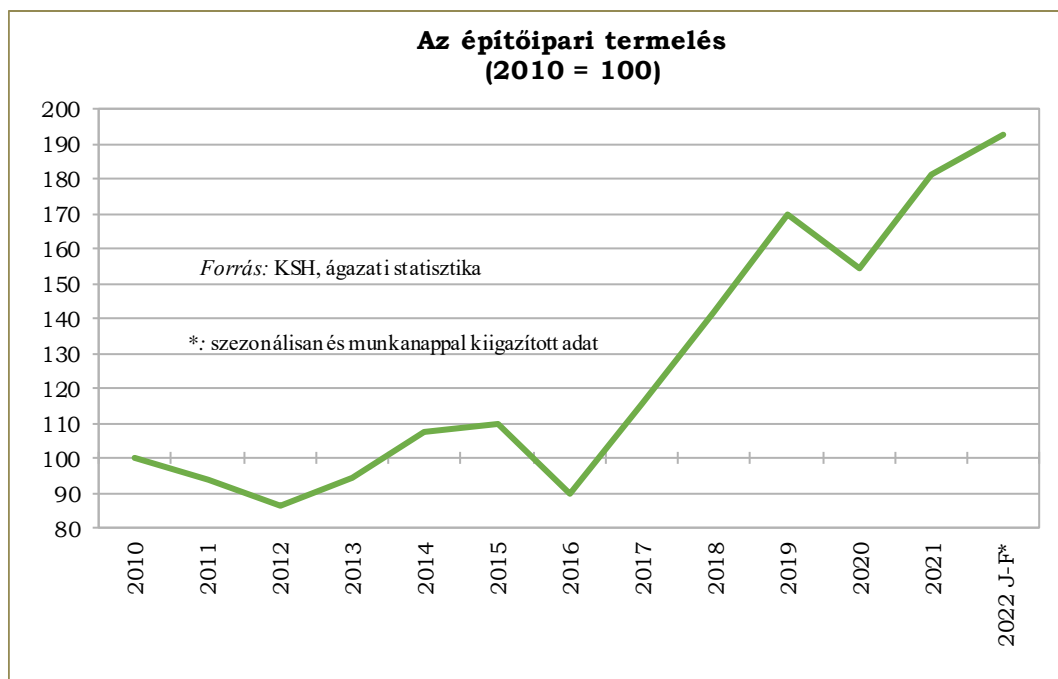
A tavalyi évet az építőipari dinamika negyedévről negyedévre való javulása jellemezte – az utolsó negyedévben a növekedési ütem meghaladta a 19%-ot. A növekedést mindvégig a magasépítés hajtotta elsősorban, de a szezonálisan kiigazított termelési volumen trendje mindkét főcsoportban emelkedő, habár a magasépítésnél sokkal meredekebben emelkedő. A negyedik negyedévben mindkét főcsoport dinamikája tovább gyorsult, így a magasépítésben a növekedési átlépte a 20%-ot, a mélyépítésben pedig a 15%-ot. Összességében az építőipari kibocsátás tavaly 13,3%-kal volt magasabb, mint 2020-ban, és 1,9%-kal magasabb, mint a válságot megelőzően, 2019-ben.

2022 januárban az év/éves növekedési indexek első pillantásra nagyon eltérő képet festenek a két főcsoport kilátásait illetően: a magasépítésben 0,4%-os csökkenést, a mélyépítésben 12,9%-os növekedést mért a KSH. Ám a magasépítés januári év/éves stagnálása vélhetőleg nem irányadó a jövőre nézve: a szezonálisan kiigazított adatok



alapján korai lenne azt mondani, hogy e főcsoportban véget ért az emelkedő trend. Megjegyzendő, hogy míg a mélyépítésben a rendelésállomány januárban jócskán meghaladta az egy évvel korábbi szintet, addig a magasépítésben elmaradt az előző év azonos időszakának állományától, a megelőző pár hónaphoz hasonlóan. Ám ez főleg a magas bázisnak tudható be, miközben az épületek építésére vonatkozó új szerződések volumene megugrott januárban.

Miközben nemzetközi összevetésben a magyar építőipar 2020. évi visszaesése nagyon jelentősnek számított, az ezt követő 2021. évi kilábalás is kiugró volt: a magyar építőipar növekedési üteme a második legnagyobb volt (Olaszország után) a tavalyi év átlagában. Ráadásul a magyar építőipari növekedés már 2017-2019 folyamán is viharos volt. Így az építőipari bruttó kibocsátás abszolút volumene a 2015 óta Magyarországon bővült a második legnagyobb mértékben (57%-kal) – ezt csak Máltának sikerült felülmúlnia.



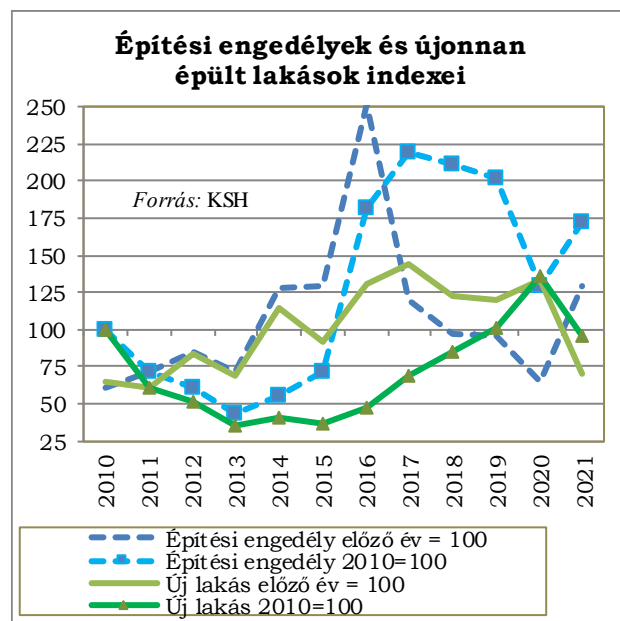
Összességében itt is érvényesnek látszik a megállapítás, hogy elsősorban nem keresleti, hanem kínálatoldali problémákkal küzd az ágazat: az energia- és anyagköltségek megugrása, a minőségi munkaerőhiány, és ezekből adódóan az áremelkedés és a projektek csúszása jelenti a fő kockázatot. A háború újabb lökést ad a költségeknek, rontja a profitabilitást, illetve gátolja az alapanyagokhoz való hozzáférést is, tovább lassítva a kivitelezést. Természetesen a megugró költségek egyes projektek lemondását-halasztását is eredményezheti, továbbá kérdés, hogy egyes állami beruházások átütemezése, illetőleg az év második felében az esetleges költségvetési konszolidációs intézkedések okoznak-e keresleti problémákat az építőipari szektorban.

Jelenleg az építőipar mintegy **4,5%-os** bővülésével számolunk 2022-ben.

### 2.2.3. Lakásépítés, lakáspiac

2021-ben az átadott lakások számának első negyedévi még élénk bővülése a második negyedévtől kezdve egyre meredekebb – az utolsó negyedévben már zuhanásszerű, 52,6%-os – év/éves csökkenésnek adta át a helyét. 2021 egészét tekintve 29,5%-kal volt alacsonyabb az átadott lakások száma, mint a megelőző évben. (Megjegyzendő 2020-ban a lakásátadások száma évtizedes rekordot döntött.) Különösen a családi házas építkezések befejezése esett vissza tavaly. Mivel az iBuild adatbázis szerint a befejezésre váró lakások száma is magas, a tavalyi csökkenés arra utal, hogy a kínálat-oldali problémák – nyersanyaghiány, illetőleg a nyersanyagárak gyors emelkedése – képesek voltak megakasztani a befejezésre váró építkezéseket.

Másfelől a *megkezdett* társasházi építkezések értéke a harmadik és negyedik negyed-évnek köszönhetően éves átlagban – a 2020-as alacsony bázishoz képest – több mint 40%-kal nőtt az iBuild adatbázis szerint. Emellett a kiadott lakásépítési engedélyeknél tavaly végbement a pozitív fordulat: az első negyedévi csökkenés ellenére éves viszonylatban a kiadott engedélyek száma mintegy 33%-kal volt magasabb, mint 2020-ban. Ez önmagában véve azt sejteti, hogy csak idő kérdése, mikor vált növekedésbe a folyamatban levő építkezések értéke, illetőleg az átadott lakások száma. Ám a háborús helyzet az eddiginél is súlyosabb akadályokat görget a kezdésre váró vagy folyamatban levő építkezések elé, és ez megnehezíti az ideai kilátások értékelését. A kamatok megemelkedése a lakáshitel-felvételeket is megnehezíti, a zöld lakáshitel konstrukció ellenére is, ez pedig az év elején még rendkívül élénk újlakás-keresletet is visszafoghatja, ezen keresztül pedig akár az építési engedélyek emelkedő trendjére is mérséklően hathatna. Ugyanakkor a jelenleg érvényes szabályok szerint az 5%-os ÁFA-kulcs csak 2022 végéig bejelentett/engedélyezett építkezéseknél alkalmazható, és ez az időbeli korlát – hacsak év közben fel nem oldják – az idén a bejelentett építkezések számának további jelentős növekedését fogja generálni.



## 2.2.4. Turizmus

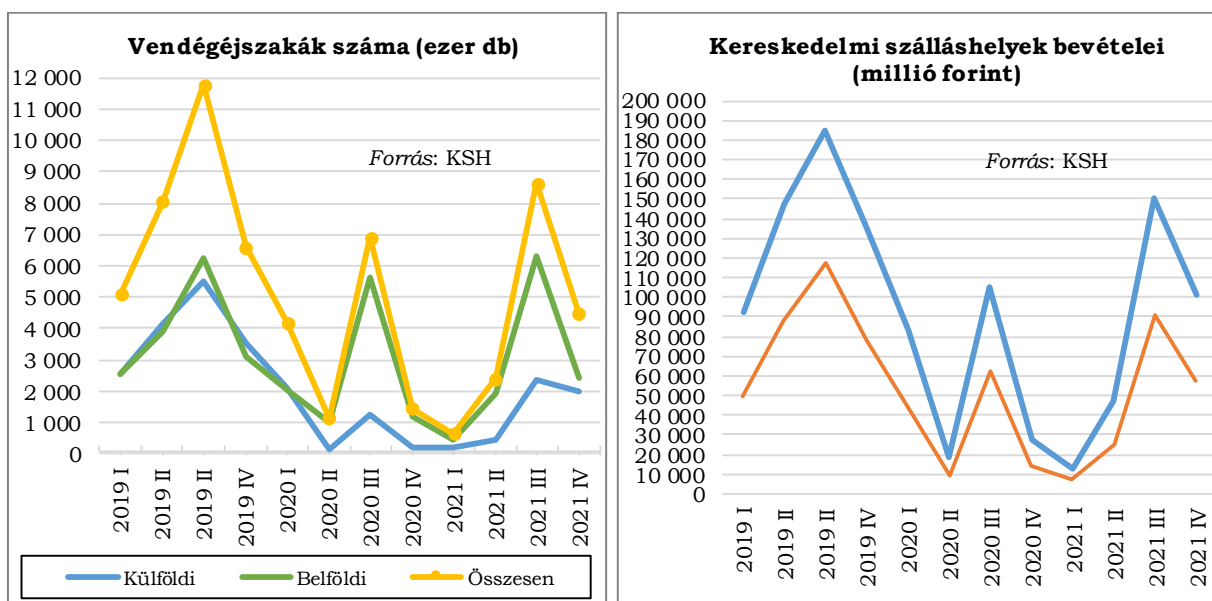
A kereskedelmi szálláshelyeken megforduló vendégek száma 2021 első három hónapjában még visszaesett (a magas bázis miatt), ám ezt követően erőteljes év/éves növekedési indexeket produkált. Éves átlagban a tavalyi növekedés 16%-os volt a járványsújtotta 2020-as évhez képest. Hasonló mértékű, 18%-os volt a kereskedelmi vendégéjszakák számának éves emelkedése.

A turizmus éven belüli alakulása jelentős részben negatívan követte le a 2020. évi zuhanás mértékének ingadozásait. A harmadik negyedévben, amely az első hullámot követő lazítás miatt 2020-ban is viszonylag erősebb számokat hozott, az év/éves növekedési ütemek mérsékeltebbek voltak tavaly. Ezzel szemben április-májusban, illetőleg az utolsó negyedévben, amikor a bázis nagyon alacsony volt az első és második hullámot kísérő lezárások miatt, a vendégéjszakák száma az egy évvel korábbinak sokszorosára rúgott.

Az ingadozás *elsősorban a külföldi turizmus* esetében volt drasztikus, ami nem meglepő, hiszen a külföldi turizmus szenvedte el a legnagyobb csapást 2020-ban. 2021 decemberében a külföldi vendégéjszakák száma az egy évvel korábbinak *több mint 12-szeresét* tette ki.

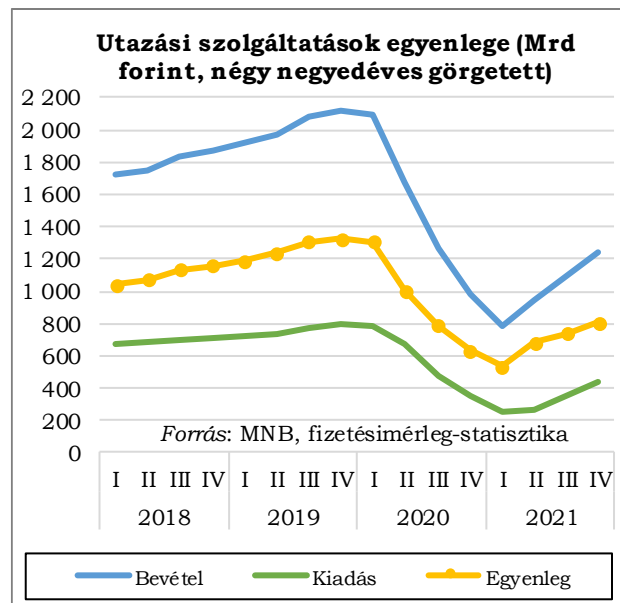
Mindezek következtében a kereskedelmi szálláshelyek szállásdíj-bevétele, illetőleg **összes bevétele** is jelentősen emelkedett 2021-ben; éves átlagban a nominális szállásdíj-bevétel kb. 39%-kal, az összes bevétel pedig 33%-kal volt magasabb, mint az előző évben – ez még a jelentős inflációval való deflálás után is érdemi javulást jelent. Ahogy a 2020-as évnek Budapest volt a legnagyobb vesztese, úgy 2021-ben itt a vendégéjszakák számának növekedés üteme (42%) jócskán meghaladta az országos átlagot (18%).

Az idei első két hónapban folytatódott a javulás: az első két hónapban a külföldi vendégéjszakák száma az egy évvel korábbinak 6,8-szorosára, a belföldi vendégéjszakáké az egy évvel korábbi 4,1-szeresére rúgott. **Ám ezzel együtt mindkettő továbbra is jelentősen elmarad a járványt megelőző szintektől,** vagyis szemlátomást a turizmus helyreállása hosszabb időt fog igénybe venni.



A folyó fizetési mérleg turizmushoz kapcsolódó tételének (a szolgáltatás-mérlegben belül az „utazás” tétel) bevételi oldalának alakulásában is hasonló trend figyelhető meg. Mind a bevételi, mind pedig a kiadási oldalon a tavalyi első negyedév jelentette a mélypontot, ezt követően megindult a helyreállítás. Ez azonban meglehetősen fokozatos, így az év végére mind a bevételek, mind a kiadások értéke nagyon messze járt még a válságot megelőző értékektől. Mindenesetre – mivel alapból a bevételek jóval meghaladják a kiadásokat – a turisztikai forgalom esése a turisztikai egyenleget is

rontotta, míg a második negyedévben kezdődő javulás a mérleget is emelkedő pályára helyezte. **Ám a turisztikai mérleg többlete még az utolsó negyedévben is a válság előtt csúcsnak csupán 61%-át tette ki**, holott ez a nominális, forintban mért többlet.



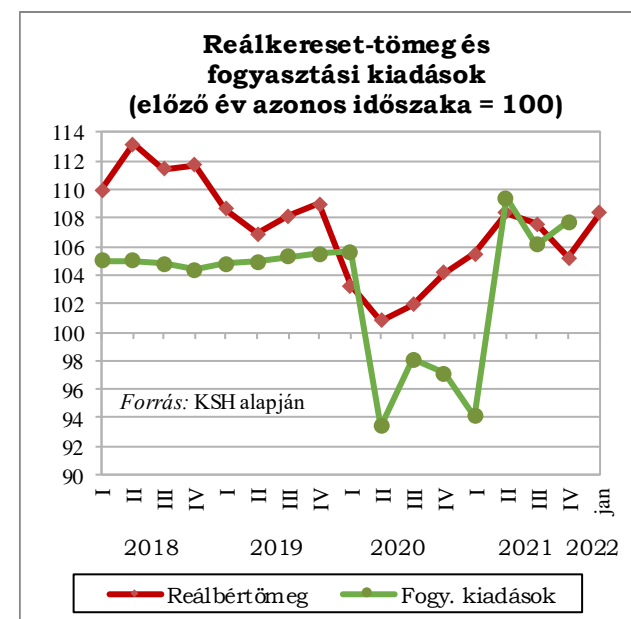
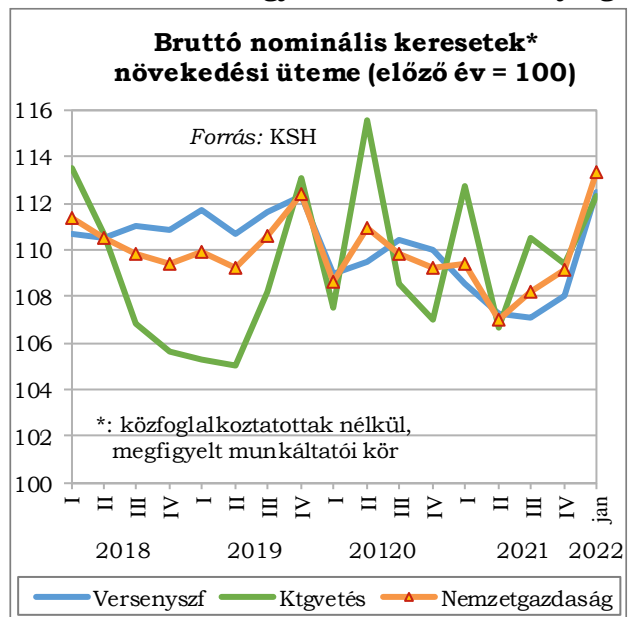
## 2.3. A GDP felhasználási oldala

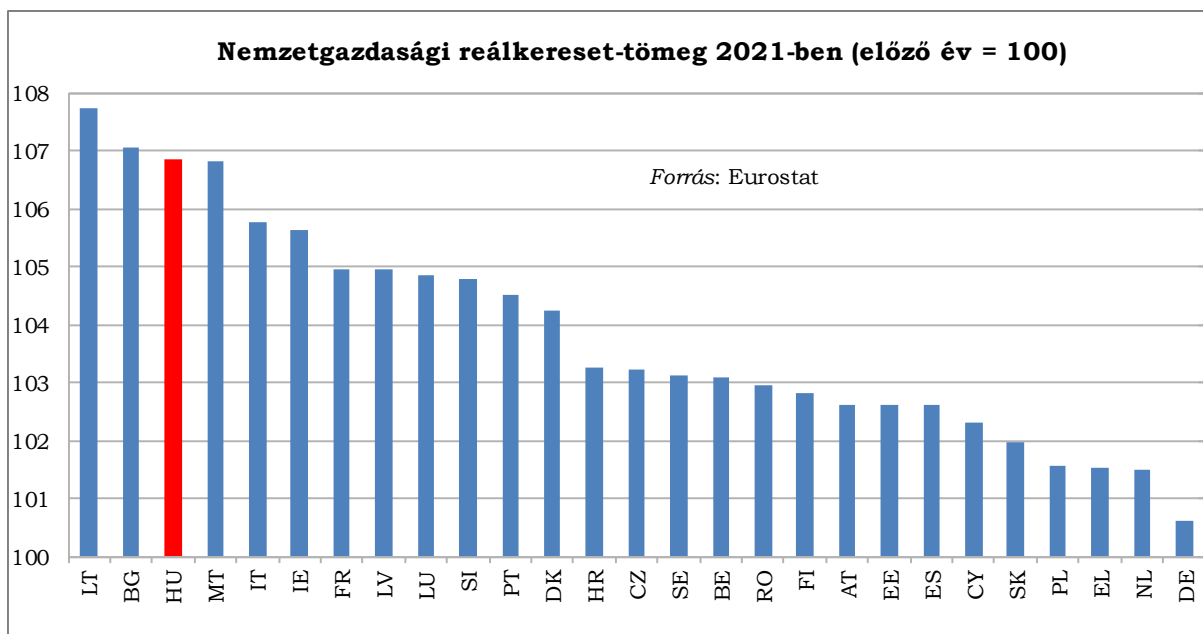
### 2.3.1. A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai

A viszonylag dinamikus keresetemelkedés 2021 negyedik negyedévében is folytatódott – az előző két negyedévhez képest tovább gyorsult – így az egész év átlagában a keresetnövekedés üteme 8,9% (ezen belül a megfigyelt munkáltatói körben 8,7%) volt, a viszonylag szerény (4%-os) idei minimálszabvány- és bérminimum-emelés ellenére. A versenyszférában a bérdinamika valamivel szerényebb, 7,8%-os volt, ezzel szemben a (legfőképpen az orvosberek által hajtott) közszférában a növekedési ütem 9,5% volt.

A **reálkeresetek** emelkedése a teljes munkáltatói kört figyelembe véve aránylag szerény, 3,6%-os volt 2021-ben, a magas infláció miatt. A (teljes munkaidősök adatai alapján számolt) **nettó reálkereset-tömeg** halmozott növekedése ennél impozánsabb, 7,7%-os volt, miután márciustól kezdve ismét nő az alkalmazotti létszám, vagyis újból növelően hat a reálkereset-tömegre. Megjegyzendő, hogy a teljes munkaidősök száma gyorsabban emelkedett, mint az összes alkalmazotté, a 2020-as válság idején részesítésbe soroltaknak a teljesítésbe való tömeges visszakerekülése miatt. Ezért a legalább havi 60 órát dolgozó részesítés alkalmazottakat is magában foglaló létszámváltozással számolt **reálkereset-tömeg** a fent említett 7,7%-os ütemnél szerényebb mértékben, 6,8%-kal emelkedett tavaly.

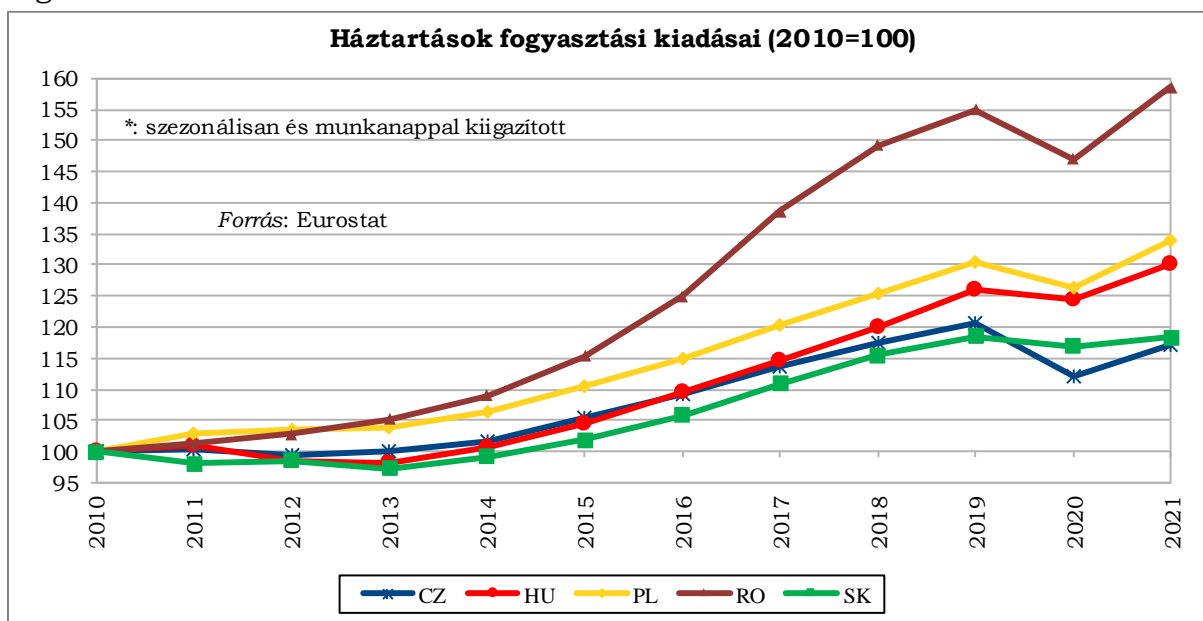
Ha az összehasonlíthatóság kedvéért az Eurostat által közölt, a nemzetiszámla-statisztikából vett kereseti adaton és a harmonizált árindexen alapuló reálkereset-tömeg változást vesszük, akkor is a fentihez hasonló, 6,8%-os emelkedést kapunk 2021-re, ami az uniós mezőnyben kifejezetten kiugrónak számít, a harmadik legmagasabb volt Litvánia és Bulgária mögött.





A **háztartások fogyasztásának** – ahogy egy sor másik mutatószámnak – az ideai alakulását a nagyon alacsony bázison felül a háztartási jövedelmek érdemi növekedése támogatja, miközben a magas infláció számottevően erodálta a háztartások egy részének vásárlóerejét. Ezzel együtt az utolsó negyedévben a novemberi nyugdíj-prémium által is támogatott fogyasztási kiadások dinamikája 7,7%-ra gyorsult. Ennek eredményeképpen **a tavalyi év egészét tekintve a háztartások fogyasztásának bővülése végül 4,3% volt.**

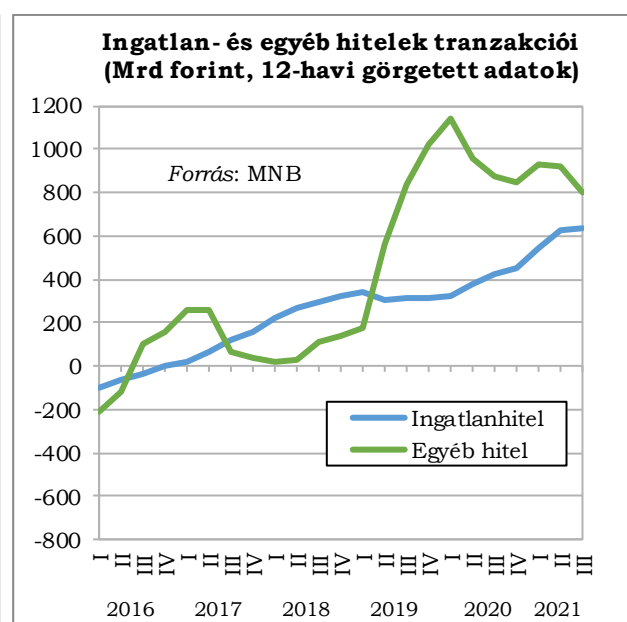
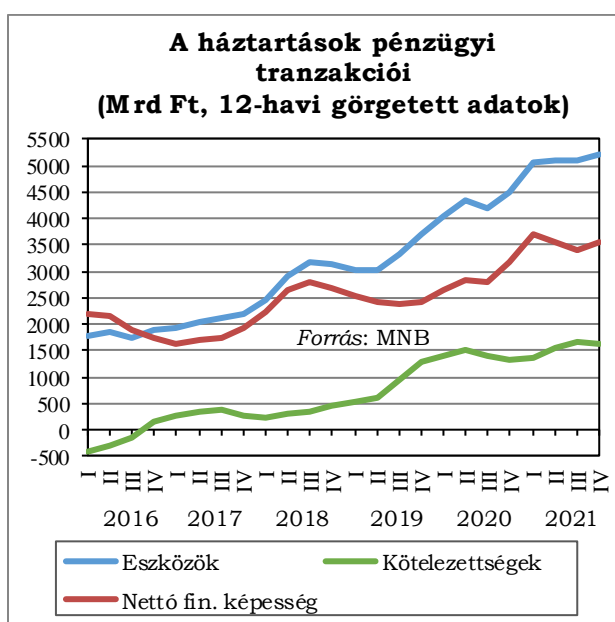
Uniós összevetésben a fogyasztási kiadások éves növekedési üteme alapján Magyarország épp csak hogy a középmezőnybe került 2021-ben. A 11 kelet-európai új tagállam országok közül csak Csehországban és Szlovákiában nőtték kisebb mértékben a fogyasztási kiadások, vagyis nem csak a lengyel meg a szokás szerint száguldó román, de a többi balkáni és balti ország is erőteljesebb dinamikát regisztrált 2021-ben.



Az **idei évben** magasabb nominális bruttó keresetemelkedés várható – ahogy azt a januári 12,5% is mutatja – részben az ismét drasztikus, 20%-os minimálbér- és garantált bérminimum-emelés miatt. Ám ugyanakkor az idén a tavalyinál is jóval magasabb infláció várható, miközben a létszámemelkedés üteme lelassul. Így a reálkereset-tömeg dinamikája mérséklődni fog. Másfelől viszont egy sor költségvetési intézkedés – az SZJA-visszatérítés, a 13. havi nyugdíj teljes visszaépítése, a 25 év alattiak adómentessége – hirtelen megdobta a háztartások vásárlóerejét az első félévben. Ennek összesített hatását eleve nehéz megbecsülni, és ehhez hozzáadódik másfelől a kamatstop feloldása az év második felében, ami a változó kamatozású vagy rövid kamatperiódusú lakáshitelek terheit érzékelhetően emelni fogja. Jelenleg arra számítunk, hogy az év első felének intézkedései nyomán az idei növekedést alapvetően a fogyasztás fogja hajtani, 5% feletti növekedési ütemmel. Ez azt is feltételezi, hogy az orosz-ukrán háború nem fordítja meg drasztikusan a foglalkoztatási trendeket, és nem okoz látványos törést a háztartások fogyasztói magatartásában.

A háztartások **nettó finanszírozási képességének** nominális értéke az idei első negyedévben az egy évvel korábbi szint több mint másfélszeresére rúgott, így a négy negyedéves halmozott (görgetett) érték új rekordot döntött. Ezt követően viszont irányváltásra került sor: a bruttó megtakarítások év/éves hozzávetőleges stagnálása és még inkább a hitelfelvételi egyenleg emelkedése miatt a finanszírozási képesség görgetett értéke a harmadik negyedévben gyakorlatilag visszatért az egy évvel korábbi szintre. Ezek után a negyedik negyedévben némi felfelé irányuló korrekcióra került sor: a bruttó megtakarítások ismételt emelkedéséhez a hitelfelvételi egyenleg csekély mérséklődése párosult. Ezzel együtt a nettó finanszírozási képesség négy negyedéves nominális értéke az év végére nem érte el ismét az első negyedévi szintet, ugyanakkor a 2020. év végi értéket számottevően meghaladta, a magasabb éves hitelfelvételi egyenleg ellenére is.

Az évet a készpénz- és betétállomány csökkentése, valamint az államkötvényekbe való megtakarítás visszafogása jellemezte, a megtakarítások befektetési jegyekbe



áramlásával párhuzamosan. Ami a hitelfelvételi egyenleget illeti, a harmadik

negyedévi bezárólag a lakáshitelek egyenlegének emelkedése mellett a fogyasztási hitelek egyenlege lefelé tendált. Az utolsó negyedévben az ingatlanhitelek egyenlegében is bekövetkezett egy kisebb, negatív fordulat, részben az újhitelek felvételek dinamikájának a magasabb kamatlábakhoz köthető lassulása miatt, részben mert a még hitelmoratóriumban levő hitelek értéke év végére jelentősen tovább csökkent.

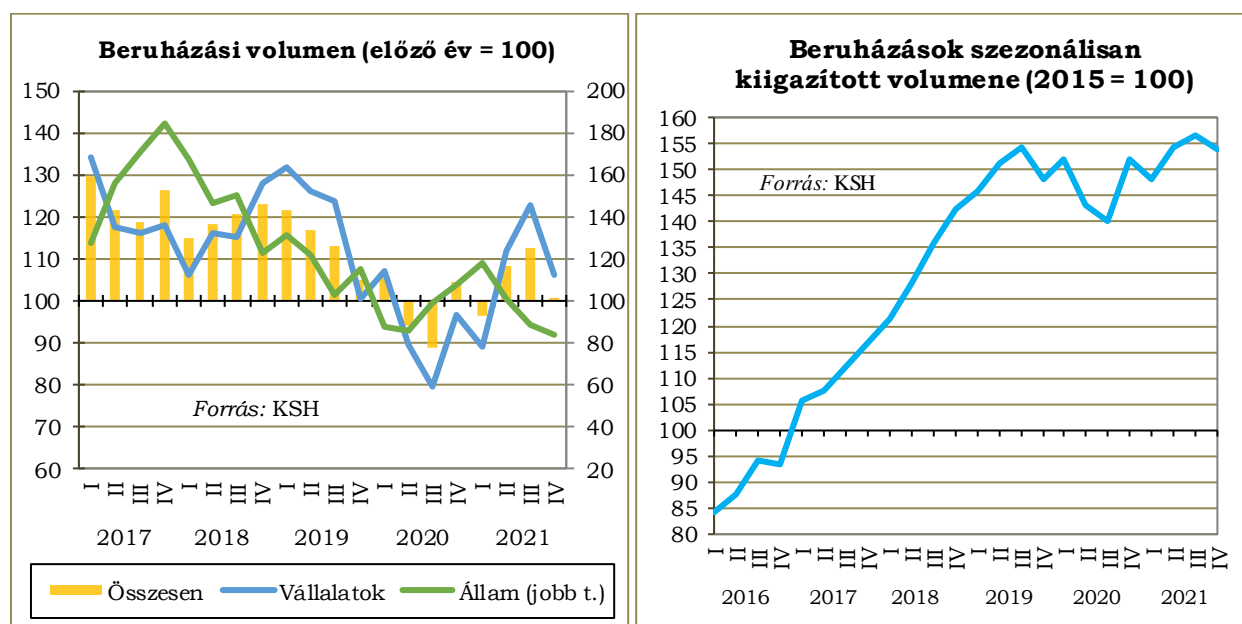
A GDP-arányos négy negyedéves görgetett megtakarítási ráta a tavalyi év végén 6,5%-on, az egy évvel korábbival azonos szinten állt. Ezen belül a negyedik negyedévi megtakarítási ráta mindössze 6%-os volt.

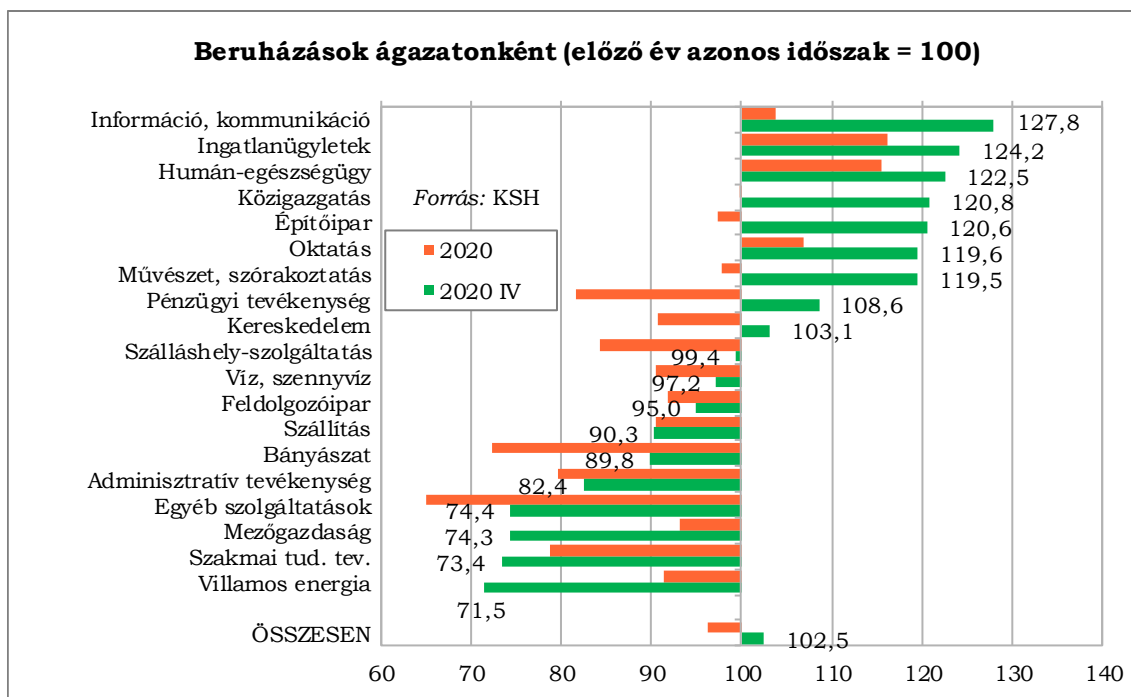
### 2.3.2. Beruházások

2021 utolsó negyedében a beruházások volumennövekedése lényegében leállt. Az előző év azonos időszakához viszonyítva mindössze 0,2%-os emelkedéshez mindhárom szektor beruházási dinamikájának a romlása hozzájárult. A közép- és nagyvállalati beruházások a harmadik negyedévi mintegy 23% után az utolsó negyedévben csupán 6%-kal bővültek, miközben az állami beruházások esésének üteme a harmadik negyedévinél is drasztikusabb, kb. 16%-os volt. Az MNB közlése szerint a lakossági beruházások is negatívan járultak hozzá az összberuházások növekedéséhez, még hozzá jelentősen. (Ez összhangban van a *befejezett* lakásépítések meredek esésével.) Miközben az építési beruházások a negyedik negyedévben is tovább nőttek, ha mérsékelt ütemben is, a gépberuházásoknál közel 5%-os esést mért a KSH.

Az állami beruházások visszaesése az ágazati bontású adatokban mindenekelőtt a közigazgatási és az egészségügyi-szociális ágazatok beruházásainak 30%-ot meghaladó esésében tükröződött. Ezenfelül még a jelentős, részben szintén állami kötődésű villamosenergia-, gáz- és gőzellátásban, valamint a víz-, szennyvíz- és hulladékágazatban csökkentek a beruházások a harmadik negyedévben.

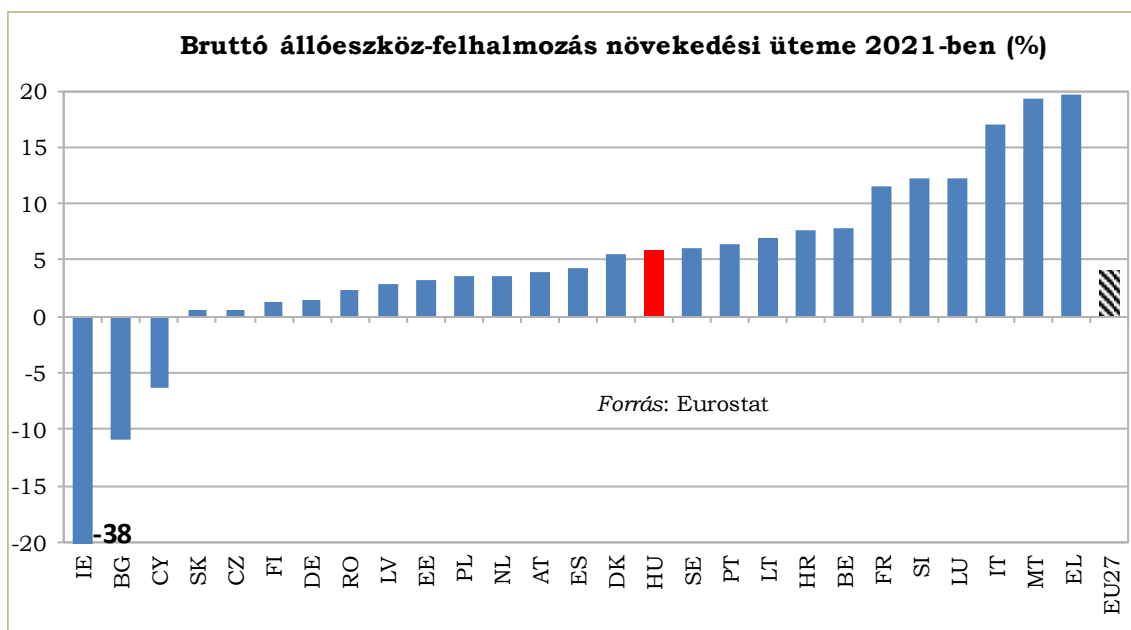
A harmadik negyedévvél szöges ellentétben az utolsó negyedévben az ágazatok több mint felében kisebb-nagyobb csökkenést mért a KSH. A jelentősebb ágazatok közül az *ingatlanügyletek* beruházásai kb. 17%-kal visszaestek, főként a befejezett lakásépítések zuhanásszerű csökkenése miatt. Ugyanakkor a legnagyobb súlyú ágazat, a *feldolgozóipar* beruházásai a negyedik negyedévben is kétszámjegyű növekedést produkált, és az ún. kvázifiskális szektorhoz kapcsolódó legfontosabb ágazat, a *szállítás-raktározás* beruházásai is mintegy 20%-kal nőttek – a KSH közlése szerint nem csak az állami kötődésű vállalatok miatt. A feldolgozóiparon belül az autóipar beruházásai is nőttek, tehát az ágazat folytatódó nehézségei nem akasztják meg a beruházási ciklust.



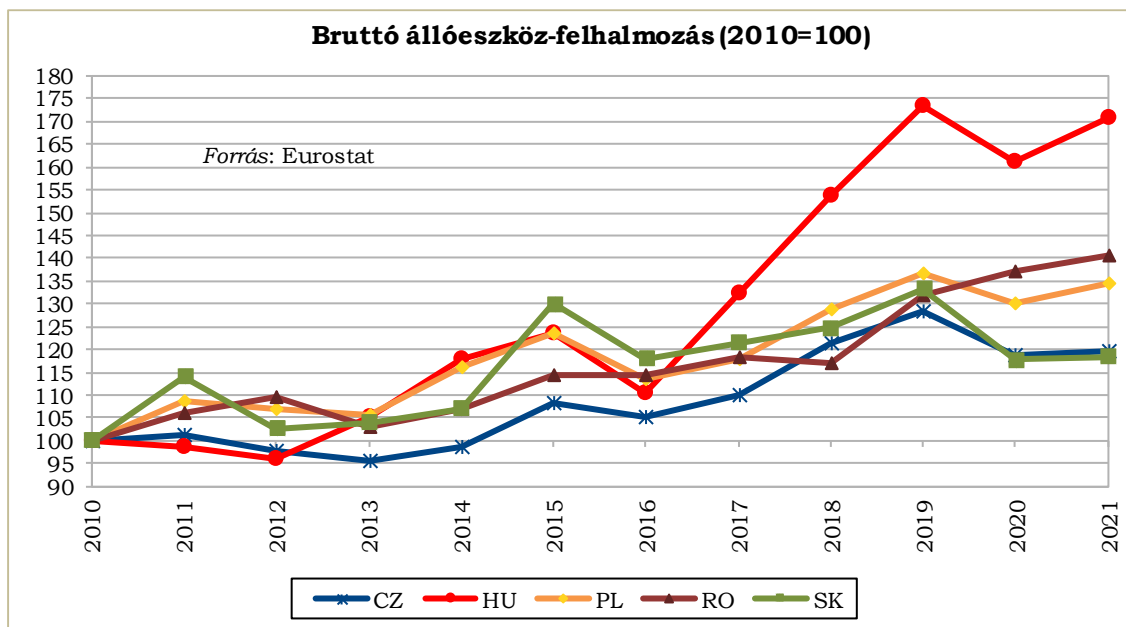


A növekedés megtorpanása egyben azt is jelentette, hogy a *szezonálisan és munkanappal* kiigazított beruházási volumen a harmadik, sőt kissé a második negyedévi volumen alá süllyedt 2021 utolsó negyedében.

Uniói összevetésben a 2020-as járványos év a GDP szerinti állóeszköz-felhalmozás év/éves dinamikáját tekintve Magyarországot a korábbi élvonalból a mezőny középső harmadának a legalsó szegmensébe dobta vissza. Ehhez képest 2021-ben a beruházásnövekedés alapján Magyarország némileg meghaladta ugyan az EU-átlagot, de ezzel együtt a középmezőnybe küzdötte csak fel magát – hat tagállam produkált két számjegyű növekedést.



Más kérdés, hogy Magyarország közelebbi régiós versenytársainál ennél is szerényebb maradt az állóeszköz-felhalmozás dinamikája – igaz, ehhez az is hozzátartozik, hogy Romániában nem is került sor visszaesésre 2020 folyamán. Az elmúlt fél évtized egészét tekintve ugyanakkor Magyarország továbbra is növekedési bajnoknak számít a beruházásokat illetően.



Az **idei évben** az állami támogatásokon túl elvben a mérsékelt vállalati optimizmus és vállalati beruházások növekedésének folytatódása lenne várható, ám ez ellen hatnak egyrészt a fontos kínai ipari-kereskedelmi csomópontokban zsinórban bevezetett – habár mindig időleges – járványügyi lezárások, illetőleg az orosz-ukrán háború kitörése, amely részben önmagában, részben pedig a válaszképpen életbe léptetett drasztikus szankciók miatt ugrásszerű költségemelkedéshez, illetőleg a logisztikai láncok zavaraihoz vezetnek. A lakásépítési engedélykérelmek és bejelentések tavalyi megugrása a háztartások lakásépítési és -felújítási aktivitásának erősödését vetíti előre, ugyanakkor a kamatlábak emelkedése és az építési költségek további látványos emelkedése fékezheti ezt az erősödést. Az állami beruházások idei alakulása bizonytalan: a bázis miatt növekedést várhatnánk, de kérdés, hogy a választások után milyen, eddig nem ismert takarékosági intézkedések bejelentésére kerül majd sor. Összességében jelenleg mérsékelt, **4% körüli** beruházásnövekedést várunk 2021-re.

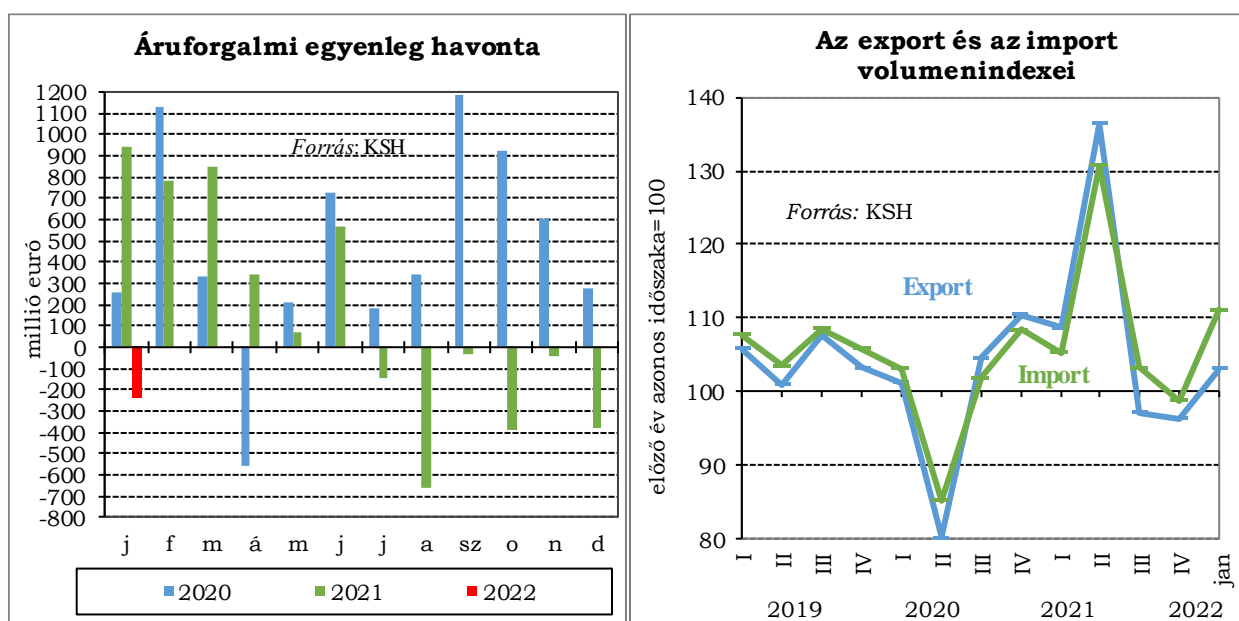
### 2.3.3. Külkereskedelem

A kedvező első félév után a harmadik negyedév látványos negatív fordulatot hozott a külkereskedelmi folyamatokban, és ez – némileg enyhébb formában – az utolsó negyedévben is folytatódott. A harmadik negyedévvel ellentétben már nemcsak az export, de (kisebb mértékben) az import volumene is csökkent, így a különbség a kettő dinamikája között mérséklődött, habár negatív maradt. Az év második felében a külkereskedelmi mérleg folyamatosan negatív volt. Ennek – és a jelentős cserearányromlásnak – az eredményeképpen miközben a tavalyi első félév euróban mért külkereskedelmi egyenlege még mintegy 70%-kal magasabb volt, mint 2020 azonos időszakában, addig az egész évet tekintve a külkereskedelmi többlet, 1,9 Mrd euróra, a 2020. évinek mindössze kb. 34%-ra zsugorodott. Ez messze a legalacsonyabb érték az elmúlt évtizedben.

A negyedik negyedévben már csak – jelképesen – a feldolgozott termékek exportja nőtt, a többi főcsoportban csökkenést mértek. Ezen belül a fő mozgató, a gépek és szállítóeszközök exportja 5,4%-kal esett vissza, ami nem meglepő annak fényében, hogy a kínálatoldali szűk keresztmetszetek elsősorban az autópárt és az elektronikai ipart sújtják.

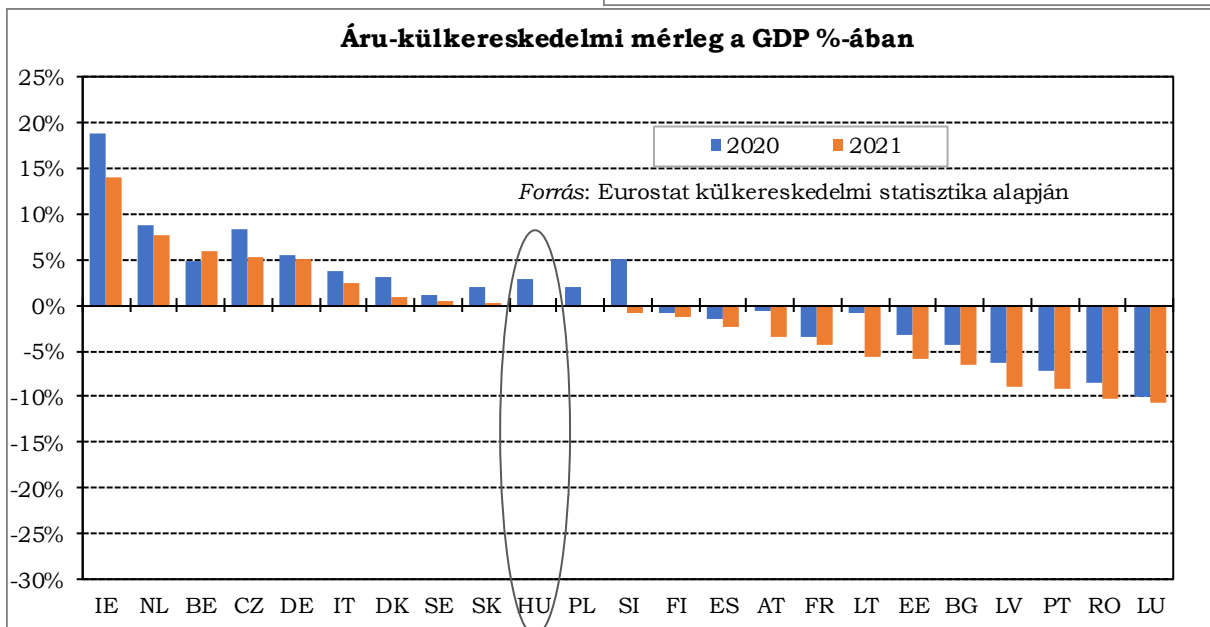
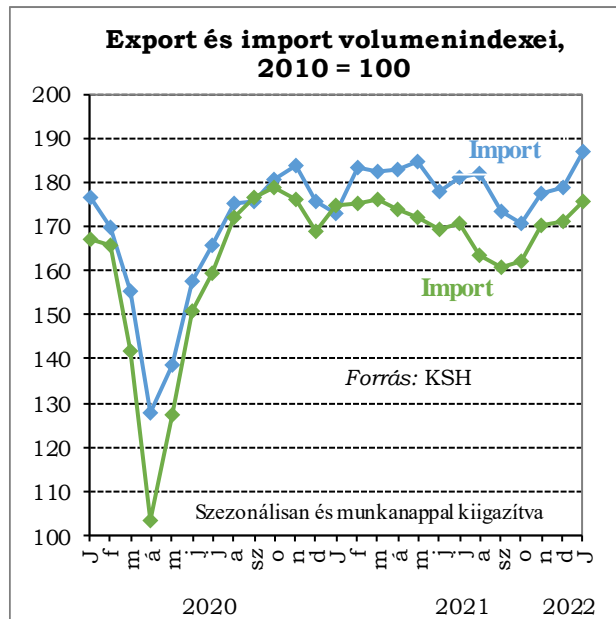
A negyedik negyedévben már az import esetében is csökkenésbe fordult a két legfontosabb termékcsoporthoz, a feldolgozott termékek és a gépek-szállítóeszközök forgalma, ugyanakkor két kisebb súlyú termékcsoporthoz, az élelmiszerekhez és a nyersanyagokhoz jelentős év/éves volumennövekedést mértek.

Az idei első hónapban annyiban változott a helyzet, hogy mind az export, mind pedig az import volumene nőtt az előző év azonos hónapjához képest. (Valójában erre a fordulatra már tavaly decemberben sor került.) Ám mivel az importnövekedés 11%-ra ugrott (részben az energiahordozók, részben a feldolgozott termékek miatt), miközben az exportdinamika szerény maradt, a kettő közti ütemkülönbség ismét



szélesre nyílt, több mint 200 millió eurónyi külkereskedelmi hiányt eredményezve.

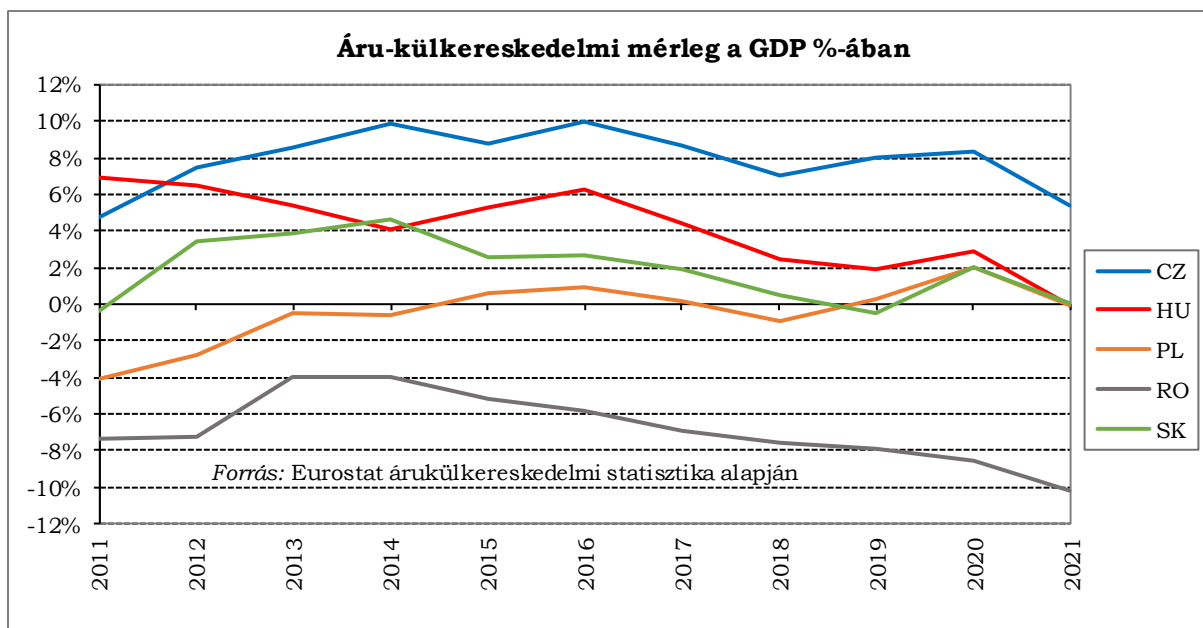
Ugyanakkor a *szezonálisan és munkanappal kiigazított* volumenadatok alapján a helyzet nem olyan kedvezőtlen, mint ahogy azt az év/éves indexek sugallják: a kiugró importnövekedés egyszeri bázishatás eredménye, ami aligha ismétlődik meg. Ám ezzel együtt látszik, hogy habár az elmúlt három hónap folyamán az export és import korábbi mélyrepülése egyaránt véget ért, mégis, az import kiemelkedése erőteljesebb volt, és januárra a *szezonálisan kiigazított* importvolumen meghaladta a korábbi csúcshatárt, míg az export esetében ez



még nem mondható el.

Az egész évi külkereskedelmi többlet tehát a magyar adatok szerint jelentősen lecsökkent, az Eurostat adatai szerint pedig a helyzet ennél is rosszabb, a többlet egészen minimális deficitbe csapott át. Ezzel együtt EU-összevetésben a magyar helyzet nem kiemelkedően kedvezőtlen: a 2021. évi külkereskedelmi mérlege alapján még mindig kicsivel jobb a pozíciója az uniós mediánál, és a mérleg év/éves romlása sem mondható kiemelkedőnek.

Régiós összevetésben már nem egészen ez a helyzet: itt a magyarországi romlás – a csehországgal együtt – jelentősebb, mint a másik három régiós versenytársnál. Ugyanakkor a külkereskedelmi mérleg szintjét illetően a magyar pozíció nagyjából átlagosnak mondható.



Akárhogy is, az elmúlt pár hónap legalább részben kedvező szezonálisan kiigazított volumenadatai ellenére is igaz, hogy már a háborút megelőző trendek alapján sem lehetett bizonyosra venni, hogy az idei évben nem kell-e éves külkereskedelmi hiánnyal számolni. Az első félévben még nagyon erős belföldi kereslet várhatóan továbbra is felfelé húzza az importot. A háború kitörése tovább bonyolította a helyzetet, ráadásul az energiahordozók árának sokszerű újabb megugrása a cserearányok oldaláról további nyomást gyakorol a külkereskedelmi mérlegre. Ezért jelenleg 2022-re a külkereskedelmi mérleg egyensúlyával számolunk – több mint évtizednyi pozitív mérleget követően. E prognózishoz némi pozitív, és jelentősebb negatív kockázat párosul.

## 2.4. A fizetési mérleg és az ország nettó külföldi kötelezettségállományának alakulása

2021-ben rendkívül kedvezőtlenül alakultak a gazdaság külső egyensúlyi folyamatai: jelentősen nőtt az áruforgalmi és a jövedelmi mérleg hiánya, amit távolról sem tudott ellensúlyozni a szolgáltatásforgalmi többlet némi emelkedése, így a folyó fizetési mérleg deficitje a 2020. évi 1,6-ről 4,7 Mrd euróra nőtt. Mivel az euróban mért GDP szokatlan mértékben (12,5%-kal) emelkedett, a GDP-arányos mutató -1,1-ről -3,1%-a történt változása kevésbé mutatja drámainak a romlást.<sup>2</sup>

### A cserearányromlás mértéke és hatása

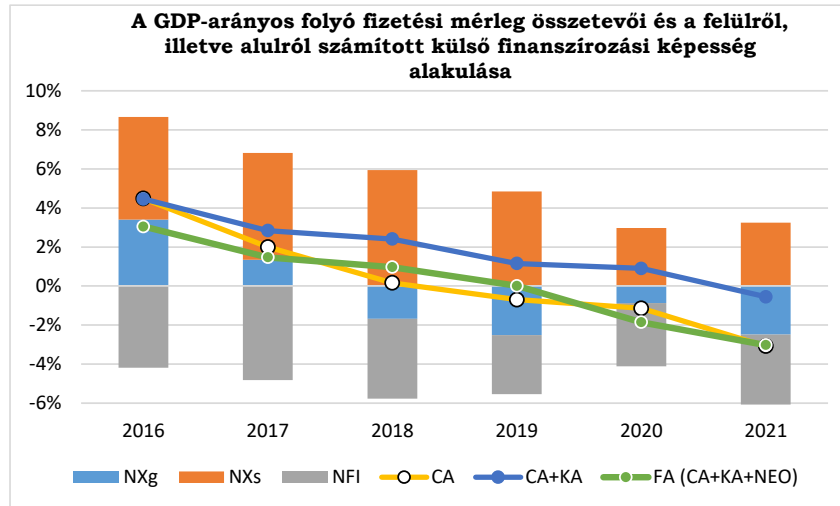
A folyó mérleg összetevői közül érdemes kiemelni az áruforgalmat, ahol a deficit emelkedése (GDP-arányosan 0,9-ről 2,5%-ra), egyértelműen a cserearányok 3,4%-os romlásából származott, az export volumenének növekedése ugyanis meghaladta az importét. A szolgáltatáskereskedelemben némi javulás mutatkozott, így összességében „csak” 2,9%-kal romlottak a cserearányok. Ennek hatása azzal érzékeltethető, hogy a GDP 2021. évi 7,1%-os növekményének több mint egyharmadát felemésztette a külkereskedelmi árveszteség, így a bruttó hazai reáljövedelem (a cserearány-hatással kiigazított GDP), amely tényleges forrást jelent a fogyasztás és a beruházás bővítésére, csupán 4,6%-kal nőtt.

A beruházási célú EU-transzfereket tartalmazó úgynevezett tőkemérleg többlete a GDP arányában 2-ről 2,5%-ra nőtt, így a folyó- és a tőkemérleg összevont egyenlege – a „felülről” számított külső finanszírozási képesség – a folyó mérleg egyenlegénél kevésbé romlott, de a megelőző évi 0,9%-os többletből 1,6%-os deficitbe (vagyis finanszírozási igénybe) fordult át. A pénzügyi mérleg egyenlege<sup>3</sup> – az „alulról” számított finanszírozási képesség – már 2020-ban is 2%-os deficitet mutatott, ami elmúlt évben 3%-ra emelkedett. Ezen belül a nettó FDI-beáramlás 1,7-ről 1,4 re csökkent.

Az alábbi ábra a fizetési mérleg főbb tételeinek az elmúlt hatévi alakulásáról ad képet.

<sup>2</sup> A „javulás” és a „romlás” kifejezések nem tartalmaznak értékítéletet, azokat a szokásos leíró értelemben használjuk (a deficit csökkenése és a többlet emelkedése „javulás”, ezek ellenkezője pedig „romlás”).

<sup>3</sup> A gazdaság külső finanszírozásának összetevőit (pl. FDI, állampapírok stb.) tartalmazó pénzügyi mérleg a „tévedések és kihagyások” (statisztikai eltérés) egyenlegével különbözik a folyó és tőkemérleg együttes egyenlegétől.

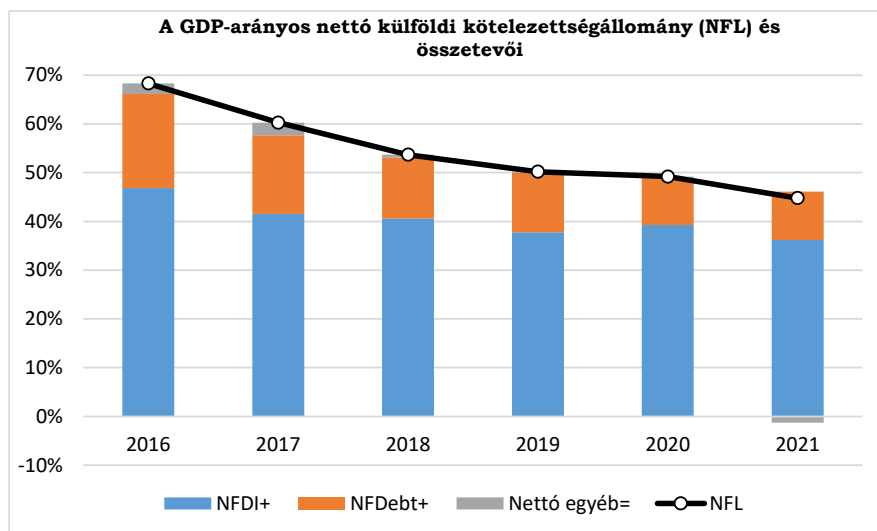


Forrás: MNB alapján saját számítás

Jelmagyarázat: CA (folyó fizetési mérleg) = NXg (áruforgalmi egyenleg) + NXs (szolgáltatásforgalmi egyenleg) + NFI (jövedelem-egyenleg); KA: tőkemérleg; CA+KA: felülről számított külső finanszírozási képesség; NEO: tévedések és kihagyások egyenlege; CA+KA+NEO: alulról számított külső finanszírozási képesség (a pénzügyi mérleg egyenlege).

Az ábrának az a fő üzenete, hogy a fizetési mérleg három fő egyenlege – a folyó mérleg (sárga vonal), a finanszírozási képesség felülről (kék vonal) és alulról (zöld vonal) számított mutatója – 2016 óta lényegében folyamatos romlást jelez, és ebbe az irányzatba illeszkednek 2021. évi fejlemények. Bár ma még nagyon nehéz megjósolni az Ukrajna elleni orosz katonai agresszióknak a világgazdaságra, illetve közvetlenül a magyar gazdaságra gyakorolt következményeit, okkal állítható, hogy 2022-ben az ábrán látható kedvezőtlen irányzatok nemcsak folytatódnak, hanem fel is erősödhetnek.

Az előző ábra a külgazdasági tranzakciók egyenlegeiről adott képet, de nem kevésbé érdekes a GDP-arányos nettó külső kötelezettség-állomány (NFL) alakulása – ezt mutatja az alábbi ábra (fekete vonal), amelyen a két fő összetevő, a nettó FDI (NFDI – kék oszlop) és a nettó külső adósság (NFDebt – narancssárga oszlop) GDP-hez viszonyított aránya látható.



Forrás: MNB alapján saját számítás

2019-ig a folyamatok összhangban vannak azzal, hogy a pénzügyi mérleg többletet mutatott (lásd az előző ábrát), a következő két évben tapasztalt relatív csökkenés azonban csak azzal magyarázható, hogy az állományok pozitív átértékelődési hatása túlkompensálta a pénzügyi tranzakciók egyenlegének negatív hatását. Az átértékelési hatás azonban forgandó (a hazai tapasztalatok szerint hosszabb távon növeli a külső kötelezettségállományt). Az pedig, hogy tavaly a nettó külföldi kötelezettségállomány GDP-arányos csökkenéséhez a nettó FDI, nem pedig a nettó adósság mérséklődése járult hozzá, korántsem megnyugtató.

2022-ben a GDP 5%-át is meghaladhatja folyó fizetési mérleg hiánya, a folyó- és a tőkemérleg együttes hiánya pedig 3% fölé emelkedhet.

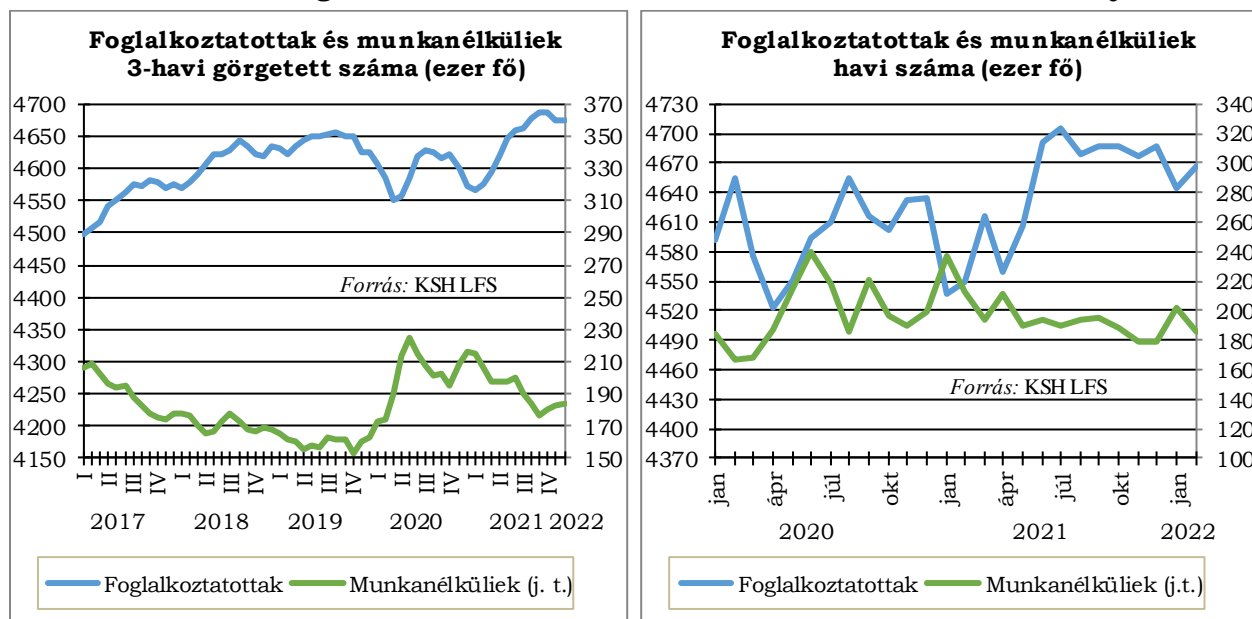
## 2.5. Foglalkoztatottság, munkanélküliség

A munkaerő-felmérés (KSH-LFS) adatai szerint tavalyi év második felétől kezdődő folyamatos javulás az év utolsó negyedévében és azt követően is folytatódott. A foglalkoztatottak számának háromhavi görgetett átlaga a harmadik negyedévi 0,8% után a negyedik negyedévben 1,4%-kal nőtt év/éves alapon. Ehhez hozzájárult, hogy 2020 év végén a második hullám miatt még jelentős korlátozásokat vezettek be, 2021 végén viszont nem került sor semmi hasonlóra. Az ezt követő két hónap folyamán az éves növekedési ütem tovább gyorsult, december-februárban elérte a 2,2%-ot. Ez az összesített növekedés a közmunkások számának folytatódó esésével párosult, miközben a külföldi telephelyen dolgozók száma november-januártól kezdve növekedésnek indult. A hazai *elsődleges munkapiac*on dolgozók száma a negyedik negyedévben 1,9%-kal, december-februárban viszont már 2,4%-kal volt magasabb, mint egy évvel korábban. Jelzésértékű, hogy a versenyszférában az üres álláshelyek száma a tavalyi második félévben ismét elérte a 2019-re jellemző átlagszintet.

A háromhavi görgetett munkanélküliségi ráta a tavalyi év tavaszán lezajlott harmadik hullámot követően nyáron süllyedt 4% alá, majd pedig a 3,6-3,8%-os sávban ingadozott – december-februárban 3,8%-on állt. A korábbi csökkenés stagnálásra változása látszólag a javuló trend általános lassulását sugallja, de a stagnálás jórészt az éven belüli szezonális ingadozások következménye – a szezonálisan kiigazított negyedéves munkanélküliségi ráta mindvégig csökkenő trendet mutatott a tavalyi év folyamán. A munkanélküliek *abszolút számának* alakulása e csökkenő trendet szezonális kiigazítás nélkül is kivehetően mutatja.

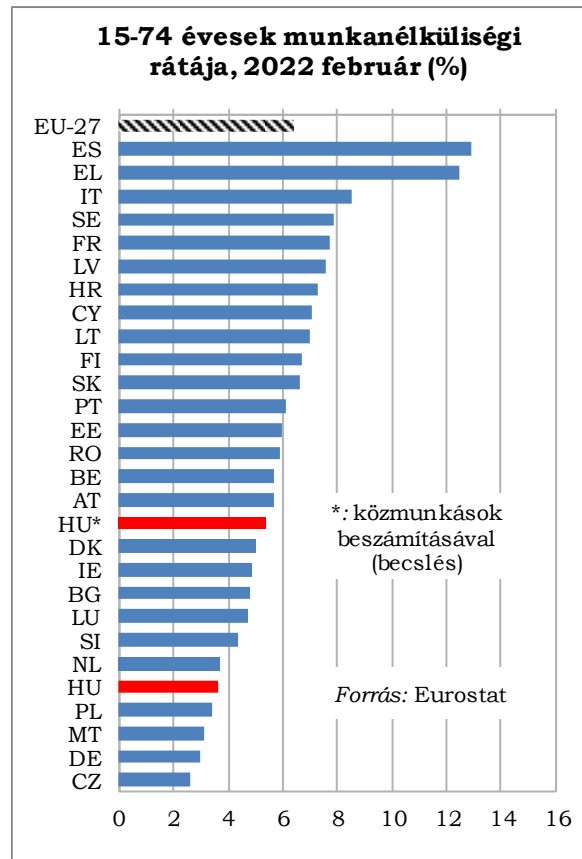
Megjegyzendő viszont, hogy az *alkalmazottak* száma a tavalyi negyedik negyedévben is kisebb mértékben bővült, mint az összes foglalkoztatott száma, miközben az egyéni vállalkozók/önfoglalkoztatók száma még mindig kétszámjegyű ütemben emelkedik.

Európai összevetésben a munkanélküliség tekintetében a magyar pozíció kimondottan jónak mondható, legalábbis ha a magyar módszertannak megfelelően nem vesszük számításba a közmunkásokat. Amennyiben a nemzetközi módszertannak megfelelően a munkanélküliek körébe beleszámoljuk a



közfoglalkoztatottakat, akkor az idei februári állapot szerint a magyar munkanélküliség nem az ötödik legalacsonyabb, hanem csak a tizenegyedik legalacsonyabb, tehát az ország lényegében a középmezőnybe tartozik.

A munkapiaci helyzet tovább javulásának esélyei jóval bizonytalanabbá váltak a háborús helyzettel, és a növekedés ezzel (is) összefüggő lassulásával. Jelenleg – némi optimizmussal – azzal számolunk, hogy a munkanélküliségi ráta a tavalyi 4,1%-ról az idén 3,7%-ra mérséklődik.



### 3. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok

#### 3.1. Államháztartási folyamatok

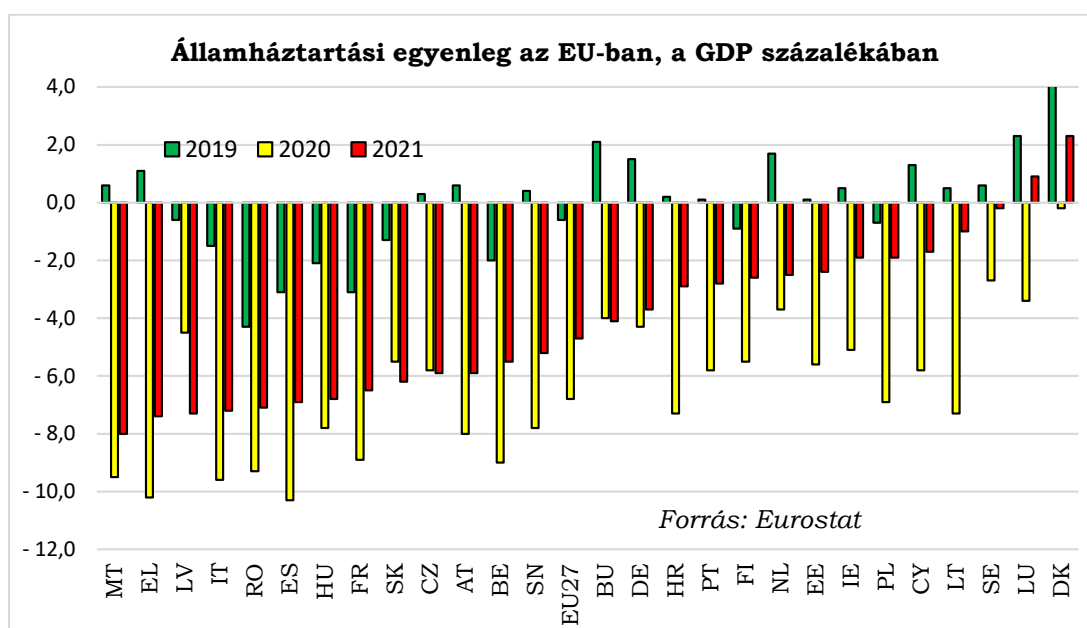
##### 3.1.1. Költségvetési folyamatok 2021-ben az EU-ban

2021 az EU-ban a mérsékelt fiskális konszolidáció éve volt. Az államháztartások összesített hiánya a GDP százalékában a 2021. évi 6,8%-ról 4,7%-ra csökkent. A járvány előtt, 2019-ben még 0,6% volt, van tehát még tere a korábbi alacsony deficithez való visszatérésnek.

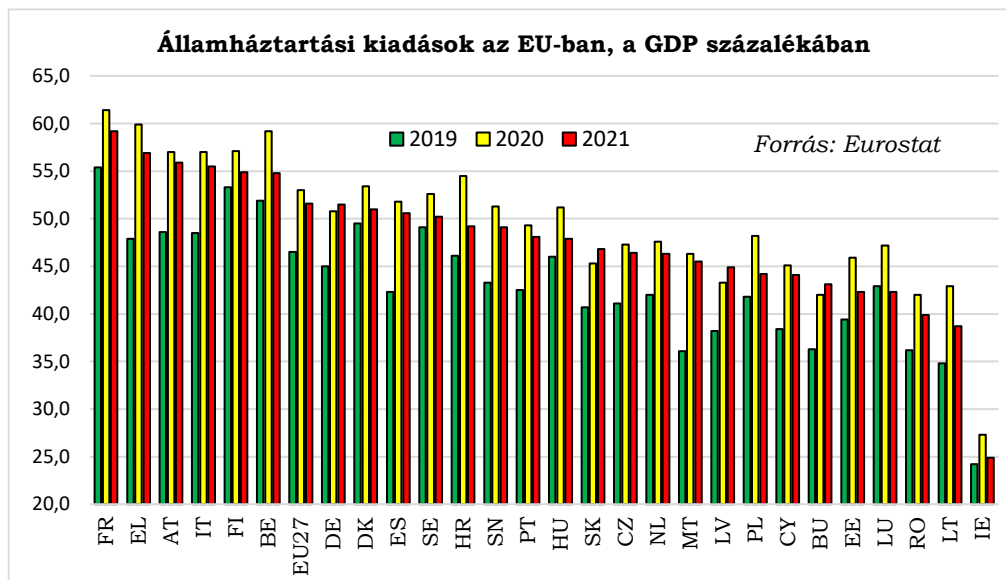
Ezen belül a tagállamok túlnyomó többségében csökkent a költségvetés hiánya. A kevés kivételhez tartozik Lettország, ahol a hiány majdnem 3 százalékponttal emelkedett (4,5%-ról 7,3%-ra), és kisebb mértékben Csehország és Szlovákia, ahol pártized százalékpontos emelkedés következett be. Igaz, ezek az országok 2020-ban a viszonylag alacsonyabb hiányt felmutató országok közé tartoztak. Dánia és Luxemburg 2021-ben visszatért a költségvetési szufficithez, más országnak ez nem sikerült, bár a svéd hiány is mindössze a GDP 0,3%-át tette ki.

Magyarországon mind 2020-ban, mind 2021-ben (sőt, már 2019-ben is) a magas hiánnyal rendelkező országok között található. A 6,8%-os GDP-arányos költségvetési hiány 2021-ben a 7. legmagasabb volt az EU-ban, 2,1 százalékponttal magasabb, mint az EU átlag.

Az Európai Bizottság továbbra is fenntartja a maastrichti és a Stabilitási és Növekedési Paktum (SGP) által előírt államháztartási hiányplafon felfüggesztését. Jelenleg tehát a magas hiány nem vezet túlzott-deficit eljáráshoz és feltehetőleg a visszatérés az államháztartási szabályokhoz csak akkor fog megtörténni, ha reális lehetőség van arra, hogy az országok többsége képes legyen a feltételek teljesítésére. Jelenleg még nem ez a helyzet, mivel a 27 ország közül csak 12-ben volt 3 százalék alatti a GDP-arányos hiány.

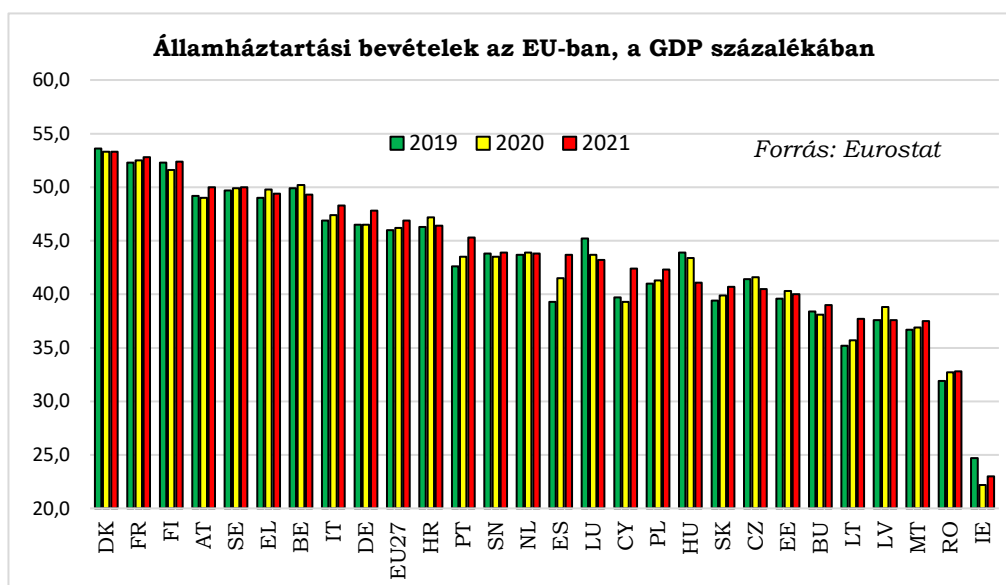


A hiány csökkentését elsősorban a GDP-arányos kiadások visszafogásával érték el a tagországok. Az államháztartási kiadások Németország és Szlovákia kivételével valamennyi országban visszaestek 2021-ben a 2020. évi szinthez képest, néhány országban a csökkenés az 5 százalékpontot is meghaladta.

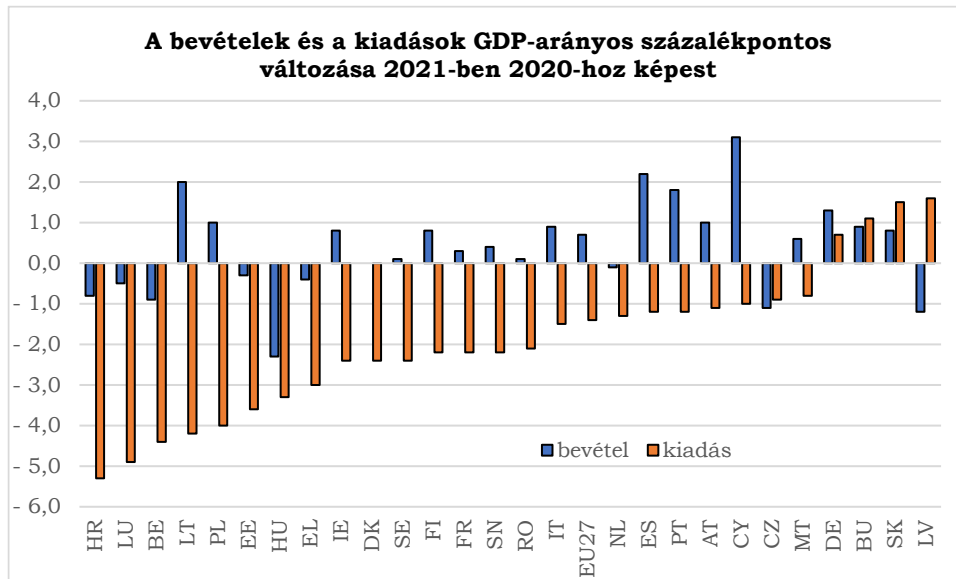


A költségvetési kiadások azonban 2021-ben még jócskán meghaladták a járvány és a válság előtti szintet: az EU átlagában 2019-ben még 46,5% volt a GDP-arányos kiadások szintje, ami 2020-ban 53%-ra emelkedett, és 2021-ben is csak 51,6%-ra esett vissza.

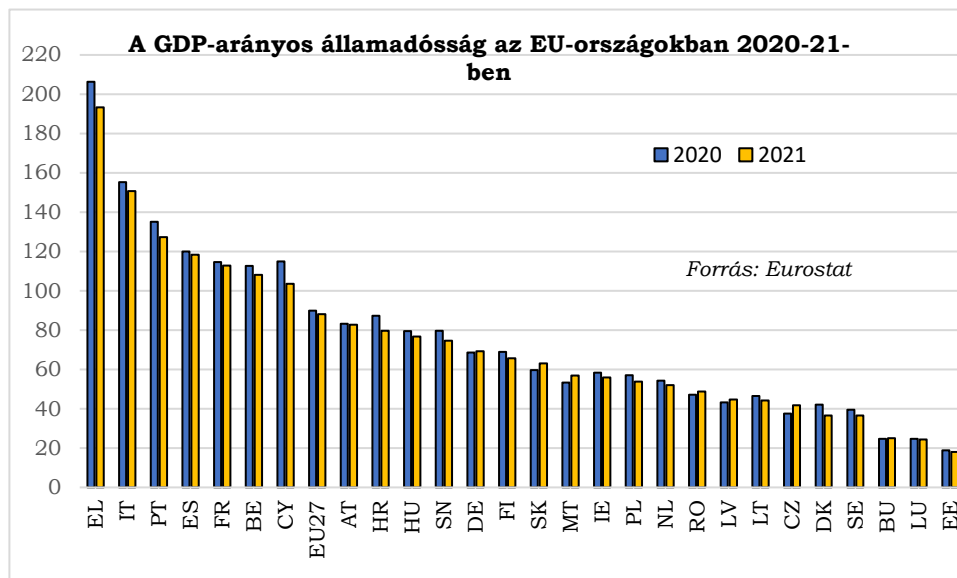
Az államháztartási bevételek terén nem állapítható meg ilyen egyértelmű tendencia, sőt az EU átlagában 0,7 százalékponttal emelkedtek a költségvetési kiadások. A GDP-arányos költségvetési bevételek az országok többségében 2021-ben nem változtak érdemben 2020-hoz képest. Egyes országokban enyhe növekedést, másokban enyhe emelkedést lehetett regisztrálni, azonban a költségvetési hiány csökkentése alapján véve nem ezen múlt.



A következő ábra ezt az összefüggést plasztikusabban szemlélteti, amennyiben a kiadások és a bevételek százalékpontos változását együtt mutatja 2021-ben 2020-hoz képest, az egyes tagországokban.



A fenti ábra jelzi, hogy az EU-tagországok sokkal inkább a kiadások csökkentésével, mintsem a bevételek növelésével igyekeztek elérni a költségvetések konszolidálását. E téren a kép nagyon vegyes és arra reflektál, hogy az egyes országok eltérő adottságokkal és gazdaságpolitikai preferenciákkal rendelkeznek a fiskális konszolidáció eléréséhez.



Az államadósság a GDP-arányos hiányok csökkentése következtében az EU átlagában árnyalatnyival csökkentek, és a tagországok többségében is csekély mérséklődés következett be. A magyar államadósságráta a GDP arányában 2021-ben 2,8 százalékponttal csökkent, ami jelentősebb csökkenés, mint az EU-átlag.

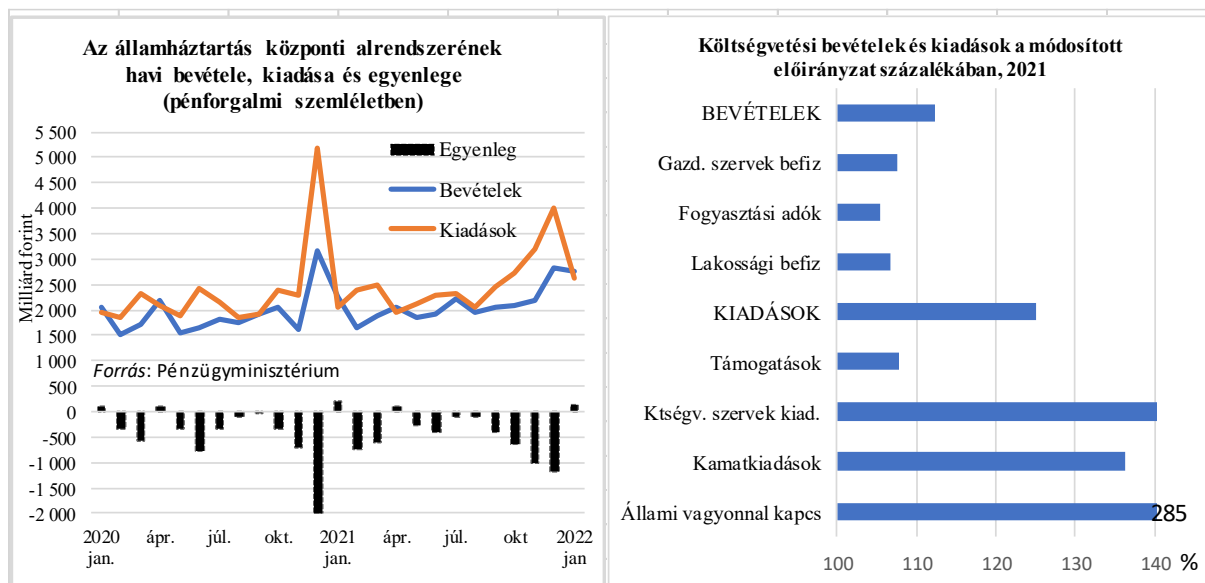
### 3.1.2. A magyar költségvetés 2021-ben és 2022 elején

2021-ben az államháztartás pénzforgalmi hiánya 5.101 milliárd forintot tett ki, a 2020. májusában eredetileg elfogadott 1.514 milliárd forinttal és a 2021. májusában módosított (felemelt) 2.287 milliárd forintos előirányzattal szemben. A tényleges költségvetési hiány tehát jócskán meghaladta a módosított költségvetésben előírt hiány kétszeresét, az eredeti költségvetési törvényben rögzítettnek pedig a háromszorosát, annak ellenére, hogy a vártnál nagyobb összegű bevételt folyt be. A kiadások azonban még ezt is felülmúlták.

2021-ben az államháztartás központi alrendszerének bevételei részben a vártnál gyorsabb gazdasági fellendülés, részben a „meglepetés-infláció” következtében 2.230 milliárd forinttal (mintegy 10%-kal) haladták meg a módosított előirányzatot. A gazdálkodó szervezetek befizetései 7,5%-kal voltak magasabbak, mint a tervezett, ezen belül a társasági adó majdnem 25%-kal (!), a fogyasztáshoz kapcsolt adókból 7,5%-kal, a lakosság befizetéseiből pedig 6,8%-kal több folyt be, mint az előírt.

Ezzel egyidejűleg az államháztartási kiadások több mint 5 milliárd forinttal (!), azaz 20%-kal haladták meg a módosított tervezettet (és 6,8%-kal a 2020. évi szintet). A költségvetési törvény 2021-re az előző évihez képest 3,3 milliárd forinttal alacsonyabb kiadási szintet írt elő, ezzel szemben a tényleges költés az előző évit 1,7 milliárd forinttal meghaladta. A túllépés kisebb része szintén a magasabb inflációból származott, ilyen volt pl. a novemberi pótlólagos, visszamenőleges nyugdíj-kompenzáció, mivel az év elején csak 3%-kal (majd májusban további 0,6%-kal) emelték a nyugdíjakat, ami lényegesen elmaradt a tényleges 5,1%-hoz képest. Emellett novemberben egyszeri „nyugdíjprémium” kifizetése is történt, fejenként egységesen 80 ezer forint összegben.

400 milliárd forinttal magasabb volt a kamatkiadás is, mint a tervezett, amit az adósságállomány jelentős növekedése (az EU-s transzferek elmaradása miatt felvett hitelek következtében) és az általános hozamszint-emelkedés magyaráz. A magyar kormány az EU Helyreállítási és Ellenállóképességi Alap támogatásainak (7,2 milliárd euró, kb. 2.500 milliárd forint) 30%-os előlegéből nem részesült, mivel a kormány nem vállalt elégséges garanciát arra, hogy az EU-támogatások elköltése korrupció-



mentesen fog zajlani. Emellett a magyar kormány a rendkívül alacsony kamatozású 3.300 milliárd forintos (9,3 milliárd euró) hitelkeret felvételét visszautasította. Ezeket az összegeket a költségvetésnek a nemzetközi piacokon felvett, magasabb kamatozású hitelekkel kellett pótolnia.

Jelentős túllépés történt a költségvetési szervek fejezeti kezelésű kiadásai terén is. A tervezett és a tényleges kiadások közötti eltéréseket azonban szinte lehetetlen szétszálazni, mivel a kormány 2021-ben, a Portfólió számításai szerint, 85 alkalommal hajtott végre átcsoportosítást a költségvetési fejezetek és kiadási programok között, összesen 3.354 milliárd forint összegben.

Összességében a központi költségvetési alrendszer pénzforgalmi hiánya (önkormányzatok nélkül) 2021-ben a GDP 9,3%-át tette ki, úgy, hogy a GDP is jócskán meghaladta a költségvetési örvényben előirányzottat. A költségvetési törvényben feltételezett 50,9 ezer milliárd forinttal szemben a nominális GDP 55 ezer milliárd forint lett, mivel a várt 4,3%-os növekedés és 3,7%-os deflátorral szemben mind a volumen-, mind az árindex 7,1%-ot tett ki, így a nominális GDP majdnem 10%-kal magasabb lett a tervezettnél.

A KSH jelentése szerint az eredményszemléletű ESA hiány 2021-ben a pénzforgalminál jóval alacsonyabb lett, a GDP 6,8%-át tette ki, annak ellenére, hogy az ESA szemlélet alapján a 2022-ben a családoknak visszautalt 2021. évi személyi jövedelemadó 680 milliárd forintos kiadás az előző évet terhelte. Ez tehát a 2022. év eredményszemléletű, ESA elszámolását már nem fogja érinteni, azaz az idei ESA deficitet csökkenti. Az ESA hid 2021-ben kamatfizetéseket, EU-transzfereket, valamint olyan költségvetési kiadásokat sorol át a pénzforgalmi egyenlegről, amelyeket a kormány állami szervezeteknek utalt ki, de még nem kerültek elköltésre.

### **3.1.3. A 2022. évi magyar költségvetés**

Az első kéthavi költségvetési deficit 1.433,7 milliárd forint volt, a költségvetési törvényben a teljes évre rögzített hiánynak tehát majdnem a fele összejött az év egyhatodában. Ezen belül a februári hiány 1.585 milliárd volt, januárban ugyanis a költségvetés még szufficites volt (151 milliárd forinttal). A februári óriáshiány nem volt meglepetés, hiszen az előre bejelentett jóléti intézkedések eredménye volt. 680 milliárd forintba került a családok SzJA visszatérítése, 330 milliárdba a 13. havi nyugdíj kifizetése és 250 milliárdba (nettó 150 milliárdba) a rendvédelmi dolgozóknak juttatott fegyverpénz. Ezek a tételek önmagukban 2 százalékponttal növelik a (már felemelt) GDP arányában mért pénzforgalmi hiányt. Ezzel egyidejűleg azonban az egyéb kormányzati kiadások is nagy lendülettel folytatódtak, a (korábban is indokolhatatlan) turisztikai célú intézkedések, az egyházi és sporttámogatások, a Modern városok és egyéb állami programok terhére, több száz milliárd forint összegben. Noha a Pénzügyminisztérium havi költségvetési jelentéséből nem olvasható ki pontosan, mire mennyi pénz ment el, mindenesetre a 2021 decemberében bejelentett, 755 milliárd forint összegű állami beruházás-átütemezés nyoma nem igazán látható. Kérdés, hogy az év további részében a fiskális politika hogyan tudja konszolidálni az első két hónapban erősen megbomlott egyensúlyt és elfogadható hiány-rátát elérni.

A 2022. évi költségvetési törvényt a kormány májusban nyújtotta be és az Országgyűlés 2021. júniusában fogadta el. Olyan időszakban tehát, amikor még a

2021. évi gazdasági folyamatok sem voltak ismertek. Ez a mai turbulens események következtében oda vezetett, hogy ma már szinte egyetlen szám sem egyezik, vagy akár csak hasonlít a törvényben előírthoz.

A törvény a kiadások főösszegét 25,352 ezer milliárd forintban, a kiadásokét 28.505 milliárd forintban jelölte meg. Ezzel a költségvetés hiány 3,152 ezer milliárd forintra csökkent volna (az előző évi 5.101 milliárdos pénzforgalmi hiány után), ami az akkori előrejelzések szerinti GDP 5,9%-át tette volna ki, mivel a törvény 56,361 milliárd forintos nominális GDP-vel számolt, a GDP 5,2%-os volumennövekedése és 3,8%-os GDP deflátor eredményeként.

A Költségvetési Tanács a törvénytervezetről szóló véleményében azt állapította meg, hogy a gazdaság állapota gyorsabb hiánynövekedést is lehetővé tenne, mivel az akkori – utóbb még konzervatívnak is bizonyuló – előrejelzések szerint nincs szükség a gazdaság ösztönzését szolgáló költségvetési költségekre. Inkább a 3%-os hiánycél eléréséhez kellene közeledni. A szakértői vélemények is az alacsonyabb hiány indokoltsága mellett érveltek, mint például a Kopint-Tárki 2021/2-es konjunktúra-jelentése.

2021. decemberében a kormány bejelentette, hogy a költségvetési hiány-előrejelzését az eredetileg előírt 5,9%-ról a GDP 4,94%-ára csökkenti. Ezt azzal indokolta, hogy a 2021. évi gazdasági növekedés adatai alapján a magyar gazdaság újraindulása megtörtént, ezért a fiskális politika is elkezdhet visszafogni; a gazdasági növekedés 2022-ben 5%-ot tehet ki. Ez a növekedés éppenséggel nem indokolta az alacsonyabb hiánycélt, mivel az eredeti költségvetési törvény makro-előrejelzése is 5,2%-os növekedéssel számolt. A különbség, ami az eredeti és új hiánycél közötti eltérést indokolhatta, az a GDP magasabb *nominális* szintje 2022-ben, amit a vártnál gyorsabb áremelkedés okoz. Akkor még nem volt szó a 10%-ot közelítő inflációról, és különösen nem a GDP deflátor még ennél magasabbra várható mértékéről, de az már világos volt, hogy a 2021. évi GDP folyó forintban kifejezett nominális nagysága jóval magasabb lesz a költségvetést megalapozó makro-előrejelzésnél, s erre a magasabb nominális bázisra rakódik rá 2022-ben az ismét magasabb infláció által növelt nominális szint.

Mint az előző pontban láttuk, 2021-ben a nominális GDP 55 ezer milliárd forint volt, miközben a 2022. évi költségvetés makro-táblájában 2022-re mindössze 56.361 milliárd forint van feltüntetve, 5,2%-os GDP volumen-növekedés és 3,8%-os GDP deflátor mellett. Ma már tudjuk, hogy jó, ha 10-12%-os GDP deflátorral meg tudjuk úszni az idei évet. Igaz, közben az 5,2%-os növekedés meg túlságosan magasnak tűnik, az Ukrajna elleni orosz támadás ma még beláthatatlan gazdasági következményeinek a fényében. Ma már inkább 3-4%-os növekedést becsülnek a szakértők, óriási bizonytalanságok közepette. Mindent egybevetve, 63 ezer milliárd forint körüli nominális GDP látszik ma valószínűnek 2022-ben, ami nem elhanyagolható mértékű mozgásteret nyújt a költségvetés számára.

A magasabb árindex két csatornán keresztül is csökkenti a hiányráta-mutatót. Egyrészt a magasabb árak felpumpálják az adóbevételeket, elsősorban a fogyasztásra rakódó adókat, másrészt megnöveli a hiányráta mutatójában a nevezőben szereplő GDP összegét, így a tört értéke csökken. Igaz, a kiadási oldalon

is vannak infláció-követő tételek (pl. nyugdíjfizetés), illetve az adósságemelkedés következtében emelkedő kiadások (pl. kamatkiadások), azonban a költségvetésnek még így is van lehetősége arra, hogy bizonyos kiadási tételeknél követi-e az inflációt, vagy változatlanul hagyja-e az eredeti előirányzatot, csökkentve ezzel a hiányt.

Ezek után most nézzük meg, hogy mindez milyen mértékben hat a 2022. évi költségvetési hiányra, az első kéthavi deficit tükrében.

Az adóbevételek befolyása többé-kevésbé megbecsülhető, bár nagy hibahatárral. A fogyasztáshoz kötött adóbevételek feltehetőleg a tervezettnél 600 (sőt, akár 700) milliárd forinttal magasabb összegben folyhatnak be, a magas infláció következtében (8,7%-os fogyasztói árindex és 3,5% volumennövekedés mellett). A lakossági befizetések pedig az év végéig akár hozhatják is a tervezett 3,1 ezer milliárd forintot, a februári SzJA visszatérítés ellenére is. A gazdálkodó szervezetek befizetései is 100-200 milliárd forinttal meghaladhatják a tervezettet.

Ezek a tételek a pénzforgalmi egyenleget érintik. Figyelembe kell azonban venni, hogy az idei SzJA visszatérítés keretében kiutalt 680 milliárd forintos összeg, mint a 2021. évi költségvetésről szóló pontban láttuk, eredményszemléletben az előző évet terhelik, a 2022 évi eredményszemléletű költségvetést tehermentesítik. Ez nem befolyásolja a folyó finanszírozási szükségletet, viszont csökkenti a statisztikailag kimutatott ESA-hiányt 2022-ben.

A bevételek oldalán tehát van némi mozgástér a költségvetés számára, bár ennek forrása kétes értékű, hiszen az infláció közben szétzilálhatja a gazdaság szövetét és akár csökkentheti a fogyasztás növekedését, ami alacsonyabb plusz ÁFA-bevételekhez vezethet.

A nagyobb bizonytalanság a kiadások terén várható, bár a költségvetés feszített helyzete miatt a kormány 2022-ben feltehetőleg nem fogja folytatni az elmúlt évek gyakorlatát, amikor a költségvetés a magas inflációból származó plusz bevételeket az év végén kiosztotta kormányközeli kedvezményezettek között ingyenes állami támogatás formájában. Ha ez nem is történik meg, akkor is számos tényszerű veszély azonosítható a költségvetésben.

Az egyik az európai uniós támogatások helyzete. A magyar kormánynak eddig nem sikerült megállapodnia az Unióval a Helyreállítási és Ellenállóképességi Alapból (RRF) kapható összegek feltételeiről, a felhasználás átláthatósági garanciáiról. Amennyiben a megállapodás idén nem jön létre, akkor a költségvetés helyzete drámaian romolhat, mivel a kormány már most is folyamatosan költ ennek az alapnak a terhére. Az első két hónapban majdnem 700 milliárd forintos kiadás keletkezett az Európai Unió forrásából finanszírozott projektek előfinanszírozásának terhére, amelynek az uniós ellentételezése bizonytalan.

A másik veszélyforrás az államadósság gyors emelkedésének a költségei. 2022 első két hónapjában 1,2 ezer milliárddal emelkedett a magyar államadósság, szemben a 2020. (teljes) évi 4 ezer milliárddal. Ehhez hozzátevé a globálisan, és Magyarország számára még gyorsabban emelkedő állampapírpiaci hozamokat, nem zárható ki, hogy a kamatkiadások drámai módon emelkedhetnek. 2022-re a költségvetés a 2021. évi 1.400 milliárd forintos kamatkiadásnál árnyalatnyival alacsonyabb kamatkiadást

tervezett (1.369 milliárdot), a tényleges kiadás azonban ennél akár 300-350 milliárddal is magasabb lehet és szorosan megközelíthető a GDP 3%-át.

Mindent egybevetve, amennyiben a költségvetés az év hátralévő részében már eltekint az ingyepénzek osztogatásától, erőteljesen visszafogja az állami beruházásokat, s ezzel a havi hiányt sikerül átlagosan 250-300 milliárd forint körül tartania, akkor a 2022. év megúszható 4.000-4.500 milliárd forint körüli deficittel, ami pénzforgalmi szemléletben a GDP közel 7%-a, az ESA hiány pedig 6%-a lehet.

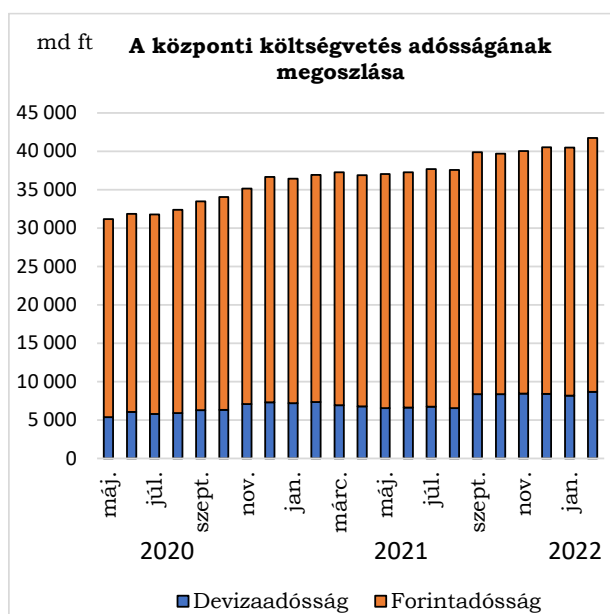
### 3.1.4. Államadósság

Az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) szerint 2020. december végéhez képest 2021. december végéig a központi költségvetés adóssága 36.684,3 milliárd forintról 40.7697 milliárd forintra emelkedett. A 4 ezer milliárdos növekmény mögött a forintadósság 2.883 milliárd forint és a devizaadósság 1.076 forintos emelkedése áll. A forintadósság növekedése elsősorban az államkötvények nettó értékesítéséből származott (2.013 milliárd forint), a diszkont-kincstárjegyek állománya enyhén csökkent (mínusz 75 milliárd), a lakossági értékpapírok pedig tovább nőtt (838 milliárd forinttal).

A devizában fennálló adósság emelkedésében 2021-ben szinte kizárólag a devizakibocsátások játszottak szerepet, az átértékelődés hatása jelentéktelen volt, mivel a forint euróárfolyama 2021. december végén (369 ft/EUR) nagyjából megegyezett a 2020. december végével (365 ft/EUR). A 2021. szeptemberi 4,5 milliárd euróval egyenértékű devizakötvény-kibocsátást a betervezett, de 2021-ben be nem érkező európai uniós támogatások indokolták. A devizaadósság részaránya a 2020. december végi 19,9%-ról 2021. végére 20,6%-ra emelkedett.

2021. végére a bruttó államadósság a GDP 76,8%-ára, az Eximbankkal együtt a 78,2%-ára csökkent.

2022 első két hónapjában az államadósság gyors emelkedése következett be: két hónap alatt 1.237 milliárd forinttal növekedett az államadósság. Ez a növekmény kizárólag 2022 februárjában történt (1.297 milliárd), mivel januárban 60 milliárdos csökkenést tapasztalhattunk. Az adósság-növekmény majdnem pontosan megegyezik a februári jóléti kiadások összegével, amelyet – az adatok egyértelmű tanúsága szerint – a kormány kizárólag *adósságból finanszírozott*.



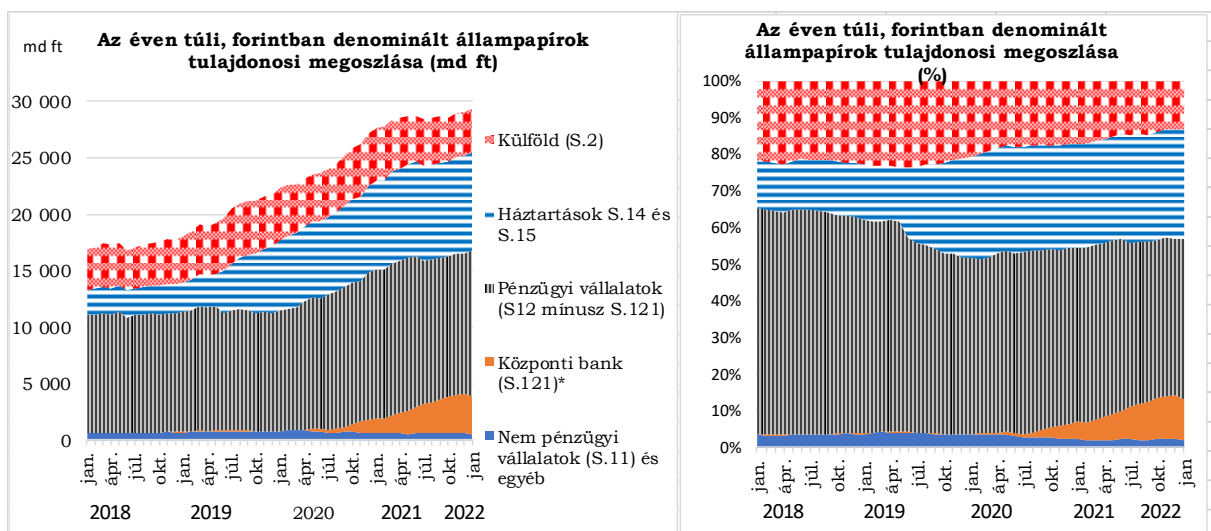
740 milliárd forinttal nőtt a forint-, és 500 milliárddal a devizaadósság.

Az állampapírok tulajdonosi megoszlását tekintve figyelemre méltó, hogy az állampapírok 76%-át kitevő, éven túli lejáratú, forintban denominált állampapírok terén tovább nőtt a háztartások részaránya, 2022 januárjában már megközelítette a 30%-ot.

A jegybank 2020. május 4-én indította el állampapírvásárlási programját, a birtokában álló állomány folyamatosan nőtt, 2021. december végére érte el a csúcst, meghaladta a 3,478 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 januárjában mind az állomány, mind a részarány enyhén csökkent (11,1%-ra).

Az 1 évnél nem hosszabb lejáratú állampapírok részaránya a finanszírozásban az elmúlt években folyamatosan csökkent, a csúcst jelentő 2018-as évben 18-20% között mozgott, azóta 5% körüli arányra zsugorodott. Ennek is a túlnyomó része a háztartásokhoz kapcsolódik.

Figyelemre méltó, hogy a devizában denominált állampapírok tulajdonosai között folyamatosan csökken a külföldi tulajdonosok részaránya. Mig korábban jócskán 95% felett volt, az elmúlt években nő a háztartások részesedése (2022. januárjában már 4% körüli, és a belföldi nem-pénzügyi vállalatok is egyre inkább vásárolják ezeket a papírokat, bár arányuk még elenyésző.



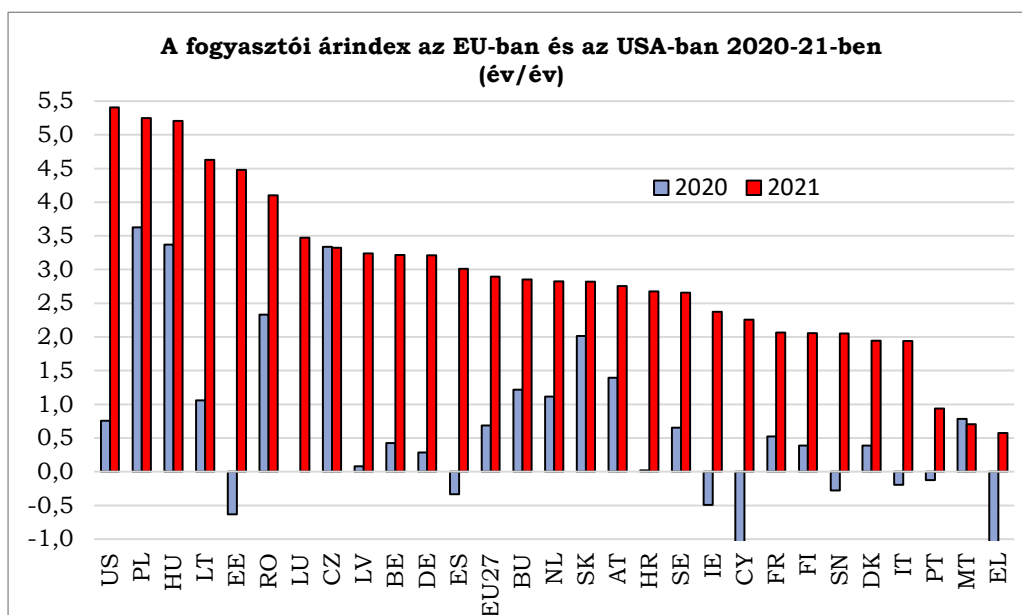
## 3.2. Infláció

### 3.2.1. Fogyasztói árindex az Európai Unióban

2021 második felétől a világgazdaság kilátásait egyre inkább a globális inflációs folyamatok árnyékolják be. A COVID-válságból való kilábalás viszonylag gyors növekedést és kereslet-emelkedést hozott, miközben a kereslet nem állt hasonló ütemben helyre. Az akadozó alkatrészellátás, logisztikai problémák, egyes részegységek termelésének szűk keresztmetszetei széleskörű hiányjelenségekhez vezettek, ami az árak gyors emelkedésével járt együtt. A legsúlyosabb helyzet a nemzetközi olajpiacon alakult ki, de számos más nyersanyag terén is hiány állt elő. A magas olajár beszűremkedett a többi termék piacára, a szállítási költségeken keresztül pedig szinte minden termék árában megjelent. Súlyos helyzet alakult ki az agráriumban, amely különösen érzékeny a földgáz- és kőolaj-alapú termékek, pl. a műtrágya áraira.

Az Ukrajna elleni orosz katonai agresszió tovább növelte a problémákat, különösen a gabonatermékek piacán, mivel Oroszország és Ukrajna a világ gabonaexportjának kb. egyharmadát mondhatja magáénak. Mivel a harcok kimenetele bizonytalan és fel kell készülni elhúzódó háborúra, ez a jövőben is beláthatatlan következményekkel járhat a világ élelmiszerárakra.

Ennek megfelelően a harmonizált fogyasztói árindex (HICP) 2021-ben az EU valamennyi országában emelkedett, ahogyan az EU-n kívüli államok többségében is.

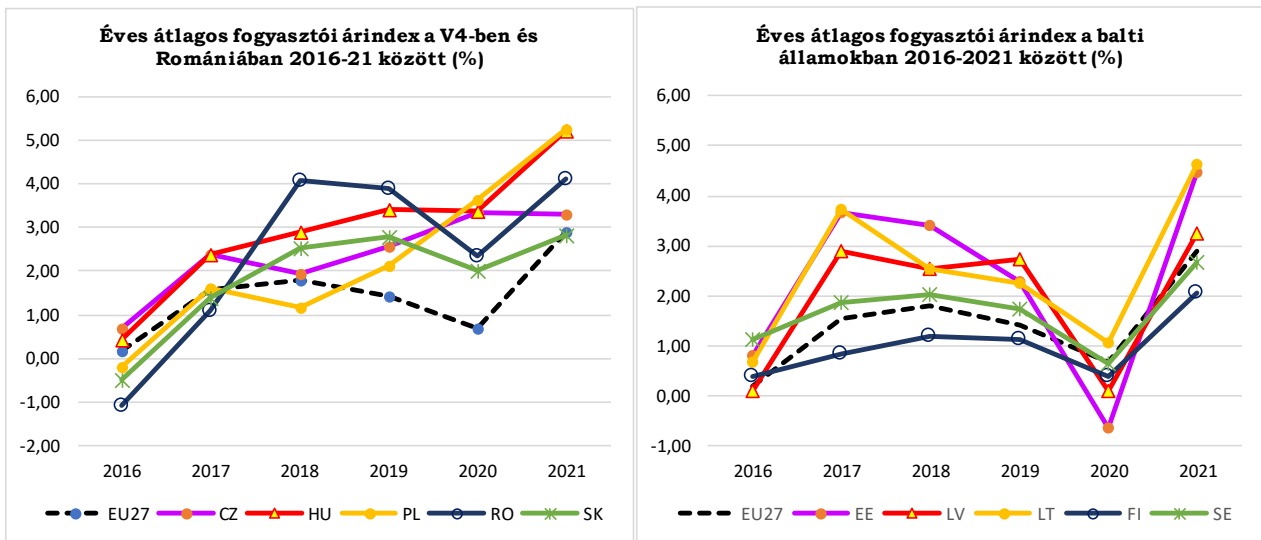


Figyelemre méltó módon, az amerikai árindex 2021-ben (5,4%) magasabb volt, mint valamennyi EU-államban, és különösen az EU átlagában (2,9%).

2021-ben az inflációs rangsorban az EU-n belül az első nyolc helyen (Luxemburg kivételével) kelet-európai országok álltak. Lengyelország és Magyarország megosztva állt az első helyen, 5,2%-os HICP árindex-szel, őket a balti országok követték. A kelet-közép-európai országok már 2020-ban is magasabb inflációjú országok közé tartoztak, a balti országokban azonban 2021-re a fogyasztói árindex az előző évi

deflációból (Észtországban mínusz 0,6%), illetve 0-1% közötti szintről (Lettország, Litvánia) fordult át kifejezetten magas, 3,5-4,5% közötti árindexbe.

A balti országokban – a közép-kelet-európai országoktól eltérően – jóval erőteljeseb-



bek voltak a deflációs tendenciák 2020-ban, a járvány legsúlyosabb éveiben (+/-1%), a skandináv országokhoz hasonlóan. Ehhez az alacsony bázishoz képest jelentett számottevő ugrást a 2021. évi fogyasztói árindex ezekben az országokban.

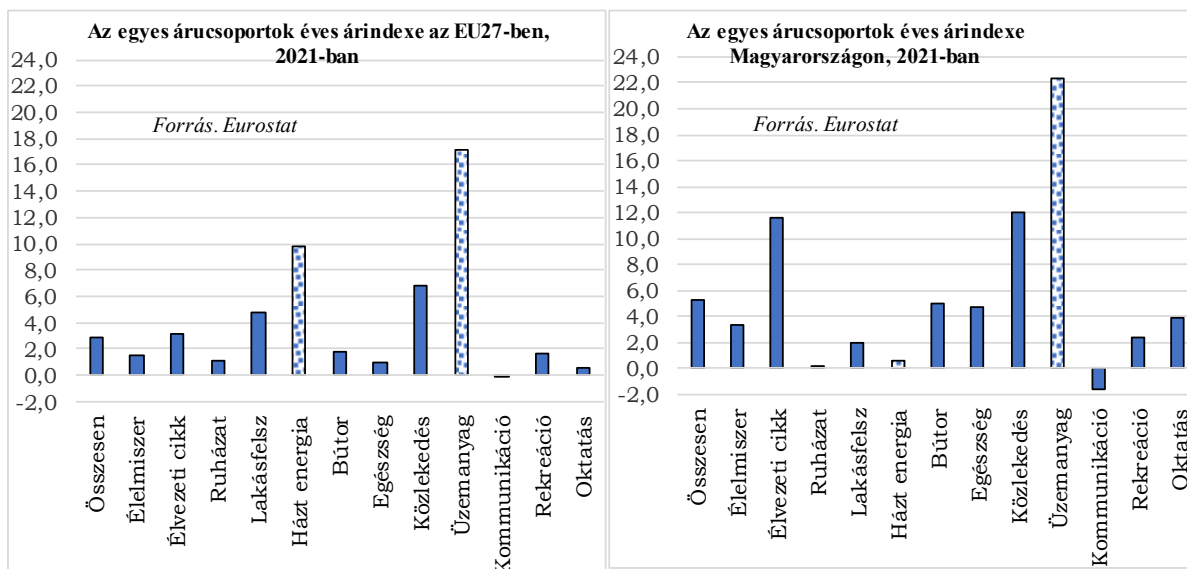
A kelet-közép-európai országok árindexe nem esett vissza ilyen mértékben 2020-ban (2-3%), sőt a lengyel, a magyar és a cseh árindex 2020-ban meg is haladta a 3%-ot, ami jóval magasabb, mint az európai átlag.

### Az infláció összetevői

A magas árindex 2021-ben egyértelműen az energiahordozók, azon belül is kiemelten az üzemanyagok, illetve az élelmiszerek jelentős áremelkedésével magyarázható. Az ipari termékek és a szolgáltatások áremelkedése tavaly még mérsékelt maradt, bár az előbbiben is egyre inkább megjelentek az infláció jelei, részben az alapanyagok, részben a szállítási költség növekedésének következtében.

Miközben az energia-árak minden országban jelentősen emelkedtek, az emelkedés mértéke országonként eltérő volt. Számos tagország ugyanis már az energiaválság előtt is eltérő mértékű árszabályozást és állami beavatkozást alkalmazott a lakossági villamosenergia és gázárakba.<sup>4</sup> Az ACER jelentése összefoglalja a beavatkozás mértékét és módját: a skandináv országok, Németország, Ausztria, Csehország és Görögország kivételével a tagországok mindegyike alkalmazott valamilyen beavat-

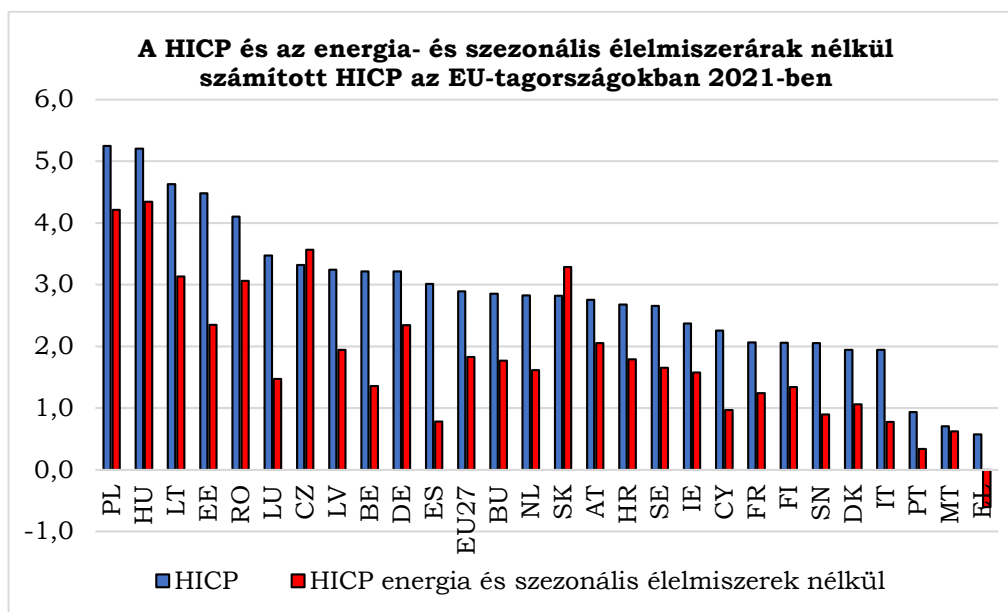
<sup>4</sup> European Agency for the Cooperation of Energy Regulators (ACER): ACER Annual Report on the Results of Monitoring the Internal Electricity and Natural Gas Markets in 2020 - Energy Retail Markets and Consumer Protection Volume [https://extranet.acer.europa.eu/Official\\_documents/Acts\\_of\\_the\\_Agency/Publication/ACER%20Market%20Monitoring%20Report%202020%20E2%80%93%20Energy%20Retail%20and%20Consumer%20Protection%20Volume.pdf](https://extranet.acer.europa.eu/Official_documents/Acts_of_the_Agency/Publication/ACER%20Market%20Monitoring%20Report%202020%20E2%80%93%20Energy%20Retail%20and%20Consumer%20Protection%20Volume.pdf)



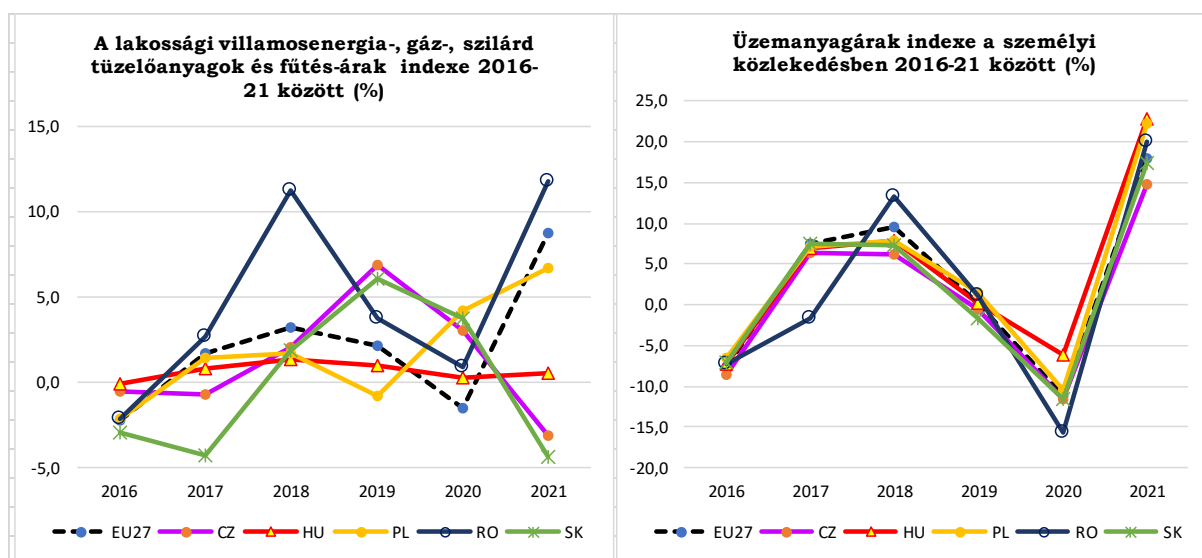
kozást a lakossági villamos- és gázárakba. Ezek lehetnek rászorultság vagy a fogyasztás nagysága alapján, illetve árszabályozás vagy adómérték szabályozás formájában. Ami az érintett háztartások számát és arányát illeti, az ACER adatai szerint a villamosenergia piacán a háztartások 100%-a csak Magyarországon, Szlovákiában, Cipruson és Máltán részesül – különböző mértékű - ártámogatásban. A gázárak támogatásában pedig a háztartások 100%-a Magyarország mellett csak Lengyelországban, Szlovákiában, Lettországon és Bulgáriában részesül. Más országokban a fogyasztóknak jellemzően csak egy bizonyos része kap energiaár-támogatást.

2021 végétől emellett számos olyan az ország is, amely általában nem szabályozza az energiaárakat, rendkívüli intézkedéseket vezetett be, hogy megvédje a fogyasztókat a hirtelen megugró energiaárakkal szemben (az energiaadók ideiglenes csökkentésével, a hálózati díjak mérséklésével, vagy egyéb eszközökkel). Ezek közvetlen hatást gyakoroltak a kiskereskedelmi gáz- és villamosenergia-árakra és azok különbségére az egyes országok között.

Az alábbi ábra a (HICP) mellett az energia- és szezonális élelmiszerárak nélkül számított HICP-t mutatja. Eszerint az EU-országokban ez a két termékcsoport a teljes árindexet 1-1,2 százalékponttal növelte meg 2021-ben. Csupán két ország kivétel ez alól, Csehország és Szlovákia, ahol a szezonális élelmiszerek és az energia figyelmen kívül hagyása mellett a teljes árindex – érdekes módon – magasabb, mint a teljes árindex. Ez abból következik, hogy az Eurostat adatai szerint ebben a két országban a lakossági villamosenergia-, gáz-, szilárd tüzelőanyagok és fűtés-árak 2021-ben nem emelkedtek, mint a többi EU-országban, hanem egyenesen csökkentek. Tény, hogy Csehországban és Szlovákiában jelentős a háztartási energia ártámogatása, ennek ellenére az árcsökkenés oka további vizsgálatot igényelne.



A lakossági energia-árak országonként és évenkénti jelentős ingadozása nem jellemző az üzemanyag-árakra, amelyek 2021-ben valamennyi EU-országban, köztük Csehországban és Szlovákiában is számottevően, 17-22%-kal emelkedtek. Az üzemanyag-árak az elmúlt 5 évben az EU-országokban nagyjából azonos nyomvonalon haladtak, nagyon kicsiny eltérésekkel: a világszerte árképzés olyan robusztus volt, hogy ezek mellett az üzemanyagot terhelő adókban, illetve az árfolyamokban bekövetkezett változások hatása lényegében eltörpült.

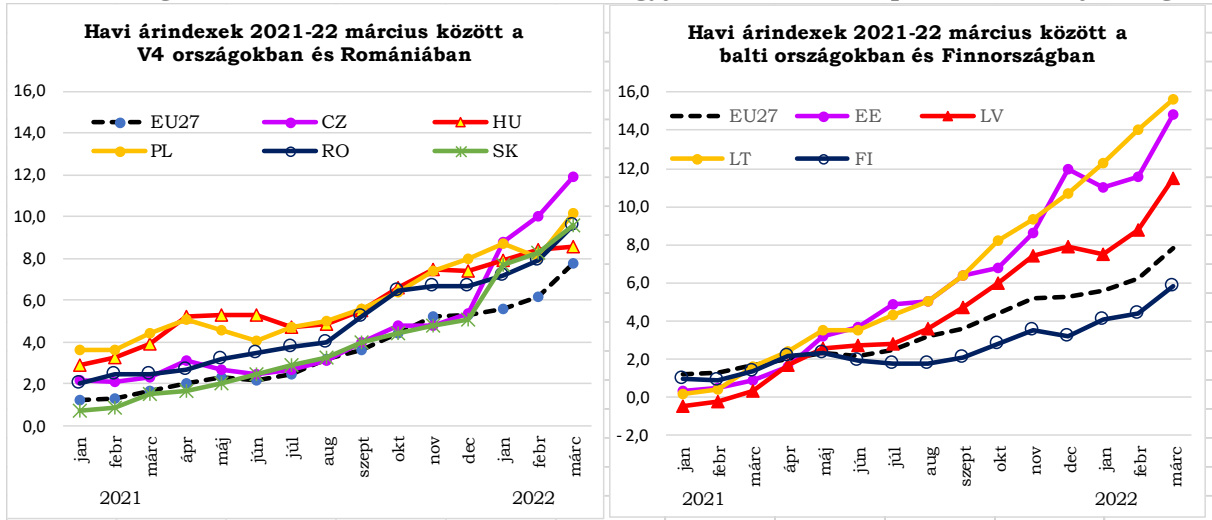


### A havi árindexek trendje

Érdeemes megvizsgálni az éven belüli változásokat és azok trendjét is, egészen 2022 márciusáig, mivel az éves adatok elfedik az árindexek alakulásának éven belüli változásait.

Az adatok az infláció hónapról-hónapra történő jelentős gyorsulásáról tanúskodnak. A havi árindexek emelkedése az EU-átlagában is megfigyelhető, (2022 márciusában már havi 8 százalék), de különösen gyors az áremelkedés üteme a balti országokban, 2022 márciusában Észtországban és Litvániában már 15 százalék körüli.

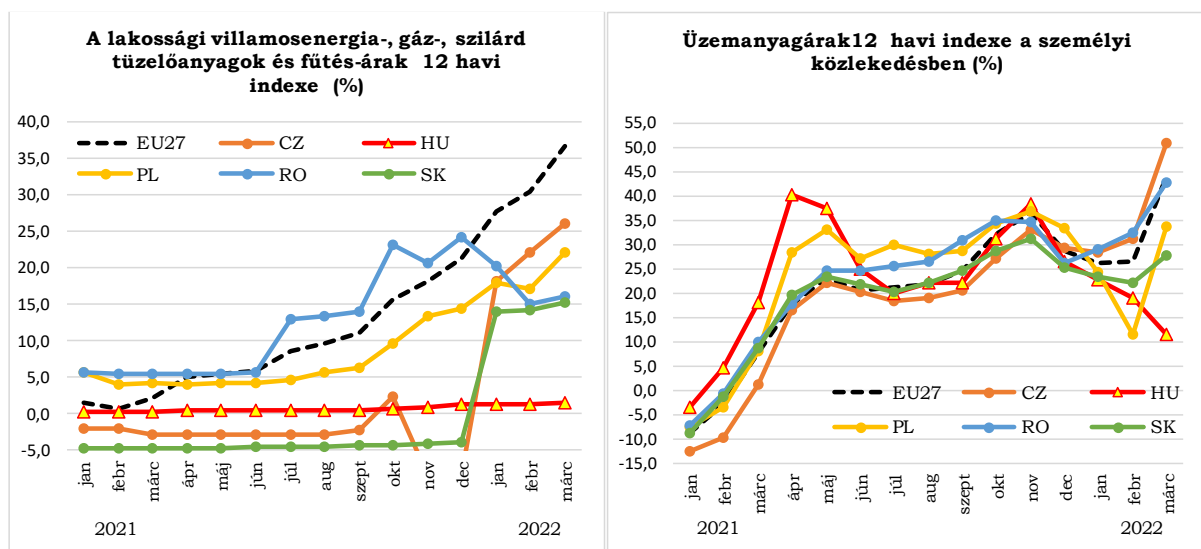
A V4 országokban az áremelkedés üteme nagyjából 2 százalékponttal haladja meg az



EU-

átlagot, ami 2021 végéig Romániában is megfigyelhető, 2022 elejétől azonban a román infláció kilőtt, és márciusra elérte a 12%-ot. A márciusi magyar infláció – a többi országtól eltérően – nem haladta meg a februárit, ami jórészt az üzemanyag- és egyes élelmiszerárak befagyasztásával magyarázható.

Szakértők legalább az év közepéig az infláció további emelkedését várják, utána a lefutás attól függ, hogy a nemzetközi energiaárak (jórészt az orosz-ukrán háború kimenetelétől függően) milyen irányban mozdulnak el.



A lakossági energiaárak havi árindexei különböző mintázatot mutatnak az egyes V4 országokban és Romániában. Általánosan jellemző, hogy az energiaárak emelkedése alatta maradt az EU-átlagnak, azaz ezek az országok jóval kevésbé (és ezen belül is

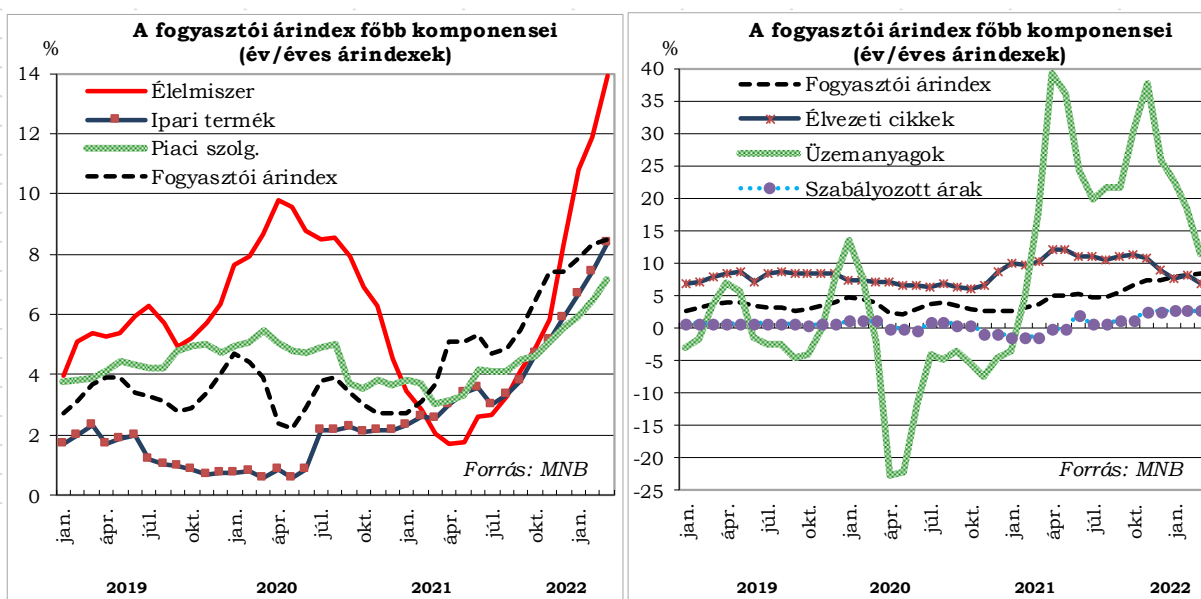
eltérően) engedték be a világpiaci energiaárakat a lakossági tarifákba. Magyarország az egyetlen, amely továbbra is ragaszkodik a hatósági energiaárakhoz, Szlovákia és Csehország 2022 elején feladta ezt a politikát: 2022 januárjában a legtöbb háztartási energia-szolgáltatás terén egyszeri jelentős áremelést hajtottak végre: Csehországban mintegy 30%-kal, Szlovákiában 13%-kal. Románia a lakossági energiaár-emelésében 2021 folyamán nagyon előre-szaladt, az áremelés mértéke még az EU-átlagnál is magasabb volt, amit 2022 elején – feltehetőleg átmeneti – árcsökkentés követett.

Az üzemanyagárak 2021 folyamán nemcsak az éves, hanem a 12 havi árindexek terén is nagyjából azonos mintázatot követtek, 2022 elején azonban a kiugró világpiaci áremelkedést nem azonos módon követték le. Magyarország, ahol az üzemanyag hatósági ár befagyasztása következett be, egyedi példa, a térség többi országában kivétel nélkül emelkedtek az üzemanyagárak, bár különböző mértékben. A balti országok és Lengyelország szabadon engedték az üzemanyagok piacán a világpiaci árak érvényesülését, Csehország kisebb, Szlovákia valamivel nagyobb mértékben igyekezett mérsékelni ezt a hatást.

### 3.2.2. A magyar fogyasztói árindex 2021-ben

2021-ben az éves fogyasztói árindex 5,1% volt. Ezen belül az év utolsó hónapjai rekord-inflációt hoztak, decemberben már 8,3% volt az áremelkedés üteme. Mint a 3.2.1. pontban láttuk, ez több mint 2 százalékponttal meghaladta az EU átlagát és Lengyelországgal holtversenyben a legmagasabb volt.

A magas magyar fogyasztói árindexet 2021 folyamán, a többi EU-országhoz hasonlóan, elsősorban az élelmiszerek és az üzemanyagok áremelkedése dominálta, de az év végén már lényegében minden termék- és szolgáltatáscsoport ára erőteljesen emelkedett. 2021. első felében elsősorban az üzemanyagárak emelkedtek viharos ütemben (a 2020. évi extrém alacsony üzemanyagárak bázisán), majd az év második felétől az élelmiszerárak tették ugyanezt. Az utóbbi különösen fontos, mivel a fogyasztói kosár több, mint 27%-át képviselik az élelmiszerek. 2021. utolsó

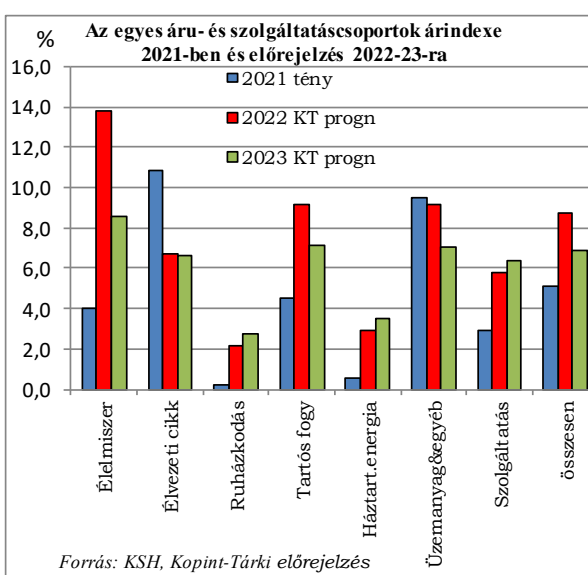
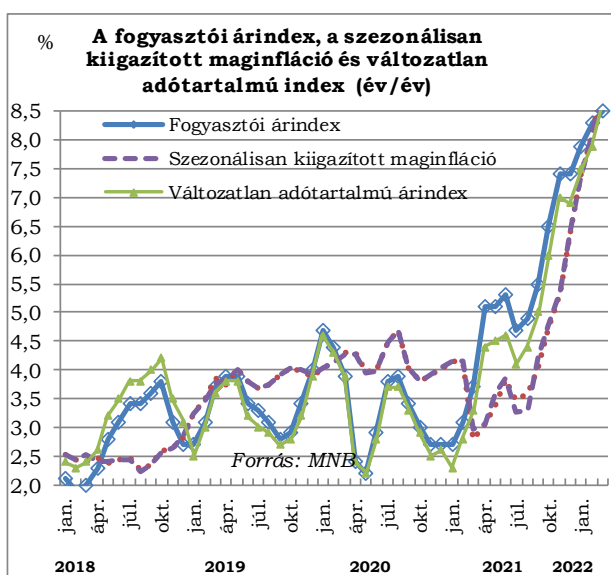


negyedévében azonban már felzárkóztak az áremelkedésben az ipari termékek, az élvezeti cikkek is (az utóbbi terén az adótartalom emelkedése is okozta az áremelkedést). A piaci szolgáltatások havi árindexe is meredeken emelkedett az év folyamán, ami korábban nem volt jellemző, és feltehetőleg a gyors béremelkedéssel hozható összefüggésbe.

2022 első három hónapjában tovább gyorsult az infláció, januárban 7,9, februárban 8,3, márciusban pedig már 8,5%-os áremelkedéssel. Ez azt jelzi, hogy nem csak a januári átárazások voltak jelentősek, hanem ezek a további hónapokban is folytatódtak. Azok a termelők, kereskedők, amelyek januárban nem, vagy csak csekély mértékben reagáltak az általánosan magas inflációs környezetre, később pótolták ezt. Feltehetően az inflációs várakozások továbbra is magasak maradnak, amelyek ráarakódnak az egyéként is jelentősen emelkedő inputárak hatására.

2022. első három hónapjában az év/éves havi árindex továbbra is az élelmiszerek és az üzemanyagok csoportjában volt a legmagasabb. Az előző hónaphoz viszonyított indexek terén azonban jócskán az élelmiszerek emelkedtek ki: az élelmiszerek, januárban 3, februárban 2,1%-kal, márciusban pedig 2 százalékkal voltak drágábbak, mint az előző hónapban, egyes élelmiszerek árfagyasztása ellenére. A sertéshús ára 2,6, a baromfiúsé 3,3 százalékkal, a tej pedig 1,3 százalékkal volt magasabb 2022 márciusában, mint az előző hónapban, noha mindhárom termékcsoport egyes termékei érintettek voltak az árfagyasztásban. Agrár-ipari szakértők az élelmiszerárak további emelkedését várják az év folyamán, mivel a legtöbb termék árára már nem csak a poszt-covid hatások és a magas olajárak, hanem az Ukrajna elleni orosz invázió is hatással van. Az üzemanyagok terén a hatósági ár bevezetése következtében a hó/hó árindex viszonylag mérsékelt maradt, az év/éves magas árindexet a 2021-ben bekövetkezett áremelkedés áthúzódó hatása okozta.

Több más olyan tényező is van, amely 2022-ben magas áremelkedést indokol. Az év folyamán, a választások után kell valamit tenni az üzemanyagárakkal, mivel a jelenlegi helyzet nem tartható fenn hosszú távon. Az árfagyasztás terheinek túlnyomó része a benzinkutak tulajdonosait terheli, akik közül már többen csődbe jutottak. Ma még nem tudni, hogy a világszerte (beszerzési) árat mikor, milyen

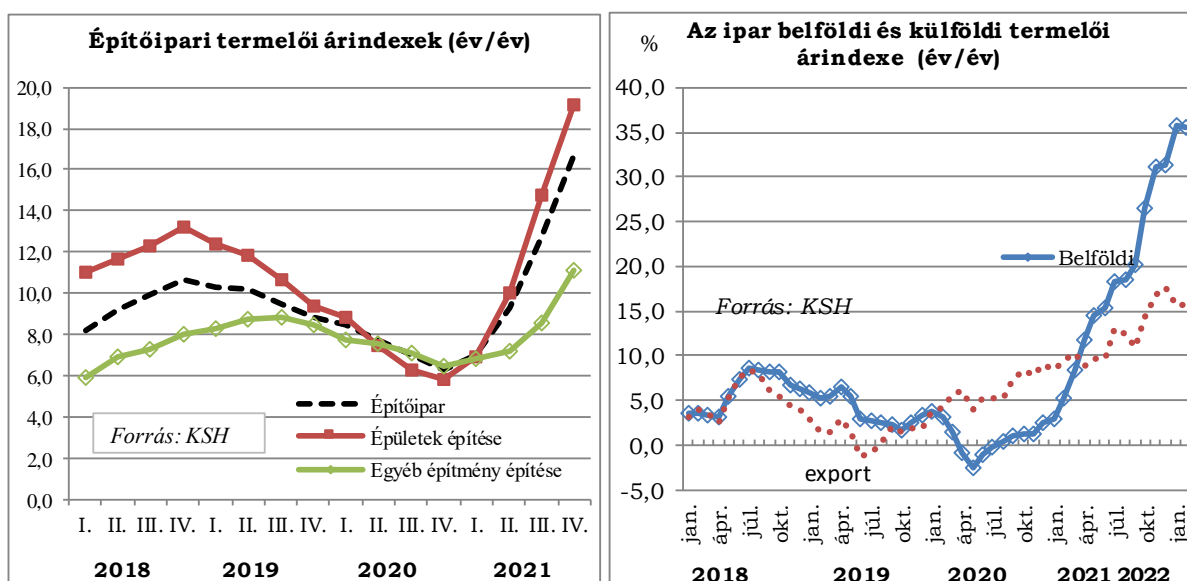


mértékben és milyen formában engedik majd érvényesülni a piacon: a hatósági árat fokozatosan vagy egyszerre vezetik ki, illetve teljesen eltörlik, vagy marad valamilyen támogatás. Ez több tized százalékponttal befolyásolhatja az éves árindexet.

A 6 élelmiszeripari termék hatósági árának kivezetése viszont nem lesz jelentős hatással az árindexre, mivel a termékek alacsony súlya és az ármérséklés csekély mértéke miatt ez az intézkedés az árak letörésében sem játszott számottevő szerepet.

Figyelemre méltó, hogy a maginfláció, amely 2021-ben 1-2 százalékponttal elmaradt az átlagos inflációtól, 2022 első februárjára felzárkózott ahhoz, sőt márciusban már meg is haladta azt. Ez arra mutat rá, hogy az áremelkedés valamennyi termék-csoportra kiterjedt.

2022-re a jelenleg rendelkezésre álló adatok alapján **8,7%-os fogyasztói árindexet** jelezünk előre. Ebben a háztartási energia és üzemanyagok hatósági árának az esetleges eltörlését csak kismértékben vettük figyelembe, mivel feltevésünk szerint nem valószínű, hogy a világpiacon a kormány egycsapásra és teljes mértékben érvényesítene a lakossági árakat. Ugyanakkor a jelenlegi magas világpiacon árok mellett a befagyasztott alacsony hatósági energiaár nem tartható fent a költségvetési kiigazítási kényszer (lásd az előző fejezetet) mellett. A befagyasztott árak ugyanis a szolgáltatóknál olyan veszteséggel járnak, amelyet a költségvetésnek előbb-utóbb kompenzálnia kell.

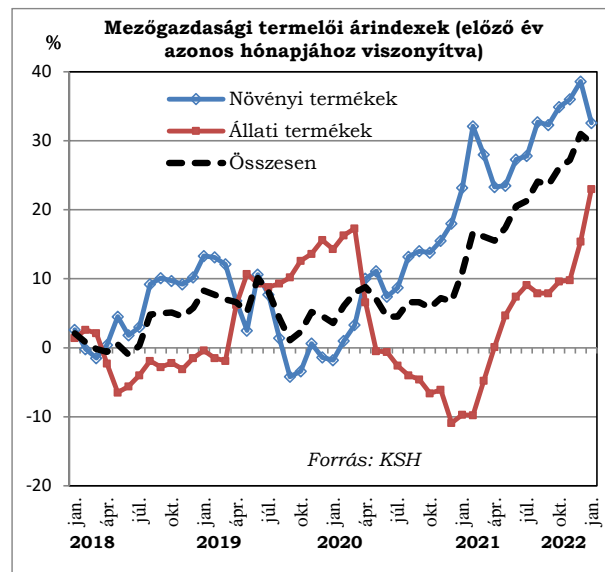


A magas árindex fennmaradására, illetve további emelkedésére utal az ipari, mezőgazdasági és építőipari árindexek emelkedése. A KSH adatai szerint az építőipar termelési árindexe 2020 közepe-vege óta meredeken ível felfelé, 2021 utolsó negyedében 16%-kal voltak magasabb az építőipari árak, mint 1 évvel korábban. 2022-ben, az építőipari szakemberek jelzése szerint ez a folyamat folytatódni fog: ebbe az irányba mutat mind a bérek, mind az építőipari anyagárak emelkedése.

Az ipar termelők árai is 20%-kal meghaladták az előző évi szintet, ezen belül különösen a belföldi értékesítési árak emelkedtek kimagasló ütemben (35%-kal).

A mezőgazdaság termelők árai 2021 folyamán meredeken emelkedtek, ami 2022 elején is folytatódott. 2021-ben az agrár-termelők árai 19%-kal voltak magasabbak,

mint 1 évvel korábban, 2022 első két hónapjában pedig további 25-30%-os emelkedés következett be. A mezőgazdasági ráfordítások (inputok) árszintje is lényegesen emelkedett, a műtrágya világpiaci ára pedig a háromszorosára nőtt 2021 második felében. 2022 első felében további áremelkedés várható, már nem csak a közvetlenül az energiaárakhoz kötött termékek terén, hanem az egyéb inputok területén is. A magas és emelkedő inputárak további agrár-ipari áremelkedés esélyére utalnak.



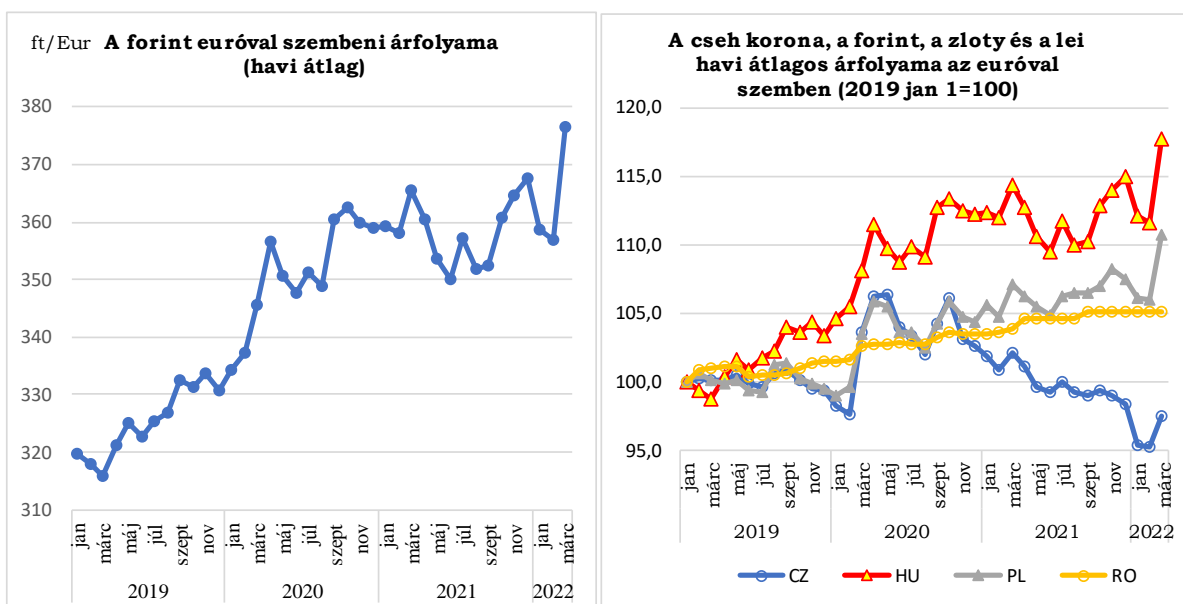
### 3.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok

#### 3.3.1. Jegybanki kamatok és árfolyam

2021 folyamán a forint átlagos euró-árfolyama nem változott jelentősen, 2021. decemberében (369 HUF/EUR) 1,05%-kal volt erősebb, mint 1 évvel korábban. Az éves átlagárfolyam 358,85 HUF/EUR volt, ezen belül a havi árfolyamok 6,7%-kal ingadoztak az átlaghoz képest.

2022-ben azonban jelentősebb gyengülés történt: január-februárban a forint némileg erősödni tudott, de márciusban, az orosz agresszió következtében nagymértékben gyengült. A havi euró-árfolyam átlaga márciusban 367 forint/euró volt, ezen belül azonban március elején 400 forint közelébe gyengült a forint árfolyam. Azóta a devizapiac konszolidálódott és április közepére a forint visszaerősödött a 370 forint/euró körüli szintre, nagyon jelentős napi és heti ingadozások mellett. A devizapiac továbbra is feszült, bármilyen, a monetáris politikával, vagy a háborús eseményekkel kapcsolatos hírekre érzékenyen reagál.

A jegybank az egyre emelkedő fogyasztói árindexekre (és részben a forint árfolyamgyengülésére) a kamatkondíciók szigorításával reagált. A 2021 júniusban kezdődő jegybanki kamatemelési ciklus az első három hónapban, amikor a jegybank 3 alkalommal 30 bázispontos alapkamat-emelést hajtott végre, a forint euróval szembeni erősödésével járt, 350 forint alatti euró-árfolyammal. A 30 pontos emelést azonban szeptemberben és októberben csupán 15 bázispontos emelés követte, a pénzpiac meglepetésére, hiszen ez éppen az egyre rosszabb inflációs tényadatok megjelenése idején történt. A forint gyengülését és az egyre magasabb havi árindexeket tapasztalva, novemberben a jegybank visszatért az alapkamat 30, majd 2022 januárjától 50 bázispontos emeléséhez. Ezt követően márciusban a Monetáris Tanács az ismét emelkedő inflációs adatok és előrejelzések, valamint a forint-árfolyam drámai gyengülésének hatására az alapkamat korábbinál nagyobb, 100 bázispontos emeléséről döntött. A forint árfolyama valamennyi kamatemelésre, egy rövid erősödést követően, mérsékelten reagált.



Időközben a monetáris politika eszközárbán az alapkamat irányadó szerepét az egynapos betéti és hitel-kamatok alakítása vette át. 2022. március 23-án az O/N fedezett hitel- és betéti kamatok szintén 100 bázisponttal emelkedtek, ezzel az O/N hitelkamatok 7,4%-ra emelkedtek, a betéti kamatok pedig az alapkamattal azonos mértékre, 4,4%-ra emelkedtek.

Az alapkamat folyamatos emelésével egyidejűleg a jegybank az egyhetes betéteket is az alapkamat fölé emelte. A hetente tartott egyhetes betéti tenderen meghirdetett kamatszint 2022 március végére 6,15%-ra emelkedett, a januári 4%-ról.

A jegybank úgy nyilatkozott, hogy az alapkamat a közeljövőben felzárkózik az egyhetes irányadó betéti kamat jövődöbeli szintjéhez. Addig is elsősorban az utóbbi eszköz biztosítja a rövid távú kockázatok rugalmas kezelésének lehetőségét. A jegybank a növekvő inflációs várakozásokra a monetáris szigorítás hosszabb távon való fenntartásának szükségességét hangsúlyozta. Ennek következtében áprilisban, vagy akár a rákövetkező hónapokban is a 100 bázispontos alapkamat-emelés várható.

A forint árfolyama az ukrajnai orosz invázió kitörése óta nagyjából hasonló mértékben gyengült, mint a lengyel zloty. A cseh korona is gyengült, de kisebb mértékben, mint az másik két valuta. A román lej árfolyama ugyanakkor stabilan tartja magát, mivel a jegybank folyamatos intervencióval menedzseli az árfolyamot, amit a devizatartalékok magas szintje tesz lehetővé.

### 3.3.2. Állampapír-piaci hozamok

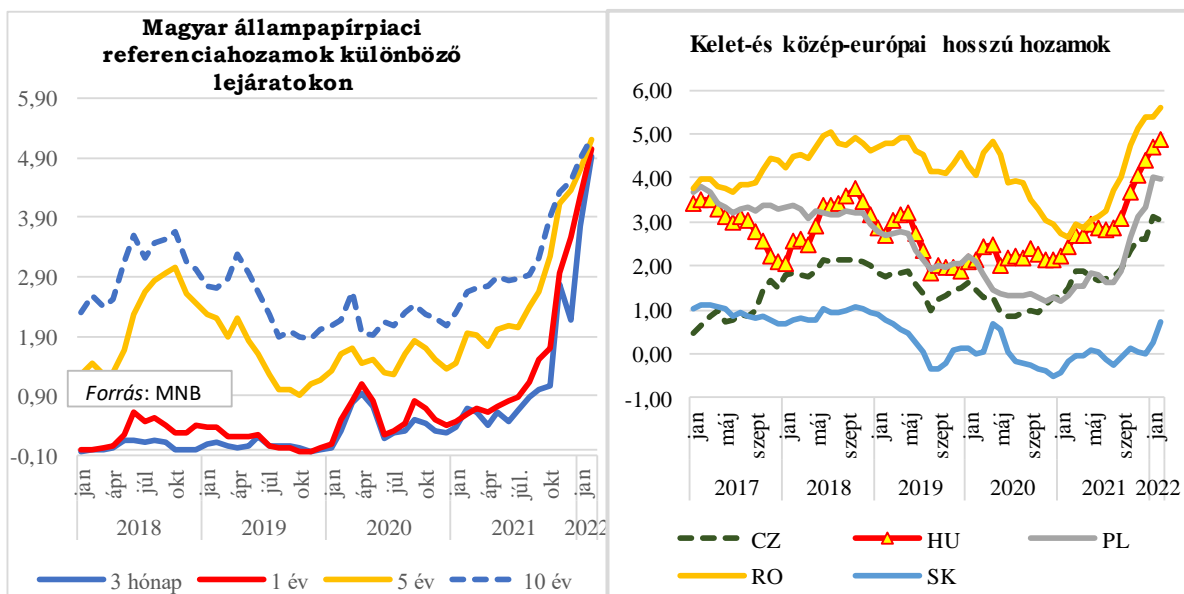
Az MNB 2021. június 22-én kezdődött kamatemelése és az állampapír-vásárlások fokozatos kivezetése már az orosz invázió előtt is állampapírpiaci hozamok némi emelkedésével járt. A hozamemelkedés irányába mutatott az államháztartás óriási hiánya és jelentős finanszírozási szükséglete az év első két hónapjában. Ezt tetézte az orosz invázió hatása, ami a globális pénzügyi bizonytalanságok miatt jelentősen csökkentette a befektetők kockázati étvágyát, elsősorban a nagyobb kockázatú, feltörekvő piacokkal szemben.

2022 első három hónapjában minden lejáraton ugrásszerűen emelkedtek állampapírpiaci hozamok. Legnagyobb mértékben a rövidebb papírok hozama nőtt, olyannyira, hogy februárban a különböző lejáratú hozamok majdnem összeesúsztak. A hozamgörbe szinte teljesen lapos lett. Március végére, április elejére ez ismét enyhén változott, a hosszú hozamok gyorsabb emelkedése következtében.

A 3 hónapos állampapír-kötvények átlagos hozama április 1-jére 5,63%-ra emelkedett (a 2021 decemberi 2,16%-ról, tehát több, mint a kétszeresére), a 1 éves hozamok pedig 5,98%-ra (3,57%-ról, 80%-kal). Százalékos mértékét tekintve enyhébb, de mindenképpen markáns növekedés következett be az 5 és 10 éves papírok terén. Mindkettő hozama 6% fölé emelkedett március végére: 6,43%-ra, illetve 6,06%-ra a 2021. decemberi 4,35, illetve 4,51%-ról. Mindkettő esetében 45%-os a romlás mértéke, 3 hónap alatt.

A 10 éves állampapírok magyar átlaghozamának emelkedése nagyjából beleillik a régiós, sőt az európai, illetve globális folyamatokba, de a régióban kifejezetten magasnak tekinthető. Az euróövezet-tag szlovák állam még 2022 februárjában is 0,71%-on tudott 10 éves állampapírt értékesíteni, igaz ez is némi emelkedés a korábbi negatív hosszú hozamokkal szemben. Lengyelország 10 éves állampapírpiaci hozama 2022 februárjában 1, Csehországé 1,8 százalékponttal volt alacsonyabb, mint a magyar hozam. A román hosszú hozam kissé meghaladja a magyart.

Az állampapírpiaci hozamok viharos emelkedése súlyosan veszélyezteti a költségvetési folyamatokat, az amúgyis jelentősen emelkedő államadósság finanszírozását.



### 3.3.3. Vállalati és lakossági kamatok

Az MNB adatai szerint az elmúlt év közepe óta emelkedő kamatszint erőteljesen érvényesült a vállalati hitelek terén, és begyűrűzött a háztartási hitelek kamatszintjébe.

A vállalatok forgóeszköz-finanszírozását tekintve különösen hűsbavágó a *folyószámla-hitelek* átlag-kamatának jelentős emelkedése: a teljes nem-pénzügyi vállalati szinten a 2021 januári 2,99%-ról 2022 februárjára 5,21%-ra. Az *egyéb* hitelek terén, amelyek jellemzően beruházási-fejlesztési célokat szolgálnak, a hitelkamatláb emelkedése csekélyebb volt, a 2021 januári 2,61%-ról 4,16%-ra. Ezen belül az 5 éven túli lejáratú beruházási hitelek átlagos kamatlába februárban 4,25%-ra emelkedett, a legfeljebb 5 éves lejáratú vállalati hitelek kamata pedig 3,87%-ra nőtt. Minden lejáraton emelkednek az évesített átlagos kamatlábak, a nem-pénzügyi vállalatok számára.

A háztartásoknak nyújtott *fogyasztási hitelek* átlagos hitelköltség-mutatója szintén jelentősen emelkedett, 2022 februárjában ismét meghaladta a 10%-ot. A lakás-hitelek átlagos hitelköltség-mutatója kevésbé emelkedett, de 2022 februárjában ez is átlépte az 5%-ot, az előző év eleji 4,2% után). A lakáscélú hitelek összege az elmúlt hónapokban tartósan havi 100 milliárd forint felett volt, ezen belül határozottan emelkedik a támogatott lakáshitelek aránya (2022 februárban már kb. 35%, míg 2021 elején még csak 10% volt).

Az új lakáscélú hitelek átlagos kamatfixálási ideje folyamatosan emelkedik, 2022 februárjában már 159 hónap volt, ami 15,3 évnek felel meg. Az MNB az elmúlt években folyamatosan felhívta a háztartások figyelmét a lakáshitelek minél hosszabb kamatfixálásának szükségességére, a várhatóan emelkedő kamatlábak következményeinek kivédése céljából. Az elmúlt 2-3 évben felvett hitelek túlnyomó része valóban kamatfixálás mellett kötött, a régi hitelek jelentős része azonban változó kamatozásúak, ilyenek például a forintra átváltott devizahitelek is, amelyeket viszonylag kevés háztartás alakított át fix kamatozásává. Ezért az emelkedő hitelkamatok súlyos veszélyt hordoznak magukban, a nemfizető hitelek aránya, amely jelenleg kifejezetten alacsony, jelentősen emelkedhet.

