



# Konjunktúrajelentés

A világgazdaság és a magyar gazdaság helyzete  
és kilátásai 2022 telén

**2022/4**

Lezárva: 2022. december 13.

**A jelentést készítették:**

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

**Szerkesztette:**

Nagy Katalin  
Palócz Éva

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

ISSN: 0865-7645

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

A Zrt. címe: 1112 Budapest, Budaörsi út 45.

Telefon:309-2695 Telefax: 309-2647

[www.kopint-tarki.hu](http://www.kopint-tarki.hu)

[info@kopint-tarki.hu](mailto:info@kopint-tarki.hu)

# Tartalom

Összefoglaló.....	5
A világgazdaság .....	5
A magyar gazdaság.....	9
<b>Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa .....</b>	<b>12</b>
1.1. A világgazdasági helyzet .....	13
1.2. Világkereskedelem és nyersanyagpiacok.....	14
1.3. Nemzetközi pénzügyi piacok.....	18
1.4. Az Európai Unió nemzetközi környezete .....	20
1.5. Az Európai Unió gazdasága .....	25
1.6. Közép-kelet európai új EU tagállamok .....	29
II. Magyar gazdaság .....	34
2.1. A GDP és komponensei .....	37
2.2. A GDP termelési oldala .....	43
2.3. A GDP felhasználási oldala .....	46
2.4. Foglalkoztatottság, munkanélküliség.....	51
2.5. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok .....	52
2.5.1. Államháztartási folyamatok .....	52
2.5.2. Infláció .....	57
2.5.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok.....	61
Gazdasági jelzőszámok 2014-2021-re, előrejelzés 2022-re és 2023-ra .....	65



## Összefoglaló

### A világgazdaság

A **világgazdasági helyzet** őszi prognózisunk óta inkább romlott, mint javult. A lefelé mutató kockázatok erősödtek, az orosz-ukrán konfliktus nem enyhült, az infláció makacsul magas maradt, a jegybankok egyre inkább szigorítanak. Legtöbb ország esetében a munkaerőpiaci helyzet egyelőre még kedvező, sok országban inkább a munkaerőhiány a probléma, és az országok többségében a rettegett ár-bér spirál sem indult meg. Az idej globális növekedés – az OECD legfrissebb előrejelzése szerint – 3,1% lehet, míg jövőre 2,2% várható. Általában jellemző, hogy a lefelé mutató kockázatok erősödése következtében a jövő évi növekedési előrejelzéseket a legtöbb ország esetében lefelé módosították. A politikai konfliktusok következtében szárnyaló energia- és élelmiszerárak jövőre is magasak maradnak, s általában az infláció is kevésbé mérséklődik, mint ahogyan azt korábban várták. Így 2023-ban is maradnak a szigorúbb finanszírozási feltételek, amelyek fékezik a növekedést. A szigorúbb monetáris politika az egyes országok fiskális politikáinak lehetőségeit is szűkebbre szabja.

Közel két év után az **árak világkereskedelmében** végre megtörni látszik a folyamatos áremelkedés. Nyár óta a mérséklődési trend egyértelmű, azonban 2019 átlagához képest továbbra is 20%-kal magasabb az árszint. Az árak korrekcióját nem értékelhetjük egyértelműen pozitívnak, mivel nagy valószínűséggel a kereslet lanyhulásának tudható be. A várható globális gazdasági lassulás, kiegészülve az orosz korlátozásokkal, erősen lefelé módosítja a világkereskedelmi kilátásokat, így 2023-ra vonatkozó prognózisunk – az idej 4,3%-os bővülés után – már csak 2,5%-os világkereskedelmi bővüléssel számol.

A romló gazdasági kilátások, a lassuló növekedés az **olaj- és a gázár** csökkenését hozta magával, ezek a hatások azonban a magánháztartások és a termelő vállalatok szintjén még nem érezhetők. A Brent nyersolaj ára jelenleg kicsivel 80 dollár felett mozog, jóval a 102 dolláros éves átlag alatt. Az IEA novemberi előrejelzése szerint a globális olajkereslet napi 1,6 millió barrellel csökken jövőre, így 2023-ban a nyersolajár mérsékelt csökkenésére, mintegy 97 dollár barrelenkénti olajárra számítunk. A kínai nyersolajkereslet továbbra is mérsékeltebb marad, az európai energiaválság, illetve az erős dollár mind fékezik a keresletet, az olajtermelő országok pedig kitartanak termelést korlátozó törekvéseik mellett. Az európai gázár novemberi átlaga 35,72 \$/mmbtu volt, majdnem 50%-kal maradv a el az augusztusi csúcstól. Az Oroszországra kivetett szankciók miatt kiszámíthatatlan orosz reakciók következtében a piacok nagyon sérülékenyek. Az árak csökkenéséhez a kedvező időjárás és a tárolók telítettsége is hozzájárult, azonban amint belemegyünk a télbe, s az időjárás keményebb lesz, a tárolókból fogy a gáz, újabb feszültségek jelenhetnek meg a piacon, így nem véletlen, hogy az előrejelzők többsége jövőre is magas gázárakra számít a piacon.

Az elmúlt hónapokban jelentős korrekció zajlott le a **nem energiahordozó nyersanyagok** világpiacán, különösen az ipari fémek terén. A réz árában 20%-os volt a lanyhulás, míg a vasérc 40%-kal lett olcsóbb, mint fél évvel korábban. A nikkel közel 30%-kal, az ón pedig több, mint 50%-kal kerül kevesebbe, mint áprilisban. A csökkenés mögött három tényező húzódik meg. Egyrészt a recessziós félelmek miatt a határidős ügyletekből eltűntek a spekulánsok, vagyis jelenleg elsősorban azokra a kitermelésekre van szerződés, amelyek mögött reálgazdasági kereslet is van. A másik tényező a kínai gazdaság további lassulása, amit tovább rontanak a rendkívül szigorú járványügyi

intézkedések. A harmadik tényező pedig a dollár folyamatos erősödése, ami relatíve nagyobb bevételekhez juttatja a kitermelőket, így az ár valamelyest mérséklődhet. Bár az árak számottevően csökkentek, mindez nem jelenti azt, hogy a nehezen már túl vagyunk. Az egyes fejlett országok egymás után jelentik be karbonsemlegességi törekvéseiket, aminek s fémipari igénye óriási, különösen a réz és egyéb ritkaföldfémek terén, így egy újabb emelkedő ártrend nem kizárt. Az ipari fémekkel párhuzamosan az élelmiszerárak is csökkenésnek indultak, amit részben az magyaráz, hogy enyhült az ukrán gabonaexport orosz blokádjára, s részben az, hogy a kereslet nagymértékben szűkült.

Az **infláció gyorsulása** az őszi hónapokban is folytatódott, országonként különböző mértékben. Az OECD-országok átlagában is 10% felett mozgott az infláció az őszi hónapokban. Az euróövezetben október-novemberben már 10% volt a fogyasztói árindex, és a maginfláció is 5%-ra kúszott. Az Egyesült Királyságban 11,1% a fogyasztói árindex. Az USA-ban 7,7% a legfrissebb inflációs adat, viszont a maginfláció – amely jelzi, hogy a magas energiaárak és élelmiszerárak mennyire épültek be a fogyasztói árakba – októberben is 6,3%-on maradt. Így nem véletlen, hogy a **monetáris politika** mindenütt megmarad a keményebb kurzus mellett. A *FED* egyelőre folytatja az agresszív kamatemelési politikát, november elején újabb 75 bázispontos emelés következett be, így a kamatsáv jelenleg már 3,75-4,0%-között van. Ugyanakkor a bank elnöke utalt arra, hogy a kamatemelés üteme decemberben lassulhat. Ezzel együtt jelezte, hogy a kamatemelési ciklusnak még nincs vége. Az *EKB* októberi ülésén újabb 75 bázisponttal emelte meg a három irányadó kamatot, tehát folytatja az erőteljes szigorítás politikáját. Ezzel az alapkamat 1,25%-ról 2%-ra emelkedett, s további kamatemelések várhatók. A várakozások szerint az infláció 2023 tavaszára tetőzhet, s addig a jegybank követi a jelenlegi szigorúbb kurzust, de a kamatemelés üteme valószínűleg lassulni fog.

Az euróövezet kedvezőtlen gazdasági kilátásai, az orosz-ukrán háború eszkalálódásának következményei és a továbbra is laza monetáris politika következtében az euró a dollárral szemben jelentősen gyengült. Amióta az *EKB* is elkezdte a monetáris szigorítást, azóta az euró kismértékben erősödött, de jelenleg is csupán 1,05 az **euró/dollár árfolyam** és éves átlagban is alig lesz 1 felett.

Az **Európai Unió külső környezetében** is egyre inkább látszanak a növekedéslassulás jelei. Az OECD legfrissebb előrejelzése szerint az **amerikai GDP** az idén – a vártnál valamivel lassabban – mintegy 1,8%-kal bővül, s jövőre is csak 0,5%-os növekedés várható, ami szintén alacsonyabb a korábban előrejelzettnél. A magas infláció és a szigorú monetáris politika tovább fékezi a növekedést. A magánfogyasztás üteme a tavalyi mintegy harmadára lassul, a beruházások már idén negatívba fordulnak, az állami fogyasztás úgyszintén. Különösen a lakásépítés esik vissza az alacsonyabb kereslet és az emelkedő kamatok következtében. A növekedés legdinamikusabb eleme az export lesz mind az idén, mind jövőre. **Japánban** az idén 1,6% körüli GDP bővülés várható, ami jövőre is nagyjából e körül lehet. Japán esetében a másutt 2023-ra várható lassulás csak 2024-ben következik majd be, mivel a továbbra is érvényben levő gazdaságélénkítő intézkedések idén is, s jövőre is lendületet adnak a magánfogyasztásnak. A beruházások negatív trendje és az export lassuló ütemű bővülése jelzi, hogy a külső hatások Japánba is egyre jobban begyűrűznek. Az ellátási láncokban tapasztalható fennakadások, Kína zero-Covid politikája, illetve az orosz-ukrán konfliktus miatt kimaradó szállítások elsősorban a beruházások és az export alakulásában éreztetik hatásukat. Az a tény, hogy a japán jegybank továbbra is szembe

megy az árral, s nem szigorít, a jen jelentős leértékelődéséhez vezetett a vezető valutákkal szemben, ami az importált inflációt fokozza különösen az energiahordozók és az élelmiszerek importján keresztül. Az **Egyesült Királyság**ban idei évre a GDP 4,6%-os növekedése várható, azonban a brit szakértők jövőre jelentős lassulásra számítanak: 2023-ban a brit GDP legfeljebb 0,7%-kal bővíülhet, s még 2024-ben is lassú lesz a növekedés. A recesszió kockázata továbbra is jelentős, tehát egy rosszabb forgatókönyv sem zárható ki. Az infláció jelenleg 11,1%-on van, s valószínűleg jövő januárig nem is lesz alacsonyabb. 2023 folyamán várhatóan megindul az infláció csökkenése, de az árak normalizálódása sokkal lassúbb lesz, mint ahogyan azt korábban várták. A jegybank tavaly december óta nyolc alkalommal emelt az alapkamaton, amely most 3%-on áll, s várhatóan további emelések jönnek.

**Kínában** az idén 3,3%-os, jövőre már valamivel gyorsabb, 4,6%-os növekedés várható. A zéró-Covid politika jelentette korlátozásokon az utóbbi időben valamelyest enyhítettek. A növekedés hordozói az infrastrukturális beruházások, különösen a zöld energia előállítását és a legmodernebb távközlési rendszerek országos kiépítését célzó fejlesztések, valamint az ún. intelligens termékek gyártását elősegítő fejlesztések lesznek. A lakosság óvatosabb költségezése fékezi a növekedést. Az ingatlan szektor túlfűtöttségét megregulázó intézkedéscsomag növekedést fékező hatása is számottevő.

A szűkös költségvetési mozgástér és a nem megfelelő multilaterális pénzügyi támogatás miatt a **fejlődő országok** Covid válság utáni talpra állása egyenetlennek és törékenynek bizonyul, ráadásul legtöbbjük esetében a külső adósság további növekedésével jár együtt. A hitelfelvételi költségek emelkedése és a tőkeáramlások megfordulása, valamint Kína növekedési motorjának a vártnál erőteljesebb lassulása és az ukrajnai háború gazdasági következményei számos fejlődő országban fékezik a fellendülés ütemét. Mivel a multilaterális pénzügyi szervezetektől a szükségesnél nagyságrendekkel kevesebb forráshoz jutnak a rászoruló országok, egyre inkább teret nyer gazdaságukban a különféle hitelkonstrukciók formájában őket támogató, s egyúttal kulcságazataikban egyre nagyobb gazdasági befolyást szerző Kína.

Az **euróövezetben** az idei első három negyedév kedvezőbben alakult, mint ahogy azt korábban vártuk, ugyanakkor a téli hónapokat, illetve a jövő évet tekintve már kevésbé vagyunk optimisták. Az idei évre az euróövezet egészére 3%-os GDP-bővülést várunk, ami kicsivel magasabb, mint őszi prognózisunk volt, míg a jövő évre vonatkozó 0,3%-os GDP előrejelzés azonos az ősziével. Az orosz-ukrán háború következményei, az energiaellátási zavarok, a magas infláció, a szigorú monetáris politika következményei elsősorban jövőre lesznek majd érezhetőek. Ebben a helyzetben nem meglepő, hogy a hangulatindikátorok folyamatos lejtmenetben vannak, az ESI index novemberben 93,7 pontra esett vissza, ami ugyan magasabb, mint az októberi 92,7 pont, de nagyjából a 2020 szeptemberi szintnek felel meg. A legfrissebb feldolgozóipari adatok a kibocsátás lassú emelkedését jelzik. Augusztus óta még Németországban is megállt a feldolgozóipari termelés hónapok óta tartó zsugorodása, s megindult egy lassú növekedés, ami az energia drágulása és a továbbra is fennálló ellátási zavarok mellett nem biztos, hogy tartós marad. A lefelé mutató kockázatok továbbra is jelentősek, de a legtöbb előrejelző úgy véli, hogy jövőre elkerülhető lesz a recesszió az euróövezetben. Az EU-19 inflációs rátája novemberben tovább emelkedett, az idei év egészére 7,9-8%-os átlagos fogyasztói inflációt jelzünk előre, ami várhatóan jövőre is csak kismértékben enyhül. A legtöbb

előrejelzés abból indul ki, hogy a magas inflációval a prognózisidőszakban együtt kell élnünk. A magas inflációra reagálva július óta az EKB háromszor igazított az irányadó kamatokon, és összesen 200 bázisponttal emelte meg a kamatszintet ez év júliusa óta. A megváltozott monetáris környezet az állampapírok piacán is érezteti hatását: a 10 éves állampapírokkal szembeni hozamelvárások év eleje óta emelkedő trendet mutatnak, és az utóbbi egy-két hónapban is magas szinten stabilizálódtak.

Az **EU-27** esetében nagyjából azonos GDP változással számolhatunk, mint az euróövezet esetében: az idén 3,1%-os, jövőre 0,4%-os GDP bővülést jelzünk előre. Egyelőre abból indulunk ki, hogy a helyzet nem romlik olyan mértékben, hogy a növekedés negatívba forduljon 2023-ban, s az energiaellátási problémák kezelhető keretek között maradnak. A magas (idén 8,6%-os, jövőre 6,5%-os) infláció – különösen egyes kelet-közép-európai országokban – fékezni fogja a növekedést, s a kilábalás várhatóan lassú, fájdalmas folyamat lesz.

A **német** GDP ez év harmadik negyedében 0,4%-kal bővült az előző negyedhez viszonyítva, s 1,3%-kal az egy évvel korábbi helyzethez képest. Ez a korábbi borúlátó prognózisokhoz képest kellemes meglepetést jelentett, de a legfrissebb adatok, például a kiskereskedelmi forgalom alakulása, jelzik, hogy a téli hónapokban lassulás várható. Összességében az idei évre egy 1,4%-os GDP bővülés várható, s jövőre a GDP akár zsugorodhat is (-0,7%). A visszaesést 2023-ban elsősorban a magánfogyasztás és az állami fogyasztás zsugorodása magyarázza, míg az idén a beruházások negatív trendje húzza vissza a gazdasági teljesítményt. Az export várhatóan mérsékelten, 1,6%-kal bővül mind az idén, mind jövőre. 2024-ben újra élénkülésre lehet számítani. Egyelőre úgy tűnik, hogy Németországban nem szabadult el az energiaválság, a földgáztárolók 95%-os töltöttségén vannak, a felhasználási és beszerzési struktúra átalakításával, LNG terminálok építésével és további fogyasztásvisszafogással sikerül a helyzetet kézben tartani. Németország nagyvonalú támogatási programot hirdetett meg, amelynek keretében mind a magánháztartások, mind a vállalkozások esetében részben kompenzálja a megemelkedett energiárak miatti többletkiadásokat.

A **közép-kelet európai** országokban a harmadik negyedéves növekedés 3,6% volt, csak két balti államban következett be visszaesés. Az idén 4%-os, jövőre 1,4%-os GDP bővülésre számítunk. Az infláció az EU-13 tagállamában az év első 10 hónapjában 13,3%-ra emelkedett. A tagállamok közötti különbségek jelentősek. Az idén 14% körüli átlagos infláció várható, ami jövőre is csak 10% körülire mérséklődik. A jövő évet illetően komoly kihívásokkal néznek szembe a tagállamok, várhatóan mindenhol 2-3 negyedévig tartó recesszió lesz megfigyelhető, ami elsősorban a fogyasztás visszafogásán keresztül érvényesül. Ugyanakkor pozitív tényező, hogy a helyreállítási alapból finanszírozott beruházási programok el fognak indulni, és azok hatására javulni fog az energiahatékonyság is, ami a következő télen már érdemi módon enyhítheti a nyomást a háztartásokon. Az ipari termelés energiahatékonysági mutatói is várhatóan javulni fognak, mivel a vállalatoknak is érdekükben áll a fejlesztés. A következő évre szóló gázbeszerzési programok jövő tavasszal, kora nyáron indulnak, ami jelentős bizonytalanságot jelent mostani előrejelzésünk szempontjából, mivel a térségben az egyes országok fizetési mérlegei már most is igen kedvezőtlenek. Amennyiben a gáz- és az olajárak nem drágulnak drámaian, 2023 második félévében már érdemi növekedés következhet be a tagállamokban. Az infláció azonban már várhatóan enyhülni fog jövő év második felében, de itt is nagyok a lefelé mutató kockázatok.



## A magyar gazdaság

2022 harmadik negyedében a **GDP-növekedés** éves üteme 4% volt, vagyis a növekedés lassulása még mindig nem vált igazán drasztikussá. A magánfogyasztás dinamikája durván lefeleződött, az állóeszköz-felhalmozásé egyharmadával csökkent, ám mindkettő meghaladta a 4%-ot. A magánfogyasztás esetében a növekedés a reálkeresetek stagnálása ellenére, az állóeszköz-felhalmozás esetében pedig az infrastruktúra-beruházások visszaesése ellenére, főleg a külföldi feldolgozóipari vállalatok erős beruházási aktivitásának köszönhetően tudott folytatódni. A belföldi felhasználás ugyanakkor ennél drámaibb mértékben lassult, a mezőgazdasági termelés zuhanását tükröző készletcsökkenés következtében. Ezt azonban jelentős részben ellensúlyozta a külkereskedelmi pozíció erős javulása, az áruexport látványos nekilendülése mellett. Az utolsó negyedévben sor kerülhet a magánfogyasztás csökkenésbe, illetőleg a beruházások stagnálásba fordulása, így a GDP-növekedés is jelképes üteműre lassulhat, a külkereskedelem folytatódó pozitív hozzájárulása ellenére. A vártnál kedvezőbb harmadik negyedév miatt ideai éves GDP-előrejelzésünket 4,5%-ra emeltük – ezt várhatóan enyhe csökkenés követi 2023-ban.

2022 harmadik negyedében 6, az első háromnegyedévben pedig összesen 6,1%-kal romlottak Magyarország külkereskedelmi cserearányai az előző év azonos időszakához viszonyítva. Számításunk szerint **az év első háromnegyedében** a mintegy **2,2 ezer Mrd forintot tett ki a cserearány-veszteség**, ami azt jelenti, hogy a GDP reálnövekményének (2,4 ezer Mrd forint) több mint 90%-át emésztette fel az árveszteség. A harmadik negyedévben ez az arány különösen kedvezőtlenül alakult, mivel a cserearány-veszteség mintegy 35%-kal meghaladta a GDP reálnövekményét. Amíg a GDP az első háromnegyed évben, illetve a harmadik negyedévben 6,1, illetve 4%-kal nőtt, a cserearányhatással kiigazított GDP, a bruttó hazai reáljövedelem mindössze 0,5%-kal bővült, illetve 1,4%-kal csökkent. Ehhez képest a belföldi felhasználás 6, illetve 1,4%-kal nőtt, ami a külkereskedelmi egyenleg rendkívül jelentős, mintegy 2,45 ezer Mrd forintos romlásával járt együtt, melynek döntő részét a cserearány-veszteség tette ki.

Az **ipari termelés** év/éves növekedése a harmadik negyedévben átmenetileg látványosan meglódult – 9,7%-ra – főként a megélenkülő exportkeresletnek köszönhetően. Októberben viszont az ütem mérséklődött és negatív irányú trendváltás valószínűsíthető: a jelek szerint az energiaárak megugrása már széles körben válik növekedést fékező erővé. Ezzel együtt az első tízhavi 6,6%-os bővülése azt mutatja, hogy az első három negyedévben az ipar meglehetősen ütésállóbbnak bizonyult. A továbbra is számottevő kereslet ellenére jelentős lassulás várható a következő hónapokban, ugyanakkor más termelési komponensektől eltérően az iparban jövőre is folytatódhat a lassú növekedés. Az ideai évre 6%-hoz közelítő éves növekedést várunk.

Az **építőiparban** a kibocsátás a második negyedévi stagnálást követően is csak 1,5%-kal bővült. A trendek különösen a mélyépítésben kedvezőtlenek, több nagy infrastruktúra-projekt kifutása miatt. A negyedév végére az új rendelések látványos beesése következtében mindkét építőipari főcsoportban a rendelésállomány az egy évvel korábbi szint alatt maradt. A költségvetési stabilizáció miatt halasztásra kerülő állami beruházások, illetőleg a lakás-építésekénél, iroda- és szállodaépítésekénél a lanyhuló érdeklődés egyre inkább visszafogja az ágazati aktivitást. Emellett az építőipart az orosz-ukrán háború által tovább súlyosbított kínálatoldali és költségproblémák is sújtják. Az utolsó negyedévben stagnálást, az ideai év

átlagában 3,5% körüli bővülést várunk, jövőre azonban meredek visszaesés valószínűsíthető.

A befejezett és átadott **lakások** számának jó ütemű növekedése a harmadik negyedévben is folytatódott, habár az első negyedévi esés miatt a halmozott növekedési ütem csak 7,7%-os volt. A befejezett lakások számának emelkedése még egy-két negyedéven át folytatódhat, ám egyébként a lakásépítés kilátásai borúsak. A vásárlóerő csökkenése és a lakáshitel-kamatok emelkedése fékezi, és lassan ez válik a domináns korláttá, habár az energia- és építőanyag-árak emelkedése továbbra is sújtja az ágazatot.

A megfigyelt munkáltatói körben a teljes munkaidős alkalmazottak nominális **keresetei** 2022 első kilenc hónapjában erőteljesen, 17,5%-kal nőttek. Ehhez az ütemhez a fegyveres testületek tagjainak egyszeri alkalommal februárban fizetett ún. fegyverpénz is jelentősen hozzájárult. Mindenesetre az egyre emelkedő infláció miatt az átlagos reálkeresetek a harmadik negyedévben már stagnáltak, a nettó **reálkereset-tömeg** pedig minimálisan nőtt, de szeptemberben már az is csökkenésbe fordult. Az év egészét tekintve a reálkeresetek növekedési üteme a 3%-ot sem éri el.

A háztartások **magánfogyasztásának** dinamikája az első két negyedév kiugró üteme után a harmadik negyedévben 4,2%-ra mérséklődött, ami még mindig meglehetősen jó ütem a reálkeresetek stagnálása mellett. Az októberi adat a fogyasztás stagnálásba fordulását jelzi, ami az év végére feltehetően csökkenésre vált. A kiugró első félévnek köszönhetően ugyanakkor az éves fogyasztásnövekedés várhatóan megközelíti az 5,5%-ot. Jövőre viszont csökkenő háztartási jövedelem mellett a fogyasztás is visszaesik, bár nem drasztikusan.

A nemzetgazdasági **beruházások** a harmadik negyedévben 7,7%-kal, a második negyedévvél lényegében megegyező ütemben nőtt. Az állami beruházások, illetőleg a szállítással (és a vízgazdálkodással) összefüggő infrastruktúra-beruházások visszaesése ellenére a feldolgozóipari beruházások kiugró üteme – a háztartási beruházások folytatódó növekedésével együtt – magasan tartotta a beruházási dinamikát. Az év végén az egyre borúsabb világ gazdasági klíma és a növekvő hitelköltségek a magánvállalatok beruházási kedvét is széles körben visszafogja, amit – az állami beruházások folytatódó visszaesése mellett – várakozásunk szerint már az exportáló nagyvállalatok beruházási aktivitása is csak kevésbé lesz képes ellensúlyozni. Éves átlagban még jó közepes ütemben bővíhetnek a beruházások, jövőre viszont jó eséllyel visszaesésre kerül sor.

Az **áru-külkereskedelem** mérlegének romlása gyors ütemben folytatódott az idei első tíz hónapban. A volumeneket illetően ugyan a helyzet markánsan javult: a harmadik negyedévben az export növekedési üteme – alapvetően a gép- és járműexport látványos nekilendülésének köszönhetően – már érdemben meghaladta az import dinamikáját, noha ez utóbbi is gyorsult. A folytatódó súlyos cserearányromlás miatt azonban az euróban mért külkereskedelmi hiány a harmadik negyedévben és októberben is drasztikusan nőtt. Az év utolsó hónapjaiban – az export és import egyidejű lassulása mellett – várhatóan a volumenadatok alapján továbbra is kedvező lesz a külkereskedelmi pozíció, ám az éves nominális mérleg hiánya a 8,5 Mrd eurót is meghaladhatja az idén.

A **foglalkoztatottak** száma – a rekordmagas szint ellenére is – még mindig tart, habár egyre lassul: a görgetett háromhavi adatok szerint a harmadik negyedévi 1% után augusztus-októberben a növekedés üteme 0,8% volt. Augusztus-októberben az elsődleges munkaerő piacon szintén 0,8%-os volt a bővülés éves összevetésben. Ugyanakkor a havi adatok már július óta 1%-nál lényegesen alacsonyabb növekedési ütemeket jeleznek. A

**munkanélküliségi ráta** a második negyedévi mélypont után lassan emelkedik, augusztus-októberben 3,6%-on állt, és a gazdasági növekedés lassulásával, majd jövőre csökkenésével párhuzamosan a ráta további emelkedése várható.

Az adóbevételek dinamikus növekedésének és a kiadások mérséklődésének köszönhetően 2022. júniusa és októbere között érdemben javult az **államháztartás** központi alrendszerének pénzforgalmi pozíciója. A magas novemberi hiányadat már a deficit szokásos év végi megugrását mutatja, de a kumulált hiány így is csak a 80%-át érte el az őszi EDP jelentésben közölt éves pénzforgalmi prognózisnak. A kormányzati szektor évközi **eredményszemléletű egyenlege** a pénzforgalmi adatoknál kedvezőbb folyamatokat mutat. Az MNB előzetes pénzügyi számlái alapján a 2022 harmadik negyedével záruló 12 hónapos időszakban, az ESA hiány mindössze az GDP 5,4%-át tette ki, ami alacsonyabb, mint a kormány idei hiánycélja. A Kopint-TÁRKI előrejelzése szerint **teljesülhet a 2022. évi módosított 6,1%-os GDP-arányos hiánycél**, míg az államadósság a 2021 végi 76,6%-ról 75%-ra mérséklődhet a GDP arányában. A 2023. évi államháztartási hiány azonban további intézkedések nélkül meghaladhatja a tervezettet.

A 2022 novemberi 22,5%-os év/éves árindexszel **a magyar infláció az első helyre lépett az EU-ban**, megelőzve a korábbi éllovas balti országokat. Mivel az EU-ban lecsengeni, vagy legalábbis megállni látszik az infláció, Magyarországon viszont még mindig emelkedik, a magyar első hely 2023 első felében bizonyára fenn fog maradni, sőt ez akár az egész évre is jellemző lehet. Az idei 14,5%-os áremelkedés után **2023-ban a Kopint-Tárki 19%-os árindexet jelez előre**. Ennek oka jórészt a bázishatás: a háztartási energia egészen 2023 szeptemberig, az üzemanyag pedig szinte az egész év folyamán számottevően emelni fogja az év/éves árindexet. Ez az előrejelzés a havi árindexek folyamatos csökkenését feltételezi 2023 folyamán. Felfelé mutató kockázatot jelent, ha a termelők-kereskedők áremelési magatartása (az inflációs pszichózis) beragad, amire ilyen magas infláció mellett van esély. Ugyanakkor alacsonyabb lehet az árindex, ha a lakossági kereslet az általunk feltételezett 2,2%-nál nagyobb mértékben esik vissza.

2022 január és december első napjai között a **magyar valuta** 16,7%-ot gyengült az euróval szemben. Október 13-án a forint euró-árfolyam átlépte a 430 forintot és feltartóztathatatlanul gyengülni látszott. Ennek előzménye a Monetáris Tanács szeptember végi döntése volt, amelyben a jegybanki alapkamatot 125 bázisponttal 13%-ra emelte, és bejelentette a kamatemelési ciklus lezárását. Az ezt követő árfolyam-gyengülés hatására a jegybank október 14-én további monetáris szigorítást jelentett be. Ennek legfontosabb eleme O/N betéti **gyorstendert** bevezetése, amelynek kamata azóta 18%. Az árfolyam azóta is nagyjából a 410 forint körül ingadozik. Ugyanakkor, a többi régiós deviza nem, vagy alig gyengült az elmúlt időszakban. A forint árfolyamának gyengülése tehát nem a szomszédban zajló háborúhoz köthető, azaz nem „szankciós-árfolyam”.

Az elmúlt hónapokban az **állampapírpiazi hozamok** – nem függetlenül az árfolyam és a kamatszint alakulásától – határozottan romló irányzatot mutattak. 2021 szeptembere óta a hozamok minden lejáraton, 2022 nyarától gyorsuló ütemben emelkedtek. A hozamok a lokális csúcspontot 2022 október végén érték el, novemberben némi mérséklődés következett be (a 3 hónapos papírok hozamán kívül), december elején azonban ismét elindultak a hozamok felfelé. A 10% körüli magyar 10 éves állampapír-hozam kiemelkedik a régiós folyamatokból, annak ellenére, hogy a többi országban is hozamemelkedés történt.

## Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa

(éves változás, százalék)

	Tényadatok						Előrejelzés		
	2020	2021	2022				2022		2023
			I. né.	II. né.	III. né.	okt.	2022 okt.	2022 dec.	2022 dec.
<b>GDP-aggregátumok reálnövekedése</b>									
GDP összesen	-4,5	7,1	8,2	6,5	4,0		4,0	<b>4,5</b>	<b>-0,5</b>
Belföldi felhasználás	-2,6	6,2	11,7	6,0	1,4		4,5	<b>3,9</b>	<b>-2,2</b>
Magánfogyasztás	-1,9	4,2	10,5	9,2	4,2		5,5	<b>5,4</b>	<b>-2,0</b>
Közösségi fogyasztás	3,9	3,1	5,4	-0,2	-0,5		1,2	<b>0,5</b>	<b>-1,0</b>
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-7,1	5,2	10,6	6,2	4,1		4,0	<b>4,6</b>	<b>-3,0</b>
Bruttó felhalmozás összesen	-6,8	11,7	20,3	2,1	-3,4		4,2	<b>2,8</b>	<b>-3,0</b>
Export	-6,1	10,3	5,1	7,6	14,1		4,3	<b>7,8</b>	<b>1,0</b>
Import	-3,9	9,1	8,4	7,0	10,6		4,9	<b>7,1</b>	<b>-1,0</b>
<b>Ipari termelés</b>	-6,0	9,5	5,6	4,6	9,6	5,9	5,0	<b>5,9</b>	<b>1,7</b>
<b>Fogyasztói árindex</b>	3,3	5,1	8,2	10,6	16,5	21,1 <sup>e</sup>	14,0	<b>14,5</b>	<b>19,0</b>
<b>Foglalkoztatás, jövedelmek</b>									
Foglalkoztatottak számának növekedése <sup>a</sup>	-0,9	0,7	2,3	1,6	1,0	0,8 <sup>f</sup>	1,0	<b>1,2</b>	<b>-1,0</b>
Foglalkoztatási ráta <sup>a</sup>	62,1	63,0	63,7	64,0	64,3	64,4 <sup>f</sup>	64,0	<b>64,1</b>	<b>63,7</b>
Munkanélküliségi ráta <sup>a</sup>	4,1	4,1	3,7	3,2	3,6	3,6 <sup>f</sup>	3,6	<b>3,6</b>	<b>4,1</b>
Termékegységre jutó bérköltség <sup>b</sup>	3,8	-1,5	9,3	5,7	2,5		0,9	<b>0,3</b>	<b>5,5</b>
Bruttó nominális keresetek <sup>c</sup>	9,7	8,7	21,0	15,2	16,5		16,5	<b>17,5</b>	<b>14,0</b>
Nettó reálkeresetek	6,2	3,4	11,8	5,1	0,0		2,2	<b>2,6</b>	<b>-4,2</b>
Megtakarítási ráta a GDP %-ában <sup>d</sup>	6,7	6,4	5,6	5,1	4,5		5,2	<b>4,2</b>	<b>2,8</b>
<b>Folyó fizetési mérleg</b>									
a GDP %-ában	-1,1	-4,0	-6,7 <sup>g</sup>	-6,6 <sup>h</sup>			-8,5	<b>-8,5</b>	<b>-5,5</b>
<b>Folyó fizetési és tőkekémlet</b>									
a GDP %-ában	1,0	-1,5	-3,5 <sup>g</sup>	-3,4 <sup>h</sup>			-7,0	<b>-7,0</b>	<b>-3,5</b>
<b>Államháztartás</b>									
Államháztartási egyenleg, a GDP %-ában	-7,5	-7,1	-3,4	-2,3	-4,7 <sup>i</sup>		-6,5	<b>-6,1</b>	<b>-4,0</b>
Bruttó államadósság, a GDP %-ában	79,3	76,8	77,2	77,0	75,3		76,0	<b>75,0</b>	<b>72,0</b>
Rövidtávú hozam (3 hó), időszak vége	0,28	2,16	5,7	6,3	11,6	11,5 <sup>g</sup>	12,0	<b>12,0</b>	<b>8,0</b>
Hosszút. hozam (10 év), időszak vége	2,08	4,51	5,9	8,0	9,8	8,2 <sup>g</sup>	10,5	<b>9,5</b>	<b>7,0</b>
<b>Nemzetközi feltételek</b>									
Nemzetközi kereskedelem volumene	-8,3	9,3					5,0	<b>4,3</b>	<b>2,5</b>
Brent olajár (\$/hordó, időszaki átlag)	41,8	70,8	100,9	113,8	100,9	92,4 <sup>e</sup>	104,0	<b>102,0</b>	<b>97,0</b>
GDP-változás az eurózónában, %	-6,1	5,3	5,6	4,3	2,3		2,8	<b>3,0</b>	<b>0,3</b>
GDP-vált. az új EU-tagországokban, %	-3,5	6,2	7,2	4,8	3,6		4,0	<b>4,0</b>	<b>1,4</b>
Forint/euró, időszaki átlag	351	359	364	386	403	413 <sup>e</sup>	393	<b>392</b>	<b>410</b>
Dollár/euró, időszaki átlag	1,14	1,18	1,12	1,06	1,01	1,00 <sup>e</sup>	1,04	<b>1,05</b>	<b>1,04</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, évkezdettől kumulált adat

c A megfigyelt munkáltatói kör adatai alapján

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

e Október-november

f Augusztus-október

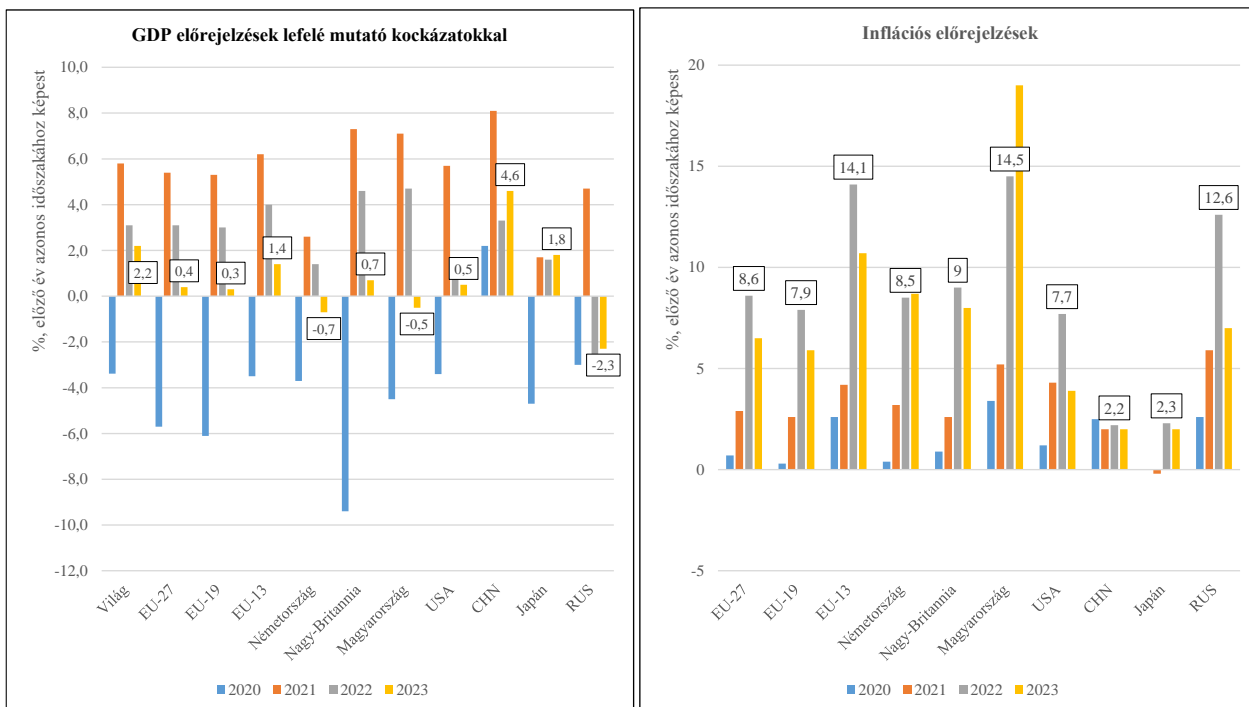
g November

h MNB által közölt szezonálisan kiigazított adat

i MNB előzetes pénzügyi számlái alapján

## 1.1. A világgazdasági helyzet

A világgazdasági helyzet őszi prognózisunk óta inkább romlott, mint javult. A lefelé mutató kockázatok erősödtek, az orosz-ukrán konfliktus nem enyhült, az infláció makacsul magas maradt, a jegybankok egyre inkább szigorítanak. Legtöbb ország esetében a munkaerőpiaci helyzet egyelőre még kedvező, sok országban inkább a munkaerőhiány a probléma, és az országok többségében a rettegett ár-bér spirál sem indult meg. Az idei globális növekedés – az OECD legfrissebb előrejelzése szerint – 3,1% lehet, míg jövőre 2,2% várható. Általában jellemző, hogy a lefelé mutató kockázatok erősödése következtében a jövő évi növekedési előrejelzéseket a legtöbb ország esetében lefelé módosították. A politikai konfliktusok következtében szárnyaló energia- és élelmiszerárak jövőre is magasak maradnak, s általában az infláció is kevésbé mérséklődik, mint az korábban várták. Így 2023-ban is maradnak a szigorúbb finanszírozási feltételek, amelyek fékezik a növekedést. A szigorúbb monetáris politika az egyes országok fiskális politikáinak lehetőségeit is szűkebbre szabja. Kína esetében ugyan a szigorú no-Covid politika enyhülni látszik, s jövőre már újra 4% fölötti növekedés várható, de az USA-ban és az Európai Unióban 2023-ban a GDP bővülése jelentősen lelassul, ami a feltörekvő országok exportlehetőségeit is szűkíti. 2024-re ugyan minden előrejelző már némi élénkülésre számít, ez azonban még mind mérsékelt ütemű marad, amit a globális GDP-re vonatkozó 2,7%-os előrejelzés is megerősít. Az orosz-ukrán háború elhúzódása, bizonytalan kimenetele, az oroszokra kivetett újabb és újabb szankciós csomagok főleg az Európai Unió országainak helyzetét nehezítik, s teszik az energiaellátást egyre bizonytalanabbá, illetve rákényszerítik ezeket az országokat, hogy biztosabb, de tartósan drágább forrásokból fedezzék szükségleteiket. Mindez szerkezeti átalakításokat indíthat meg az érintett országokban, ezeknek a növekedést gyorsító hatásai azonban csak lassan lesznek majd érezhetők.



## 1.2. Világkereskedelem és nyersanyagpiacok

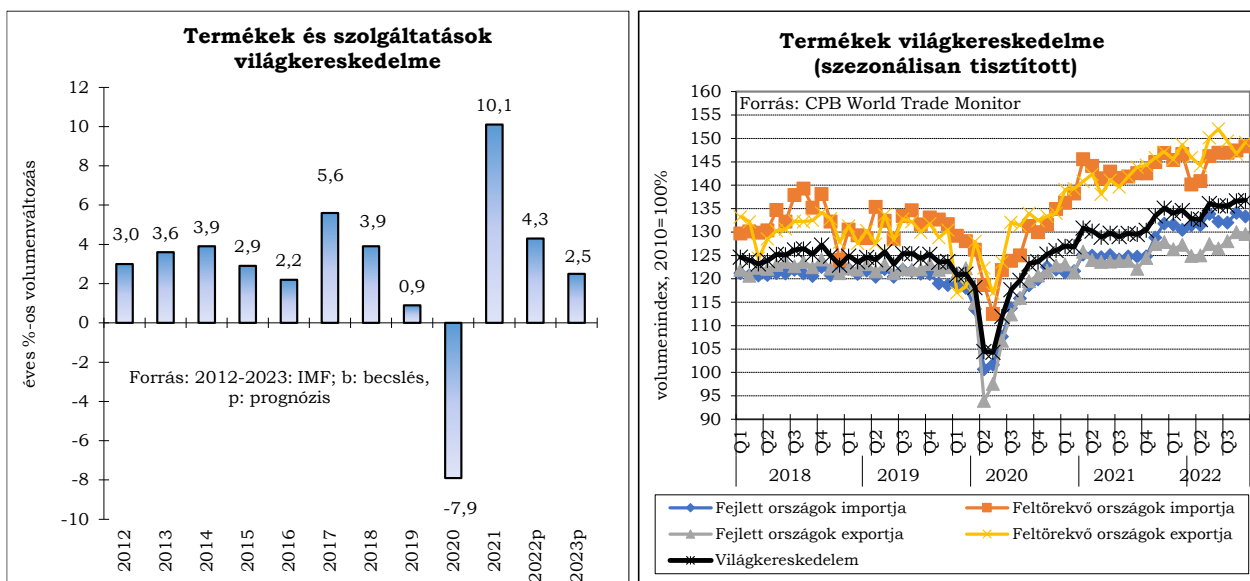
### Világkereskedelem

Közel két év után az áruk világkereskedelmében végre megtörni látszanak az árak. Nyár óta a mérséklődési trend egyértelmű, azonban 2019 átlagához képest továbbra is 20%-kal magasabb az árszint. A külkereskedelmi árindexek lanyhulása valószínűleg folytatódni fog a jövő év második feléig, kérdéses azonban, hogy a járvány előtti szintre visszasüllyednek-e. A 2019-es szint elérését nem tartjuk valószínűnek, mivel az infláció már beépült a bérekbe, ez a három évvel ezelőtti szinthez képest 10-15%-kal drágább stabilizálódást jelenthet. Ennél lejjebb már nagy valószínűséggel csak technikai recesszió esetén mennének a külkereskedelmi árak, azonban akkor is csak átmeneti lenne az állapot.

Az árak korrekcióját továbbra sem értékelhetjük egyértelműen pozitívnak, mivel nagy valószínűséggel a kereslet lanyhulásának tudható be. A szállítási árak a tavalyi drámai szintekről leapadtak a 2019-es szint kb. másfél-kétszeresére. Mindez azonban csak a Sanghaj-Rotterdam indexen keresztül mért konténerszállításokra vonatkozik, mivel a közúti és vasúti fuvarozási díjak, különösen Európában, újra emelkedésnek indultak az energiaárak drasztikus emelkedése miatt. Az aszályhelyzet javulása valamelyest enyhíti a nyomást, mivel a folyami áruszállítás ismét nagyobb kapacitással tud haladni nem csak Európában, hanem Kínában is.

Jövőre új helyzetet teremt, hogy a nagy biztosítótársaságok nem biztosítják az orosz árut szállító hajókat (azok felségjelzésétől függetlenül). Ennek előszele, hogy a török hatóságok nem engedik se kikötni, se elindulni a fekete-tengeri kikötőkből az orosz hajókat. Ezek az áruk biztosítás híján nem tudnak nemzetközi vizekre hajózni. Alternatíva lehet a vasúti teherszállítás, ez azonban korlátozott, mind a kínált kapacitás, mind a szállítható áruk körében. Alternatív biztosítótársaságok egyelőre nem léptek piacra, ez azonban legfeljebb csak bizonyos kikötőkben segíthet az orosz teherflottának, mivel a kikötők szabadon eldönthetik, hogy elfogadják-e a biztosítást, vagy sem (a legnagyobb kikötők állami tulajdonban vannak). Ennek értelmében nagyon valószínű, hogy orosz árut szállító hajók NATO ország kikötőjébe felségjelzéstől függetlenül nem hajózhatnak be.

A várható gazdasági lassulás, kiegészülve az orosz korlátozásokkal, erősen lefelé módosítja a világkereskedelmi kilátásokat, így 2023-ra már csupán 2,5% körüli bővüléssel számolunk. A járvány előtti éveket tekintve mindez egyébként nem lenne különösebben kedvezőtlen, a mögöttes okok fényében azonban mégis aggasztó folyamatnak tekinthető. A járvány alatt a fuvarársaságok tucatnyi megrendelést adtak le nagyméretű tengeri és folyami hajókra. Az első megrendelt (kisebb) példányokat 2023 végén, 2024 elején fogják átadni, és már ezek is figyelemreméltóan emelik a kapacitási lehetőségeket a világpiacon. A nagyméretű (elsősorban tengeri) eszközök leszállítása inkább csak 2030 körül várható. Hosszú távon tehát a tengeri fuvardíjak csökkenésére számítunk, ám ezt még a kőolaj árának kedvezőtlen irányú változása keresztülhúzhatja. Előfordulhat továbbá, hogy az európai karbonsemlegesség 2035-ös határidejéhez közeledve a légi teherszállítás díjai jelentősen emelkedni fognak a kivetett adók miatt, ami összességében ellensúlyozhatja a tarifák várható csökkenését a tengeri szállítások esetében.



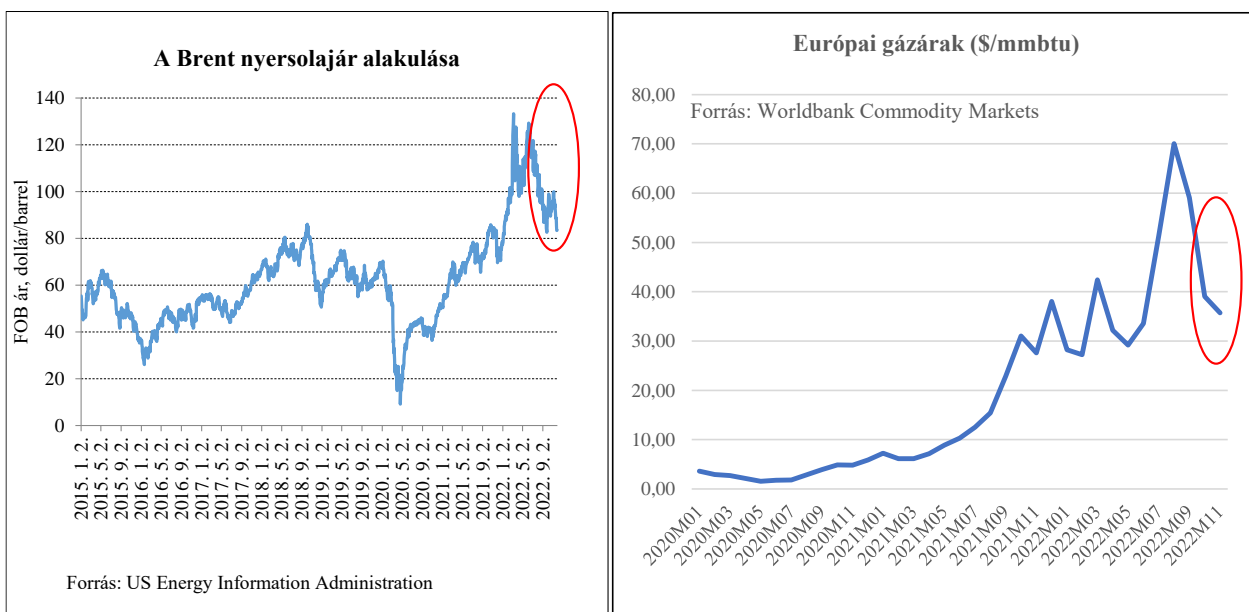
Forrás: UN COMTRADE

## Lassan csökkenő gáz- és olajár, de az orosz-ukrán konfliktus következtében marad a bizonytalanság

A romló gazdasági kilátások, a lassuló növekedés az olaj- és a gázár csökkenését hozta magával, ezek a hatások azonban a magánháztartások és a termelő vállalatok szintjén még nem érezhetők. A Brent nyersolaj ára jelenleg kicsivel 80 dollár felett mozog, jóval a 102 dolláros éves átlag alatt. A G7-országok az orosz tengeren beérkező olaj vonatkozásában 60 dolláros ársapka mellett döntöttek, amire az oroszok jelezték, hogy csak oda szállítanak majd olajat, ahol piaci körülmények között tudnak kereskedni, s azokba az országokba nem, amelyek az ársapkát bevezették. Így többek között jelezték, hogy Pakisztánba irányuló szállításaikat fogja bővíteni. A japán kormány úgy döntött, hogy továbbra is befektet új orosz üzemeltetőkbé, s így a félig állami tulajdonban levő Sakhalin Oil and Gas Development (SODECO) japán konzorcium részt vesz a távol-keleti Szahalin-1 olaj- és gázprojekt új orosz üzemeltetésében. A 13 OPEC-tag mellett tíz másik olajtermelő országot magában foglaló csoport megerősítette októberi határozatát, miszerint novembertől 2023 végéig napi kétmillió hordóval kevesebb olajat termelnek ki, reagálva az alacsonyabb árakra, illetve az oroszokra kivetett újabb szankciók okozta piaci bizonytalanságokra. Az IEA novemberi előrejelzése szerint a globális olajkereslet napi 1,6 millió barrellel csökken jövőre. A kínai nyersolajkereslet továbbra is mérsékeltebb marad, az európai energiaválság, illetve az erős dollár mind fékezik a keresletet. Az orosz olajexport októberben tovább bővült, napi 7,7 millió barrelt érve el, mivel mind az EU-ba, Kínába és Indiába folytatódott a szállítások.

Az európai gázár novemberi átlaga 35,72 \$/mmbtu volt, majdnem 50%-kal maradva el az augusztusi csúcstól. Az Oroszországra kivetett szankciók miatt kiszámíthatatlan orosz reakciók következtében a piacok nagyon sérülékenyek. Az árak beszakadásához a kedvező időjárás és a tárolók telítettsége is hozzájárult, azonban amint belemegyünk a télbe, s az időjárás keményebb lesz, a tárolókból fogy a gáz, újabb feszültségek jelenhetnek meg a piacon, amit a határidős gázárak emelkedő trendje is jelez, így a legtöbb előrejelző jövőre is magas gázárakkal számol. Így nem véletlen, hogy a kormányok többsége a hatósági ársapkákat ideiglenesnek tekinti és a fogyasztás

korlátozását forszírozza. Az Oroszországgal szembeni szankciók folytatása szintén nem javít az ellátás biztonságán.



## Nem energiahordozó nyersanyagok

Az elmúlt hónapokban jelentős korrekció zajlott le a nyersanyagok világpiacán, különösen az ipari fémek terén. A réz árában 20%-os volt a lanyhulás, míg a vasérc 40%-kal lett olcsóbb, mint fél évvel korábban. A nikkel közel 30%-kal, az ón pedig több, mint 50%-kal kerül kevesebbe, mint áprilisban. A csökkenés mögött három tényező húzódik meg. Egyrészt a recessziós félelmek miatt a határidős ügyletekből eltűntek a spekulánsok, vagyis jelenleg elsősorban azokra a kitermelésekre van szerződés, amelyek mögött reálgazdasági kereslet is van. A másik tényező a kínai gazdaság további lassulása, amit tovább rontanak a rendkívül szigorú, noha az utóbbi időben már valamelyest enyhülő járványügyi intézkedések. Az aszály miatti energiaválság alatt kiesett termelést a kínai vállalatok egyelőre nem igyekeznek pótolni félve a járvány miatt lezárásoktól (egyes iparágakban a termelés átmeneti leállítása kritikus károkat okozhat az eszközökben, különösen a fémiparban). A harmadik tényező pedig a dollár folyamatos erősödése, ami relatíve nagyobb bevételekhez juttatja a kitermelőket, így az ár valamelyest mérséklődhet.

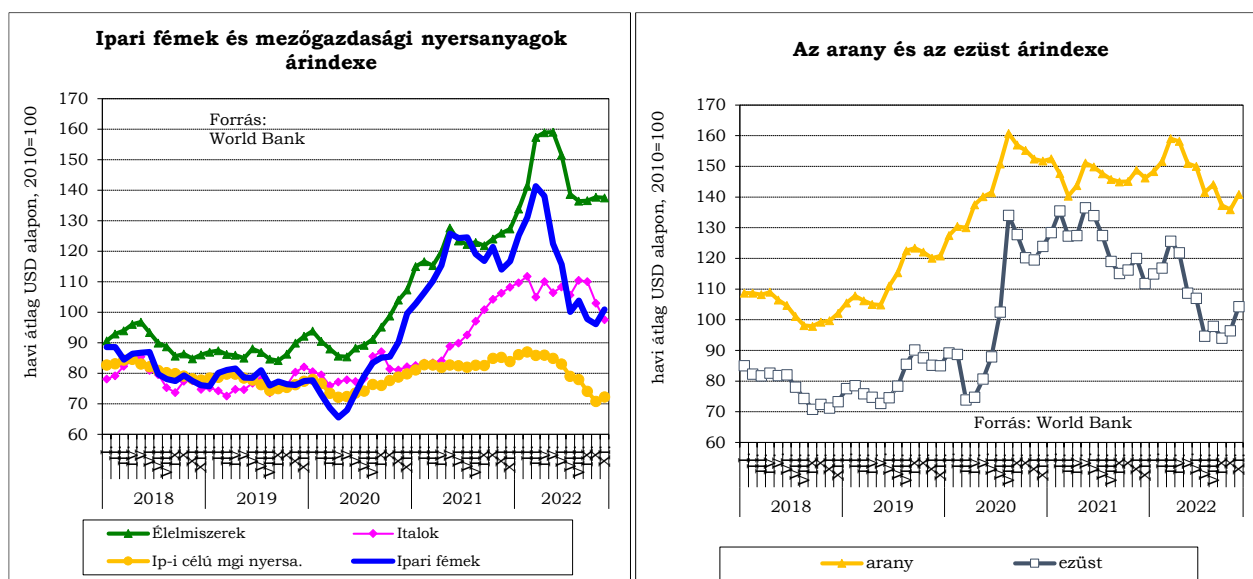
Az ipari fémekkel párhuzamosan az élelmiszerárak is csökkenésnek indultak, ami részben annak köszönhető, hogy enyhült az ukrán gabonaexport orosz blokádja, így enyhült a kereslet és a kínálat közötti szakadék. Mindez azonban csupán kis részben magyarázza az élelmiszerek árának csökkenését, mivel a recessziós félelmek ebben a szegmensben is rátelepsznek a piacra. Az árak mérséklődése mögött tehát nem a kínálat felzárkózása áll a kereslethez, hanem a kereslet gyors és nagymértékű szűkülése. Az Európában és Amerikában tapasztalható rendkívüli inflációs környezet jelentősen apasztotta a fogyasztók diszkrecionális jövedelmét (és megtakarításait), a háztartások pedig részben az élelmiszerfogyasztáson keresztül igyekeznek visszafogni kiadásukat. Ez jelenleg elsősorban a vendéglátóhelyek látogatottságának csökkenését eredményezi, de később sajnos nem kizárt a kiskereskedelmi fogyasztás csökkenése sem. Mindezek ellenére az élelmiszerárak nem süllyedtek vissza a járvány előtti



szintekre. Ennek oka részben az, hogy a műtrágya előállítására továbbra is rendkívül drága, másrészt a jelenlegi infláció már beépült a bérekbe, így az árak mérséklődésének létezik egy effektív határa, amely magasabban van, mint a járvány előtti szint.

A recessziótól való félelem dominálja jelenleg a nemesfémek piacát is. Az emelkedő kamatok csak megállítani tudták az arany drágulását, a befektetők azonban nem hagyták el a piacot, így az árak sem indultak csökkenésnek. Hasonló látszik a jobb napokat is megélt palládium piacán, ahol a várható globális fogyasztáscsökkenés miatt a kereslet nagyon gyenge, ez pedig az árak stagnálásában látszik leginkább.

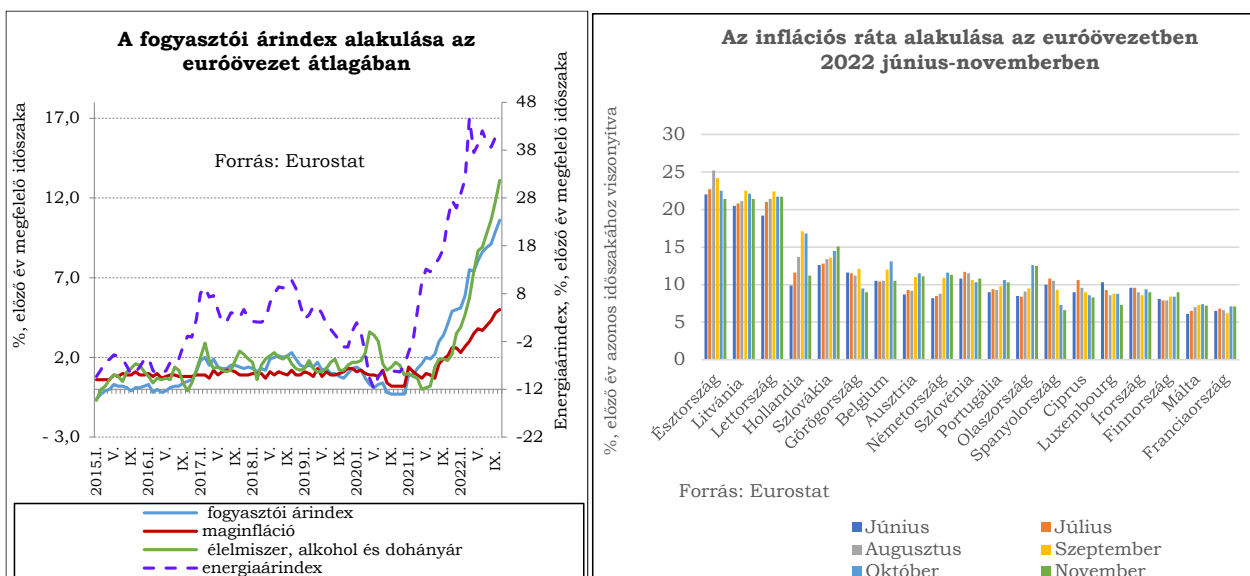
Bár az árak számottevően csökkentek, mindez nem jelenti azt, hogy a nehezen már túl vagyunk, és ez a várható inflációs szempontokat figyelembe véve óvatosságra int. Az ipari fémek kereskedelme ugyanis rendkívül rugalmas, és az aktuális kereslethez igazodik, míg az élelmiszerárak már egy hosszabb távú folyamatot jelenítenek meg, mivel a mostani határidős ügyletek teljesítése általában a következő szezonban történik meg, vagyis a globális élelmiszerárak még nem tartalmazzák teljes egészében az ideai drágulást például a műtrágya terén. Meg kell jegyezni, hogy a világ vezető gazdaságai egymás után jelentették be karbonsemlegessé válási törekvéseiket, s ennek fémipari igénye pedig óriási, különösen a réz és egyéb ritkaföldfémek terén. Mindez óriási kínálati deficitet okozhat, mivel a jelenlegi kitermelési kapacitások nem elegendők a várható kereslethez képest, az árak reagálásait az ilyen kínálati hiányokra pedig már ismeri világgazdaság. Az árak csökkenése tehát várhatóan inkább csak átmeneti, és akár jövőre is visszatérhetnek az idén tavaszi, vagy még magasabb szintek.



## 1.3. Nemzetközi pénzügyi piacok

### Egyre erősödő infláció és fokozott monetáris szigorítás

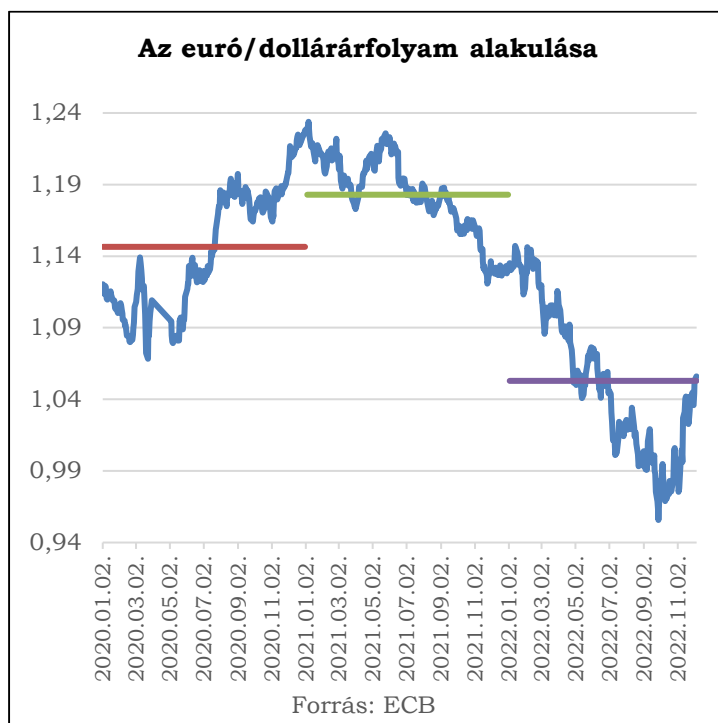
Az infláció gyorsulása az őszi hónapokban is folytatódott, országonként különböző mértékben. Az OECD-országok átlagában is 10% felett mozgott az infláció az őszi hónapokban. Az euróövezetben október-novemberben már 10% volt a fogyasztói árindex, és a maginfláció is 5%-ra kúszott. Az euróövezetben a csúcspontot változatlanul Észtország tartja: de a szeptemberi 25% feletti infláció novemberre 21,4%-ra lassult. Az Egyesült Királyságban 11,1% a fogyasztói árindex. Az USA-ban 7,7% a legfrissebb inflációs adat, viszont a maginfláció – amely jelzi, hogy a magas energiaárak és élelmiszerárak mennyire épültek be a fogyasztói árakba – októberben is 6,3%-on maradt. A nem euró-zóna tagok esetében is magas, a kelet-közép-európai országokban kétszámjegyű az infláció, különösen Magyarországon magas (22,5%), megközelítve az észt szintet. Így nem véletlen, hogy a monetáris politika mindenütt megmarad a keményebb kurzus mellett.



A FED egyelőre folytatja az agresszív kamatemelési politikát, hogy letörje a 40 éve nem látott mértékű inflációt. Így szeptemberben – június óta immár harmadszor egymást követően – 75 bázisponttal emelte meg az irányadó kamatot, majd november elején újabb 75 bázispontos emelés következett be, így a kamatsáv jelenleg már 3,75-4,0%-között van. Ugyanakkor a bank elnöke utalt arra, hogy a kamatemelés üteme decemberben lassulhat. Ezzel együtt jelezte, hogy a kamatemelési ciklusnak még nincs vége. A FED elnöke utalt arra, hogy még nem alakult ki a rettegett ár-bér spirál, s mindent megtesznek, hogy ezt elkerüljék. Az infláció az USA-ban némileg lassul ugyan, de még mindig nagyon messze van a 2%-os jegybanki célértéktől.

Az EKB októberi ülésén újabb 75 bázisponttal emelte meg a három irányadó kamatot, tehát folytatja az erőteljes szigorítás politikáját. Ezzel az alapkamat 1,25%-ról 2%-ra emelkedett, az ügynevezett betéti rendelkezésre állás kamatai 0,75%-ról 1,50%-ra, illetve 1,50%-ról 2,25%-ra emelkedtek. A bank kommunikációjában jelezte, hogy további kamatemelések várhatók, mindaddig, amíg a maginflációs nyomás nem enyhül. A várakozások szerint az infláció 2023 tavaszára tetőzhet, s addig a jegybank követi a jelenlegi szigorúbb kurzust, de a kamatemelés üteme valószínűleg lassulni fog. Az euróövezet kedvezőtlen gazdasági kilátásai, az orosz-ukrán háború eszkalálódásának

következményei és az USA-hoz képest laza monetáris politika következtében az euró a dollárral szemben jelentősen gyengült. Amióta az EKB is elkezdte a monetáris szigorítást, azóta az euró kismértékben erősödött, de jelenleg is csupán 1,05 az euró/dollár árfolyam és éves átlagban is alig lesz 1 felett.



Októberben a *japán* maginfláció 3,6%-kal 40 éves csúcstól ért el. Ebben nagy szerepe volt a jegybank továbbra is laza monetáris politikájának, és ezzel összefüggésben a jen erőteljes leértékelődésének. A fogyasztói árindex is a 2%-os jegybanki célérték fölé mozdult. A jegybank egyelőre továbbra sem avatkozik be.

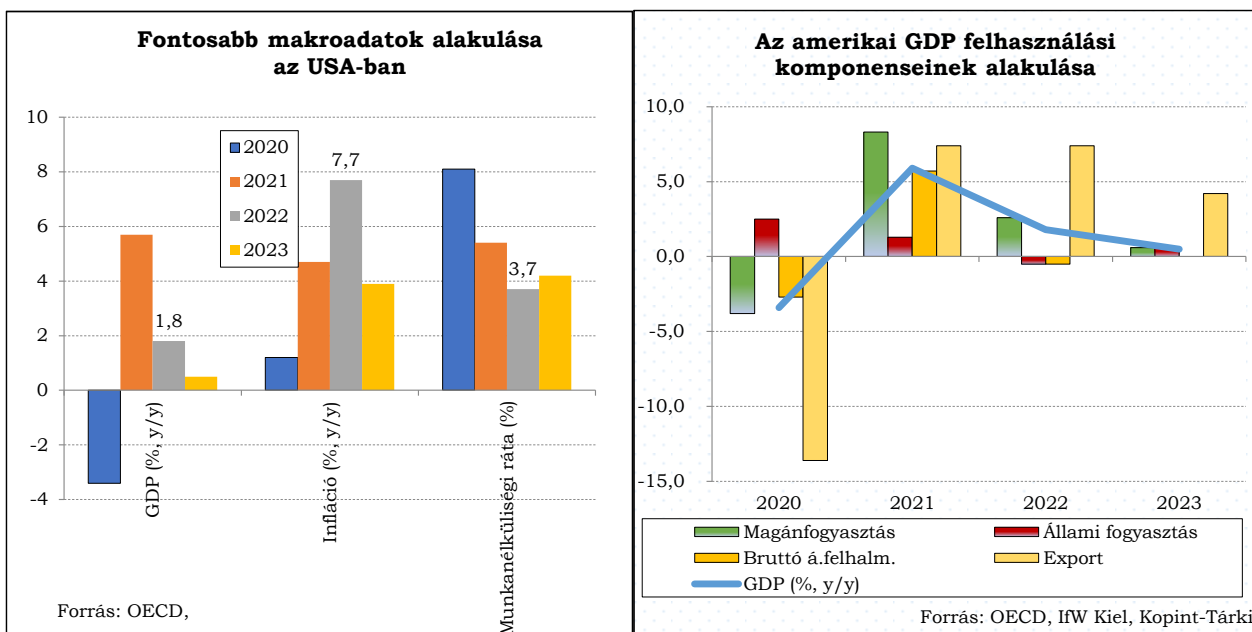
A *brit jegybank* novemberben 75 bázispontos, három évtizede nem tapasztalt mértékű kamatemelést hajtott végre, s ezzel az alapkamat 3%-ra nőtt. Az emelést a 11% feletti inflációs ráta indokolta, s mivel az áremelkedés nem lassul, az Egyesült Királyságban is a kamatemelési ciklus folytatása várható.

A *svájci jegybank* az idén másodszor emelt kamatot, szeptemberben mindjárt 50 bázisponttal, így az alapkamat most már a pozitív tartományba került (0,75%), azóta azonban nem nyúlt a kamatokhoz. A svájci inflációs ráta novemberben 3% volt az egy évvel ezelőtti szinthez képest, ami jóval alacsonyabb, mint a többi európai országé, s november az áremelkedés üteme az előző hónaphoz képest már nem változott.

## 1.4. Az Európai Unió nemzetközi környezete

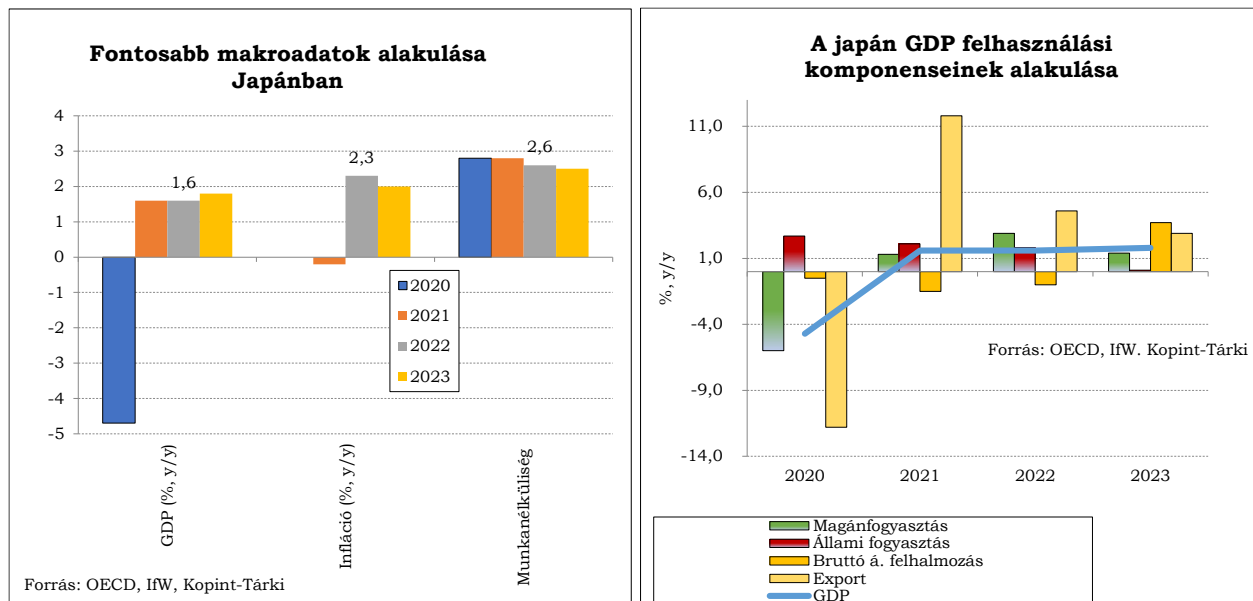
### A vártnál mérsékeltebb növekedés várható az idén az USA-ban, s jövőre tovább lassul a növekedés

Az OECD legfrissebb előrejelzése szerint az amerikai GDP az idén – a vártnál valamivel lassabban – mintegy 1,8%-kal bővül, s jövőre is csak 0,5%-os növekedés várható, ami szintén alacsonyabb a korábban előrejelzettnél. A magas infláció és a szigorú monetáris politika tovább fékezi a növekedést. A magánfogyasztás üteme a tavalyi mintegy harmadára lassul, a beruházások már idén negatívba fordulnak, az állami fogyasztás úgyszintén. Különösen a lakásépítés esik vissza az alacsonyabb kereslet és az emelkedő kamatok következtében. A növekedés legdinamikusabb eleme az export lesz mind az idén, mind jövőre. Az orosz-ukrán konfliktus következményei sokkal kevésbé érintik az USA-t, mint Európát. Sőt az energiahordozók és a gabonaexport bővülésével még profitál is a jelenlegi helyzetből. A FED nagyon erőteljes monetáris szigorítást folytatott az idén, és kommunikációjában jelzi, hogy a kamatemelési ciklus még nem ért véget. A pandémia alatt alkalmazott fiskális támogatások nagy része már kifutott, de mind a helyi önkormányzatok, mind a magánháztartások rendelkeznek e támogatásokból felhalmozott tartalékokkal. Egyes tartományokban felfüggesztették a gázadót, így enyhítve a magas gázárak hatását. Az infrastrukturális beruházási program és a munkahelyteremtési program némileg felfelé nyomja az állami beruházásokat. Összességében azonban 2023-2024-ben a költségvetési politika szigorodik. A munkaerőpiac a vártnál robusztusabban alakul: a legfrissebb adatok szerint 200 ezer helyett 263 ezer fővel bővült a foglalkoztatottság, miközben a munkanélküliségi ráta 3,7% körül mozog. Ez is arra ösztökéli az amerikai jegybankot, hogy kitartson a szigorú monetáris politika mellett, ami a dollár erőteljes felértékelődéséhez vezetett.



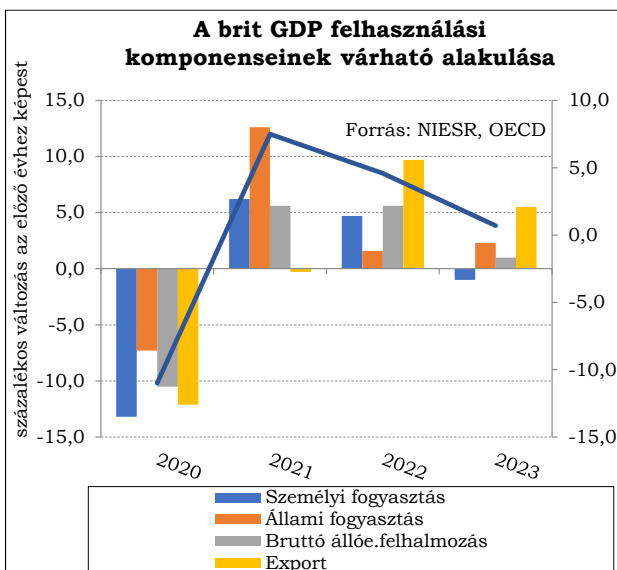
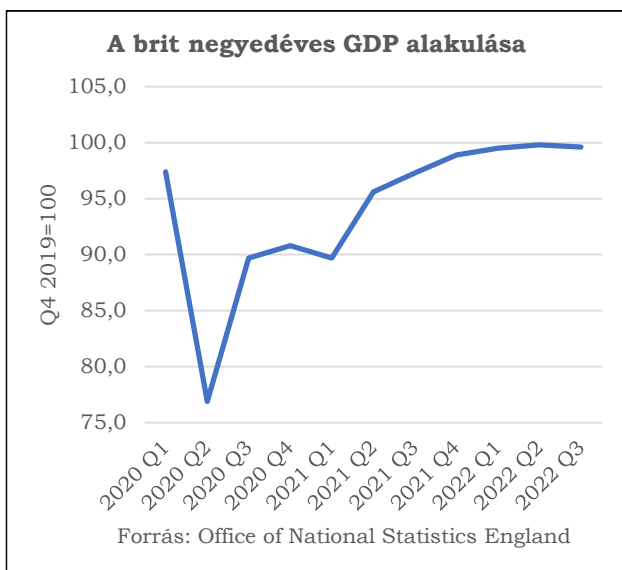
## Marad a mérsékelt növekedés Japánban

Japánban az idén 1,6% körüli GDP bővülés várható, ami jövőre is nagyjából e körül lehet. Japán esetében a másutt 2023-ra várható lassulás csak 2024-ben következik majd be. A továbbra is érvényben levő gazdaságélénkítő intézkedések idén is, s jövőre is lendületet adnak a magánfogyasztásnak. A beruházások negatív trendje és az export lassuló ütemű bővülése jelzi, hogy a külső hatások Japánba is egyre jobban begyűrűznek. Az ellátási láncokban tapasztalható fennakadások, Kína zero-COVID politikája, illetve az orosz-ukrán konfliktus miatt kimaradó szállítások elsősorban a beruházások és az export alakulásában éreztetik hatásukat. Az a tény, hogy a japán jegybank továbbra is szembe megy az árral, s nem szigorít, a jen jelentős leértékelődéséhez vezetett a vezető valutákkal szemben, ami az importált inflációt fokozza különösen az energiahordozók és az élelmiszerek importján keresztül. A japán kereskedelmi mérleghiány növekszik, s az importra szoruló cégek nyeresége csökken, míg az exportorientált vállalkozások profitálnak a jen leértékelődéséből. Ez év októberében újabb gazdaságtámogató intézkedéseket vezettek be, így például az olajra vonatkozó ársapkát jövő szeptemberig érvényben tartják, a magas gázárak hatásának tompítására a magánháztartások kompenzációt élveznek, mintegy a GDP 1,2%-a erejéig 2023 január-szeptember időszakban. A gazdaságélénkítő csomag részeként közép-távon érvényesülő intézkedések is születtek, amelyek humánerőforrás fejlesztésre, zöld beruházásokra, digitalizációra fókuszálnak. Mindezt a japán kormány azért teheti meg, mert az infláció 2,3%-kal még mindig alacsony más országokhoz képest, s a japán lakosság továbbra is hajlandó az egyre növekvő államadósságot finanszírozni. A 2,5% körüli munkanélküliségi ráta is alacsony, s a prognózisidőszakban nem változik.



## A tavalyi gyors növekedés után jövőre jelentős lassulás várható az Egyesült Királyságban, s a recesszió sem zárható ki

Az első becslések szerint a brit GDP 2022 július-szeptember időszakában 0,2%-kal csökkent az előző negyedévhez képest. A csökkenés mind a szolgáltató szektort, mind a feldolgozóipart, mind az építőipart elérte. A magánháztartások kiadásai reálértéken mintegy 0,5%-kal csökkentek, míg az export növekedést mutatott. A GDP szintje még mindig 0,4%-kal elmarad a pandémia előtti szinttől (2019. IV. negyed.) Az idei évre a GDP 4,6%-os növekedése várható, azonban a brit szakértők jövőre jelentős lassulásra számítanak: 2023-ban a brit GDP legfeljebb 0,7%-kal bővíülhet, s még 2024-ben is lassú lesz a növekedés. A recesszió kockázata továbbra is jelentős, tehát egy rosszabb forgatókönyv sem zárható ki. Az infláció jelenleg 11,1%-on van, s valószínűleg jövő januárig nem is lesz alacsonyabb. 2023 folyamán várhatóan megindul az infláció csökkenése, de éves átlagban így is inkább 8% körül mozog majd, s az árak normalizálódása sokkal lassúbb lesz, mint ahogyan azt korábban várták. Az energiaárak emelkedését a háztartások viszonylatában ugyan valamelyest kompenzálják egy átmeneti időszakra, ennek ellenére a magánháztartások mintegy egyötödének 2024 elejére elapadnak a megtakarításai. Angol szakértők becslései szerint az emelkedő élelmiszerárak következtében mintegy 2,5 millió ember szorul majd az élelmiszerbankok segítségére. A jegybank tavaly december óta nyolc alkalommal emelt az alapkamaton, amely most 3%-on áll, s várhatóan további emelések jönnek, mivel a fogyasztói árindex a jegybank 2%-os célértékétől még nagyon messze van.



## Lassabb ütemű növekedés Kínában

Figyelemre méltó, ahogy a kínai vezetés reagált a zéró-Covid stratégia elleni tömegdemonstrációkra. Nem a korábban jellemző megtorláshoz, hanem az intézkedések enyhítéshez folyamodott. Mivel a zéró-Covid politika súlyosan megterhelte a kínai gazdaságot, a lazítás lendületet adhat neki, különösen a belföldi fogyasztást illetően. Azt viszont ma még nem lehet tudni, hogy a korlátozások enyhítése folytán a járvány terjedése milyen méreteket ölt majd, mekkora emberáldozattal fog járni.

Még az enyhítés bejelentése előtt az OECD szakértői 2022-re 3,3 és 2023-ra 4,6%-os kínai GDP növekedést prognosztizáltak. A növekedés hordozói az infrastrukturális beruházások, különösen a zöld energia előállítását és a legmodernebb távközlési rendszerek országos kiépítését célzó fejlesztések, valamint az ún. intelligens termékek előállítását elősegítő fejlesztések. A lakosság fogyasztásának alakulása viszont lefelé húzza a gazdasági növekedést: ebben a járvánnyal kapcsolatos közvetlen okokon túlmenően az is komoly szerepet játszik, hogy a kínai családok egyre óvatosabban költenek, mivel nem elég megbízható a nyugdíj- és egészségbiztosítási rendszer, valamint a munkanélkülivé váló dolgozók támogatása. Az ingatlan szektor túlfűtöttségét megregulázó, egyrészt a bankok ingatlanfejlesztés céljából kihelyezhető tőkéjének limitálásán alapuló és a hiteleket felvevő fejlesztő cégek, továbbá a jövőbeni ingatlantulajdonosok hitelképességét szigorúan vizsgáló „három vörös vonal” elnevezésű intézkedéscsomag növekedést fékező hatása szintén számottevő.

Az importált energiahordozók és nyersanyagok világpiaci ára a kínai fogyasztói árakra csak csekély mértékben hat, mivel a lakosság fogyasztásának nagy részét az élelmiszerek teszik ki, amelyek importtartalma csekély. Kína nagy gabona- és étolaj tartalékokkal rendelkezik, ami enyhíti a világpiaci árak emelkedésének a hazai inflációra gyakorolt hatását, és csökkenti a hiány kockázatát. A nyersolajimport egy részének az Oroszországból származó, kedvezményes árú, ún. uráloajjal való helyettesítése szintén segít az inflációs nyomás megfékezésében.

A kínai vállalkozók rugalmasan alkalmazkodnak a kínálkozó lehetőségekhez, már most igyekeznek betölteni azt az űrt, amit a kivonult európai és amerikai cégek hagytak az orosz piacon, és jelenlétük a jövőben tovább fog erősödni. Magasabb sebességre kapcsolnak a szállítási és hírközlési infrastruktúra fejlesztését célzó, már korábban megkezdett beruházások megvalósítása terén, különösen az Oroszországból Ázsia irányába vezető alternatív szállítási útvonalak, távvezetékek létesítését illetően.

### A kínai gazdaság fontosabb mutatóinak alakulása

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

\*= előrejelzés

Forrás: OECD Economic Outlook Database

## Nehéz helyzetben a fejlődő országok

A szűkös költségvetési mozgástér és a nem megfelelő multilaterális pénzügyi támogatás miatt a fejlődő országok Covid válság utáni talpra állása egyenetlennek és törékenynek bizonyul, ráadásul legtöbbjük esetében a külső adósság további növekedésével jár. Igen sokuk kilátásai nagymértékben a fejlett gazdaságokban a saját kilábalásuk érdekében elfogadott szakpolitikai válaszlépéseken múlnak. A hitelfelvételi költségek emelkedése és a tőkeáramlások megfordulása, valamint Kína növekedési motorjának a vártnál erőteljesebb lassulása és az ukrajnai háború gazdasági következményei számos fejlődő országban fékezik a fellendülés ütemét, és egyre nő az adósságválságban lévők száma.

Az UNCTAD legfrissebb elemzése<sup>1</sup> szerint 46 fejlődő ország már most komoly pénzügyi nyomásnak van kitéve a magas élelmiszer-, és üzemanyagárak, valamint a hitelköltségek megnövekedése miatt. Közel százra tehető azon országok száma, amelyek a fenti veszélyek legalább egyikével kénytelenek szembenézni, ezért reális veszélyként számolhatunk azzal, hogy az 1980-as években tapasztalhoz hasonló világméretű adósságválság alakuljon ki. A fejlődő országok régóta panaszkodnak arra, hogy a gazdag világ és szervezetei nem fordítanak elég pénzt a globális energiaátállítás és az ambiciózus éghajlat-változási célok megvalósításának támogatására. A most előállt helyzet sajnos arra inspirálja a fejlődő világot, hogy lassítson az energiaátállásra irányuló törekvések megvalósításában. A szegény országok csak sokkal rosszabb feltételek mellett juthatnak kölcsönökhöz, s a korábban megszokott segélykonstrukciók révén megszerezhető források is nagyon megcsappantak. Mivel a multilaterális pénzügyi szervezetektől a szükségesnél nagyságrendekkel kevesebb forráshoz jutnak a rászoruló országok, teret nyer gazdaságukban a különféle hitelkonstrukciók formájában őket támogató, s egyúttal kulcságazataikban egyre nagyobb gazdasági befolyást szerző Kína.

Az ukrajnai válság ellentétes irányú hatásai leginkább a latin-amerikai és a karibi térség országai esetében érződnek. Míg a nyersanyagok, élelmiszerek és élvezeti cikkek exportjában erősen érdekelt országok teljesítményének igencsak jót tesz a kereslet és a világpiaci árak alakulása, addig a turizmusnak a pandémia miatti drasztikus visszaeséséből eddig még kilábalni képtelen karibi és közép-amerikai országokra újabb csapást mért. A kelet-ázsiai és a csendes-óceáni térség legtöbb országában 2022 első felében újraindult a növekedés, s a régió nagy részében éves szinten is gyorsabb növekedés és alacsonyabb infláció várható, mint másutt.

Különösen figyelemreméltó az utóbbi években a világ egyik leggyorsabb gazdasági növekedését produkáló, s most az orosz agresszióval kapcsolatban hivatalosan állást nem foglaló, a nyugati embargót figyelmen kívül hagyó India esete. Szívesen vásárol a leszállított árú orosz energiahordozókból és műtrágyából, s kiveszi részét annak a vákuumnak a kitöltéséből is, amelyet a nyugati szankciók következtében Oroszországból kivonuló multik hagytak hátra. A logisztikai kapcsolatok mielőbbi feljavítása érdekében nagyobb sebességre kapcsolt az Észak-déli Közlekedési Folyosó (International North-South Transport Corridor - INSTC) Mumbait Moszkvával összekötő szakaszának építésében is.

---

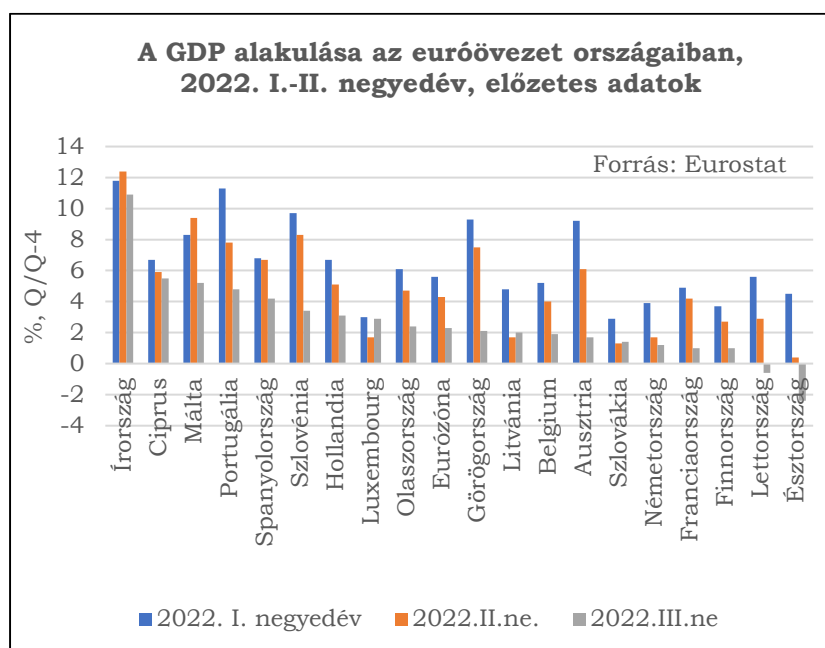
<sup>1</sup> Trade and Development Report 2022 - Development prospects in a fractured world: Global disorder and regional responses - [https://unctad.org/system/files/official-document/tdr2022\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/tdr2022_en.pdf)



## 1.5. Az Európai Unió gazdasága

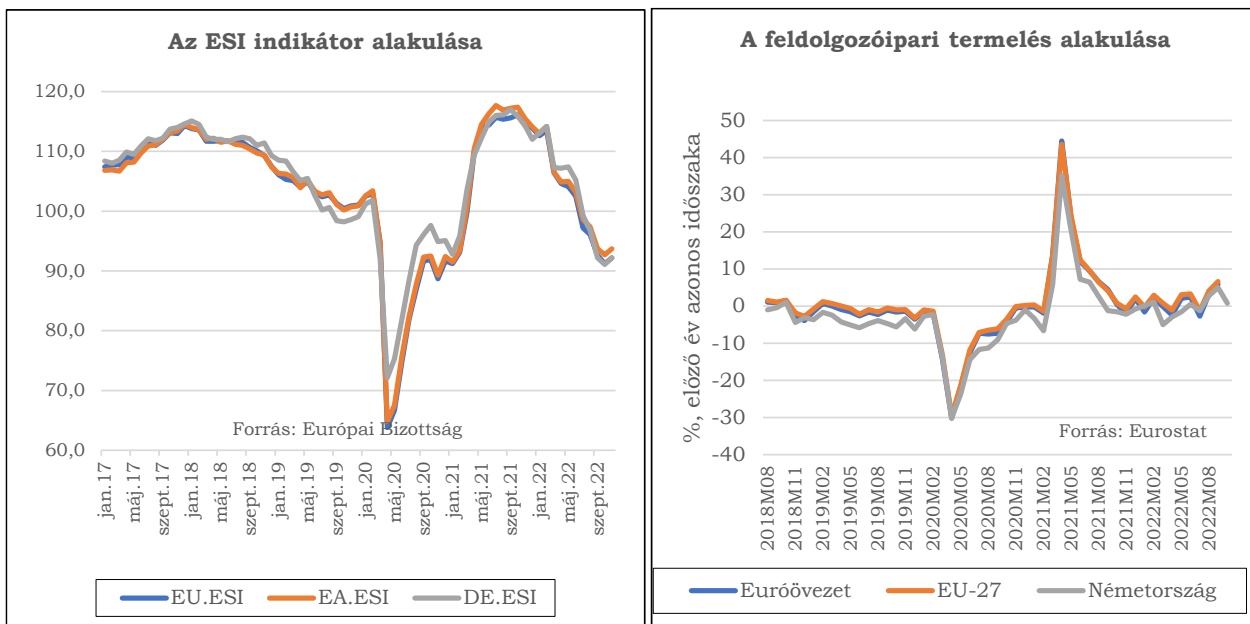
### Jövőre jelentősen romló gazdasági kilátások az euróövezetben

Az első negyedév 5,6%-os GDP bővülése után a második negyedév 4,3%-os és a harmadik negyedév 2,3%-os (év/év) GDP adatai már némi lassulást mutatnak. A negyedév/negyedéves adatok alapján is látszik, hogy az EU-19 országok esetében 2021 negyedik negyedéve óta mérsékeltbb növekedés jellemző. Összességében azt mondhatjuk, hogy az idei első három negyedév kedvezőbben alakult, mint ahogy azt korábban vártuk, ugyanakkor a téli hónapokat, illetve a jövő évet tekintve már kevésbé vagyunk optimisták. Az idei évre az euróövezet egészére 3%-os GDP-bővülést várunk, ami kicsivel magasabb, mint őszi prognózisunk volt, míg a jövő évre vonatkozó 0,3%-os GDP előrejelzés azonos az ősziével. Tehát az orosz-ukrán háború következményei, az energiaellátási zavarok, a magas infláció, a szigorú monetáris politika következményei elsősorban jövőre lesznek majd érezhetőek. A negyedéves adatok alapján is látszik, hogy az egyes országok teljesítménye között jelentős különbségek vannak: a harmadik negyedévben Finnország, Észtország és Lettország voltak a sereghajtók, míg Írországban, Cipruson és Máltán volt a leggyorsabb a növekedés. Az ír adatok továbbra is kilógnak a sorból, elsősorban a rendkívül erős export hajtja a növekedést, de a többi országhoz képest a magánfogyasztás és a beruházások is dinamikusan nőnek. Németországban a növekedés már az idén is erősen lelassul: a harmadik negyedévi 1,2%-os (év/év) GDP bővülés kellemes meglepetésnek számított, de a negyedik negyedre már mindenki visszaeséssel számol. S jövőre a jelenlegi előrejelzések szerint negatívba megy át a GDP ráta, ami a többi eurózóna országot is lefelé húzza.



Ebben a helyzetben nem meglepő, hogy a *hangulatindikátorok* folyamatos lejtmenetben vannak, az ESI index novemberben 93,7 pontra esett vissza, ami ugyan magasabb, mint az októberi 92,7 pont, de nagyjából a 2020 szeptemberi szintnek felel meg. A legfrissebb feldolgozóipari adatok a kibocsátás lassú emelkedését jelzik. Augusztus óta még Németországban is megállt a feldolgozóipari termelés hónapok óta tartó zsugorodása, s

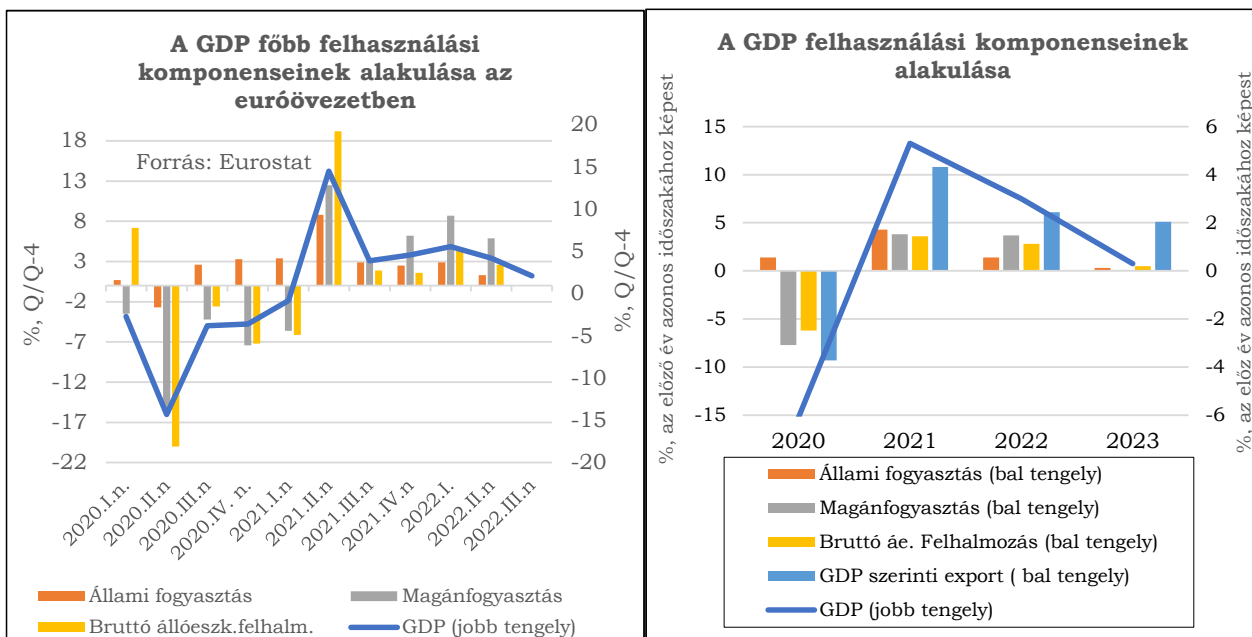
megindult egy lassú növekedés, ami az energia drágulása és a továbbra is fennálló ellátási zavarok mellett nem biztos, hogy tartós lesz.



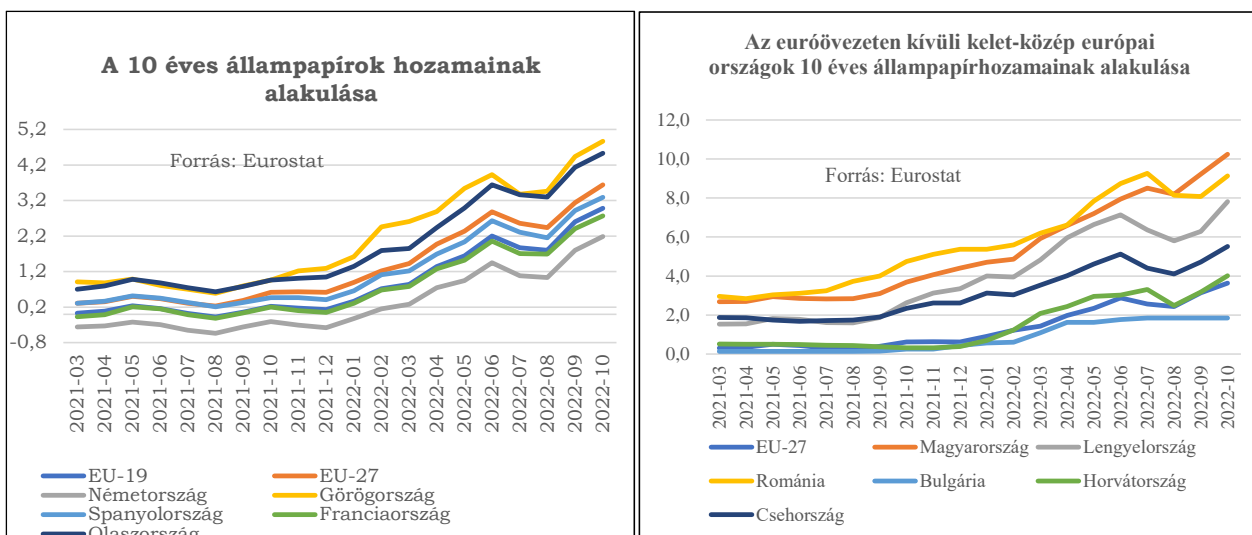
A lefelé mutató kockázatok továbbra is jelentősek, de a legtöbb előrejelző úgy véli, hogy a recesszió az euróövezetben jövőre elkerülhető. A GDP felhasználási komponenseit tekintve jövőre a magánfogyasztás és az állami fogyasztás stagnálásával, a bruttó állóeszközfelhalmozás minimális növekedésével számolhatunk. A legrobustusabb teljesítményt – a korábbiakhoz képest jóval kisebb teljesítménnyel - az export nyújthatja, de itt is nagyon nagyok a lefelé mutató kockázatok.

Az **EU-27** esetében nagyjából azonos GDP változással számolhatunk, mint az euróövezet esetében: az idén 3,1%-os, jövőre 0,4%-os GDP bővülést jelzünk előre. Egyelőre abból indulunk ki, hogy a helyzet nem romlik olyan mértékben, hogy a növekedés negatívba forduljon jövőre, s az energiaellátási problémák kezelhető keretek között maradnak. A magas (idén 8,6%-os, jövőre 6,5%-os) infláció – különösen egyes kelet-közép-európai országokban – fékezni fogja a növekedést, s a kilábalás várhatóan lassú, fájdalmas folyamat lesz.

Az euróövezetben az *inflációs ráta* novemberben tovább emelkedett, 10%-ra kúszva fel. A maginfláció novemberben már 5%-on volt, ami jelzi, hogy az energia- és élelmiszerár emelkedések egyre inkább beépülnek az árakba, de jelzi azt is, hogy az inflációs várakozások is fűtik az árakat. Az energiaárak 41,9%-kal, az élelmiszerárak (alkohol és dohányárutermekekkel együtt) 13,1%-kal emelkedtek októberben az egy évvel korábbi helyzethez képest, novemberre 34,9%, illetve 13,6% lett a két index. A baj, hogy a csúcsot még nem értük el, s további emelkedő trend várható. Az idei év egészére 7,9-8%-os átlagos fogyasztói inflációt jelzünk előre, ami várhatóan jövőre is csak kismértékben enyhül. A legtöbb előrejelzés abból indul ki, hogy a magas inflációval a prognózisidőszakban együtt kell élnünk. Az egyes országok között nagyok a különbségek, de mindenütt emelkedő trend jellemző. a balti államokban már 22% feletti inflációs rátákat mértek október-novemberben, 8 országban ért el 10-20% közötti értéket az infláció novemberben, köztük Németországban is, ahol novemberben 11,3%-os rátát mértek, s a magas árak miatt a megtakarítási ráta is egyszámjegyre csökkent.



A magas inflációra reagálva július óta az EKB háromszor igazított az irányadó kamatokon, és összesen 200 bázisponttal emelte meg a kamatszintet ez év júliusa óta. Jelenleg 2%-on van az alapkamat, de további emelések várhatók. A megváltozott monetáris környezet az állampapírok piacán is érezteti hatását: a 10 éves állampapírokkal szembeni hozamelvárások év eleje óta emelkedő trendet mutatnak, és az utóbbi egy-két hónapban is magas szinten stabilizálódtak. Az egyes országok közötti kockázati különbségek jól lecsapódnak a kamatokban, az euróövezeten belül is, de különösen a közép-kelet európai országok esetében. Közülük Magyarország esetében a legmagasabbak a hozamelvárások.

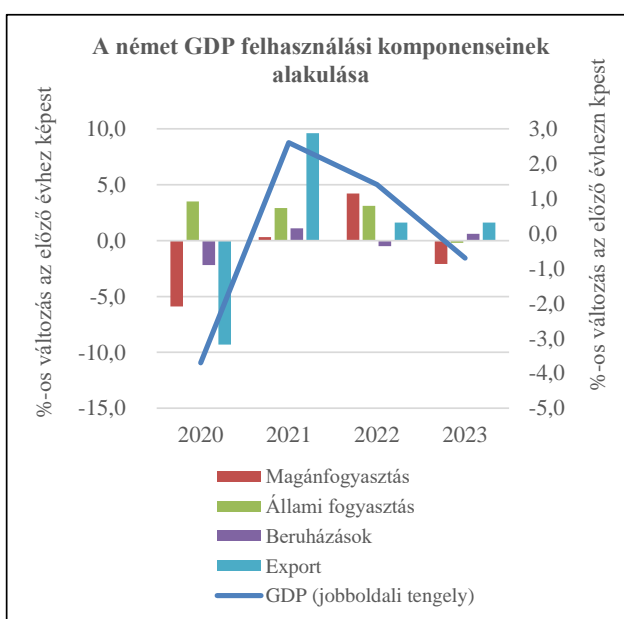
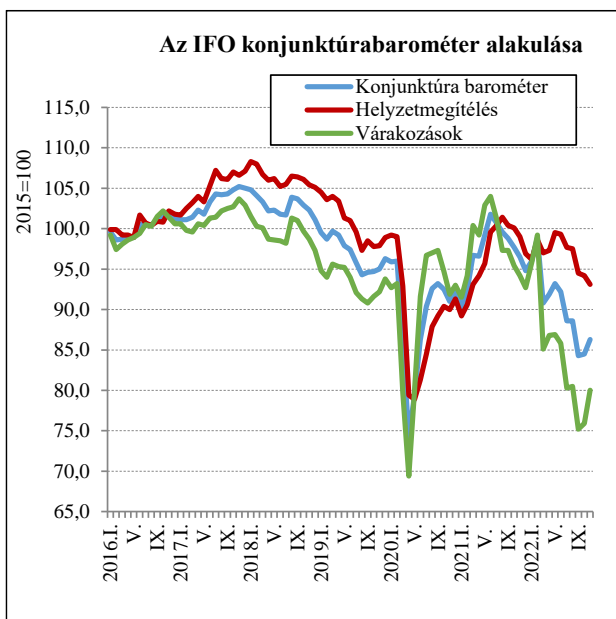


## Jövőre zsugorodhat a német gazdaság

A német GDP ez év harmadik negyedében 0,4%-kal bővült az előző negyedhez viszonyítva, s 1,3%-kal az egy évvel korábbi helyzethez képest. Ez a korábbi borúlátó prognózisokhoz képest kellemes meglepetést jelentett, de a legfrissebb adatok, például a kiskereskedelmi forgalom alakulása, jelzik, hogy a téli hónapokban lassulás várható. Összességében az idei évre egy 1,4%-os GDP bővülés várható, ami kissé alacsonyabb őszi prognózisunkhoz képest, s jövőre a GDP akár zsugorodhat is (-0,7%). A visszaesést jövőre elsősorban a magánfogyasztás és az állami fogyasztás zsugorodása magyarázza, míg az idén a beruházások negatív trendje húzza vissza a gazdasági teljesítményt. Az export várhatóan mérsékelten, 1,6%-kal bővül mind az idén, mind jövőre. 2024-ben újra élénkülésre lehet számítani. Egyelőre úgy tűnik, hogy Németországban nem szabadult el az energiaválság, a felhasználási és beszerzési struktúra átalakításával, LNG terminálok építésével sikerül a helyzetet kézben tartani, s a tárolók 95%-os töltöttségen vannak. Ugyanakkor kiderült, hogy legalább 20%-kal kell visszafogni a fogyasztást az ellátásbiztonság érdekében. Németország nagyvonalú támogatási programot hirdetett meg, amelynek keretében mind a magánháztartások, mind a vállalkozások esetében részben kompenzálja a megemelkedett energiárak miatti többletkiadásokat.

Az infláció alakulása továbbra is számottevő kockázatot jelent. A legfrissebb novemberi adat már 11,3% -os áremelkedést jelzett az egy évvel korábbi szinthez képest, és éves átlagban mind az idén, mind jövőre 8-9% körüli inflációs ráta várható. Ez jelentős mértékben szűkíti a vásárlóerőt, és ezen keresztül mérsékli a magánfogyasztást.

A munkaerőpiac egyelőre stabilnak tűnik, bár a fogyasztói kereslet visszaesése várhatóan a munkaerőkeresletet is mérsékli. A munkanélküliségi ráta 3% körül mozog, ami nagyon alacsony, s jelzi hogy számos területen a munkaerőhiány, különösen a szakképzett munkaerő hiánya okoz inkább gondot. Ugyanakkor a bérnyomás erősödésére számítani lehet, ami tovább hajtja felfelé az inflációt.



## 1.6. Közép-kelet európai új EU tagállamok

A harmadik negyedévben két tagállamban, Észtországban (-2,3%) és Lettországban (-0,4%) is zsugorodott a gazdaság év/év alapon. A visszaesés mögött két ok, a dráguló import és a fogyasztási alkalmazkodás húzódik meg a két balti tagállamban. A többi régiós gazdaság nyáron még növekedett, azonban a romló tendenciák a legfrissebb adatokon már minden tagállam esetében látszódnak. A két balti államban tapasztalt lassulás ellenére az EU-13-ban a harmadik negyedéves növekedés 3,6% volt. Továbbra is Lengyelország (4,5%) húzza a régiót, és 1,5 százalékponttal járult hozzá az aggregált adathoz. Románia, 4,7%-os GDP bővülésével a térség másik növekedési motorjának számít. E két tagállam adta a negyedéves EU-13-as GDP bővülés több, mint felét.

Rendkívül jól sikerült idegenforgalmi szezonról árulkodnak a horvát GDP adatok. A gazdaság a nyári hónapokban 5,5%-kal bővült. A harmadik negyedévben a turizmus mellett a gazdasági újraindítási programok keretében megindult beruházások hatásai is megjelentek a GDP-ben, továbbá befejeződtek olyan infrastrukturális nagyberuházások, amelyek egyszeri hatásként ugyan, de jelentősen hozzájárultak a gazdasági növekedéséhez.

Bár kis súlyuk miatt kevesebb szó esik róluk, de a kiváló idegenforgalmi szezon miatt Ciprus (5,4%) és Málta (5,2%) is kiemelkedő növekedést tudott produkálni. A turizmus a szlovén GDP (3,9%) számára is pozitív hatással volt, de a beruházások is jelentős mértékben hozzájárultak a növekedéshez.

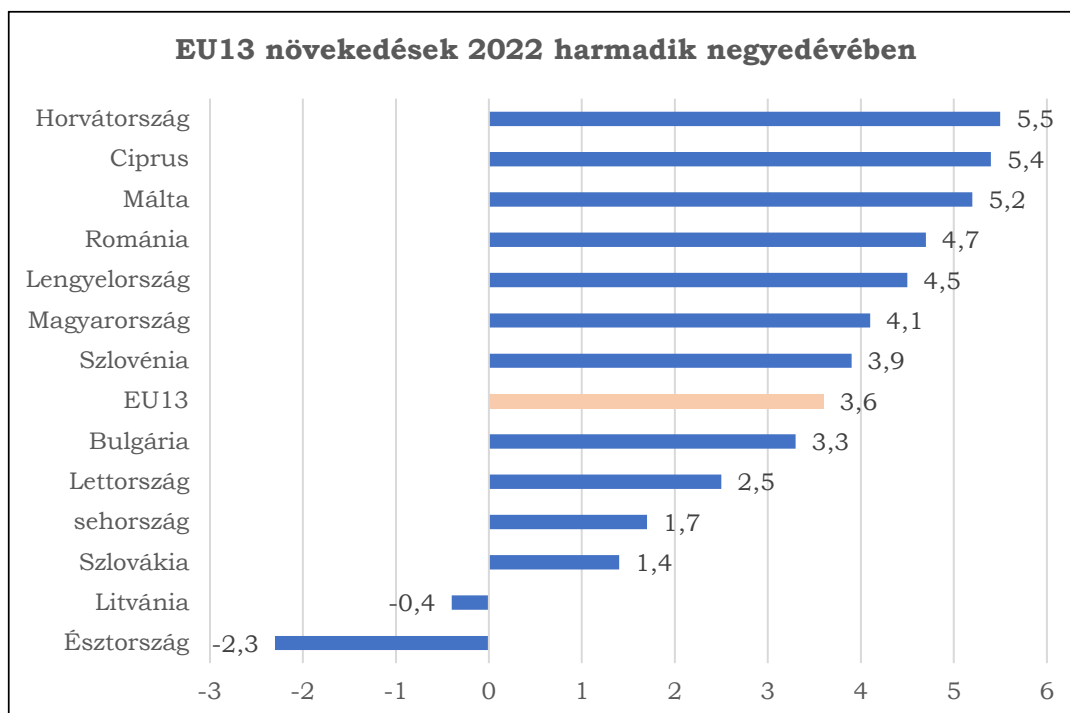
A Visegrádi országok növekedését több egyedi tényező is támogatta, de közös vonásként említhető, hogy az ipari termelés, ha kis mértékben is, de pozitív impulzust adott a gazdaságoknak. A járműipari rendelésállományok magasak, és továbbra is munkaerőhiány jellemzi a feldolgozóipart. Ezek fényében a cseh 1,7%-os és a szlovák 1,4%-os harmadik negyedéves GDP bővülés is csekélynek mondható. A háttérben a fogyasztás drámai zuhanása húzódik meg mindkét tagállamban. Csehországban a magánfogyasztás 4,4%-kal csökkent az elmúlt 3 hónap során, ezzel pedig a legnagyobb visszaesést szenvedte el a komponens a térségben. Szlovákiában is érzékelhető a lassulás, de a fogyasztás 1,5%-kal bővült. A cseh gazdasági visszaesés elkerülése a fogyasztás csökkenése hatására bekövetkezett importlassulásnak tudható be, miközben a már említett jó ipari rendelésállomány miatt a nettó export pozitív volt, csakúgy, mint Szlovákiában.

Az infláció az EU-13 tagállamában az év első 10 hónapjában 13,3%-ra emelkedett. A tagállamok közötti különbségek jelentősek; vannak gazdaságok, ahol az energia és élelmiszerárakból származó sokkok hulláma már túl van a csúcson, ilyen például Szlovénia vagy Szlovákia. Ezekben a tagállamokban az infláció 10% körüli szinten áll az első 10 hónap átlagában. Cipruson és Máltán a fogyasztói kosarakban az energia jóval kisebb súllyal szerepel, ezért itt az inflációs nyomás is határozottan kisebb. A többi tagállamban azonban az energiaárak jelentősen drágultak. Lettországban, Litvániában és Észtországban az index rendre 50%, 60% és 75%. A többi gazdaságban is 30% körüli az energiaárak emelkedése. A maginfláció 5-10% között alakul, és féltő, hogy a már egyébként is létező ár-bér spirál még feljebb nyomja az árakat a térségben.

A térségi jegybankok a nyár folyamán tovább folytatták a kamatemelési ciklust, és decemberben mind a cseh, mind a lengyel és a román jegybank 7% körüli szinten stabilizálta az irányadó kamatlábakat. A román monetáris tanács sokáig óvakodott a

magasabb kamatszintek bevezetésétől, mivel az újrainduló gazdaság lendületét nem akarta lefékezni. A román lej az elmúlt fél évben a lassabb kamatemelési ciklus ellenére sem gyengült érdemben, mivel a jegybanki kommunikáció végig hangsúlyozta, hogy figyelemmel kísérik az inflációs folyamatokat. A cseh korona folyamatosan erősödési trendet mutat, míg a lengyel zlotyi valamelyest volatilisabb, ami inkább a kormányzat és az EU Bizottság között zajló vitának tudható be, mintsem a befektetői bizalomvesztésnek, az ország gazdasági fundamentumai ugyanis továbbra is a térségben az egyik legjobbak.

A jövő évet illetően komoly kihívásokkal néznek szembe a tagállamok, várhatóan mindenhol 2-3 negyedévig tartó recesszió következhet be, ami elsősorban a fogyasztás visszafozásán keresztül érvényesül. Ugyanakkor jelentős optimizmusra ad okot, hogy a helyreállítási alapból finanszírozott beruházási programok el fognak indulni, és azok természete miatt javulni fog az energiahatékonyság is, ami a következő télen már érdemi módon enyhítheti a nyomást a háztartásokon. Az ipari termelés energiahatékonysági mutatói is várhatóan javulni fognak, mivel a vállalatoknak is érdekükben áll a fejlesztés. A következő évre szóló gázbeszerzési programok jövő tavasszal, kora nyáron indulnak, ami jelentős bizonytalanságot jelent az előrejelzésünk szempontjából, mivel a térségben az egyes országok fizetési mérlegei most is igen kedvezőtlenek. Amennyiben a gáz- és az olajárak nem drágulnak drámaian, 2023 második felében már érdemi növekedés lehet a tagállamokban, azonban az első féléves várható recesszióval együtt inkább csak egy enyhe, 1,4% körüli növekedésre van kilátás. Az infláció azonban már várhatóan enyhülni fog a jövő év második felében, de e tekintetben is nagyok a lefelé mutató kockázatok.



## Gazdasági növekedés az Európai Unió tagországában

(A GDP százalékos változása az előző évhez viszonyítva)

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

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

\*\* A Kopint-Tárki előrejelzése.

EU-15 = A 2004 előtt csatlakozott („rég”) EU-tagországok

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

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

## Az infláció alakulása az Európai Unió tagországaiban

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

	Súly*	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022*	2023*
Németország	24,6	0,4	1,7	1,9	1,4	0,4	3,2	8,5	8,7
Franciaország	17,4	0,3	1,2	2,1	1,3	0,5	2,1	5,9	4,9
Olaszország	14,1	-0,1	1,3	1,2	0,6	-0,1	1,9	8,4	4,4
Hollandia	4,9	0,1	1,3	1,6	2,7	1,1	2,8	11,7	2,5
Belgium	3,3	1,8	2,2	2,3	1,2	0,4	3,2	10,3	6,2
Luxemburg	0,2	0,0	2,1	2,0	1,6	0,0	3,5	8,4	3,8
Írország	1,4	-0,2	0,3	0,7	0,9	-0,5	2,4	8,1	6,8
Görögország	1,7	0,0	1,1	0,8	0,5	-1,3	0,6	9,5	8,0
Spanyolország	9,1	-0,3	2,0	1,7	0,8	-0,3	3,0	8,6	3,5
Portugália	1,9	0,6	1,6	1,5	0,3	-0,1	0,9	8,0	5,8
Ausztria	2,7	1,0	2,2	2,1	1,5	1,4	2,8	8,4	6,5
Finnország	1,7	0,4	0,8	1,2	1,1	0,4	2,1	7,0	3,8
Észtország	0,2	0,8	3,7	3,4	2,3	-0,6	4,5	20,0	10,0
Szlovákia	0,8	-0,5	1,3	2,5	2,8	2,0	2,8	12,0	10,0
Szlovénia	0,3	-0,2	1,6	1,9	1,7	-0,3	2,0	8,8	6,0
Ciprus	0,2	-1,2	1,0	0,8	0,5	-1,1	2,3	8,5	5,0
Málta	0,1	0,9	1,3	1,7	1,5	0,8	0,7	6,1	4,0
Lettország	0,2	0,1	2,9	2,6	2,7	0,1	3,2	17,0	9,0
Litvánia	0,4	0,7	3,8	2,5	2,2	1,1	4,6	18,5	6,0
<b>Eurózóna</b>	<b>85,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>0,3</b>	<b>2,6</b>	<b>7,9</b>	<b>5,9</b>
Dánia	2,0	0,0	1,1	0,7	0,7	0,3	1,9	8,3	3,4
Svédország	3,0	1,1	1,9	2,0	1,7	0,7	2,7	8,4	7,1
<b>Magyarország</b>	<b>1,0</b>	<b>0,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>5,2</b>	<b>14,5</b>	<b>19,0</b>
Csehország	1,5	0,7	2,3	2,0	2,6	3,3	3,2	16,0	9,0
Lengyelország	4,3	-0,2	1,6	1,2	2,1	3,7	5,2	14,0	12,0
Románia	1,9	-1,1	1,0	4,1	3,9	2,3	4,1	14,0	10,0
Bulgária	0,5	-1,3	1,0	2,6	2,5	1,2	2,8	15,0	9,0
Horvátország	0,4	-0,6	1,3	1,6	0,8	0,0	2,7	10,8	5,5
<b>EU-14</b>	<b>88,1</b>	<b>0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>0,5</b>	<b>2,6</b>	<b>7,8</b>	<b>5,9</b>
<b>Új EU-13</b>	<b>11,9</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>4,2</b>	<b>14,1</b>	<b>10,7</b>
<b>EU-27</b>	<b>100,0</b>	<b>0,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>	<b>2,9</b>	<b>8,6</b>	<b>6,5</b>
<b><i>Emlékeztető tételek<sup>a</sup></i></b>									
USA		1,6	0,1	1,3	1,5	1,2	4,3	7,7	3,9
Japán		2,7	0,8	0,5	0,5	0,0	-0,2	2,3	2,0
Egyesült Királyság		0,7	2,7	2,5	1,8	0,8	2,6	9,0	8,0
Kína		2,0	1,4	2,0	2,9	2,5	0,8	2,2	2,0
Oroszország <sup>b</sup>		15,5	7,0	2,9	4,5	2,6	5,9	12,6	7,0
<b><i>Délkelet-Európa</i></b>									
Szerbia		1,1	3,1	2,0	1,9	1,7	3,6	8,5	4,6
Törökország		7,7	11,0	16,4	15,2	12,3	17,8	63,0	54,0

a Nem harmonizált árindexek

b December/december

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

\*\* A Kopint-Tárki előrejelzése

EU-15 = A 2004 előtt csatlakozott („rég”) EU-tagországok

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

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



**Munkanélküliség az Európai Unió tagországában**

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

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

a nem harmonizált munkanélküliségi ráták

b városi munkanélküliség

c ILO, munkaerő-felmérés

d OECD statisztika, munkanélküliek aránya a 15-64 éves munkaerő százalékában

e Szerb Statisztikai Hivatal, munkanélküliek aránya a 15-64 éves munkaerő százalékában

\* 2014 januárjától Lettország GMU-ba való belépése miatt az aggregált makrogazdasági mutatók súlyozása megváltozott. Az új súlyok kiszámítása a következőképpen történik Munkanélküliség – az aktív népesség (foglalkoztatottak + munkanélküliek) megoszlása alapján

\*\* A Kopint-Tárki előrejelzése

EU-15 = A 2004 előtt csatlakozott („rég”) EU-tagországok

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

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

## II. Magyar gazdaság

A magyar gazdaság még a harmadik negyedévben is elkerülte a drasztikus negatív fordulatot, legalábbis ami az év/éves növekedést illeti. A GDP dinamikája érzékelhetően tovább lassult – a második negyedévi 6,5%-ról 4%-ra – de az egyre romló kilátások közepette ez még mindig meglehetősen jó teljesítménynek számít. Uniós összevetésben a magyar növekedési ütem a 8. legmagasabb volt a harmadik negyedévben.

Figyelmeztető jel viszont, hogy az *előző negyedévhez képest* már csökkent a magyar GDP, 0,4%-kal, miközben az EU-ban, illetőleg a tagállamok kétharmadában még a harmadik negyedévben is negyedév/negyedéves bővülést mértek, a fokozódó bizonytalanság, az gyorsan emelkedő kamatlábak és az augusztusban tetőző gázárak közepette is. Ebben az értelemben tehát az év/éves növekedés a korábbi negyedévek kiugró ütemének az áthúzódó hatásaként is értelmezhető. Az év/éves csökkenés ugyanakkor korántsem terjed ki minden területre: a termelési oldalon a mezőgazdaságon kívül csak két szolgáltatási ágban mértek negatív növekedést az előző negyedévhez képest, a felhasználási oldalon pedig alapvetően a készletalakulás nyomta le a növekedési indexet. (A készletleépülés nagyjából a mezőgazdasági termelés zuhanásának lehet a következménye.)

Az is lényeges, hogy a cserearányromlás mértéke nem enyhült a harmadik negyedévben. Ebből az is következik – ahogy arról korábbi jelentéseinkben részletesebben írtunk – hogy 4%-os GDP-növekedés mellett a *bruttó hazai reáljövedelem (RGDI) már 1-2%-kal csökkent* a szóban forgó negyedévben az előző év azonos negyedévéhez képest.

Visszatérve a GDP-növekedésre, figyelemre méltó, hogy a belső kereslet a vártnál hosszabban állta a megrázkódtatásokat. A magánfogyasztás és a bruttó állóeszköz-felhalmozás egyaránt 4%-ot meghaladó ütemben bővült a harmadik negyedévben, az immár stagnáló reálkeresetek, a növekvő energiaköltségek és az emelkedő kamatszint ellenére is. A GDP-statisztika adatai alapján – szemben a kiskereskedelmi adatokkal – a fogyasztásbővülés korántsem korlátozódott az üzemanyagokra, hanem szolgáltatások mellett a tartós és féltartós termékek iránti kereslet is számottevő maradt. Ami a beruházásokat illeti, itt megjegyzendő, hogy a növekedést elsősorban egy meghatározott vállalati kör, a külföldi tulajdonú (főként feldolgozóipari) cégek beruházási aktivitása táplálta.

Összességében ugyan a végső belföldi felhasználás csupán 1,4%-kal nőtt a harmadik negyedévben, de ez teljesen a készletleépülésnek tudható be. A negyedév másik figyelemre méltó fejleménye az áruexport és -import dinamikájának egyidejű megugrása, egyszersmint az export és import növekedési üteme közötti pozitív rés látványos kiszélesedése volt. Ennek következtében a *nettó export* növekedési hozzájárulása lett a harmadik negyedévi GDP-növekedés fő hajtóereje. A jelek szerint az exportáló vállalatok jelentős része által érzékelt kereslet még mindig élénk maradt, ugyanakkor az energiaköltségek emelkedése a harmadik negyedévben még nem hatott bénítóan a vállalatok széles körében, az egyéb kínálatoldali problémák (chiphíány) pedig pillanatnyilag enyhülhetett.

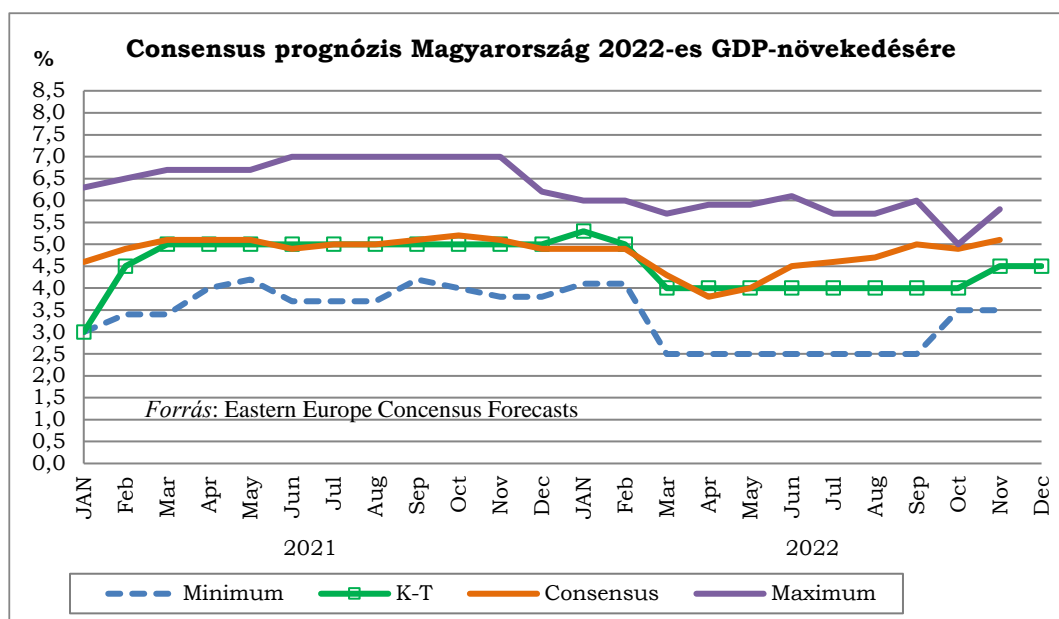
Az exportalakulással összhangban a termelési oldalon nekilódult az *ipari* növekedés, azon belül is az ipar exportértékesítése. Igaz ugyanakkor, hogy miközben a harmadik negyedévi növekedési ütem (9,6%) hasonlított a tavalyi éves ütemhez, a növekedés sokkal inkább koncentrált néhány iparágakra, mindenekelőtt a gépipari ágakra, mint

2021-ben. A szolgáltatások folytatódó közepes ütemű bővülését egyrészt segítette a magánfogyasztás növekedése, másrészt a vállalati kereslet is húzhatta a szállítási-raktározási és az infokommunikációs szolgáltatások még mindig jelentős növekedését. Ugyanakkor az időjárás által sújtott mezőgazdaság hozzáadott értékének zuhanása a második negyedévit is felülmúlta, és az építőipar csak minimálisan tudott növekedni a második negyedévi majdnem-stagnálást követően. Úgy tűnik, a termelési oldalon a költségnövekedés és még inkább a kereslet lanygulása (mindenekelőtt az állam részéről) az építőiparban eredményezett először válságközeli állapotot.

De az októberi ágazati adatok azt sugallják, hogy a negyedik negyedévben a romló gazdasági feltételek már az ipar és a szolgáltatások növekedését is a korábbinál látványosabban fogják gátolni. A szeptembertől kezdve csökkenő reálkeresetek hatása megmutatkozott a kiskereskedelmi forgalom hozzávetőleges év/éves stagnálásában, amely év végére bizonyosan csökkenésbe fordul. Az ipari termelés volumene pedig a *megelőző hónap*hoz képest jelentősen visszaesett. Feltehető, hogy az ok elsősorban költségoldali, vagyis az emelkedő energiaárak hatása októberre vált az egész ipar szintjén is látható fékező erővé. Ez ugyan nem jelenti azt, hogy az iparra év/éves alapon is stagnálás, netán visszaesés vár, a harmadik negyedévben látott lendület után erős lassulás várható.

Így az utolsó negyedévben várhatóan bekövetkezik a negatív fordulat a magánfogyasztásban, miközben a beruházások dinamikája is közel kerülhet a lenullázódáshoz. A GDP év/éves az idei utolsó negyedévben még jó eséllyel elkerüli a csökkenésbe fordulást a nettó export folytatódó pozitív növekedési hozzájárulásának köszönhetően.

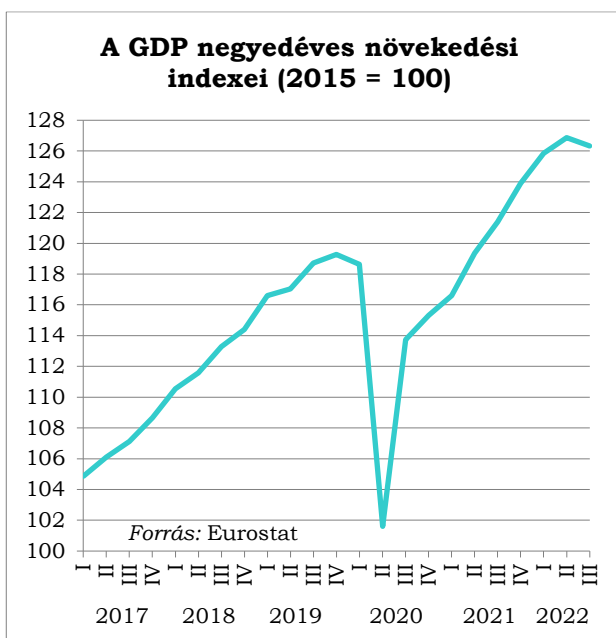
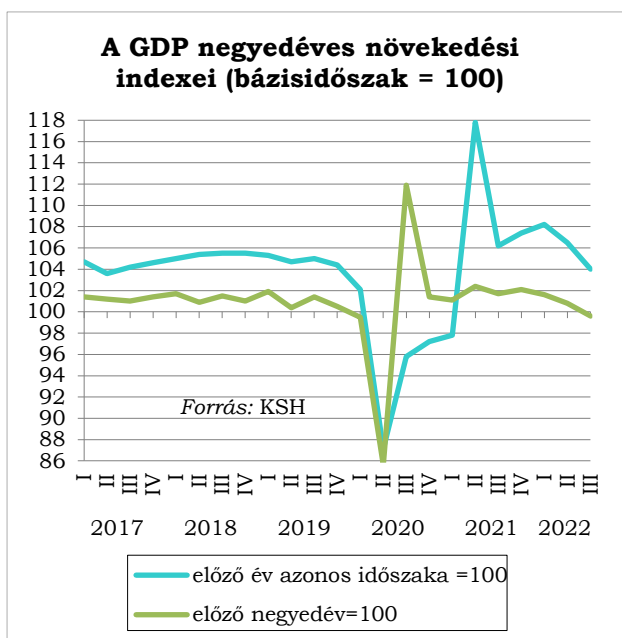
A fogyasztással párhuzamosan a termelési oldalon a szolgáltatások növekedési ütemének drasztikus lefékeződésére is sor kerül az utolsó negyedévben, miközben az ipar még a negyedik negyedévben is majdnem közepes ütemben nőhet. Összességében a harmadik negyedévi kedvező adat fényében az idei évre vonatkozó éves GDP-növekedési prognózisunkat némileg felfelé korrigáltuk az őszi konjunktúrajelentésünkhöz képest, de a **4,5%-os** előrejelzés továbbra is konzervatívabb az elemzői konszenzusnál.



**2023-ban** a belföldi kereslet minden eleme csökkenésbe fordul. A rezsicsökkentés augusztusi részleges és az üzemanyagár-sapka decemberi teljes feloldásának áthúzódó hatása is hozzájárul ahhoz, hogy a jövő évi infláció az ideinél is jóval magasabb lesz, jócskán meghaladva a keresetemelkedést – szemben az EU-val, ahol a jelek szerint már tetőzött az inflációs ráta. Ez pedig a munkanélküliség emelkedésével együtt a fogyasztás csökkenéséhez vezet. A kínálat- és költségoldali problémák, az állami beruházások jelentős részének felfüggesztése és a lakossági beruházások kényszerű visszafogása miatt a beruházások is visszaesnek, habár a vállalati beruházási aktivitás csökkenését mérsékelt szinten tarthatják a kedvezményes hitelkonstrukciók és – bár a jelen körülmények között ez a költségvetés pénzforgalmi egyenlegét negatívan érinti – az újonnan megnyíló uniós támogatási programok. A belföldi kereslet visszaesését ezúttal várhatóan nem fogja tudni ellensúlyozni a nettó export pozitív növekedési hozzájárulása, így jelenleg a GDP kismértékű zsugorodására számítunk a jövő évben.

## 2.1. A GDP és komponensei

A harmadik negyedévben folytatódott ugyan a gazdasági növekedés ütemének lassulása, ám ezzel együtt a GDP volumene még mindig érdemben, 4%-kal meghaladta az előző év azonos negyedévében mért szintet. Az *előző negyedévhez* viszonyítva már átfordult a korábbi növekedés csökkenésbe, ám a csökkenés üteme minimális, 0,4%-os volt. Az év/éves növekedési ütemet illetően a magyar gazdasági még mindig aránylag jól teljesített európai uniós összevetésben, ám a negyedév/negyedéves dinamika tekintetében csak három másik kelet-európai új tagállam, illetőleg Görögország múltá alul Magyarországot – a tagállamok több mint felében ugyanis még a harmadik negyedévben is emelkedett a GDP a megelőző negyedévhez képest. Innen tekintve tehát Magyarország más országokhoz képest elég korán kezdi megszenvedni a készülődőben levő világgazdasági lefordulást, illetőleg azt, hogy a magyar gazdaságpolitika a korábbi prociklikus stimulus bőjtjeként most kedvezőtlen pillanatban kényszerül fiskális és monetáris megszorításra.

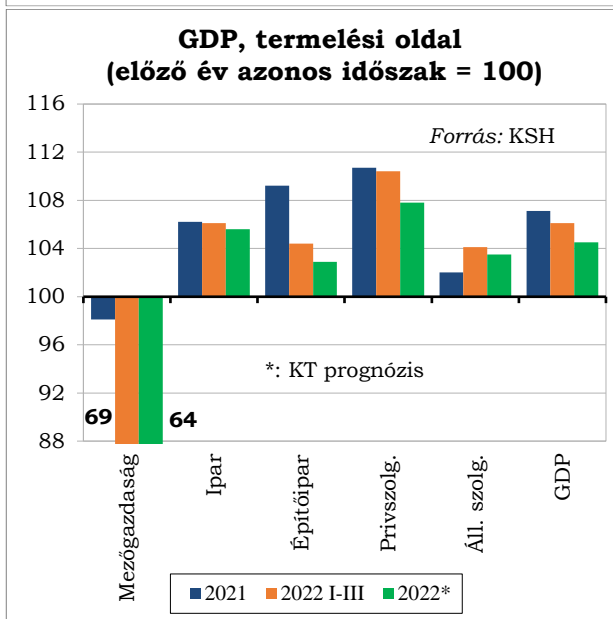
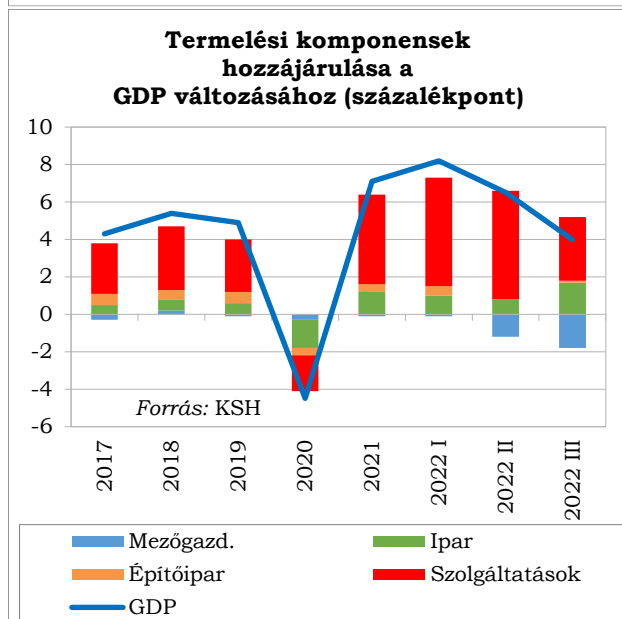
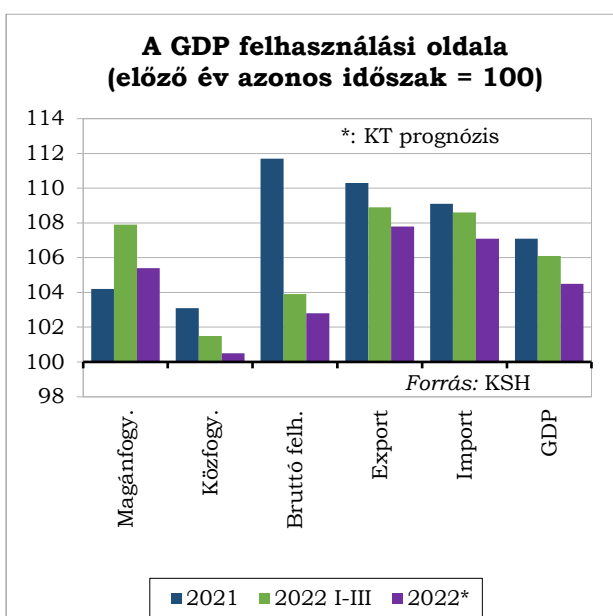
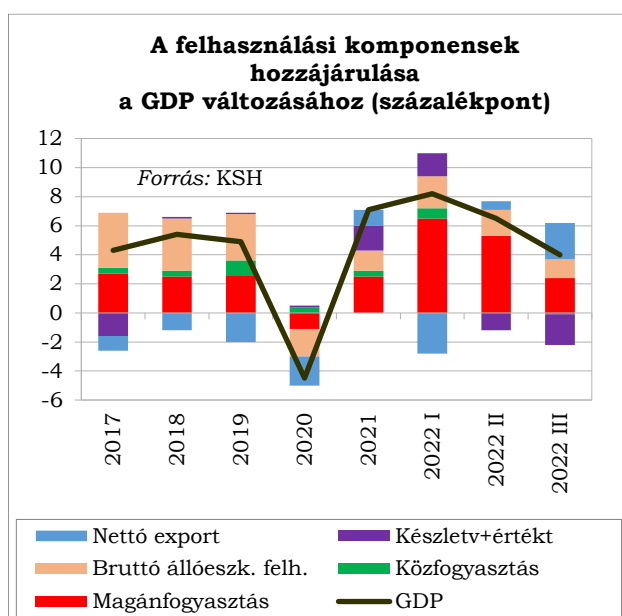


A **felhasználási oldalon** a belföldi felhasználás gyors növekedésének drasztikusan vége szakadt a harmadik negyedévben. Ugyanakkor ennek elsődleges oka a *készletváltozás* masszív negatív irányú változása volt. Eközben a *magánfogyasztás* látványosan lefékeződött ugyan – a fogyasztási kiadások tekintetében a korábbi 10%-hoz közelítő ütemet 4,1% követte – de ez még mindig meglepően jó ütemnek mondható annak fényében, hogy a reálkeresetek már stagnáltak a harmadik negyedévben. Hasonló a helyzet az *állóeszköz-felhalmozásnál*: a 4,1%-os ütem lassulást jelent, de még mindig számottevő növekedés a romló jövedelmi, költség- és finanszírozási helyzet közepette. A növekedést elsősorban a külföldi tulajdonú feldolgozóipari vállalatok lázas beruházási aktivitása tartotta fenn a harmadik negyedévben.

Eközben a gazdaság nettó külkereskedelmi teljesítménye jelentősen javult: az áruexport növekedési üteme váratlanul 14% közelébe gyorsult, az áruimport dinamikájának mérsékeltebb gyorsulása mellett. (A szolgáltatásexport is 16% körüli ütemben nőtt, de ez a korábbiakhoz képest jelentős lassulást jelent.) Ennek következtében a *nettó áru- és szolgáltatásexport*, amelynek a növekedéshez való hozzájárulása az első negyedévben

erősen negatív, a másodikban pedig megközelítőleg zérus volt, a harmadik negyedévben az elért GDP-növekedés mintegy kétharmadáért tehető felelőssé.

A **termelési oldalon** a mezőgazdasági hozzáadott-érték zuhanása folytatódott a harmadik negyedévben, a hőhullámok és az aszály következtében. Az építőipar növekedése is nagyon gyenge maradt a második negyedévi közel-stagnálás után. Ugyanakkor az ipari hozzáadott-érték dinamikája 10% közelébe (a feldolgozóiparé pedig kissé 10% fölé) ugrott, az említett meredek áruexport-növekedéssel összhangban. A szolgáltatásokról az mondható el, ami a magánfogyasztásról: a korábbiakhoz képest jelentősen lassult, de számottevő (5,6%) maradt, a költségek megugrása, illetőleg a belföldi keresletet érő negatív (jövedelemoldali) hatások ellenére. A komoly lassulás ellenére egy sor szolgáltatási ágban számottevő (a szállítás-raktározásban két számjegyű) maradt a növekedési ütem. Ugyanakkor a nagyon látványos ütemvesztés a szálláshelyszolgáltatás/vendéglátásban, illetőleg a művészet-szórakoztatás-szabadidő ágazatban jelzi a közelgő negatív fordulatot.



Várakozásunk szerint az utolsó negyedévre a további lassulás, ezen belül a *belföldi kereslet megtorpanása* nyomja rá a bélyegét. Szeptembertől kezdve az inflációs ráta magasan túlszárnyalja a keresetemelkedés ütemét, tehát a reálkeresetek csökkenésbe fordultak, ami véget vet a fogyasztás bővülésének – várakozásunk szerint már az utolsó negyedév folyamán csökkenésbe fordul a magánfogyasztás. Októbertől kezdve a vállalati szektor újabb szegmensei szembesülnek az energiaköltségek megugrásával. Ez a beruházási hajlandóságot és képességet egyaránt megnyirbálja, habár a külföldi cégek energikus beruházási aktivitása folytatódhat, és a kormányzat által indított támogatási és hitelkonstrukciók a hazai vállalatok költségeinek összecsuklását is jelentősen mérsékelheti.

Összeségében a vártnál erősebb harmadik negyedévi növekedés fényében idei éves előrejelzésünket felfelé korrigáltuk: jelenleg 4,5%-os növekedést várunk 2022-re. Jövőre ugyanakkor kismértékű GDP-csökkenésre számítunk, de az egymást potenciálisan erősítő globális válságtényezők miatt a komolyabb visszaesés sem zárható ki.

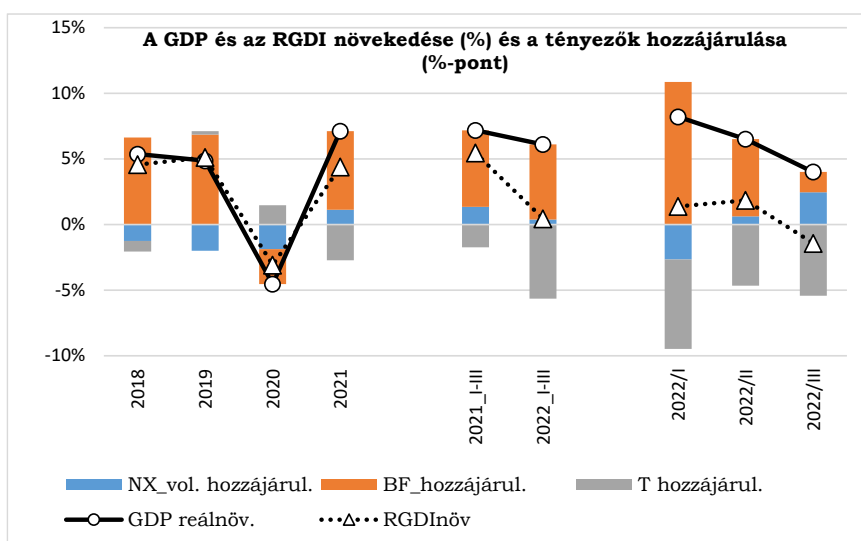
## A bruttó hazai reáljövedelem (RGDI) alakulása a külkereskedelmi cserearányok változásának a tükrében

2022 harmadik negyedében 6, az első háromnegyedében pedig összesen 6,1%-kal romlottak Magyarország külkereskedelmi cserearányai az előző év azonos időszakához viszonyítva. Ez európai összehasonlításban igen kedvezőtlen fejlemény: a kivitelét meghaladó behozatali áremelkedés arányát tekintve Magyarország az EU tagországok között a negyedik helyen áll (az EU átlaga -4,6%). A külkereskedelmi árveszteség az áruforgalomban keletkezett (7,2%-os romlás); a nagyjából 15%-ot képviselő szolgáltatásforgalomban számunkra kifejezetten kedvezően alakultak az külkereskedelmi árárányok (4,4%-os javulás).

Számításunk szerint **az év első háromnegyedében** a teljes külkereskedelmi forgalmat tekintve mintegy **2,2 ezer Mrd forintot tett ki a cserearány-veszteség**, vagyis a hazai termelés nemzetközi vásárlóértékét ennyivel csökkentette az a körülmény, hogy – döntően az energiainport brutális drágulása miatt – egységnyi importunk (az előző év azonos időszakával összehasonlítva) átlagosan 6,1%-kal kevesebb hazai exportot ért. Az árveszteség mértéke kétféle összehasonlítással érzékeltethető: egyrészt az előző évi áron mért GDP-vel, másrészt a GDP reálnövekményével történő egybevetéssel.

A változatlan áron mért első háromnegyedévi GDP-hez viszonyítva 5,3%-ot tett ki az árveszteség, ami például az építőipar első kilenc havi hozzáadott értékének a GDP-hez viszonyított arányát mintegy 1 százalékponttal meghaladja. A GDP reálnövekményéhez (2,4 ezer Mrd forinthez) viszonyítva azonban jobban érzékelhető a veszteség mértéke: a növekménynek több mint 90%-át emésztette fel az árveszteség. A harmadik negyedében ez az arány különösen kedvezőtlenül alakult, mivel a cserearány-veszteség mintegy 35%-kal meghaladta a GDP reálnövekményét.

A külkereskedelmi árveszteség két lényeges makrogazdasági következménnyel jár: egyrészt romlik a külkereskedelmi egyenleg, s ezáltal nő az ország külső finanszírozási igénye, másrészt a GDP (a termelés) reálnövekedésétől elmarad a cserearányhatással kiigazított GDP, a bruttó hazai reáljövedelem (RGDI) emelkedése. Az RGDI változása voltaképpen a belföldön felhasználható összes reáljövedelem alakulását jelzi, s így azt is, hogy a belföldi felhasználás (a fogyasztás és a felhalmozás) mennyisége mennyivel nőhet anélkül, hogy külső források bevonására lenne szükség.

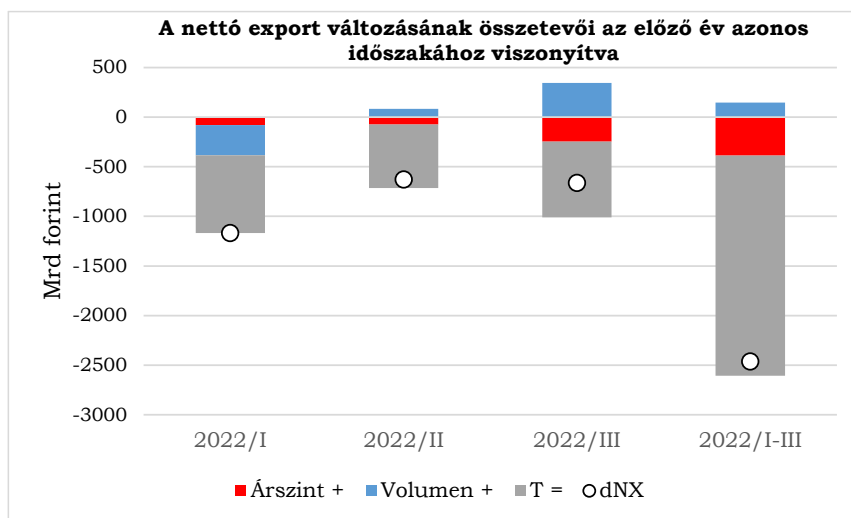




Mivel a cserearányromlás és a külső egyensúly közötti összefüggés valamennyi makrogazdasági elemzésben felmerül, a második összefüggésből indulunk ki, amelyre – legjobb tudomásunk szerint – a KOPINT-TÁRKI idejű Konjunktúrajelentéseinek kívül egyetlen elemző műhely sem hívta fel a figyelmet.

Amint az első négy oszlopból látható, 2018 és 2020 között alig volt különbség a GDP és az RGDI változása között: a kettő eltérését okozó, szürkével jelölt cserearányhatás (T: trading gain/loss) rendkívül enyhe volt. 2021-ben esett az RGDI a GDP növekedése alá, amelynek összetevői háromnegyedévi összehasonlításban az ötödik és hatodik oszlopban láthatók: a GDP növekedése kissé lassult, az RGDI növekedése azonban megállt. Az utolsó három oszlop az idei év negyedéves lefutását mutatja, amiből kiderül, hogy az első negyedévben a cserearány-veszteségre (szürke oszlop) jelentősen rátett a belföldi felhasználás bővülése (BF, narancssárga oszlop), így a nettó export negatív volumenváltozása (NX vol, kék oszlop) is rontotta a külkereskedelmi egyenleget. Az utolsó két oszlop azt jelzi, hogy az első (választási) negyedévhez viszonyítva jelentős korrekció történt: csökkent a belföldi felhasználás, és kissé emelkedett a nettó export növekedési hozzájárulása, a negatív cserearányhatás azonban alig változott, így a harmadik negyedévben csökkent az RGDI. Előreláthatóan a negyedik negyedévben is csökkenni fog, az év egészét tekintve pedig az RGDI stagnálása, illetve némi visszaesése várható.

Mindez azért fontos, mert a GDP 4,5% körül várható idejű éves növekedése egyáltalán nem releváns annak megítélése szempontjából, hogy keletkezett-e fedezet a belföldi felhasználás 4%-tól némileg elmaradó növekedésére. A lényeges összehasonlítás szerint a belföldi felhasználás növekedése – elsősorban az első negyedév kormányzati keresletélénkítés miatt – jóval meghaladja majd az RGDI emelkedését, ez pedig a külső egyensúly rendkívül jelentős romlására vezet.



Forrás: KSH alapján saját számítás

A fenti ábra az áru- és szolgáltatás- külkereskedelmi egyenlegnek az előző év azonos időszakához viszonyított nominális változásának összetevőit mutatja ezer Mrd forintban. Az első háromnegyed évben (negyedik oszlop) a negatív cserearányhatást (T, szürkével jelölve) kissé meghaladta a karikával jelölt külkereskedelmi egyenleg (dNX) 2,45 Mrd-os

romlásának mértéke. Az egyenleg-változásában a másik két összetevő – az árszint-és a külkereskedelmi volumen-hatás – lényegesen kisebb szerepet játszott.<sup>2</sup>

Figyelmet érdemel, hogy amíg a cserearány-veszteség negyedévről-negyedévre kumulálódott, némi igyekezet mutatkozott arra, hogy a volumenhatás – amely, a cserearányhatással ellentétben, a belföldi felhasználást célzó kormányzati intézkedésekkel befolyásolható – a második negyedévtől kezdve tompítsa a külkereskedelmi árveszteség hatását, az igyekezet azonban láthatóan erőtlennek bizonyult.

---

<sup>2</sup> Az árszinthatás a kivitel és a behozatal átlagos árszintváltozásának, a volumenhatás a változatlan áron mért külkereskedelmi egyenleg változásának, a cserearányhatás pedig a külkereskedelmi árárányok változásának a folyó áron mért külkereskedelmi egyenleg változására gyakorolt hatását számszerűsíti. A formális összefüggést lásd a Konjunktúrajelentés 2022/2 számában.

## 2.2. A GDP termelési oldala

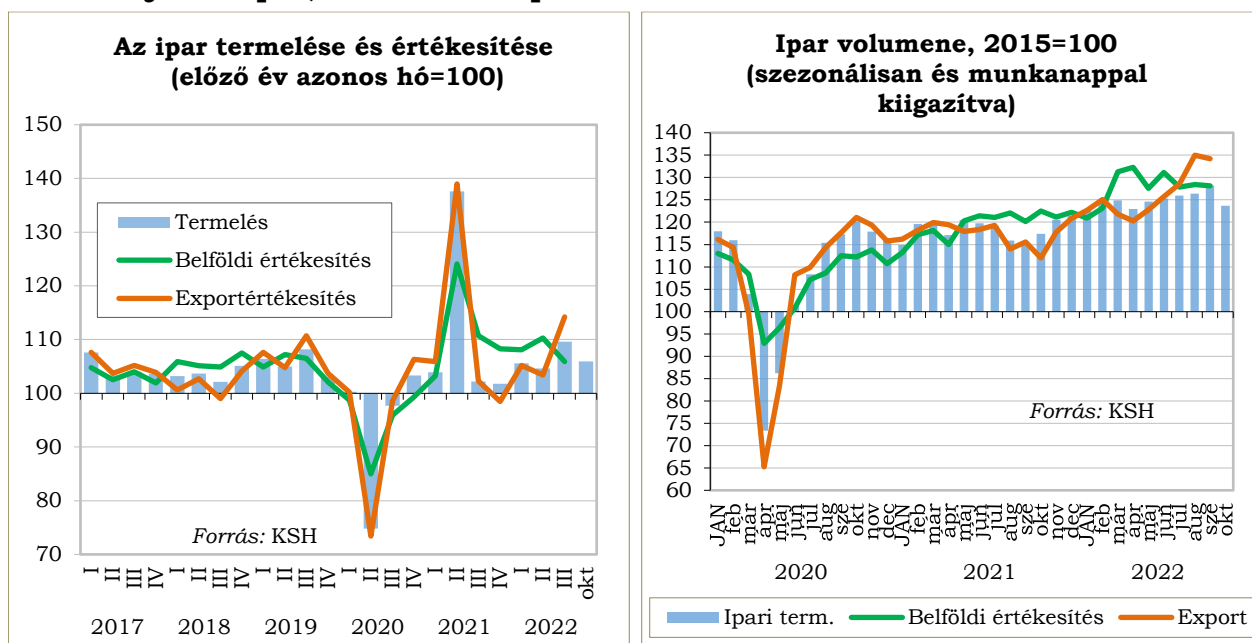
### Ipar

A második negyedévi mérsékelt, belföldi értékesítés által dominált 4,6%-os növekedési ütem után a harmadik negyedévben az ipar dinamikája 9,6%-ra ugrott, az exportértékesítés több mint 14%-os bővülése – és a belföldi értékesítés 6% alá lassulása – mellett. A szezonálisan kiigazított adatok azt mutatják, hogy a belföldi értékesítés abszolút havi volumene tavasszal tetőzött, azóta pedig fokozatosan lefelé araszolt. Eközben az exportértékesítés a tavaszi (nagyobbrészt az energiaexport visszaeséséből adódó – gyengülés után júniustól túlszárnyalta a korábbi rekordokat, és augusztusig hónapról hónapra meredeken emelkedett, majd szeptemberben magas szinten hozzávetőlegesen stagnált. A jelek szerint az exportértékesítés kibontakozását a nyári hónapokban már kevésbé akadályozták az ellátási láncok zavarai, miközben a kereslet erős maradt, és az energiaárak emelkedése az ipar nagy részében még nem kényszerítette a termelőket a termelés visszafogására.

Az előzetes adatok azt sugallják, hogy *októberben* fordult a kocka. Az ipari termelés az előző hónaphoz képest jelentősen, 3,5%-kal csökkent. Ez azt sugallja, hogy az energiaköltségek újabb megugrása októberben – az új gázév miatt – az iparvállalatok szélesebb körét csapta meg, mint korábban. Az év/éves növekedés – az alacsony bázis és részben pozitív szezonális hatás miatt – még mindig 5,9%-os volt.

Összességében az első tíz hónap átlagában az ipari termelés 6,6%-kal nőtt. Az első kilenc hónap adatai alapján a gépipari ágak közül elsősorban a felfutóban levő akkumulátorgyártás által megtámasztott villamosgépipar növekedése volt dinamikus, habár ez októberben változhatott. Ehhez társul az elektronikai ipar, illetőleg májustól kezdve a *járműipar*. Az élelmiszeripar növekedése a harmadik negyedévben viszont lassult, és októberben már csökkenésbe fordult.

Az negatív trendforduló októberben meglehetősen éles irányváltással érkezett meg, noha a jelek szerint a kereslet még mindig erős. Az utolsó negyedévben komoly lassulást várunk, ugyanakkor az első tíz hónap magas növekedési üteme miatt **2022 egészét tekintve jó közepes, közel 6%-os ipari növekedésre számítunk.**



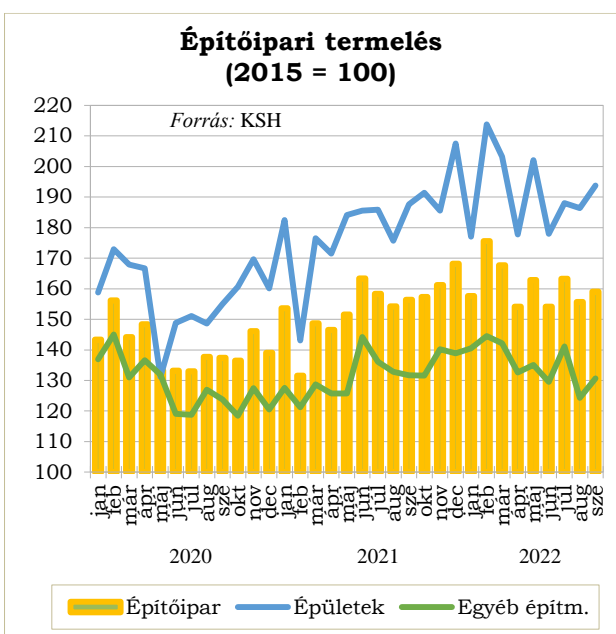
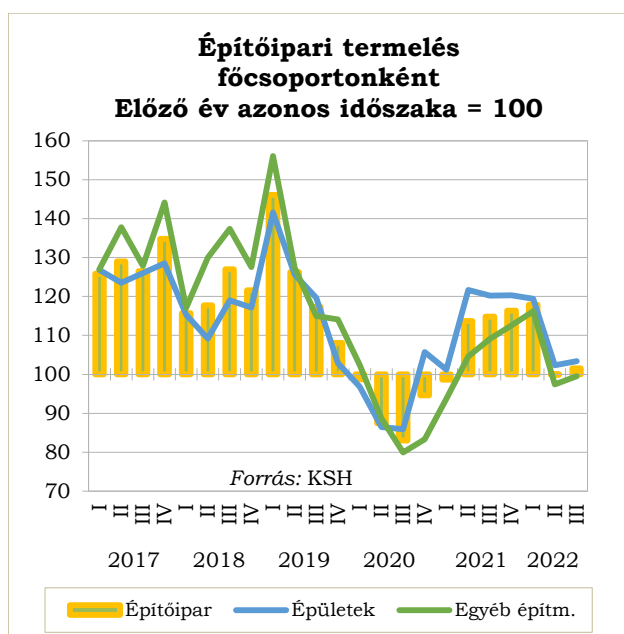
## Építőipar

Az idei első negyedévi 17,5%-os növekedési ütemet a második negyedévben (a júniusi visszaesés következtében) stagnálás (-0,1%), majd pedig a harmadik negyedévben nagyon szerény, 1,5%-os ütem követte. Az első három negyedév összesítve 4,8%-os növekedést hozott, ezen belül továbbra is a magasépítés dinamikája volt magasabb – 7,1% – szemben a mélyépítésben mért 2%-os ütemmel. A szezonálisan kiigazított adatok azt mutatják, hogy a második negyedévtől kezdve a mélyépítés trendje hanyatló, miközben a magasépítés esetében az általános irány még mindig nem egyértelműen negatív. Így aztán miközben a második és harmadik negyedévben a mélyépítés volumene már csökkent év/éves alapon, a magasépítés teljesítménye továbbra is nő.

Jelenleg a negatív kockázatok hónapról hónapra erősödnek. A *rendelésállomány* a mélyépítésben augusztus-szeptemberben csökkenésbe fordult, míg a magasépítésben az állomány jóformán folyamatosan csökken az idén. Az mélyépítési szektor új megrendeléseinek volumenében különösen markáns a negatív fordulat a nyári hónapoktól kezdve. A költségvetési megszorítások következtében halasztásra kerülő – idén és jövőre is több száz milliárd forintra rúgó – állami beruházások főleg a mélyépítés esetében azt eredményezhetik, hogy a kifutó megrendeléseket már az idei év vége felé egyre kevésbé váltják fel új megrendelések.

Az *iBuild* adatbázis harmadik negyedévi adatai a magasépítésben a *megkezdett* építések volumenének jelentős visszaesését, a mélyépítésben pedig hozzávetőleges stagnálását sugallja. A rövidtávú kilátásokat illetően enyhítő körülmény, hogy a nagyon erős első negyedév miatt a megkezdett építések idei halmozott volumennövekedése legalább a mélyépítésben még mindig pozitív. Vagyis a folyamatban levő építések volumene talán még egy ideig nem fog látványosan bezuhanni.

Am a mélyépítés folytatódó esése várhatóan az egész építőipari kibocsátást tekintve is stagnálásközeli dinamikát eredményez az utolsó negyedévben. Éves átlagban az építőipar **3,5%** körüli bővülésével számolunk 2022-ben. Jövőre viszont – a folytatódó költségsokk, valamint az állami kereslet nagy részének kiesése, illetőleg a lakossági kereslet megcsappanása miatt – akár drasztikus mértéket is ölthet az építőipari tevékenység visszaesése.



## Lakásépítés

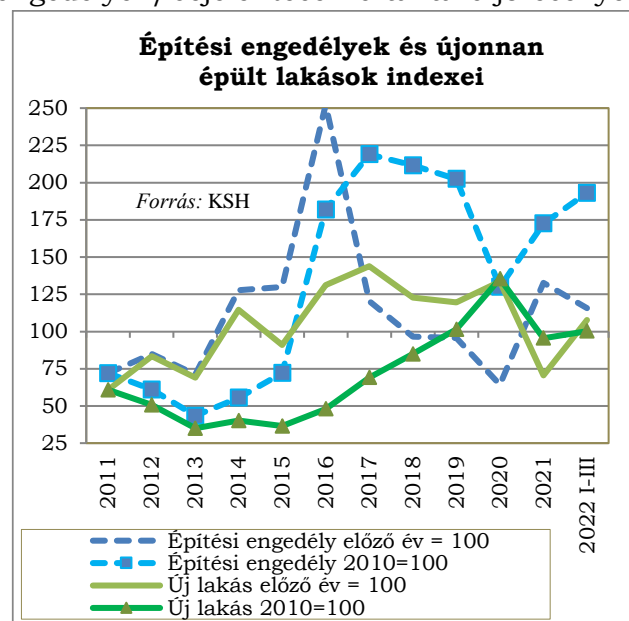
Az átadott lakások számának tavaly megfigyelt csökkenése az idei első negyedévben lelassult, a második és harmadik negyedévben pedig erőteljes, rendre 26,4 és 57,5%-os év/éves növekedésre került sor. E látványos növekedési ütemhez – főleg a harmadik negyedévben – az alacsony bázis is hozzájárult. Az első háromnegyedév halmozott növekedési üteme 7,7%-os volt, az első negyedév jelentős súlya miatt.

A második negyedévben a növekedés alapvetően a természetes személyek által épített lakásoknál mért ugrásnak tudható be, a harmadikban viszont már az üzleti szervezetek által befejezett lakások száma is meredeken emelkedett.

A befejezett lakásépítések számának növekedése egy éves késéssel követte az építési engedélykérelmek/bejelentések számának drasztikus emelkedését (2021 második negyedévtől fogva). Az bejelentések/engedélykérelmek száma az idén is tovább nő, habár a tavalyihoz képest visszafogottabb, 15-16%-os ütemben. (A harmadik negyedévben az ütem 15,6% volt.) Pusztán ennek alapján a befejezett építkezések folytatódó emelkedése is elképzelhető lenne. Figyelmeztető jel ugyanakkor, hogy az iBuild adatbázis szerint a *megkezdett* társasházi építkezések értéke a 2021. évi erős növekedés után az idén már csökken az előző év azonos időszakához képest. A harmadik negyedévben a csökkenés a megkezdett projektek nominális értékében is megmutatkozik, ami a volumen meredek esésére utal.

Jelenleg a lakásépítést egyszerre sújtja az energia és az építőanyagok drágulása, a kereslet mérséklődése, illetőleg a finanszírozási feltételek romlása. A keresletet a kedvezőtlenre forduló jövedelmi folyamatok mellett fékezi mellett a lakáshitel-kamatok megemelkedése. A rezsiköltségek megugrása nyomán különösen érezhető a kereslet csökkenése a kevésbé energiahatékony lakóingatlanok esetében. A hitelköltségek emelkedése pedig korlátozza a hitelre szoruló vásárlók lehetőségeit.

Mindez visszafogja az újlakás-keresletet, ami a már bejelentett vagy engedélyt kapott építési projektek elhalasztásához is vezethet. A kereslet negatív trendjének várható mélypontját a piaci szereplők jelenleg jövő év első negyedévére teszik. Ez tükröződhet a növekvő számú engedély és a csökkenő volumenű megkezdett építkezés ellentmondásában. Jövőre viszont már az engedélyek/bejelentések száma is jó eséllyel csökkenésbe fordul. Összességében a lakásépítési aktivitásra vonatkozó kilátások jelenleg lesújtóak. Ugyanakkor a befejezett lakások számát illetően a növekedés egy-két negyedév erejéig még folytatódhat.



## 2.3. A GDP felhasználási oldala

### A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai

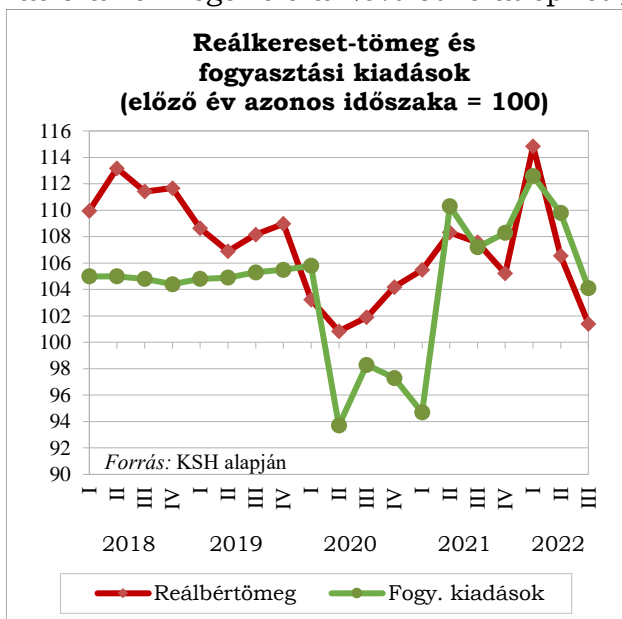
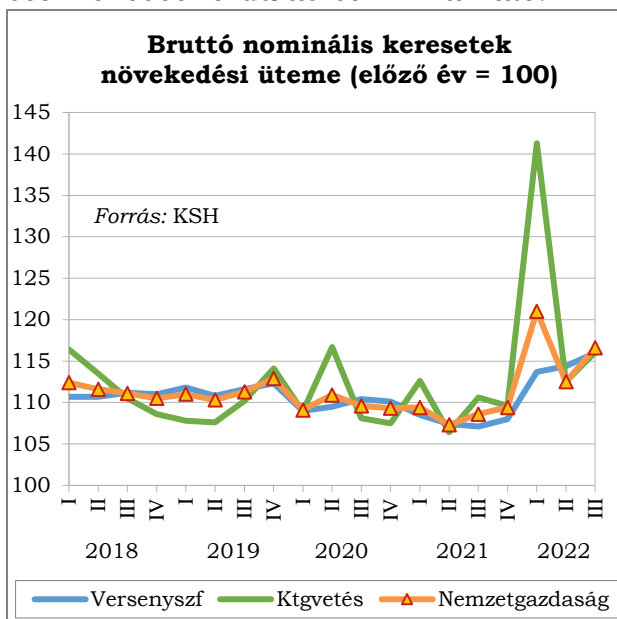
A tavalyi évhez képest az idén a nominális keresetemelkedés magasabb lendületre kapcsolt: még hogyha a fegyverpénz februári kifizetése miatt extrém növekedéstől el is tekintünk, a bruttó keresetek az első hét hónap mindegyikében kétszámjegyű ütemben nőttek. Ezt – az év első felében még dinamikus bővülő gazdaság és a munkaerőhiány mellett – a jelentős, 20%-os idei minimálbér- és bérminimum-emelés is segíti. Az év vége felé közeledve pedig a 20% fölé ugró inflációra való reakcióképpen gyorsult tovább valamelyest a bruttó keresetek növekedési üteme. Ehhez jött hozzá februárban a fegyverpénz, ami abban a hónapban az összes bruttó kereset közel 32%-os emelkedéséhez vezetett. Így az első kilenc hónap átlagában a keresetnövekedés üteme 17,4% (ezen belül a megfigyelt munkáltatói körben 17,5%) volt.

A gyorsuló nominális kereseti dinamikának részben élét vette a szintén gyorsuló infláció, de az első kilenc hónap átlagában a megfigyelt munkáltatói körben a **reálkeresetek** így is jó ütemben, 5,1%-kal nőttek. Az idő előrehaladtával viszont az infláció üteme tovább gyorsul, amit a bérdinamika csekély élénkülése nem tud lekövetni. Ennek következtében a reálkereset az első negyedévben közel 12%-kal, a második negyedévben már csak 4,2%-kal nőtt, a harmadik negyedévben pedig stagnált. Az év utolsó negyedévében az átlagkereset reálértéke 3-4%-kal csökkenhet éves összehasonlításban.

A **nettó reálkereset-tömeg** első kilenc havi halmozott növekedése az alkalmazotti létszám folytatódó bővülésének betudhatóan az átlagos reálkeresetnél gyorsabban, 7,3%-kal emelkedett az első félévben, ugyanakkor a harmadik negyedév átlagában az ütem 1,4%-ra lassult, ezen belül *szeptemberben már enyhe csökkenésbe fordult*.

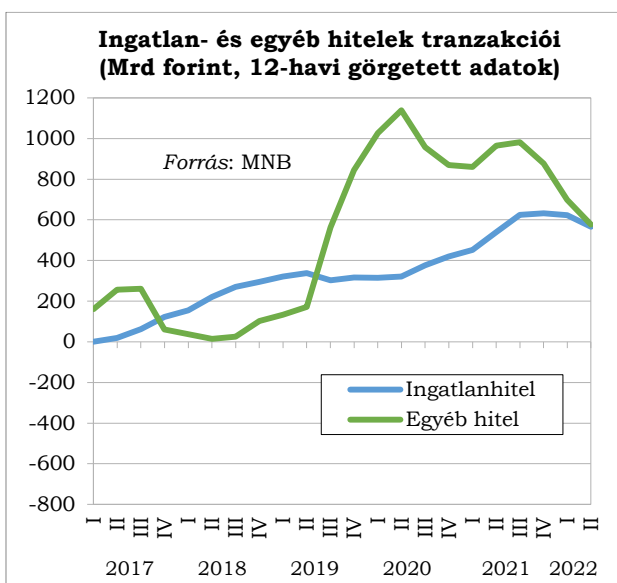
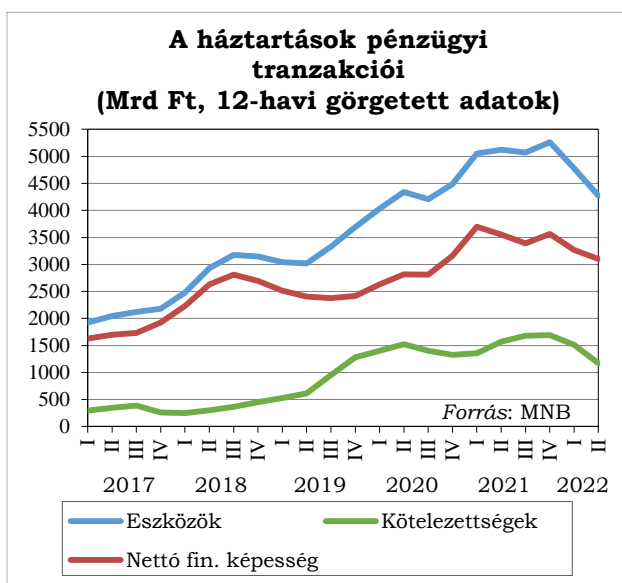
A **háztartások fogyasztási kiadásai** – a háztartásoknak az év eleji egyszeri kifizetések nyomán átmenetileg megugró vásárlóereje miatt – kimagaslóan nőttek az első félévben. Ezek után a harmadik negyedévben a fogyasztási dinamika jelentősen lassult, de egyelőre még távolról sem nullázódott le. (A háztartások fogyasztási kiadásai 4,1%-kal a teljes magánfogyasztás 4,2%-kal bővült a harmadik negyedévben.)

Az év második felében a magánfogyasztás drasztikus lassulása várható – valójában a csökkenésbe fordulás sem kizárható. Az infláció az év vége felé a 20%-ot is átlépheti,



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

A háztartások **nettó finanszírozási képességének** nominális értéke az idén lejtmenetbe került éves összevetésben. A csökkenésre a bruttó megtakarítások és a hitelfelvételi egyenleg párhuzamos esése mellett került sor, de a bruttó megtakarítások esése mindhárom negyedévben jócskán meghaladta a kötelezettségek tranzakcióinak egyenlegében mért esést. A harmadik negyedévben ez ahhoz vezetett, hogy – részben az alacsony bázis miatt – a nettó finanszírozási képesség értéke negatív volt, 12 év óta először. Az első félévben – és különösen az első negyedévben – az év/éves csökkenés még jó ütemű jövedelemnövekedés mellett következett be, a harmadik negyedévben viszont a jövedelemnövekedés vélhetőleg közel került a stagnáláshoz. A harmadik negyedévben már egyértelműen hozzájárult a hitelfelvételi egyenleg csökkenéséhez az újhitelfvételek meredek esése a lakáshiteleknel is. A **négy negyedéves görgetett GDP-arányos megtakarítási ráta** a tavalyi 6,4%-ról a harmadik negyedév végére 4,5%-ra mérséklődött, a harmadik negyedévben magában pedig a ráta negatív, -0,6%-os volt.



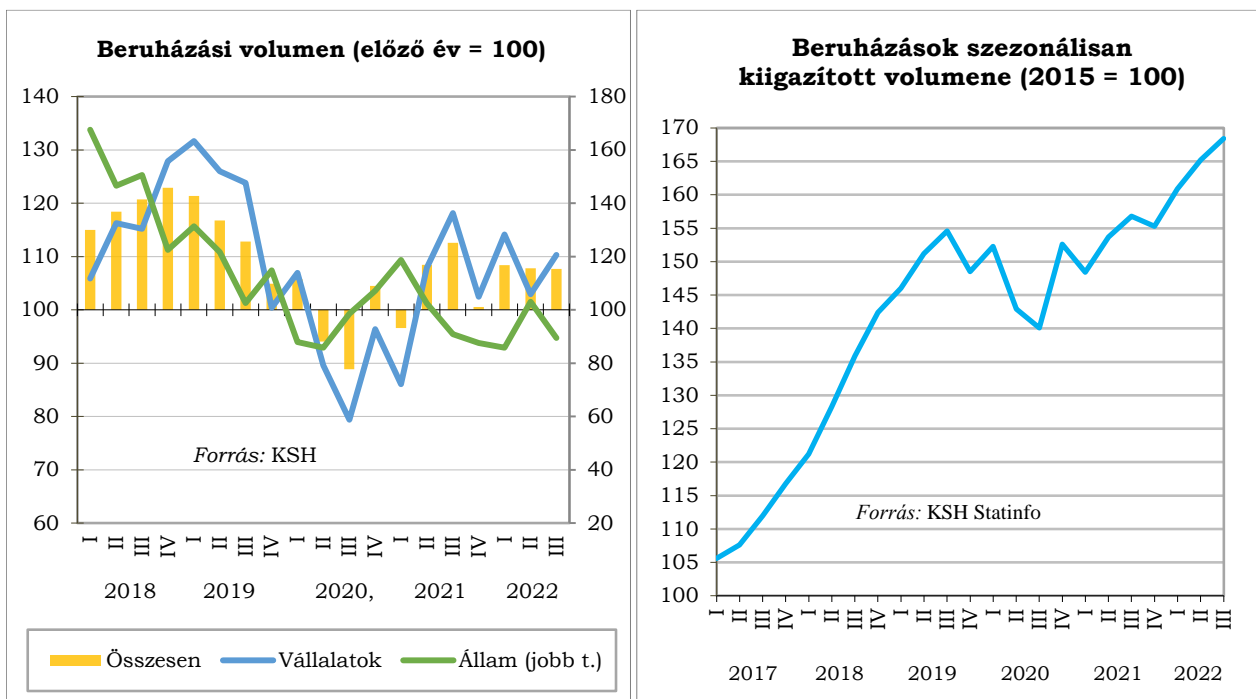
## Beruházások

2022 harmadik negyedévében a beruházások 7,7%-kal – vagyis lényegében a második negyedévével azonos ütemben – nőttek az előző év azonos időszakához képest. A *szezonálisan* kiigazított beruházási volumen tovább is emelkedett a megelőző negyedévhez képest, vagyis a beruházásokat a jelek szerint egyelőre nem érintette a GDP enyhe negyedév/negyedéves csökkenése.

A növekedés tényezőit illetően – a nemzetgazdasági szektorokra vonatkozó számok alapján a harmadik negyedév az első negyedévhez inkább hasonlít, mint a másodikhoz. A vállalati beruházások lendületes bővülése, valamint a háztartások-kis/egyéni vállalkozások/nonprofit szervezetek erőteljes beruházási aktivitása volt a növekedés fő hajtóereje, miközben az állami beruházások ismét visszaestek, a második negyedévi átmeneti növekedést követően. A KSH szerint a közép- és nagyvállalati szektor beruházásainak 10%-ot meghaladó bővülése főként a külföldi tulajdonú vállalatoknak tudható be. Ezzel összhangban a *feldolgozóipari beruházások* három éve nem látott ütemű, több mint 30%-kal növekedésre került sor, főként a folytatódó akkumulátoripari beruházási boom miatt. Ezenfelül a versenyszférához köthető jelentős súlyú ágak közül növekedést mértek a kereskedelemben is. A háztartások beruházásait a befejezett lakásépítések folytatódó növekedése, illetőleg az erősödő lakásfelújítási aktivitás hajtotta. Az ún. kvázifiskális szektort illetően a szállítási beruházások csökkenő volumene tovább esett az állami infrastruktúra-beruházások kifizetése miatt, ugyanakkor a kisebb súlyú energiaszektor beruházásai megugrottak. Ami az állami szektort illeti, a harmadik negyedévben egységesen csökkenést mértek a közigazgatásban, az oktatásban és az egészségügyi-szociális ágazatban.

Összességében figyelemre méltó, hogy a 19 nemzetgazdasági ágból, csupán 7-ben mértek pozitív növekedést a harmadik negyedévben – igaz, e 7 ágazat összesített súlyát tekintve a nemzetgazdaságnak valamivel több mint a felét teszi ki.

Az utolsó negyedévre vonatkozó kilátások viszonylag borúsak, habár a várakozásokat meghaladó harmadik negyedévi beruházási teljesítmény fényében a lassulás mértéke





bizonytalan. A költségrobbanás, a visszahúzódó hazai is globális kereslet és a nehezedő finanszírozás közepette a vállalati szektor egyre szélesebb köreiben csappan meg mind a beruházási kedv, mind pedig a beruházási képesség. Ám a finanszírozási nehézségek által kevésbé érintett külföldi tulajdonú vállalatok folytatódó beruházási aktivitása magasan tarthatja a feldolgozóipari beruházások (szelektív) bővülésének ütemét. Az emelkedő létfenntartási költségek, a növekvő bizonytalanság és az emelkedő kamatlábak korlátozzák a háztartások beruházási aktivitását, ám a *befejezett* lakásépítések még tovább nőhetnek, és ez tükröződhet a beruházási statisztikában is.

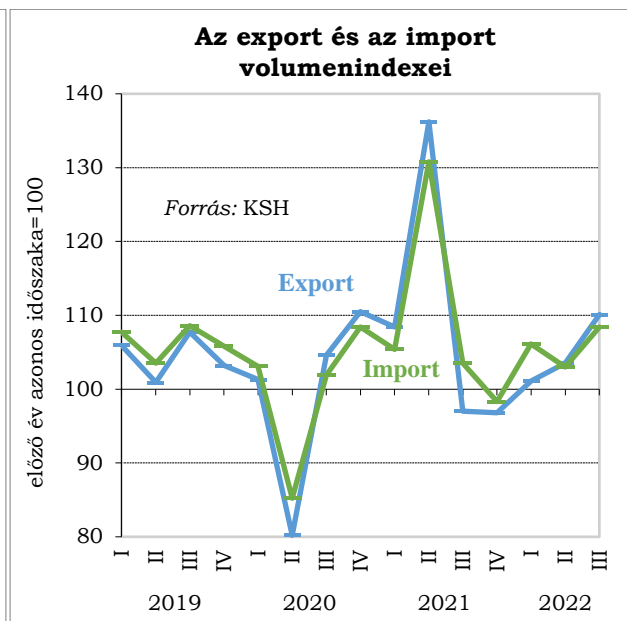
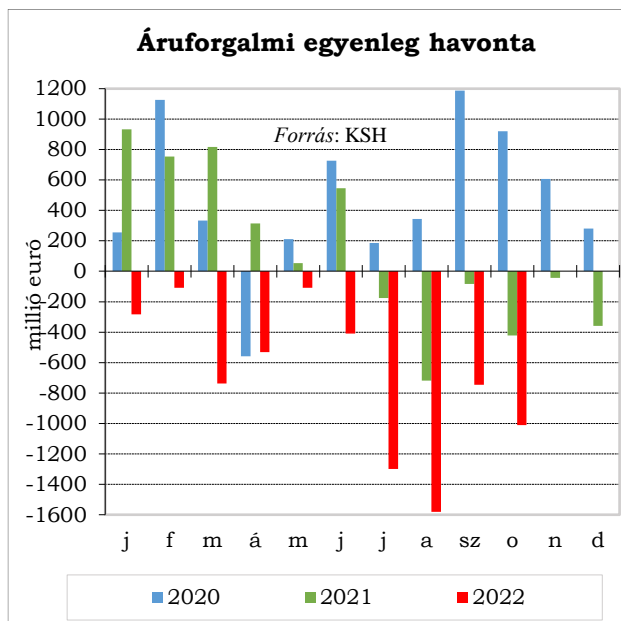
Összességében a beruházások szerény bővülését várjuk az utolsó negyedévben, ám éves átlagban a nemzetgazdasági beruházások növekedési üteme a korábban vártnál erőteljesebb, **6% körüli ütemben** nőhet az idén. 2023-ban a beruházások visszaesése várható.

## Külkereskedelem

Az idei harmadik negyedévben folytatódott a külkereskedelmi áramlások *volumenénél* a második negyedévben kezdődő kedvező fordulat, viszont továbbra is a negatív trend uralkodik a forgalom *nominális értéke* és a külkereskedelmi mérleg alakulását tekintve. A harmadik negyedévben az áruexport volumenének dinamikája meglódult, 10,1%-os volt, miközben az importvolumen ettől elmaradóan, 8,4%-kal nőtt. Az export gyorsulása teljesen, az import gyorsulása pedig nagyrészt a gép- és szállítóeszközök megnövekedett forgalmának tudható be. Azon túl, hogy a külkereskedelem megugrása az általában éve romló nemzetközi környezetben mutatja, hogy egyes ágazatok súlyos gondjai ellenére az ipar egyelőre ütésállóbbnak bizonyult a vártnál. Másrészt a harmadik negyedévben az export dinamikája 1,7%-ponttal meghaladta az importét – átlagos körülmények között ennek a külkereskedelmi egyenlegben is tükröződnie kellene. Az előzetes értékek alapján biztonsággal feltételezhető, hogy az exportvolumen októberben is gyorsabban nőtt az importvolumennél.

Ám mindezt semmissé tette a nagyon erőteljes – az első kilenc hónap átlagában 7,2%-os, ezen belül a harmadik negyedévben 7,5%-os – cserearányromlás. A helyzetet érzékelteti, hogy miközben a harmadik negyedévben az energiahordozók importjának *volumene* kb. 16%-kal visszaesett (általános importnövekedés közepette), az energiahordozók *euróban mért* importja 29%-kal nőtt, hogy a forintban mért 170%-os növekedésről ne is beszéljünk. Így aztán az első tíz hónap halmozott hiánya 6,8 Mrd euróra rúgott, miközben az előző év azonos időszakában még 2 Mrd eurónyi többletet produkált az áru-külkereskedelem.

Az év fennmaradó két hónapjában jó eséllyel ismét lassulni fog mind az export, mind az import volumennövekedési üteme, köszönhetően egyrészt a fogyasztásnövekedés stagnálásba, sőt csökkenésbe fordulásának, másrészt – ahogy azt már az októberi ipari előzetes adat sugallja – az ipari tevékenységet visszafogó költségoldali nehézségek súlyosbodásának. A különbség az export és az import dinamikája között várhatóan pozitív marad. Ám a folytatódó cserearányromlás miatt ugyanakkor 2022-ben a külkereskedelmi mérleg hiánya a 8,5 Mrd eurót is meghaladhatja.



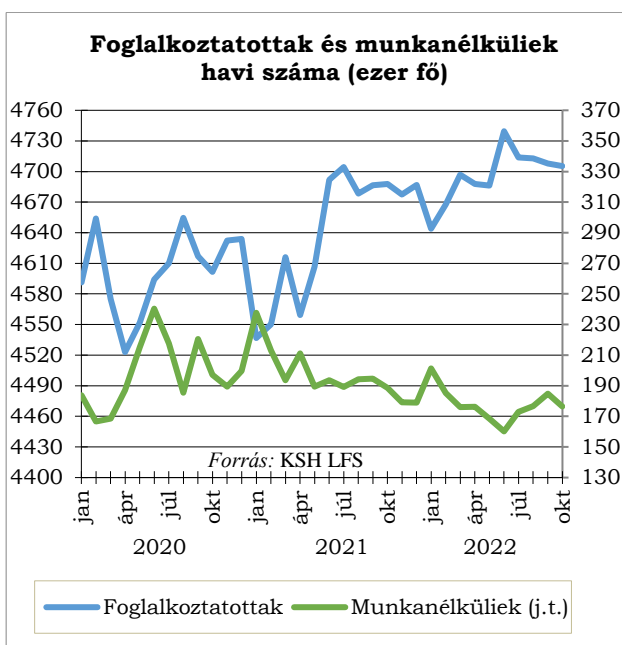
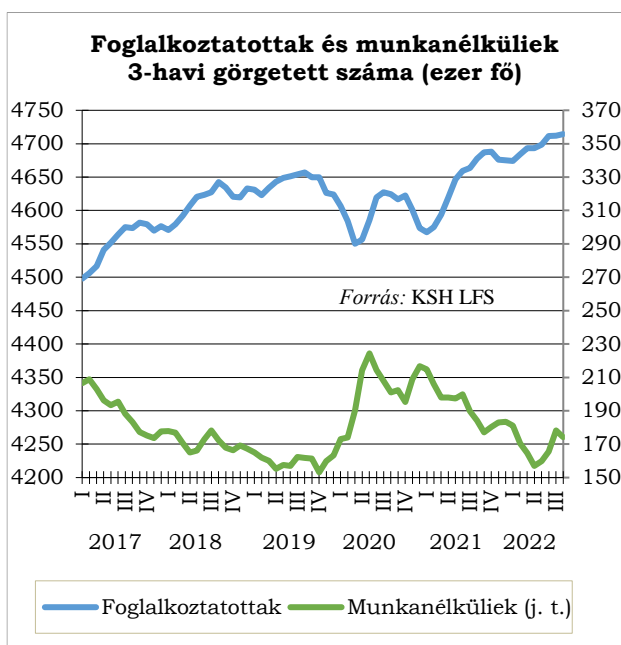
## 2.4. Foglalkoztatottság, munkanélküliség

A munkaerő-felmérés (KSH-LFS) adatai szerint a foglalkoztatási helyzet javulása még a harmadik negyedévben, sőt azon túl is folytatódott, habár minimális ütemben. A foglalkoztatottak számának háromhavi görgetett átlaga az első negyedévi 2,3% és a második negyedévi 1,6% után a harmadik negyedévben 1%-kal, augusztus-októberben pedig 0,8%-kal nőtt év/éves alapon. Ez az összesített növekedés a közmunkások számának folytatódó esésével párosult, ugyanakkor viszont a külföldi telephelyen dolgozók száma már közel egy éve növekedésnek indult, és váltakozó mértékben hozzájárul az össznövekedéshez. A hazai elsődleges munkapiacra dolgozók száma a harmadik negyedévig bezárólag valamivel gyorsabban nőtt az összes foglalkoztatotti létszámnál, augusztus-októberben viszont az ütemkülönbség eltűnt, és az elsődleges munkapiacra dolgozók száma is 0,8%-kal bővült.

Az év/éves javulás még a havi adatok szerint is kitart, de lassabb ütemben. Ezen belül szeptemberben a foglalkoztatotti létszám 0,5%-kal, októberben pedig csak 0,4%-kal emelkedett. vagyis jóformán küszöbön áll a növekedés stagnálásra, majd csökkenésre váltásának a pillanata, még ha ez utóbbi jó eséllyel csak jövőre fog bekövetkezni.

A háromhavi görgetett munkanélküliségi ráta a második negyedévben érte el mélypontját, 3,2%-kal, ezt követően már kissé emelkedett: a harmadik negyedévben és augusztus-októberben egyaránt 3,6%-on állt. Ez feltehetőleg a közelgő trendváltás előjele – ezt sugallja, hogy az Eurostat szerint a szezonálisan kiigazított munkanélküliségi ráta markánsan megemelkedett már júliusban, ezt követően pedig tovább araszolt felfelé. Megjegyzendő ugyanakkor, hogy a munkanélküliek abszolút száma év/éves alapon egyelőre még csökken.

Egyelőre azzal számolunk, hogy még az utolsó negyedévben is legfeljebb stagnál, esetleg jelképesen nő a foglalkoztatottak száma, a munkanélküliségi ráta pedig csak kismértékben emelkedik. Jövőre viszont a foglalkoztatás szintje csökkenni fog, még ha az egyelőre várt pozitív forgatókönyvnek megfelelően a második félévben már újra is indul a gazdasági növekedés.

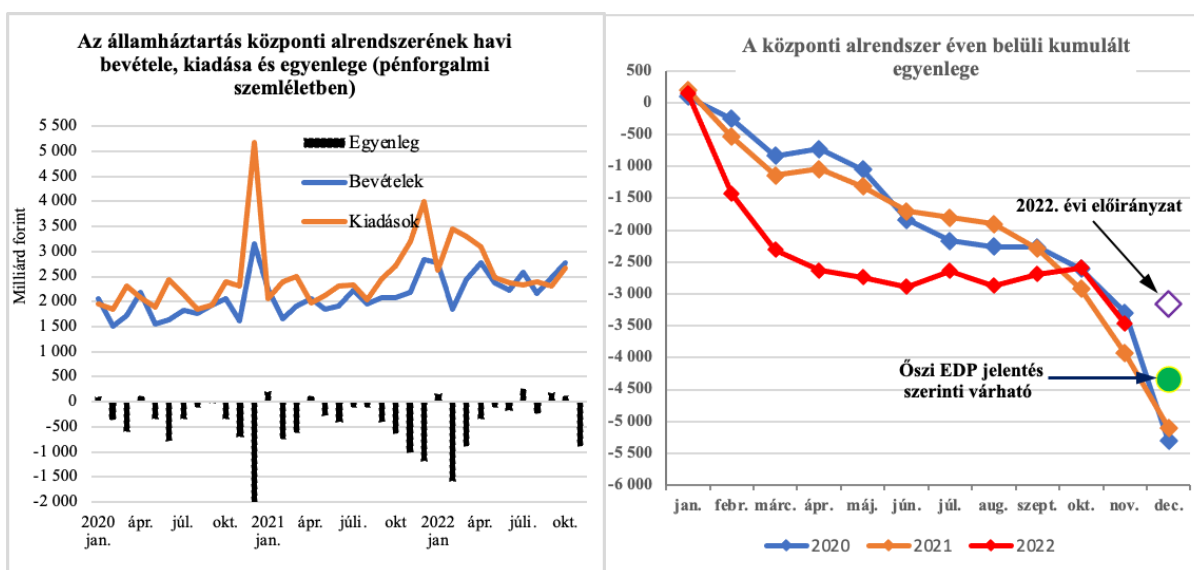


## 2.5. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok

### 2.5.1. Államháztartási folyamatok

Az előzetes adatok szerint 2022. november végéig a **központi költségvetési alrendszer** (központi költségvetés, Elkülönített Állami Pénzalapok és Társadalombiztosítási Alapok) *pénzforgalmi hiánya* elérte a 3.466 milliárd forintot. Ezzel a hiány 10%-kal túllépte a törvényi előirányzatot. A kormány ugyanakkor az őszi EDP jelentésben, amelyben a kormányzati szektor idei ESA elszámolású hiánycélját az eredeti 4,9%-ról a GDP 6,1%-ára módosította a gázkészletek nyár végi feltöltésének a beszámításával, a központi alrendszer várható pénzforgalmi hiányát is jelentős mértékben felemelte. Az így 4.350 milliárd forintra növelt hiánycélhoz viszonyítva a központi alrendszer pénzforgalmi deficitje csupán 79,7%-ra rúgott.

A hiány nove0mberri meglóduđuđuđu ellenére, a **második félévben** a központi alrendszer egyenlege összességében csak **mérsékelten**, mindössze 570 milliárd forinttal **romlott** a szeptemberi és októberi költségvetési többleteknek köszönhetően. Összehasonlításképpen, a pénzforgalmi hiány június és november között 2021-ben mintegy 2.200 milliárd forinttal, míg 2020-ban közel 1500 milliárd forinttal nőtt.

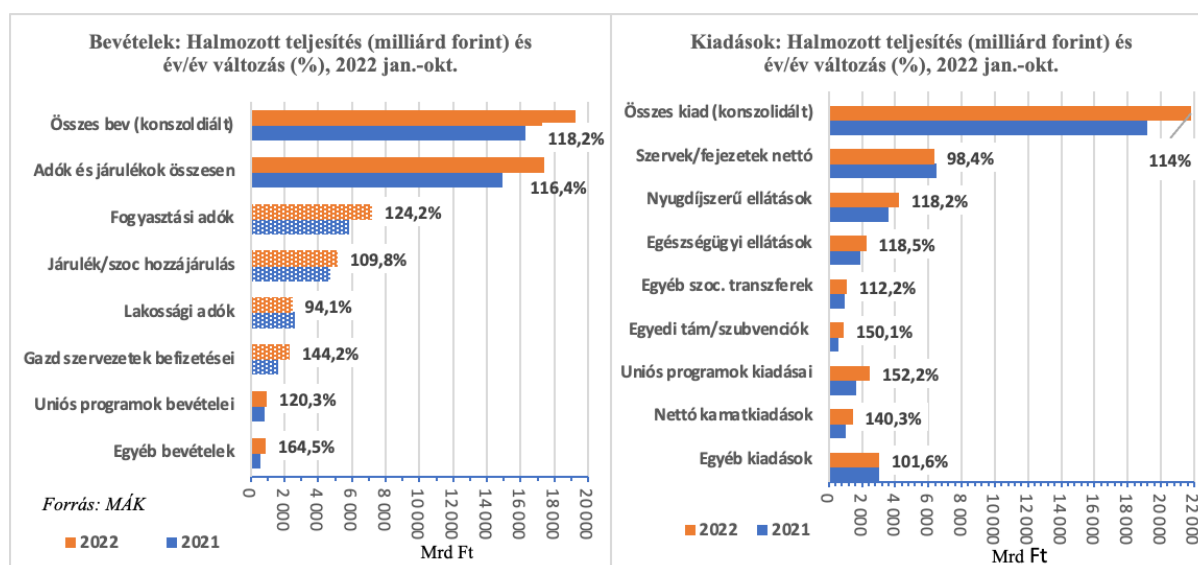


Mivel a jelentés lezárásáig a novemberi részletes adatok még nem állnak rendelkezésre, a költségvetési folyamatokat a továbbiakban az év első 10 hónapja alapján tárgyaljuk.

Mind a bevételi, mind a kiadási oldal erős dinamikát mutatott az előző év azonos időszakával összevetve és ez a tárgyévi előirányzatok időarányos részét érdemben meghaladó teljesülés mellett valósult meg. A központi alrendszer **pénzforgalmi bevételei** a kiadásokhoz képest ugyanakkor október végéig **gyorsabban növekedtek**.

Az egyes évek közötti összehasonlítást jobban lehetővé tévő, a költségvetés mérlegében halmozódásokat eredményező főbb tételek kiszűrésével számított **konzolidált bevételek** az első 10 hónapban 18,2%-kal, közel 3.000 milliárd forinttal haladták meg az egy évvel korábbi szintet. A bevételi oldal döntő hányadát kitevő *adó- és járulékbévételek* 16,4% százalékkal, mintegy 2.500 milliárd forinttal alakultak magasabban. Emellett a viszonylag csekély súlyt képviselő nem adójellegű bevételek

(ezen belül is különösen az állami vagyonhoz kapcsolódó befizetések) is erőteljesen, az átlagot meghaladó ütemben nőttek. A pénzforgalmi bevételek növekményéhez a legnagyobb mértékben a leginkább inflációérzékeny *fogyasztáshoz kapcsolt adók*, valamint az extra-profit adók bevezetése következtében a második félévben gyorsuló ütemben bővülő *gazdálkodó szervezetek befizetései* járultak hozzá. A pénzforgalmi adatokban tükröződik az év elején a családoknak visszautalt 685 milliárd forint személyi jövedelemadó hatása is, ami az eredményszemléletű elszámolásban a 2021. évi adóbevételeket terheli. Ezzel a hatással korrigáltan az adók és járulékok éves növekedési üteme már megközelíti a 26%-ot (!). Arra számítunk, hogy a nominális adóalapok bővülése és a kormányzati intézkedések együttes hatására éves szinten a GDP arányos eredményszemléletű adó- és járulékbefizetések a 2021. évi 2,1 %pontos csökkenést követően hasonló mértékben nőhetnek az idén.



Megjegyzés: A fenti ábra a központi alrendszer részlegesen konszolidált bevételeinek és kiadásainak a változását mutatja be. A bevételi és kiadási adatokból kiszűrtük a központi költségvetés társadalombiztosítási és elkülönített alapok számára fizetett támogatásait, valamint ezen alapok központi költségvetésbe történő befizetéseit. A központi költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásait nettó módon vettük számba a bruttó kiadásokat csökkentve a szervek/fejezetek saját bevételeivel és a központi költségvetésbe történő befizetéseivel (beleértve a maradványelszámolási és megtakarítási alapokba utalt befizetéseket is). A kamatkidadásokat egybeszámítottuk a kamatbevételekkel.

A (halmazódásoktól tisztított) **pénzforgalmi kiadások** 13,7%-kal magasabban teljesültek az év első 10 hónapjában. Ezen belül az *elsődleges kiadások* 12,2 százalékkal, mintegy 2.200 milliárd forinttal, míg a *nettó kamatkidadások* 40,3%-kal, durván 400 milliárd forinttal nőttek. Az elsődleges kiadások növekményének zömét, közel 85%-át, az *uniós programok*, a *nyugdíjak és nyugdíjszerű ellátások*, valamint az *egészségügyi szolgáltatások* kiadási többletei magyarázzák. A számok még nem tartalmazzák a nyugdíjak 4,5%-os visszamenőleges kiegészítő emelését, illetve a nyugdíjprémiumok kifizetését, ami érdemben hozzájárult a novemberi kimagasló hiányszámhoz. Említést érdemel még a különféle egyedi támogatási jogcímek kiadásainak bő 300 milliárd forintos többlete, amely a megemelkedett energiaköltségek miatt jelentkező kormányzati kompenzációkat tükrözi. Az *energiaszolgáltatók veszteség-finanszírozására* a költségvetés októberig 150 milliárd forintot fordított, az év végéig ez az összeg megközelítheti a 700 milliárd forintot is.

A legnagyobb kiadási jogcímcsoport, a **költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok** esetében ugyanakkor már megmutatkoztak a **költségvetési megtakarítások** jelei. A költségvetési szervek és fejezetek saját bevételekkel és a költségvetésbe történt befizetésekkel korrigált *nettó kiadásai* október végére nominálisan másfél százalékkal elmaradtak az előző év azonos időszakának szintjétől, noha így is elérték az éves előirányzat 92%-át. A növekedési ütem lelassulása a **második félév fejleménye**: 2022 első 6 hónapjában a nettó kiadások még 18%-kal meghaladták az előző évit. Kérdés marad ugyanakkor, hogy az októberi kifizetési stop feloldása után mennyire bizonyul tartósnak ez a trend az év hátralévő részében.

A támogatásokat övező bizonytalanság tükrében érdemes közelebbről is szemügyre venni az **uniós programokkal** kapcsolatos költségvetési sorok alakulását. Mint ismeretes, az Európai Bizottság november 30-án a magyar Helyreállítási és Ellenállóképességi Terv (RRF) elfogadását és egyúttal a 2021-27-es felzárkózási programok forrásaiból 7,5 milliárd euró felfüggesztését javasolta a Tanácsnak. Az RRF forrásainak a megnyitása és a felfüggesztés feloldása ugyanakkor továbbra is jogállami és korrupcióellenes intézkedéseket megkövetelő, illetve emberi jogi horizontális feltételek teljesítésének a függvénye maradna. Információink szerint e feltételek teljesítéséig Magyarország bizonyosan csak a kifutó 2014-20-as ciklus még lehívható forrásaira számíthat. Miközben végleges forrásvesztésre nem került sor, a **kockázatok fennmaradtak**, ami a költségvetés finanszírozási igényének a növekedését és/vagy a programok megvalósításának a lelassulását eredményezheti.

2022 első 10 hónapjában csaknem 970 milliárd forint folyt be az Európai Uniótól, ami csupán a 41%-át érte el a 2.360 milliárd forintos éves tervszámnak. Ezzel szemben az uniós programok kiadásai ugyanebben az időszakban 2.470 milliárd forintot tettek ki, a 3.000 milliárd forintos előirányzat 82%-át. Ez azt jelenti, hogy az **uniós bevételek jelentős elmaradása miatt** a nettó kiadások több, mint 860 milliárd forinttal (!) meghaladták az egész évre tervezett összeget, vagyis ezen az ágon októberig ekkora **addicionális pénzforgalmi hiányhatás keletkezett**. Ugyan az uniós források zöme tipikusan az év végén szokott beérkezni, 2022 egészében jó esetben is nagyjából 1.500 milliárd forint utalása várható. A tervezett bevétel fennmaradó része ugyanis az RRF és a 2021-27-es ciklus forrásaiból származna. Ezen új, de még bizonytalan hozzáférhetőségű forrásokból tervezett projektekre a kormány december elejéig közel 1.300 milliárd forintot fordított.

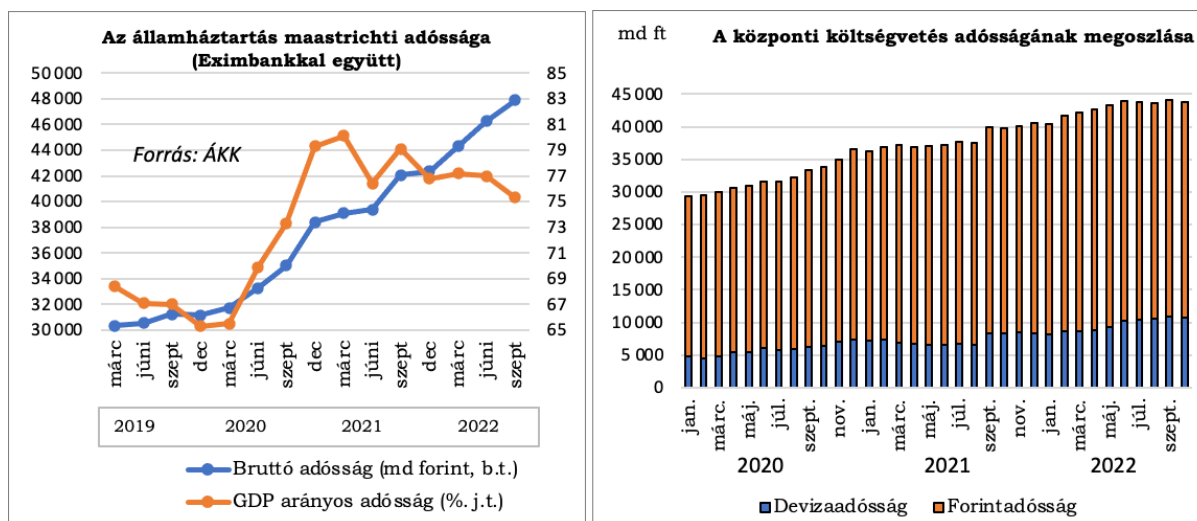
A Kopint-TÁRKI prognózisa szerint **megvalósulhat a kormány 2022. évi módosított 6,1%-os GDP arányos hiánycélja**. Az adóbevételek dinamikus növekedésének és a kiadások mérséklődésének köszönhetően június és október között javult a központi alrendszer pénzforgalmi pozíciója. A november havi jelentős egyenlegromlás ellenére, amiben tükröződik a költségvetési hiány szokásos „farnéhez” lefutása, maradt tartalék az őszi EDP jelentésben szereplő pénzforgalmi hiánycél teljesülése számára. Amennyiben az uniós bevételek az év végéig is számottevően elmaradnak a tervezettől, a központi alrendszer pénzforgalmi hiánya túlszaladhat, de ez nem befolyásolja az ESA-elszámolású deficit nagyságát.

Várakozásunkkal összhangban van a *kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlegének* ez évi alakulása is. Ez a pénzforgalmi folyamatoknál jóval kedvezőbb képet mutat. 2022. első félévében az ESA-hiány mindössze a GDP 2,8%-át tette ki. A júniusig felhalmozott tetemes pénzforgalmi deficitet közel 2.000 milliárd forint

statisztikai korrekció ellensúlyozta, ami főleg a személyi jövedelemadó visszatérítésével és az uniós támogatású kiadásokkal függött össze. Az MNB előzetes pénzügyi számlái szerint az eredményszemléletű hiány a harmadik negyedévben a GDP 4,7%-a körül alakulhatott; e szám tartalmazza a földgázvásárlás egyenlegrontó hatását is. Ez alapján a harmadik negyedévvel záruló évben az eredményszemléletű deficit a GDP arányában mindössze 5,4% volt, ami alacsonyabb a 2022. évi hiánycélnál.

## Államadósság

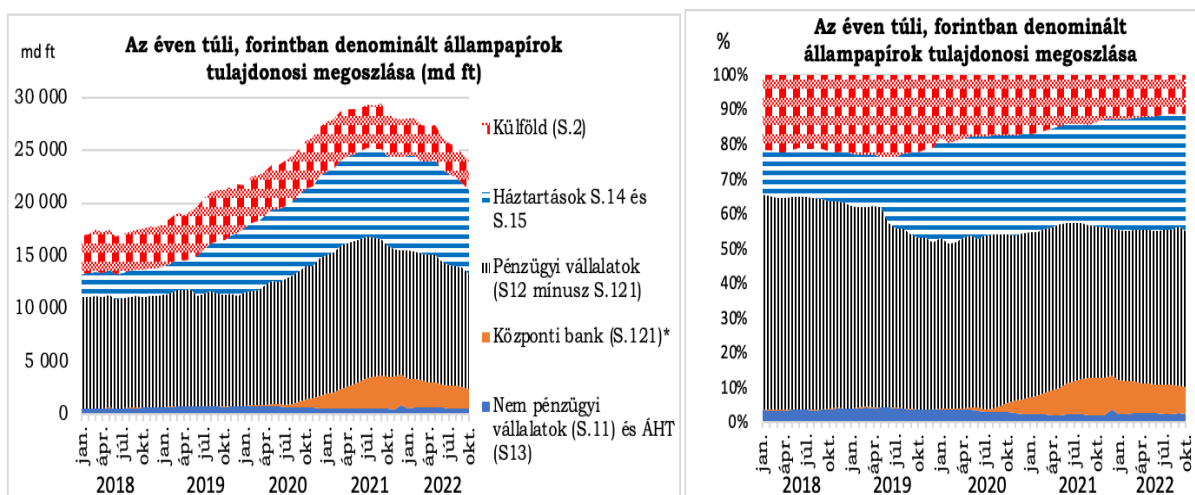
2022. harmadik negyedévének végén a kormányzati szektor (Eximbankkal együtt számított) *maastrichti* adóssága 47.884 milliárd forintra rúgott, ami mintegy 5500 milliárd forinttal haladta meg a 2021. évi szintet. Az államadósság **forintértékének** ilyen nagyságrendű első háromnegyedéves **emelkedése precedens nélküli**. Ennek ellenére a **GDP-arányos államadósság** 1,5 %ponttal **csökkent**, a 2021 végi 76,6%-ról 75,3%-ra. Ez rávilágít arra, hogy az államadósság viszonylag magas aránya mellett milyen erőteljesen **porlasztja az adósságrátát** a megemelkedett nominális makrogazdasági pálya, illetve **az inflációs környezet**. Miközben az adósságállomány tetemes bővülése 8,7 %ponttal emelte az adósságrátát, a nevezőhatás ezt több, mint 10 %ponttal ellensúlyozta.



A központi költségvetés (Eximbank nélküli) adóssága a 2021. évi záróértékről október végére mintegy 3.600 milliárd forinttal 44.292 milliárd forintra nőtt (az állománynövekedés alacsonyabb mértéke a fent tárgyalt harmadik negyedéves adathoz képest az eltérő szektorális lefedettség mellett összefügg a forint árfolyamának szeptember és október vége közötti erősödésével is). A növekményhez a *forintadósság* bővülése 874 milliárd forinttal, míg a *devizaadósság* állományának változása 2.376 milliárd forinttal járult hozzá. Ezen kívül a swap-ügyletekhez kapcsolódó „mark-to-market” betétek állománya durván 340 milliárd forinttal emelkedett. A devizaadósság növekedésében a nettó kibocsátások mellett tükröződik a forint árfolyamának az elmúlt év végéhez képest bekövetkezett gyengülése is: ez utóbbi hatás közel 1.100 milliárd forinttal növelte a devizában denominált adósság forintértékét. Így 2022-ben is folytatódott a **devizaadósság államadósságon belüli súlyának** 2020 első negyedéve óta

megfigyelhető **növekedése**. A devizaadósság aránya a 2021. végi 21%-ról 2022 október végére 24% fölé emelkedett. Ez az érték utoljára 2017 tavaszán volt ilyen magas.

Ami az **állampapírok tulajdonosi megoszlását** illeti, az állampapírok mintegy 70%-át kitevő, *éven túli lejáratú, forintban denominált állampapírok* esetében tovább nőtt a háztartások részaránya a folyóáron mért állományokon belül. A háztartási szektor szerepe ebben a szegmensben 2022. október végére 33,5%-ra emelkedett az előző év végi 31,5%-ról. A *penzügyi vállalatok* által tulajdonolt, éven túli forint alapú államkötvények részesedése ugyanakkor a háztartásokét is meghaladó mértékben nőtt 2022-ben a korábbi évek csökkenő trendjét némileg korrigálva. A *jegybanki tulajdon* súlya viszont az év folyamán csökkent. Az állampapírvásárlási program fokozatos kivezetéséről szóló tavaly decemberi jegybanki döntést követően az MNB által birtokolt állampapírok állománya 2022 október végére 2.800 milliárd forintról 2.000 milliárd forint alá, a tulajdonosi részaránya pedig 10,1%-ról 7,9%-ra mérséklődött.



Az 1 évnél nem hosszabb lejáratú, forint alapú állampapírok aránya az államadósságban az elmúlt években folyamatosan csökkent: 2018-ban még 18-20% között alakult, 2021 végére 5% alá zsugorodott. Ezen a téren 2022-ben viszont kisebb növekedés volt tapasztalható, az október végi arány 7%-ra emelkedett. A háztartási szektor meghatározó, közel kétharmados súlya azonban érdemben nem változott. A *devizában denominált állampapírok tulajdonosai* között a külföldi tulajdonosok részaránya 2022 folyamán az utóbbi évekhez hasonlóan 85-88% között ingadozott. Figyelmet érdemel ugyanakkor a háztartások részesedésének lassú növekedése, ami 2022. októberében már megközelítette a 6%-ot.



## 2.5.2. Infláció

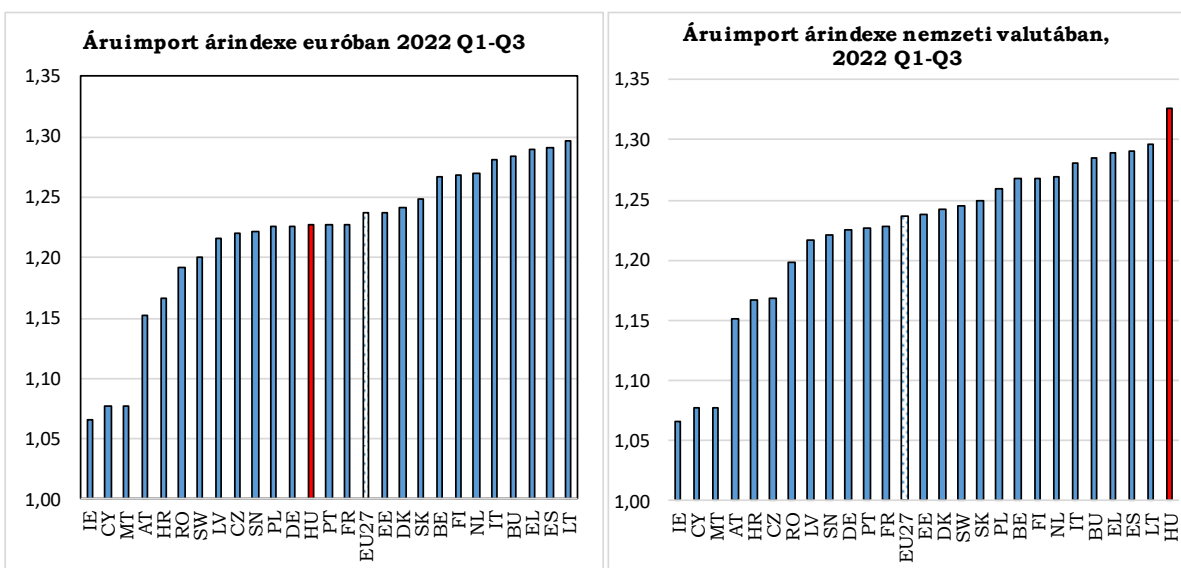
2022. első 11 hónapjában a fogyasztói árak 14,1%-kal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest, ezen belül novemberben 22,5%-kal voltak magasabbak, mint 1 évvel korábban és 1,8%-kal haladták meg az előző havi szintet.

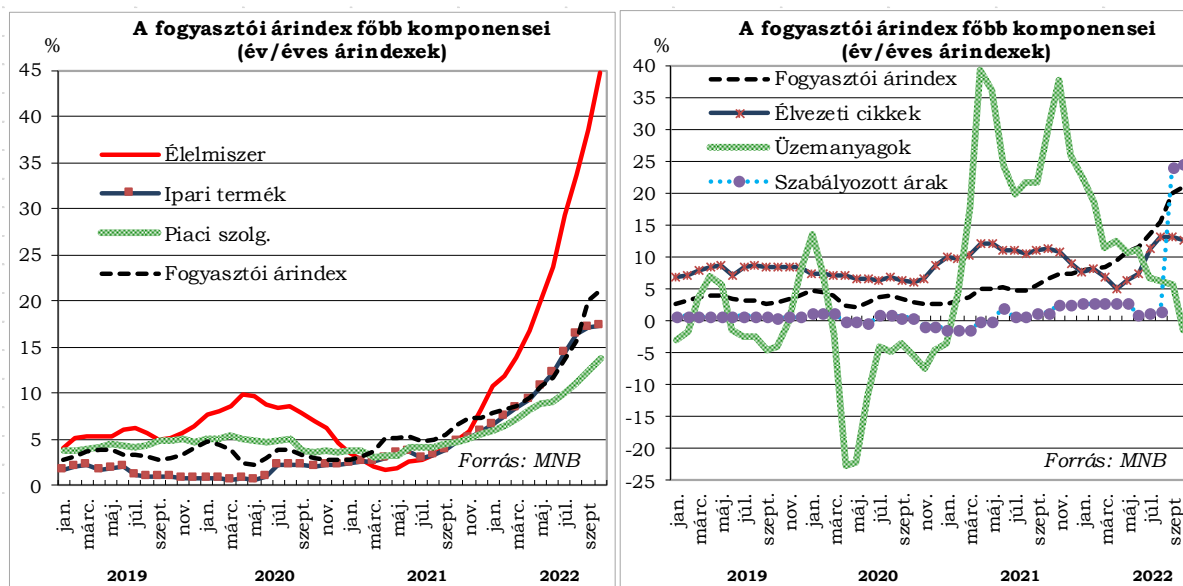
Ezzel 2022 novemberében **a magyar infláció az első helyre lépett az EU-ban**, most már megelőzve a korábbi élvonalas balti országokat. A jelentés lezárásakor még nem áll minden EU-ország adata rendelkezésre, de a hiányzó országok tipikusan alacsony, 15% alatti árindexű országok, ezért kizárt, hogy megelőzzék Magyarországot. 2022 folyamán határozottan elszakadt egymástól a 3 balti ország és Magyarország 20% feletti fogyasztói árindexe a többi 23 országtól. Miután az eddig első három helyen álló balti országokban lecsengeni, vagy legalábbis megállni látszik az infláció, Magyarországon viszont még mindig emelkedik, a magyar első hely 2023 első felében bizonyára fenn fog maradni, sőt ez akár az egész évre is jellemző lehet.

A maginfláció 2022 márciusa óta folyamatosan, 1-3 százalékponttal meghaladja a tényleges fogyasztói árindexet (novemberben 24%), ami az árindex további emelkedésének a trendjére figyelmeztet.

Az élelmiszerek átlagos ára 2022-ben 26%-kal (novemberben 43,8%-kal) emelkedik, a háztartási energia pedig közel 20%-kal (novemberben 65,9%-kal). A többi termékcsoporthoz az átlag alatt drágul, az üzemanyagok és a tartós fogyasztási cikkek ára 12, az élvezeti cikkeké 10%-kal, a szolgáltatásoké kb. 7, a ruházati cikkeké pedig 5% körüli ütemben emelkedik.

Az Európai Unióban is kimagasló áremelkedés okai között kiemelt szerepet játszik az a magyar fizetőeszköznek az Unióban példa nélküli mértékű gyengülése. Ezt tükrözi, hogy miközben az importárak Magyarországon 2022 első három negyedében 22,7%-kal emelkedtek (amivel a középmezőnyben helyezkedünk el), a nemzeti valutában kifejezett áremelkedés messze Magyarországon volt a legmagasabb (32,7%), ami a forint gyengülésével magyarázható (lásd a 2.6.3. fejezetet). Az árfolyam gyengülése minden termékcsoporthoz áremelkedését érintette, de különösen jelentős volt ez a hatás az üzemanyagok és a tartós fogyasztási cikkek terén, de az élelmiszerek árát is számottevő mértékben befolyásolta.

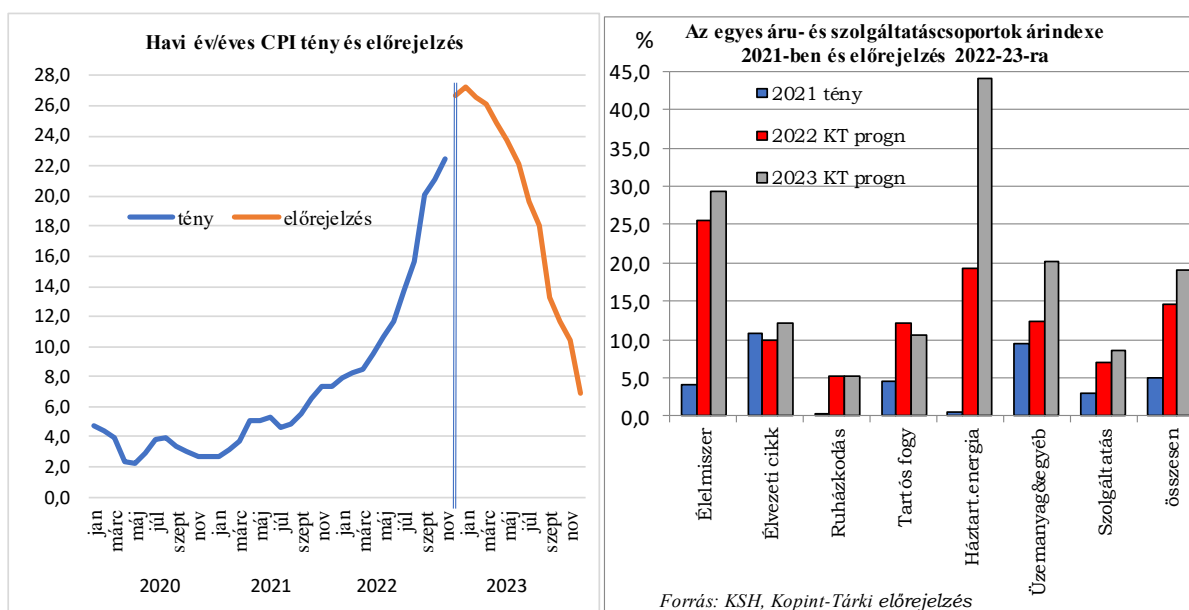




Az üzemanyagok hatósági árának megszüntetése 2022. december 6-tól – a krónikussá vált üzemanyaghiány következtében – számításaink szerint a 2022. évi fogyasztói árindexet kb. 0,2-0,25 százalékponttal növeli. Az üzemanyagok súlya a fogyasztói kosárban 6,46%, feltételezzük, hogy ebből kb. 5-5,5% lehetett a hatósági áras, amelynek az ára 35%-kal emelkedett december 6-án. Ennek következtében a Kopint-Tárki **2022.** évi fogyasztói ár-előrejelzését **14,5%-ra** (kerekítéssel akár 14,6%-ra) emeli, ezen belül a várható decemberi árindexet 26,7%-ra.

**2023-ban az ideinél bizonyosan magasabb, 19% körüli éves árindex prognosztizálható, felfelé mutató kockázatokkal.**

A jövő évi magas árindex oka jórészt a bázishatás: a háztartási energia egészen 2023 szeptemberig számottevően emelni fogja az év/éves árindexet (az „alacsony” bázis miatt) az üzemanyagok esetén pedig szinte az egész év folyamán várható ez a hatás. Mint az alábbi ábrából látható, ez kifejezetten optimista becslés, mivel a havi árindexek folyamatos csökkenésével számol.



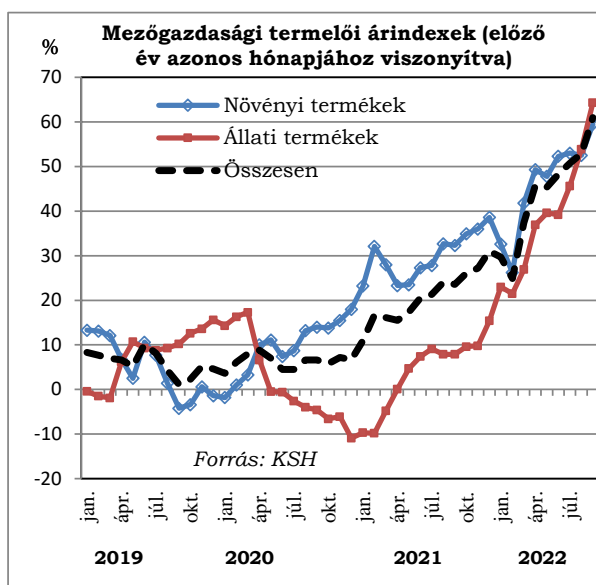
A legfontosabb bizonytalansági tényezők a jövő évi árindex-szel kapcsolatban:

- Az élelmiszerárak emelkedésének 2022 utolsó negyedében már 40% feletti üteme, 2023 első harmadában fennmarad. A bázishatás mellett ezt támasztja alá a jövőre tovább emelkedő kereskedelmi különadó, amely túlnyomórészt a nagy láncokat terheli, amelyek az alacsonyabb árakkal korábban kifejezetten infláció-mérséklő hatást fejtettek ki. Az év folyamán az év/éves élelmiszer-áremelkedés folyamatosan mérséklődhet, így decemberre 10-15% körüli ütemre süllyedhet. Ha ez az optimista feltételezés helytálló, akkor az éves élelmiszer-infláció 2023-ban 29-30% lehet, az első félévben még 40% feletti, a másodikban 18%.
- Az emelkedő kereskedelmi különadók infláció-gerjesztő hatása mellett további felfelé mutató kockázat a termelők és kereskedők árképzési gyakorlatának a beragadása. 2022-ben az érintett cégek az árstopok és a kereskedelemre kivetett extraprofit-adónak nevezett nagyszegű (62 milliárd forint) különadó kivetése miatt addicionális áremelésekre kényszerültek, olyan termékeknél is, amelyeknél ezt a beszerzési ár emelkedésének a mértéke nem indokolta. 2023-ban, ha az élelmiszer-árstopok megszűnnek, ez pótlólagos áremelkedést okoz, mivel azok az árak, amelyeket kifejezetten az extra adóterhek miatt, kényszerből emeltek a kereskedők, nem, vagy csak részben (pl. akciók formájában) fog visszamenni.
- A prognózis csak enyhén emelkedő, nagyjából stagnáló üzemanyagárakkal számol 2023-ban. Ez azonban a most már szabadáras üzemanyagok esetében nem csak a világpiaci árak változásától függ, hanem az **árfolyam** alakulásától is. Amennyiben a forint árfolyama az ideihez hasonló ütemben gyengül, akkor az pótlólagos inflációt okoz a jelenlegi prognózishoz képest.
- 2023-ban számtalan egyéb, korábban nem tapasztalt bizonytalanság övezi az inflációs előrejelzést, mint például az orosz agresszió kimenetele, a nemzetközi olajárak alakulása. Ilyen például az EU-országokban tapasztalható inflációs-mérséklődés, ami kedvező esetben az importált infláció mérséklődésének az irányába mutathat.

## Termelői árak

A magas fogyasztói árindex fennmaradására, illetve további emelkedésére utal az ipari, feldolgozóipari, mezőgazdasági és építőipari termelői árindexek magas szintje és folyamatos emelkedése.

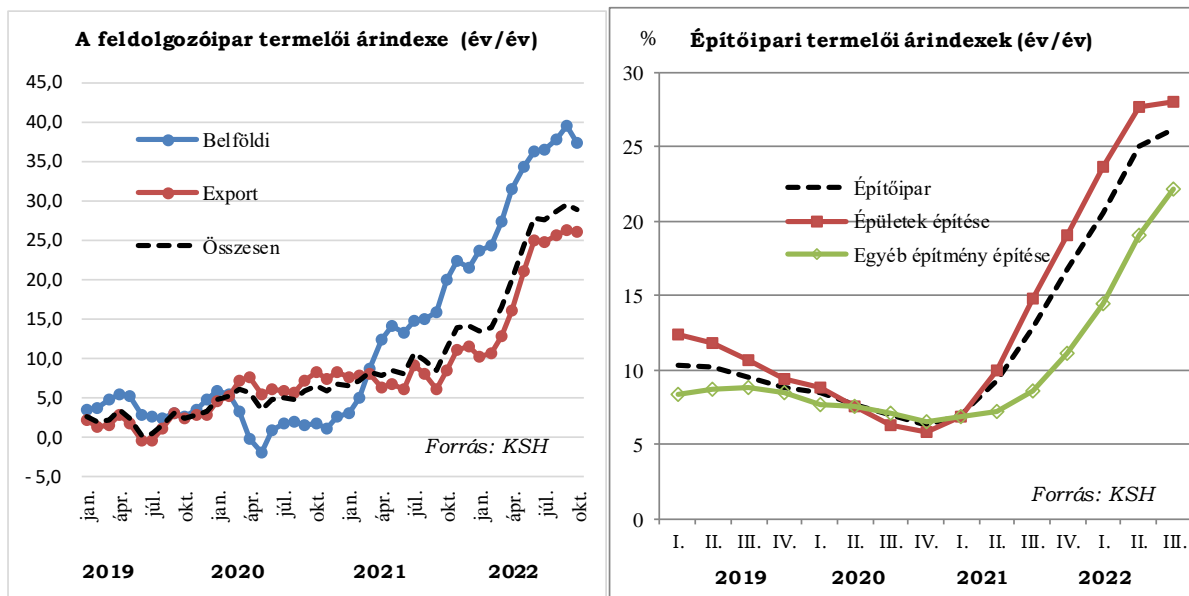
A mezőgazdasági termelői árak 2022 szeptemberében 61%-kal voltak magasabbak, mint 1 évvel korábban, ezen belül a növényi termékek árindexe valamivel kevésbé, az állati termékeké jobban nőtt. A mezőgazdasági ráfordítások (inputok) árszintje is lényegesen nőtt, de a harmadik negyedében az emelkedés lelassult. A harmadik negyedében az



agrárrolló pozitívvá vált: a termelői árindexek meghaladták a ráfordítás-árak emelkedését.

A *feldolgozóipar* termelői árai 2022 január-októberben 23,1%-kal haladták meg az előző évi szintet, októberben 28,9%-kal. Ezen belül a *belföldi értékesítés* árai kimagasló ütemben emelkedtek, októberben 37,3%-kal voltak magasabbak, mint az előző év októberében. miközben az exportárak „csak” 26,1%-kal. Az árindexet tehát a belföldi értékesítési árak húzták felfelé. Ez különösen annak fényében figyelemre méltó, hogy 2022 októberében a forint árfolyama 14,2%-kal volt gyengébb, mint az előző év októberben.

Az *építőipar* termelői árindexe 2020 közepe-vége óta meredeken ível felfelé, és 2022 harmadik negyedévében már meghaladta a 26%-ot. Ezen belül az épületek építési árainak emelkedése a harmadik. negyedévben megtorpant (28%), az egyéb építmények árindexe még gyors ütemben emelkedett.



## 2.5.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok

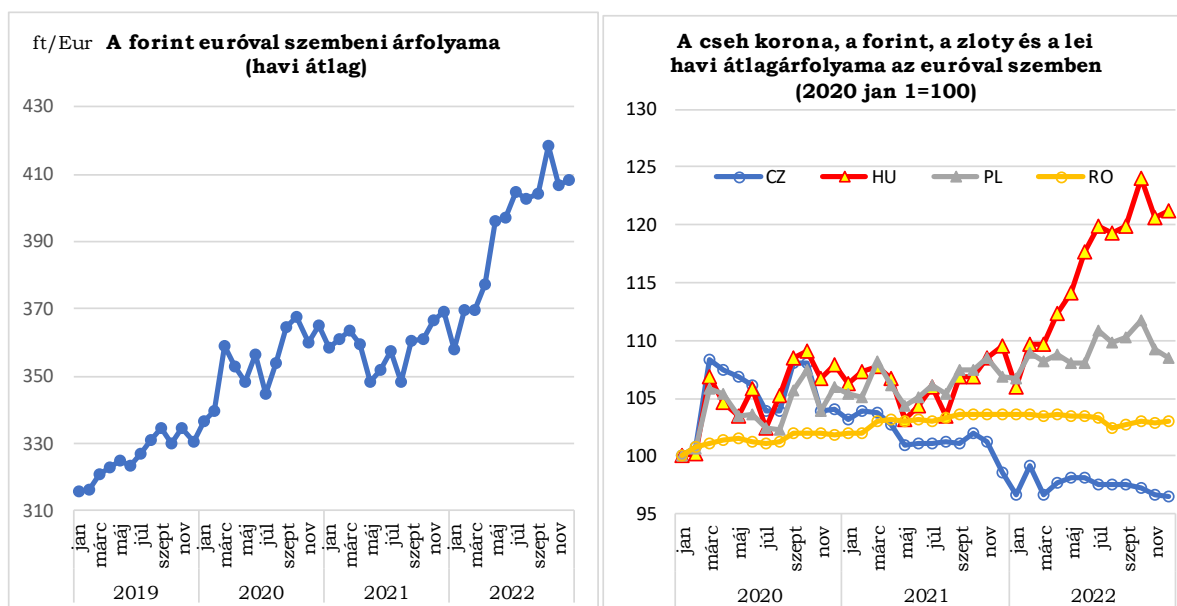
### Jegybanki kamatok és árfolyam

A 2021. évi viszonylag stabil szint után, 2022-ben februártól szinte folyamatosan gyengült a magyar fizetőeszköz euró-árfolyama, kisebb kilengésekkel. 2022. december 10-én 418 forinton állt az árfolyam, ami 16,7%-kal magasabb, mint januárban. 2019. januárjához képest pontosan 100 forinttal kerül többre 1 euró 2022 december elején.

Több beszakadás is történt az év folyamán az árfolyamban, amelyeket pár hetes konszolidáció vagy éppenséggel némi korrekció követett, mielőtt az újabb árfolyamsokk bekövetkezett. A folyamatos lassú gyengülés után júliusban átlépte az euróárfolyam a 400 forintot. Kis korrekció után a következő sokk 2022 októberében következett be, amikor október 13-án a forint euró-árfolyam átlépte a 430 forintot.

Utóbbi előzménye a Monetáris Tanács szeptember végi döntése volt, amelyben a jegybanki alapkamatot 125 bázisponttal 13%-ra emelte, és egyidejűleg bejelentette a kamatemelési ciklus lezárását. A bejelentés zavart okozott a piacon, mivel a befektetők nehezen tudták értelmezni a döntést azzal párhuzamosan, hogy maga a jegybank az infláció további jelentős emelkedését jelezte előre. Az ezt követő viharos és megállíthatatlannak tűnő árfolyam-gyengülés hatására a jegybank újabb intézkedésre kényszerült: október 14-én bejelentette az egynapos (O/N) fedezett hitel 950 bázispontos emelését, 25%-ra. Ezzel egyidejűleg egy új monetáris eszközt, az ún. egynapos (O/N) betéti **gyorstendert** vezetett be, amelynek kamatát napi rendszerességgel, a korábbinál magasabb kamatszinten hirdeti meg. Ez a kamatszint azóta 18%, ezen a kamaton tudják a bankok pénzeszközeiket a jegybankban elhelyezni.

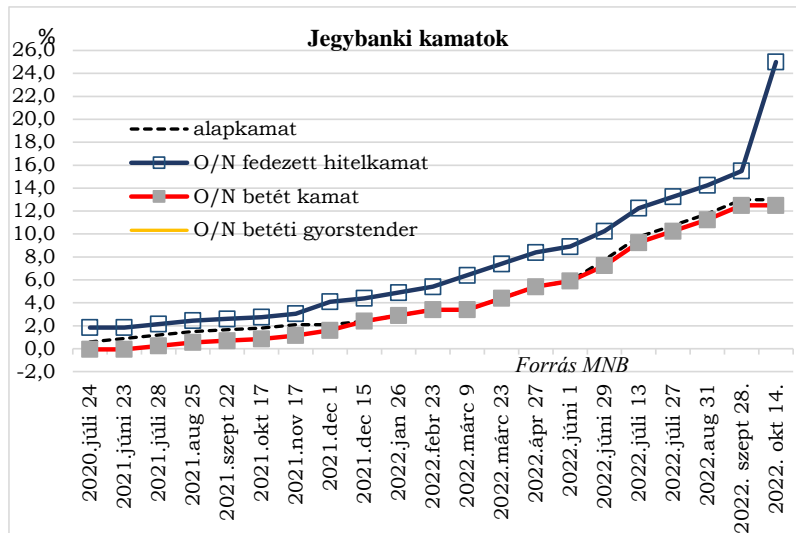
A jegybank korrekciója megakadályozta ugyan a forintárfolyam elszabadulását, de az árfolyam azóta is nagyjából a 410 forint körül ingadozik, és a banki hitelkamatok ugrásszerűen megemelkedtek, mind a nem-pénzügyi vállalatok, mind a lakossági hitelek terén.



Ugyanakkor, a többi régiós deviza egyáltalán nem, vagy alig gyengült az elmúlt időszakban. A háború által szintén közvetlenül érintett (szomszédos) román valuta árfolyama stabilan tartja magát, mivel a jegybank folyamatos intervencióval menedzseli

a lej árfolyamát, amit a devizatartalékok magas szintje tesz lehetővé. A cseh korona éppenséggel erősödött 2021 ősze óta. Az orosz támadás elítélésében erősebben involválódott Lengyelország valutája is csak mérsékelten reagált az orosz agresszióra: a zloty árfolyama 2022 január-november között csupán 5,6%-kal gyengült, míg a magyar forint 16,7%-ot veszített az értékéből az euróval szemben.

A forint árfolyamának gyengülése tehát nem a szomszédban zajló háborúhoz köthető, hanem sokkal inkább a romló makrogazdasági egyensúlyi mutatókhoz (magas költségvetési hiány, annak kétséges hatású kezelése és a fizetési mérleg emelkedő hiánya), valamint a magyar politika iránti bizalom megrendüléséhez, a magyar kormány együttműködési készségének hiányához az EU-val. A bizalom hiánya pedig a háború okozta feszült pénzügyi légkörben a sérülékeny országokat különösen sújtja. A magyar infláció a legmagasabb az EU-ban és továbbra is bizonytalan az Európai Unióval a 7 éves Partnerségi Megállapodásról és a Helyreállítási és Ellenállási Eszköz igénybevételéről szóló megállapodás esélye.



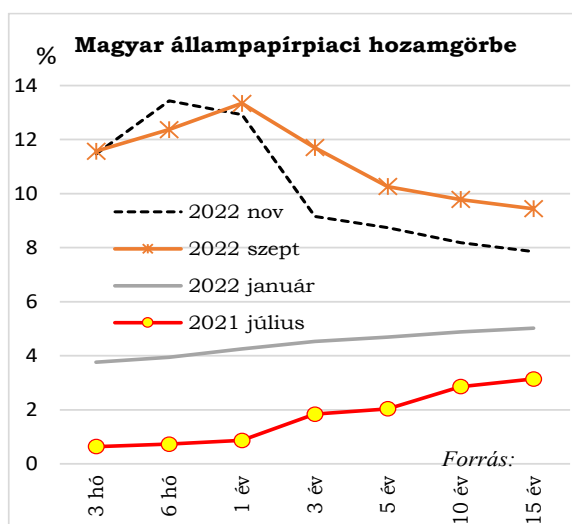
A jegybanki szigorítás a jelek szerint a továbbiakban már nem az alapkamat mértékében, mégcsak nem is a betéti- és hitelkamatokban, hanem a likviditásszűkítő eszközökben ölt testet. Október 1-től a jegybank a kötelező tartalékrátát 1%-ról 5%-ra emelte, valamint az alultartalékolás esetén alkalmazott büntető kamatlábat 26%-ra (az alapkamat kétszeresére). Emellett új értékpapírokat vezetett be, amelyek kamatozása az alapkamathoz igazodik. A jegybank várakozásai szerint 2022 negyedik negyedévében a szeptemberi 400 milliárd forintról 2700 milliárd forint közelébe emelkedik az MNB által a tartalékszámlán sterilizált bankrendszeri likviditás havi átlagos volumene.

## Állampapír-piaci hozamok

Az elmúlt hónapokban az állampapírpiaci hozamok – nem függetlenül az árfolyam alakulásától – erősen váltakozó mozgást, de tendenciájában határozottan romló irányzatot mutattak.

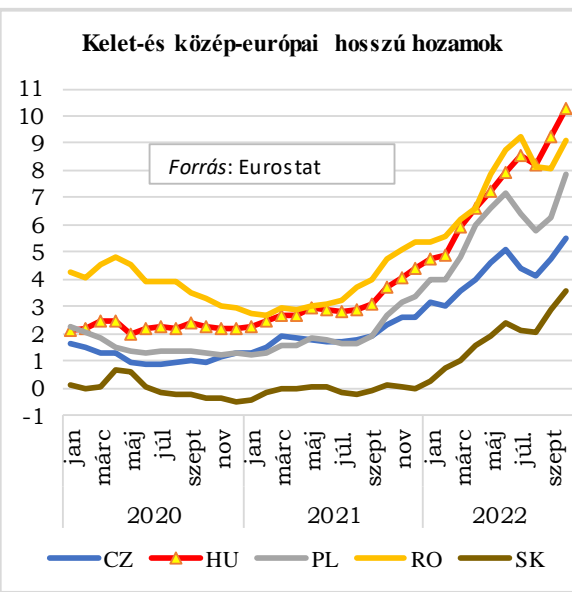
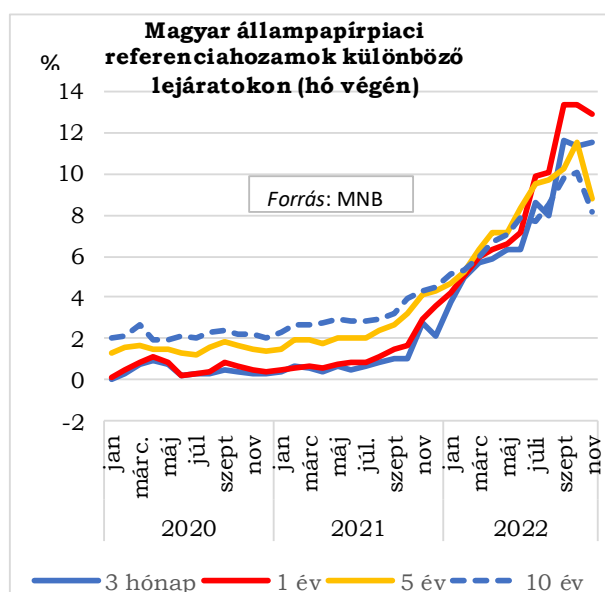
2021 szeptembere óta a hozamok minden lejáraton, 2022 nyaratól gyorsuló ütemben emelkedtek. A hozamok a lokális csúcspontot 2022 október végén érték el, novemberben némi mérséklődés következett be (a 3 hónapos papírok hozamán kívül), december elején azonban ismét elindultak a hozamok felfelé.

2022 folyamán a hozamgörbe lényegesen átalakult. A legjelentősebb emelkedés a rövid hozamok terén történt: a 3 hónap és 1 év lejárat közötti papírok hozama több, mint megháromszorozódott 2022 január és november között. 2022 november végén, paradox módon, a 6 hónapos papírok hozama lett a legmagasabb, meghaladta a 13%-ot (december 9-én már a 14%-ot is). Rövid és enyhe novemberi mérséklődés után az 1 éves papírok is ismét a 13% felé közelítenek, és a 3 és 5 éves papírok hozama is visszaemelkedett 10% fölé.



A konvergencia-kritérium alá eső 10 éves papírok hozama a 2022 januári 4,88%-ról októberben 10% fölé, több mint kétszeresre nőtt, ezt követően kissé mérséklődött, de december elején ismét közelíti a 10%-ot.

A 10% körüli magyar 10 éves állampapír-hozam messze kiemelkedik a régiós folyamatokból, annak ellenére, hogy a többi országban is hozamemelkedés történt. Az euróövezet-tag szlovák állam még 2022 októberében is 3,55%-on, Csehország pedig 5,52%-on tudott 10 éves állampapírt értékesíteni. Októberben Lengyelország 10 éves állampapírpiaci hozama 7,82% volt, a román hosszú hozam pedig 9,13 % volt, több mint 1 százalékponttal alacsonyabb, mint a magyar.



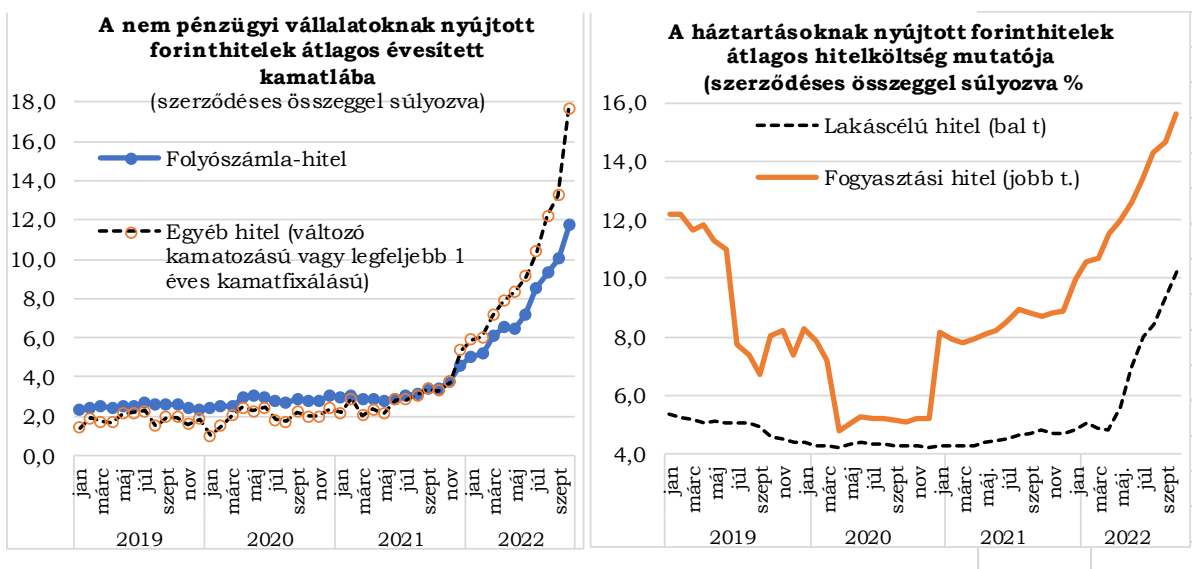
## Vállalati és lakossági kamatok

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

Minden lejáraton emelkednek az évesített átlagos kamatlábak a nem-pénzügyi vállalatok számára, ami a vállalatok hitelfelvételi képességét a közeljövőben számottevően korlátozni fogja. A vállalatok forgóeszköz-finanszírozását tekintve különösen hűsbavágó a *folyószámla-hitelek* átlag-kamatának a 2022 januári 5,02%-ról novemberre 12% közelébe emelkedése. Az *egyéb* vállalati hitelek terén, amelyek jellemzően beruházási-fejlesztési célokat szolgálnak, a kamatláb emelkedése drasztikusabb volt: a változó kamatozású vagy 1 éven belüli hitelek kamata a januári 5,91%-ról októberre 17,66%-ra nőtt. Az 1-5 éves kamatfixálású, legfeljebb 1 millió euró összegű forinthitelek kamata októberre 13,15%-ra, az 5 éven túliaké 11,2%-ra emelkedett. Viszonylag jobb a helyzet az 5 éven túli és 1 millió euró feletti hitelek kamatánál, amely szeptemberben 6,2% volt (októberre az MNB nem közölt adatot). Ez a hitelfajta azonban alacsony arányt képvisel a nem-pénzügyi vállalati „egyéb” hitelek között, nem éri el a 10%-ot.

A háztartásoknak nyújtott *fogyasztási hitelek* átlagos hitelköltség-mutatója szintén viharosan emelkedett, 2022 októberében elérte a 15,62%-ot. Ilyen magas a fogyasztási hitelek kamata utoljára 2016 elején volt. A *lakáshitelek* átlagos hitelköltség-mutatója 2022 októberében átlépte a 10%-ot, az év eleji 4,8% után. Ez már az a kamatszint, amely mellett a lakossági ingatlan-finanszírozás kifejezetten kockázatosnak minősül. Ez tükröződik az új lakáshitelek összegében: 2022 októberében az új lakáshitelek összege 60 milliárd forint alá csökkent, miközben májusban még meghaladta a 150 milliárdot. A közeljövőben a lakossági ingatlanhitel-felvét további csökkenésére lehet számítani.

Az elmúlt években felvett hitelek túlnyomó része 5-10 éves kamatfixálás mellett kötött, a régi hitelek jelentős része azonban változó kamatozású. A lakáshitelek kamatsapkája csak átmenetileg fedi el ennek kockázatát.





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

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022*	2023*
<b>GDP-AGGREGÁTUMOK</b>										
<b>ÉVES REÁLNOVEKEDESE</b>										
GDP összesen	4,2	3,7	2,2	4,3	5,4	4,9	-4,5	7,1	4,5	-0,5
Belföldi felhasználás	5,3	2,0	1,8	5,7	7,1	7,1	-2,6	6,2	3,9	-2,2
Magánfogyasztás	2,2	3,6	4,1	4,5	4,2	4,5	-1,9	4,2	5,4	-2,0
Közösségi fogyasztás	8,9	1,3	0,5	3,8	4,2	9,4	3,9	3,1	0,5	-1,0
Bruttó felhalmozás	12,5	-1,6	-3,5	10,1	15,9	12,1	-6,8	11,7	2,8	-3,0
ebből: állóeszköz- felhalmozás	12,2	4,9	-10,6	19,7	16,3	12,8	-7,1	5,2	4,6	-3,0
Export <sup>a</sup>	9,2	7,4	3,8	6,5	5,0	5,4	-6,1	10,3	7,8	1,0
Import <sup>a</sup>	10,9	5,7	3,5	8,4	7,0	8,2	-3,9	9,1	7,1	-1,0
<b>TERMELÉSI INDEXEK</b>										
Mezőgazdasági kibocsátás (bruttó)	11,4	-2,5	9,4	-4,1	2,6	-0,1	-2,4	-0,7	-18,7	5,0
Ipari termelés	7,7	7,4	0,9	4,6	3,5	5,6	-6,0	9,5	5,9	1,7
Kiskereskedelmi forgalom volumene	5,2	5,8	4,8	5,6	6,7	6,3	-0,1	3,7	5,7	-2,0
<b>FOGLALKOZTATÁS, JÖVEDELMEK</b>										
Foglalkoztatottak száma	4,8	2,7	3,4	1,5	1,3	0,8	-0,9	0,7	1,2	-1,0
Munkanélküliségi ráta (15-74 éves népesség)	7,5	6,6	5,0	4,0	3,6	3,3	4,1	4,1	3,6	4,1
Bruttó nominális keresetek	3,0	4,3	6,2	12,9	11,3	11,4	9,7	8,7	17,5	14,0
Nettó reálkeresetek	3,2	4,4	7,4	10,3	8,3	7,7	6,2	3,4	2,6	-4,2
<b>ÁRAK, ÁRFOLYAMOK, KAMATOK</b>										
Fogyasztói árindex	-0,2	-0,1	0,4	2,4	2,8	3,4	3,3	5,1	14,5	19,0
Forint/euró árfolyam (éves átlag)	309	310	311	309	319	325	351	359	392	410
Dollár/euró árfolyam (éves átlag)	1,33	1,11	1,11	1,13	1,18	1,12	1,14	1,18	1,05	1,04
Rövidtávú kamatok (3 hó), időszak vége	1,43	0,80	0,06	-0,01	0,00	-0,01	0,28	2,16	12,0	8,0
Hosszútávú kamatok (10 év), időszak vége	3,60	3,33	3,16	2,02	3,01	2,01	2,08	4,51	9,5	7,0
<b>FIZETÉSI MÉRLEG</b>										
Folyó fizetési és tökemérleg a GDP %-ában	4,9	6,9	4,5	2,8	2,5	1,1	1,0	-1,5	-7,0	-3,5
<b>ÁLLAMHÁZTARTÁS</b>										
Államháztartás egyenlege, a GDP %-ában	-2,8	-2,0	-1,8	-2,5	-2,1	-2,0	-7,5	-7,1	-6,1	-4,0
Bruttó államadósság, a GDP %-ában <sup>b</sup>	76,5	75,8	74,9	72,1	69,1	65,3	79,3	76,8	75,0	72,0

a A GDP-statisztika szerinti áru- és szolgáltatásexport és -import

b Az államháztartás az Eximbankkal együtt

\* A Kopint-Tárki előrejelzése

Forrás: KSH, MNB