



Konjunktúrajelentés

A világgazdaság és a magyar gazdaság helyzete
és kilátásai 2023 tavaszán

2023/1

Lezárva: 2023. április 17.

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

info@kopint-tarki.hu

Tartalom

Összefoglaló.....	5
A világgazdaság	5
A magyar gazdaság.....	9
Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa	13
1.1. A világgazdasági helyzet	14
1.2. Világkereskedelem és nyersanyagpiacok.....	15
1.3. Nemzetközi pénzügyi piacok.....	21
1.4. Az Európai Unió nemzetközi környezete	23
1.5. Az Európai Unió gazdasága	28
1.6. Közép-kelet európai új EU tagállamok	32
II. Magyar gazdaság	38
2.2. A GDP termelési oldala	46
2.3. A GDP felhasználási oldala	52
2.4. Foglalkoztatottság, munkanélküliség.....	59
2.6. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok	60
2.5.2. Infláció	65
2.5.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok.....	68
Gazdasági jelzőszámok 2015-2022-re, előrejelzés 2023-ra és 2024-re	72

Összefoglaló

A világgazdaság

A **világgazdasági helyzet** tekintetében mind az idén, mind jövőre nagy a bizonytalanság. Míg a globális növekedés tavaly 3,2%-ra mérséklődött az OECD legfrissebb adatai szerint, az idén és jövőre is további lassulásra számíthatunk, s a világgazdaság növekedése mindkét évben 3% alatt marad. Az IMF hasonlóan borúsán látja a helyzetet, s legfrissebb prognózisában hangsúlyozza, hogy a fokozódó geopolitikai feszültségek és a még mindig magas infláció mellett erőteljesebb globális növekedés elképzelhetetlen. Így nem véletlen, hogy az egyes főbb régiókra megjelenő prognózisok mind alacsonyabb növekedéssel számolnak 2023-24-ben, mint az azt megelőző két évben. Ugyan Kína esetében a növekedés lassulása nem volt olyan mértékű, mint amitől tartottak, s idén már újra 5% feletti GDP bővüléssel számolhatunk, míg az USA-ban a szigorú monetáris politika jelentősen fékezi a növekedést, Európában az orosz-ukrán konfliktus gazdasági következményei egyre inkább érződnek, s emellett a még mindig magas infláció és a korábbiaknál zordabb finanszírozási körülmények – országonként különböző mértékben – de erősen visszafogják a GDP bővülést. Ennek ellenére a téli hónapokban sikerült elkerülni a recessziót, ami elsősorban az enyhe télnek és a csökkenő energiaáraknak volt köszönhető.

A **világkereskedelem** volumene érezhetően lassul idén, mivel véget értek azok a készletezési ciklusok, amelyek a pandémia és a háború idején indultak el. A logisztikai vállalatok már jelentős keresletcsökkenésről számoltak be. A közeljövőben várható a világkereskedelem szerkezeti átalakulása, mivel egyre több vállalat helyezi át termelését Kínából más, környező országba, elsősorban Indiába és Vietnámba. Ebben nem csak a politikai nyomás játszik szerepet, hanem az is, hogy Kína egyes részein már csak nagyon szűk munkaerőpiaci kínálat áll rendelkezésre. Az alternatív országok infrastruktúrája olyannyira fejletlen Kínához képest, hogy a teljes leválás a távol-keleti országból nem lehetséges, mivel még szükség van annak logisztikai kapacitásaira.

Tavaly éves átlagban a **Brent nyersolaj** ára hordónként 101 dollárt ért el, míg az év első negyedében az átlag 81 dollárra mérséklődött, ezáltal folytatódott a tavaly november végével megindult csökkenő trend, s a bankválság okozta zavarok, meg a recessziós félelmek miatt márciusban a nyersolaj ára 71 dolláros szinttel 15 hónapos mélypontra zuhant. Április elején újra emelkedő trend volt megfigyelhető, mivel az OPEC-országok termeléskorlátozó intézkedéseket jelentettek be. A kínai kereslet várható bővülése, az orosz kitermelés visszafogása mind az árak emelkedésére számító spekulációt erősíti. Így éves átlagban az idén 80 dollár fölött lehet a hordónként olajár. A **gázpiacon** is folytatódott az árak visszaesése. Az átlagosnál enyhébb téli időjárás következtében az európai gáztárolók töltöttsége is jóval a szezonális értékek fölött alakult, Ugyanakkor a kínai kereslet élénkülése a gázpiacokon is változásokat hozhat, különösen az LNG gáz iránt kereslet emelkedhet.

A **nem energiahordozó nyersanyagok** piacán némi korrekció volt megfigyelhető az elmúlt félévben, ami a globális gazdasági lassulás, a recessziótól való félelem, valamint a véget ért készletezési ciklus eredménye. Az élelmiszerárak emelkedése megtorpant, de meglehetősen nagy az aszimmetria a termékek között. Az ipari fémek ára azonban márciusban enyhe emelkedésnek indult, ami még nem nevezhető trendszerűnek, azonban a gyors kínai gazdasági újraindulás nyersanyagigénye akkora, hogy egyáltalán

nincs kizárva, hogy a fémek esetében újra megjelenjen majd a 2021-ben tapasztalt magas világpiaci árak.

A legfrissebb **inflációs** adatok az áremelkedés ütemének mérséklődését jelzik, ami elsősorban az energiaárak csökkenésének volt köszönhető. Az árcsökkenésben a bázishatás is szerepet játszik. A maginfláció emelkedő trendje a legtöbb országban jellemző maradt, tehát látszik, hogy időbe kerül, amíg az energiaárak mérséklődése az egyéb termékek árában is megmutatkozik. Így összességében arra számíthatunk, hogy az idén az infláció ugyan mérséklődik, de a fogyasztói árindexek még viszonylag magasak maradnak. A vezető jegybankok egyelőre tovább folytatják a szigorú **monetáris politikát**, ugyanakkor ebben a vonatkozásban is jelentősek a bizonytalanságok. A márciusi amerikai bankcsőd és a svájci bankrendszerben megjelenő problémák megrengették a piacok bizalmát. A FED várhatóan lassít a kamatemelés ütemén, az előrejelzések szerint az idén még egy 25 bázispontos emelésre kerülhet sor, de már a kamatemelési ciklus szüneteltetését vagy lezárását sem tartják kizártnak. Az EKB egyelőre még újabb kamatemeléseket lengetett be. Mivel az infláció mindenütt a jegybanki célérték felett mozog, a monetáris szigor egyelőre megmarad, de már látszik, hogy akár az év vége felé, de inkább jövőre megindulhat egy óvatos lazítás.

Az **Európai Unió külső környezetében** is egyre inkább látszanak a növekedésslassulás jelei. Az idei év első hónapjaiban az **amerikai gazdaság** még megőrizte korábbi lendületét, ugyanakkor számos jel utal arra, hogy az idén a tavalyinál lassúbb, csupán 1% körüli növekedésre lehet számítani. A lakásépítés negatív trendje folytatódik, a tavalyi 11%-os visszaesést az idén is hasonló mértékű zsugorodás követheti; az ipari rendelésállomány csökken, aminek következtében a vállalati beruházások lanyhulása várható. A magánfogyasztás tavaly még a pandémia alatt felhalmozódott megtakarítások következtében viszonylag élénk volt, azonban ezek a források kezdenek kiapadni, míg az inflációs ráta – bár csökkenő trendet mutat – továbbra is elég magas. Ez utóbbi kezdi a fogyasztókat óvatosabb magatartásra ösztönözni, amit a megtakarítási ráta utóbbi hónapban tapasztalt lassú emelkedése is jelez. A munkapiaci mutatók egyelőre még kedvezőek, azonban a foglalkoztatás bővítésének korlátot szab, hogy a bérek emelkedése megindult.

Japánban a gazdasági teljesítmény tavaly év vége táján elég gyenge volt. Az 1%-os gazdasági növekedés a magánfogyasztásnak és az exportnak volt betudható, míg a vállalati beruházások visszaestek. Az idei év első negyedében sem nagyon látszik javulás, a feldolgozóipari megrendelések, különösen a gépiparban visszaestek, így a beruházások élénkülésére nem igen lehet számítani. A szolgáltatások terén némileg pozitívabb a helyzet. Az infláció egyelőre nem csitul, de az év további részében az alacsonyabb nyersanyagárak hatására már némi javulás várható, de összességében marad – a japán mértékkel mérve – viszonylag magas szinten, 2,5% körül. Az inflációt a továbbra is leértékelődő japán jen is felfelé nyomja, bár ez utóbbi a dollárral szemben valamelyest erősödött az utóbbi időben.

Az **Egyesült Királyság** tavaly jelentősen szenvedett a magas inflációtól. 2022 harmadik negyedében visszaesés volt tapasztalható, a negyedik negyedben pedig stagnált a gazdaság. Ennek ellenére a GDP 2022-ben – a vártnál gyorsabban – 4,1%-kal bővült. Míg tavaly a magánfogyasztás és az export elég gyenge teljesítményt nyújtott, addig a vállalati beruházások és az állami fogyasztás élénkebb volt. Az infláció 2022-ben 9,1% volt éves átlagban, s idén februárban még mindig 10,4% volt az egy évvel ezelőtti szinthez képest, s várhatóan az év többi részében is viszonylag magas marad, legfeljebb jövőre

jön egy lassulás. Mindez a reáljövedelmek jelentős csökkenését hozza magával, ebből következően a magánfogyasztás az idén inkább stagnálni fog. Mivel a magas inflációra a brit jegybank erőteljes kamatemeléssel reagált (jelenleg 4,25% az alapkamat), a dráguló finanszírozási költségek és a kedvezőtlen nyereségkilátások mellett a vállalati beruházások sem nagyon élénkülnek az idén. A brit gazdaság egyre inkább érzi a Brexit következményeit is. Így összességében az idén a legtöbb előrejelző enyhe visszaesést vár, s jövőre is csak mérsékelt – kicsivel 1% feletti – növekedést.

A tavalyi gyenge gazdasági teljesítményt követően 2023-ban **Kínának** minden bizonnyal sikerül dinamikusabb növekedési pályára állnia, de még nem világos, hogy mennyire lesz tartós ez a fellendülés. A 2022. évi 3 százalékos növekedést az idén az OECD és IMF előrejelzése szerint egy kicsivel 5% feletti növekedés követheti. A növekedés hordozója a lakossági szolgáltatások bővülése és a COVID alatt „kiéheztetett” lakosság fogyasztási cikkek, berendezések és járművek iránti keresletének ugrásszerű növekedése lesz. A beruházások terén a hangsúlyt a megújuló energiaforrások kiaknázásához szükséges berendezésekre és a magas hozzáadott értéket képviselő termékek gyártása által igényelt eszközökre helyezik. Mind a polgári, mind a hadiipar szükségleteinek kielégítése érdekében a legkorszerűbb technológiai vívmányok ipari termelésbe vonása lesz a fejlődés fő iránya.

Tavaly az **euróövezet** GDP-je 3,5%-kal bővült. 2022 utolsó negyedéig volt elég erő az euróövezet gazdaságaiban, hogy a magas energiaárak, a gyorsuló infláció, s a csökkenő vásárlóerő ellenére a recessziót elkerülje. Az egyes országok között nagyok a különbségek. A negyedév/negyedéves adatok azonban mindenütt a GDP bővülés ütemének jelentős mérséklődését mutatják 2022 utolsó negyedében. A jelenlegi előrejelzések az idei évre is lassú növekedést vetítenek előre: becsléseink szerint az EU-20 GDP-je 0,9%-kal bővülhet, s az EU-27 átlaga is ekörül lehet. Jövőre valamelyest élénkülhet a növekedés, de egyelőre 1,6%-nál nagyobb GDP-bővülést nem várunk. Az **EU-27** esetében is legfeljebb 1,7% lehet a 2024. évi növekedés. A GDP egyes felhasználási komponenseit tekintve a magánfogyasztás az idén mérsékelt, 0,9%-os bővülést mutathat, mivel a csökkenés ellenére még most is erőteljes infláció tovább csökkenti a magánháztartások vásárlóerejét. Ugyanakkor az infláció mérséklődésével a fogyasztás élénkülése is bekövetkezhet. A bizonytalan exportkilátások következtében a vállalkozások inkább visszafogják beruházási tevékenységüket, s a szigorú monetáris feltételek sem ösztönzik őket a költsékezésre. A romló külpiaci feltételek következtében az export is csak mérsékeltten bővül, a nettó export enyhén negatív lehet. Az állami kiadások a tavalyinál mérsékeltébb ütemben nőnek.

Az **infláció** tavaly 8,4%-kal emelkedett az euróövezet átlagában, az idén a ráta éves átlagban 5,4%-ra mérséklődhet, s jövőre 2,9%-kal már közelít az EKB célértékéhez. Ugyanakkor ebben az előrejelzésben vannak negatív kockázatok: mert, ha az olajár befagy egy magasabb szinten, aminek megvan az esélye, az orosz szankciók következtében újabb piaci zavarok következnek be, úgy az infláció lassulása is várthat magára. Egyelőre a maginfláció magas, márciusban 5,7% volt, s időbe telik, míg az energiaárak csökkenése átgyűrűzik a nem-energiahordozó termékek árába, s a maginfláció is csökkenésnek indul. Az élelmiszerárak emelkedése még nem állt meg, s márciusban is 15,4%-kal haladta meg az előző évi szintet.

Míg **Németországban** tavaly évvégén nagyon borús előrejelzések fogalmazódtak meg, addig az idén év elején javulni látszik a hangulat. Az IFO konjunktúra index is a vártnál jobban emelkedett, az ipari megrendelések is nőttek. Azért nincsenek vérmes kilátások: az idei GDP a tavalyi 1,8%-os növekedés után legfeljebb 0,2%-kal bővílhet, s jövőre is 1% körüli növekedés várható. Az energiaválság és az ukrán-országi háború következményei a pandémia utáni kilábalás hatásait jelentősen rontották. A továbbra is magas infláció a reáljövedelmeket csökkenti és a vállalatokat is óvatosabbá teszi. A tavalyi 8,7%-os inflációs ráta után 2023-ban is még 5-6% körüli áremelkedés várható. Mindez a fogyasztói kiadásokat visszafogja, úgyhogy az idén a magánfogyasztás visszaesésére lehet számítani, s nagy valószínűséggel a beruházások is csökkenni fognak, különösen az építőipar és az energiaintenzív ágazatok terén. Az export vonatkozásában minimális bővülés várható lefelé mutató kockázatokkal, hiszen a világgazdasági környezetben is a lassulás jelei dominálnak. 2022 utolsó negyedében a Kínába, az egyéb ázsiai országokba, illetve az Oroszországba irányuló kivitel jelentősen csökkent, s az idei első negyedév tapasztalatai sem nagyon ígértesek. A lanyha belső kereslet és a magas energiaárak következtében az import is mérséklődött, így a nettó export mely tavaly még fékezte a növekedést, az idén semleges marad, sőt minimálisan hozzájárul a GDP bővüléséhez.

A **közép-kelet európai** térség 2022 negyedik negyedében 1,4%-kal bővült, ami a háború árnyékában igen jó eredménynek számít. Érdemi változás ment végbe az EU-13 növekedési szerkezetében, mivel az utolsó három hónapban nem Lengyelország, hanem Románia és Horvátország számítottak a régió motorjának. Ebben kiemelt szerepe volt a pandémiát követően létrehozott uniós újjáépítési alapnak, amire támaszkodva jelentősen nőttek a román és a horvát beruházások. Ráadásul Romániába számos Oroszországból kitelepült vállalat helyezte át termelését, mivel itt még található szabad munkaerő, viszonylag jó termelékenység mellett. Idén a régió növekedését 0,5-1% körül becsüljük. Közepes valószínűséggel elmarad tehát a recesszió, ennek ára azonban, hogy az infláció idén is kétszámjegyű marad, és csak jövőre csillapodhat valamelyest, ám nagyon sok a negatív kockázat.

A magyar gazdaság

2022 negyedik negyedében a **GDP-növekedés** éves üteme mindössze 0,4% volt, vagyis az év végére vált a növekedés lassulása igazán drasztikussá. A magánfogyasztás kismértékben (közel 2%-kal) még tovább nőtt, az immár csökkenő reálkeresetek ellenére, az állóeszköz-felhalmozás ugyanakkor több mint 9%-kal visszaesett éves összehasonlításban. Ez utóbbihoz hozzájárult, hogy az állami beruházások (és az állami megrendelésektől függő pl. szállítási beruházások) visszaesése a korábbinál jóval drasztikusabbá vált az év végére, továbbá az üzleti szektornak az exportorientált feldolgozóipari szegmensén kívüli részében is a beruházások jobbra csökkentek. Emiatt a belföldi felhasználás korábbi növekedése minimális (0,2%-os) csökkenésre változott az utolsó negyedévben. Ezt azonban ellensúlyozni tudta a nettó export továbbra is pozitív növekedési hozzájárulása, így a GDP csökkenés helyett jelképes ütemben tovább nőtt. Ezzel együtt a gyenge utolsó negyedévi növekedési teljesítmény miatt 2022-ben a GDP volumene csak 4,6%-kal bővült. A gazdaság gyengélkedése még az idei év első felében is folytatódni fog, az év egészére 0,5%-os GDP csökkenést várunk.

Miközben 2022-ben a GDP 4,6%-kal emelkedett, a **bruttó hazai reáljövedelem** (RGDI) nagyjából **0,5%-kal csökkent**, így az előző évi GDP-hez viszonyítva a **külkereskedelmi cserarány-romlás** okozta jövedelemveszteség meghaladta a GDP volumen-növekedését, nagyjából 5%-ot tett ki. Ez fontos információ annak megítélése szempontjából, hogy a belföldi felhasználás volumenének növekedése (3,9%) összhangban volt-e az ország által felhasználható források bővülésével (-0,5%). A két mutató közötti diszkrépancia 2022-ben a külkereskedelmi egyenleg jelentős romlásában mutatkozott meg. A hazai GDP- és RGDI-növekedés közötti rés az EU tagországaival összehasonlítva kirívó: mesze meghaladja az EU átlagát, és Litvánia után a legnagyobb mértékű.

Az **ipari termelés** év/éves növekedése a negyedik negyedévben erősen lefékeződött – 2,8%-ra – részben a lanyhuló exportdinamika, de emellett a belföldi értékesítés csökkenésbe fordulása miatt. A jelek szerint az energiaárak megugrása már széles körben fékezte a növekedést. Az egész éves 5,8%-os bővülése ezzel együtt az ipar viszonylagos ütésállóságáról tanúskodott. Az idei év ugyanakkor nagyon kedvezőtlenül, év/éves csökkenéssel kezdődött az iparban, főként mivel a belföldi értékesítés esése szinte zuhanásszerűvé vált. A továbbiakban egyrészt e zuhanás mérséklődését, másrészt a mérsékelt exportnövekedés stabilizálódását várjuk, így éves átlagban az ipar szerény, 2% körüli növekedésével számolunk.

Annak ellenére, hogy a külső gazdasági körülmények meglehetősen kedvezőtlenek, a hazai **feldolgozóipari vállalatok** saját szubjektív és objektív helyzete pozitív képet fest. A Kopint-Tárki legfrissebb konjunktúratesztje alapján kijelenthetjük, hogy se az energiaválság, se a magas beszerzési költségek és kamatok nem okoztak tartós sokkot az ágazatban. Ugyanakkor az ország jelenlegi helyzetét és kilátásait határozottan rosszabbnak ítélik a megkérdezettek, ami arra utal, hogy a kormányzat, illetve a különböző szervezetek nem tudták feloldani a bizonytalanságot a vállalatok körében. Mindez fokozott óvatosságra inti a vállalatokat, ami hatással van a beruházási kedvre és a fogyasztói árakra is. A konjunktúra barométer 60 ponton áll, ami kifejezetten jó, míg a bizalmi index 53 pontos. Ugyanakkor a vállalatok csak most fognak szembesülni a magas infláció okozta keresletcsökkenéssel. Továbbá a vállalatok körében a

készletépítési ciklus véget érni látszik. Ebből kifolyólag igencsak kérdéses, hogy a relatív jó hangulat vajon kitart-e az év végéig.

Az **építőiparban** folytatódott a kibocsátás stagnálása az utolsó negyedévben, a mélyépítés infrastruktúra-projektek kifutása miatti visszaesésének mélyülése mellett. Az idei első két hónapban viszont már a magasépítés volumene is csökkent. Az új rendelések látványos beesése következtében mindkét építőipari főcsoportban a rendelésállomány egyre fokozódó mértékben elmarad az egy évvel korábbi szinttől. A költségvetési stabilizáció miatt halasztásra kerülő állami beruházások, illetőleg a lakásépítéseknel, iroda- és szállodaépítéseknel a lanyhuló érdeklődés mellett az építőipart továbbra is sújtják az orosz-ukrán háború által tovább súlyosbított költségproblémák. Az idei év egészére jelentős, 5-10%-os építőipari visszaesést várunk.

A befejezett és átadott **lakások** számának korábbi jó ütemű növekedése a negyedik negyedévben csökkenésre váltott, így az egész éves növekedés nagyon szerény, 3,2%-os volt. A befejezett lakások számának esése nem feltétlenül folytatódik rövid távon – a befejezésre váró projektek felhalmozódása miatt – ám egyébként lakásépítés kilátásai kifejezetten borúsak. A vásárlóerő csökkenése és a lakáshitel-kamatok emelkedése fékezi a lakásépítési aktivitást, és lassan ez válik a domináns korláttá, habár az energia- és építőanyag-árak emelkedése továbbra is sújtja az ágazatot.

A teljes munkaidős alkalmazottak nominális **keresetei** az utolsó negyedévben nagyjából a megelőző három negyedév átlagának megfelelő ütemben (17,5%-kal) nőttek, ám a megállíthatatlanul emelkedő infláció miatt ez már számottevően csökkenő reálkereseteket – és érezhetően csökkenő nettó **reálkereset-tömeget** – eredményezett. Az év egészét tekintve a reálkeresetek növekedési üteme a drámaian erős évkezdet ellenére mindössze 2,5%-os volt. Az idei év nagy részében – a csak nagyon lassan mérséklődő infláció miatt – csökkenni fognak a reálkeresetek.

A háztartások **magánfogyasztásának** dinamikája a negyedik negyedévben 1,7%-ra – ezen belül a vásárolt fogyasztásé 2,1%-ra – mérséklődött, ami a csökkenő reálkeresetek mellett meglepően jó ütemnek mondható. A kiugró első félévnek köszönhetően ugyanakkor az éves fogyasztásnövekedés 6%-os volt 2022-ben. Az idén a csökkenő háztartási jövedelem mellett a fogyasztás is visszaesik – ez a visszaesés az év elején meglehetősen meredek lesz, éves átlagban azonban viszonylag enyhe, 2% körüli csökkenésre számítunk.

A nemzetgazdasági **beruházások** korábbi növekedése az utolsó negyedévben 6,3%-os csökkenésbe fordult. Az állami beruházások, illetőleg az infrastruktúra-beruházások visszaesésének üteme jelentősen felgyorsult, továbbá – a feldolgozóipari beruházások folytatódó dinamikus bővülése ellenére – az üzleti szektor hazai piacra orientált szegmensének a beruházásai, valamint a háztartások kiadásai is visszaestek éves összevetésben. Az idei év nagy részébe ezek a tendenciák folytatódnak, bár gyengülő intenzitással. Éves átlagban 4%-os ütemben csökkenhetnek a beruházások.

Az **áru-külkereskedelem** mérlegének romlása gyors ütemben folytatódott az utolsó negyedévben is. A volumeneket illetően ugyan a helyzet tovább javult, az export növekedési üteme – teljes mértékben a gép- és járműexport lendületes bővülésének köszönhetően – meghaladta az import dinamikáját. A folytatódó súlyos cserearányromlás miatt azonban az euróban mért külkereskedelmi hiány az év végén is drasztikusan nőtt. Az egész éves hiány 8,6 Mrd euróra rúgott tavaly. Az idén ugyanakkor a hiány jelentős csökkenése várható. Egyrészt az áruexport dinamikája valószínűleg érdemben meghaladja az importét, másrészt

pedig az év elején a korábbi cserearányromlás cserearányjavulásba váltott, és e változás tartósnak ígérkezik.

2022-ben igen jelentősen, a GDP arányában 4,5-5%-ponttal emelkedett az ország **külső finanszírozási igénye**. Ez elsősorban a külkereskedelmi egyenleg rendkívüli romlásához köthető, amelynek alapvetően az energiaimport árának radikális emelkedése – a külkereskedelmi cserearányok romlása – áll a háttérben. 2021-hez viszonyítva a GDP arányában 1,5-ről 6%-ra nőtt a folyó fizetési- és tőkemérleg összevont hiánya (az úgynevezett felülről számított finanszírozási képesség), és 4-ről 9%-ra emelkedett a pénz- és tőkemozgásokat mérő pénzügyi mérleg deficitje (az úgynevezett alulról számított finanszírozási képesség). A fizetési mérleget kedvezően befolyásolta a jövedelem-egyenleg hiányának enyhe csökkenése, ezt a hatást azonban ellensúlyozta a tőkemérleg többletének (vagyis a nettó EU-transzferek) mérséklődése. 2022-ben (2021-hez hasonlóan) a GDP arányában emelkedett az ország nettó külföldi adósságállománya, és csökkent a nettó FDI-állomány. Arra számítunk, hogy 2023-ban – az energiaszámla és a belföldi felhasználás csökkenése miatt – a külkereskedelem és folyó fizetési mérleg egyenlege számottevően javulni fog.

Az **infláció** feltehetőleg 2023 januárban 25,7%-on és február-márciusban is alig mérséklődött. A 25% feletti fogyasztói áremelkedés Európában messze a legmagasabb, több mint két-és-félszerese az EU-átlagnak. A magyar infláció kifejezetten **ragadós** mutatkozik, és nem láthatók markáns jelei annak sem, hogy a vásárlóerő csökkenése számottevő árscökkenést kényszerítene ki. Kétségtelen, hogy az élelmiszerek esetében a magas áremelkedési ütemhez a kiskereskedelmi különadók 2023. évi további emelése is hozzájárul, amelyet a kereskedőknek áremelésből kell kigazdálkodniuk. Sem az élelmiszerek, sem a szolgáltatások inflációja nem esett vissza érdemben márciusban, a márciusi infláció csupán attól lett 0,2 %ponttal alacsonyabb, mint a februári, mivel a magasabb rezsiárba esők száma némileg tovább csökkent. Az év első felében még 20% feletti index várható, mivel az előző évi bázis viszonylag alacsony. Az első félévben az átlagos árindex 24-25 körül lehet. Számottevő csökkenés szeptemberben várható, amikor a tavalyi rezsiár-emelés hatása bekerül a bázisba, és egy újabb decemberben, amikor a tavalyi üzemanyagár-felszabadítás emeli meg a bázist. Van esély arra, hogy decemberre 10% alá essen az árindex, de a **2023. évi infláció 19% körül** várható. 2024-re 6% körüli fogyasztói árindexet jelzünk előre.

2022-ben a kormányzati szektor ESA-hiánya a hivatalos hiánycélt kismértékben meghaladva a GDP arányában **6,2%-ra csökkent** az előző évi 7,1%-ról. A központi alrendszer pénzforgalmi hiánya 700 milliárd forinttal magasabb volt, mint az eredményszemléletű érték és a központnál tavaly is folytatódott az év végi kiköltekezés gyakorlata. A gyökeresen átszabott **2023. évi költségvetést** a **rezsivédelmi erőfeszítések** a határozzák meg, miközben a hiánycél 3,9%-ra emelkedett. Várakozásunk szerint **az államháztartási hiány az idén 4% körüli szintre csökkenthet** a GDP-arányában. A tervezettnél magasabb infláció mellett a bevételek az előirányzatokhoz hasonlóan alakulhatnak, energiaszámlánál jelentkező megtakarítások pedig ellensúlyozhatják a kiadási többleteket. További intézkedések nélkül azonban 2024-ben csak szerény mértékű egyenlegjavulásra számítunk.

A GDP-arányos bruttó államadósság tavaly több mint 3 százalékponttal mérséklődött és elérte a 73,3%-ot. Miközben adósságállomány forintértéke tetemesen nőtt, az

adósságrátát erőteljesen porlasztotta a folyóáras GDP 20 százalékot meghaladó emelkedése. A továbbra is kétszámjegyű árszintemelkedés mellett az adósságráta az idén 70% alá süllyedhet.

A 2022-ben látott jelentős gyengülést követően **a forint több mint 5 százalékkal értékelődött fel az euróval szemben az első negyedévben** és a régiós devizákhoz képest is erősödni tudott. A forintnak erős támaszt adott a régióban messze legmagasabb jegybanki irányadó kamat, de az árfolyam továbbra is magas érzékenységet mutat a piaci hangulatváltozásokra.

A **jegybanki kamatkondíciók** tavaly október óta nem változtak. A jegybanki kommunikáció hatásosan hűtette az irányadó ráta korai csökkentésére vonatkozó várakozásokat. A monetáris transzmisszió erősítését ugyanakkor hátráltatta az **MNB és a kormány közötti összhang hiánya**.

2022 októberéig **állampapírpiaci hozamok** minden lejáraton meredeken nőttek és a 10%-os határt is átlépték. Ezt követően a hozamok volatilisán alakultak, de összességében a **rövid lejáratokon tovább nőttek, a hosszabb lejáratokon viszont már mérséklődtek**. A 2022 elejére ellaposodó hozamgörbe egyre inkább inverz lejtésűvé vált.

A jegybanki és a bankközi kamatkondíciók szigorodása erőteljesen tükröződött a **forinthitel-kamatok** alakulásában is mind a vállalati, mind a lakossági szegmensben. A hitel-kamatlábak emelkedése az eltelt időszakban is folytatódott, de a növekedés üteme összességében mérséklődött. A romló hitelfeltételek mellett **2022. negyedik negyedévében a vállalati hitelkihelyezések éves szinten 14%-kal csökkentek, míg a lakossági hitelek esetében 35%-os esés volt megfigyelhető**.

Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa

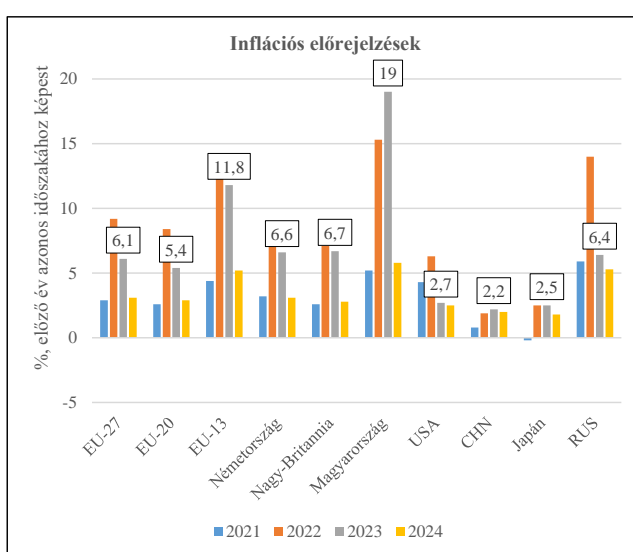
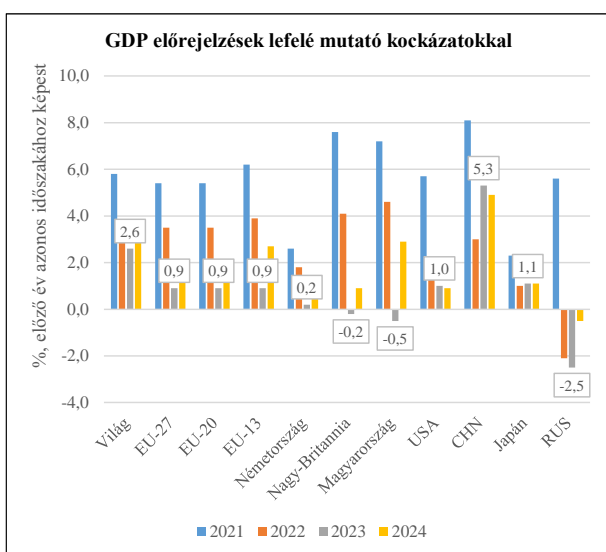
(éves változás, százalék)

	Tényadatok							Előrejelzés		
	2021	2022	2022				2023	2023		2024
			I. né.	II. né.	III. né.	IV. né.	I. né.	2022 dec.	2023 ápr.	2023 ápr.
GDP-aggregátumok reálnövekedése										
GDP összesen	7,2	4,6	8,2	6,5	4,0	0,4		-0,5	-0,5	2,5
Belföldi felhasználás	6,3	3,9	10,7	5,9	1,0	-0,2		-2,2	-2,5	2,4
Magánfogyasztás	4,0	6,0	10,3	8,4	4,3	1,7		-2,0	-2,0	2,2
Közösségi fogyasztás	2,5	-0,2	5,4	-0,2	-0,5	-4,5		-1,0	-1,0	0,5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	6,5	2,2	10,6	6,2	4,1	-8,6		-3,0	-4,0	3,5
Bruttó felhalmozás összesen	13,0	1,4	16,9	3,4	-4,7	-2,4		-3,0	-4,0	3,5
Export	8,8	10,3	7,1	8,9	15,7	9,8		1,0	2,3	3,6
Import	7,7	9,5	9,4	8,1	11,5	9,2		-1,0	0,0	3,5
Ipari termelés	9,5	5,8	5,8	4,8	9,9	2,8	-2,4 ^e	1,7	2,0	4,0
Fogyasztói árindex	5,1	14,5	8,2	10,6	16,5	22,7	25,4	19,0	19,0	5,8
Foglalkoztatás, jövedelmek										
Foglalkoztatottak számának növekedése ^a	0,7	1,3	2,3	1,6	1,0	0,3	0,3 ^f	-1,0	-0,4	0,5
Foglalkoztatási ráta ^a	63,0	64,1	63,7	64,0	64,3	64,3	64,1 ^f	63,7	63,6	64,0
Munkanélküliségi ráta ^a	4,1	3,6	3,7	3,2	3,6	3,9	4,1 ^f	4,1	4,2	4,0
Termékegységre jutó bérköltség ^b	0,1	1,3	9,0	5,7	0,8	1,3		5,5	9,3	2,4
Bruttó nominális keresetek ^c	8,9	17,4	20,7	15,1	16,4	17,5	16,1 ^g	14,0	15,0	8,0
Nettó reálkeresetek ^c	3,6	2,5	11,6	4,1	-0,1	-4,2	-7,6 ^g	-4,2	-3,4	2,1
Megtakarítási ráta a GDP %-ában ^d	6,7	4,0	5,8	5,4	4,7	4,0		2,8	3,2	3,2
Folyó fizetési mérleg										
a GDP %-ában	-4,1	-8,2	-6,7 ^g	-7,5 ^h	-9,3 ^h	-8,9 ^h		-5,5	-4,5	-3,5
Folyó fizetési és tőkemérleg										
a GDP %-ában	-1,5	-6,2	-3,9 ^g	-4,9 ^h	-7,0 ^h	-7,5 ^h		-3,5	-3,5	-2,5
Államháztartás										
Államháztartási egyenleg, a GDP %-ában	-7,1	-6,2	-3,0	-1,5	-5,8	-13,9		-4,0	-4,0	-3,7
Bruttó államadósság, a GDP %-ában	76,6	73,3	77,0	76,7	75,3	73,3		72,0	69,3	68,5
Rövidtávú hozam (3 hó), időszak vége	2,2	12,3	5,7	6,3	11,6	12,3	14,5	8,0	10,0	7,0
Hosszút. hozam (10 év), időszak vége	4,5	9,0	5,9	8,0	9,8	9,0	8,4	7,0	7,5	6,0
Nemzetközi feltételek										
Nemzetközi kereskedelem volumene	10,4	5,4						2,5	2,4	3,4
Brent olajár (\$/hordó, időszakai átlag)	70,8	101,0	100,9	113,8	100,9	88,6	81,1	97,0	86,0	80,0
GDP-változás az eurózónában, %	5,4	3,5	5,8	4,4	2,6	1,5		0,3	0,9	1,6
GDP-vált. az új EU-tagországokban, %	6,3	4,0	7,2	4,7	3,5	1,4		1,4	0,9	2,7
Forint/euró, időszakai átlag	359	391	364	386	403	411	389	410	395	395
Dollár/euró, időszakai átlag	1,18	1,05	1,12	1,06	1,01	1,02	1,07	1,04	1,05	1,08

- a Munkaerő-felmérés alapján, időszakai 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 teljes munkáltatói kör adatai alapján
d Háztartások négy negyedéves halmozott nettó finanszírozási képessége a GDP %-ában
e Január-február
f December-február
g Január
h MNB által közölt szezonálisan kiigazított adat

1.1. A világgazdasági helyzet

Az idei és a jövő évi gazdasági kilátásokat elég nagy bizonytalanság övezi. Míg a globális növekedés tavaly 3,2%-ra mérséklődött az OECD legfrissebb adatai szerint, az idén további lassulásra számíthatunk, s 2024-ben is csak mérsékelt élénkülés várható. Az IMF hasonlóan borúsan látja a helyzetet, s legfrissebb prognózisában hangsúlyozza, hogy a fokozódó geopolitikai feszültségek és a még mindig magas infláció mellett erőteljesebb globális növekedés elképzelhetetlen. Így az egyes főbb régiókra megjelenő prognózisok mind alacsonyabb növekedéssel számolnak 2023-24-ben, mint az azt megelőző két évben. Kína esetében tavaly a növekedés lassulása nem volt olyan mértékű, mint amitől tartottak, s idén már újra 5% feletti GDP bővüléssel számolhatunk, míg az USA-ban a szigorú monetáris politika jelentősen fékezi a növekedést, Európában az orosz-ukrán konfliktus gazdasági következményei egyre inkább érződnek, s emellett a még mindig magas infláció és a korábbinál zordabb finanszírozási körülmények – országonként különböző mértékben – erősen fékezik a növekedést. A téli hónapokban sikerült elkerülni a recessziót, ami elsősorban az enyhe télnek és a csökkenő energiaáraknak volt köszönhető. Az infláció ugyan világszerte mérséklődik, részben az energiaárak mérséklődése következtében, de sok országban a maginfláció magas maradt, s az infláció enyhülése is szerényebb mértékű, mint ahogyan azt korábban várták, annak ellenére, hogy a kamatok nagyon magas szintre kúsztak. Az energiaárak jelenlegi mérséklődése átmeneti lehet, s az olajkitermelő országok legújabb termelés-csökkentő intézkedései arra engednek következtetni, hogy az olajár egy magasabb szinten 80-100 dollár körül befagyhat. A fiskális politika támogató jellege a legtöbb országban mérséklődik, s a COVID-hoz kapcsolódó, illetve az energia- és élelmiszerárak emelkedésének hatásait kompenzáló intézkedések egy része kivételre kerül. Annak ellenére, hogy az egyes országokban a különböző konjunktúra-indikátorok javuló trendet mutatnak, a lefelé mutató kockázatok jelentősek. A monetáris politika szigora mind idén, mind jövőre érezhető marad, s fékezi a növekedést, még akkor is, ha némi lazításra számítunk, az elhúzódó orosz-ukrán konfliktus megoldása egyelőre nem látható, gazdasági hatásai azonban egyre inkább érződnek. A magas kamatszint az eladósodott országok számára megnehezíti a finanszírozást, s sérülékenyebbé teszi őket a külső sokkokkal szemben.



1.2. Világkereskedelem és nyersanyagpiacok

Világkereskedelem

A 2021-es világkereskedelmi fellendülést az orosz-ukrán háború, a recessziós félelmek és az infláció sem tudta megtörni 2022-ben. A tavalyi évben az áruk és szolgáltatások kereskedelmének volumene több, mint 5%-kal emelkedett az előzetes adatok alapján. Idén azonban a növekedési ütem várhatóan nagyon alacsony lesz, több okból is.

A külkereskedelmi árak, a korrekciók ellenére is magas szinten stabilizálódtak, a nemzeti inflációk pedig továbbra sok éve nem látott szinten tetőznek, és a szigorú monetáris politika ellenére csak lassú ütemben indultak el a dezinflációs folyamatok a fejlett országokban. Az inflációs várakozások, valamint a jegybankok által hűtött gazdaságokban az importkereslet csökkenni kezdett. Habár a magánfogyasztás 2022-ben és 2023 elején is több országban emelkedik, mindez elsősorban a szolgáltatásokban csapódik le, és nem az áruforgalomban. Mindemellett a kormányzatok kezdik kifuttatni a pandémia alatt bevezetett támogatási formákat, és a vállalatok is kezdik felélni az akkor kapott (sokszor vissza nem térítendő) támogatásokat, ami csökkenti a beruházási lehetőségeket. A fiskális politika jelenleg inkább az infláció okozta megélhetési nehézségeket igyekszik enyhíteni, ezért a támogatások a vállalatoktól elterelődnek a háztartások irányába. A differenciált (szegényebb rétegeket előnyben részesítő) támogatáspolitikai külkereskedelemre gyakorolt hatása pedig inkább szerényebb.

Egy másik fontos aspektus, hogy a készletezési ciklus végéhez értek a fejlett országok. A felhalmozási trend a pandémia idején indult, majd a háború kitörése után folytatódott, mivel a vállalatok, illetve az állam is folyamatosan töltötték fel stratégiai készleteiket, ez azonban napjainkra befejeződött. A logisztikai szolgáltatások iránti kereslet jelentősen csökkent, ma már egyre több a kihasználatlan kapacitás, sőt a legnagyobb szolgáltatók saját bevallásuk szerint az idei évet valószínűleg veszteséggel, vagy null-szaldó közeli mérleggel zárhatják, de mindenképpen távol kerülnek a 2020-2022-es eredményüktől.

A tavalyi év legnagyobb kérdése az volt, hogy a szankciók hatására miként alakulnak világkereskedelmi folyamatok. A hivatalos statisztikák arról árulkodnak, hogy az Európai Unió jelentősen csökkentette Oroszországból származó importját, a kereskedelem pedig átterelődött India és Kína felé. A petróleumszármazékok forgalma az előbb említett országokban közel megtízszereződött. Ennek egy része később az EU-ba indult tovább, azonban a legújabb szankciók már korlátozzák az orosz származási helyű kőolaj behozatalát küldő országtól függetlenül (a legnagyobb európai társaságok nem biztosítják az ilyen termékeket szállító hajókat).

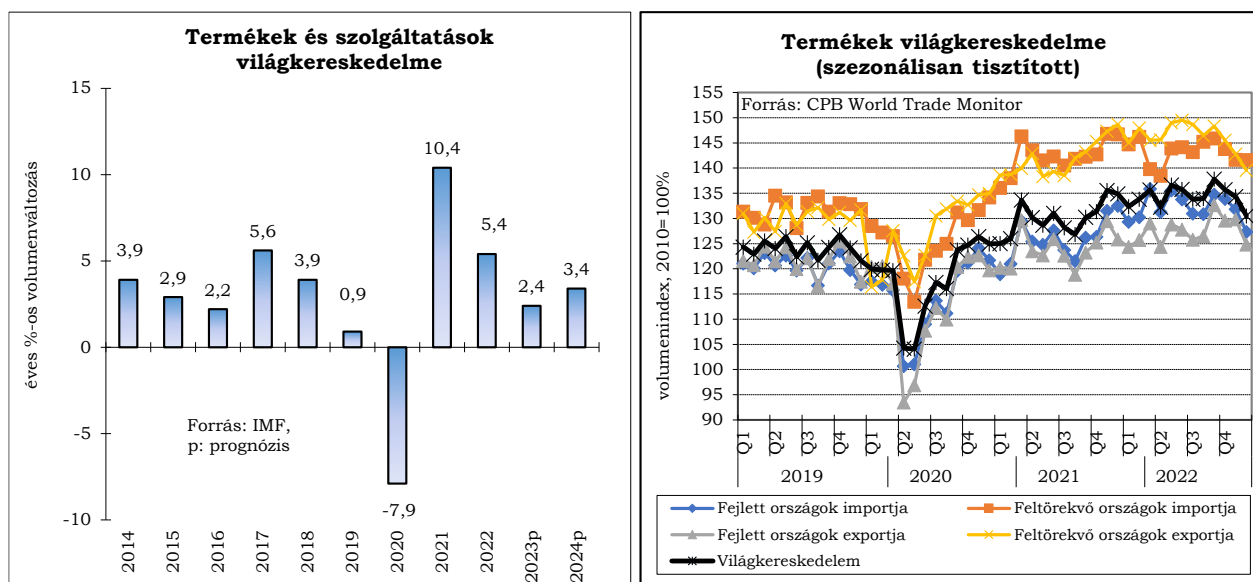
A kereskedelem elterelés Európából Indiába magasabb költségeket eredményezett, mivel míg az EU-ban néhány nap alatt csővezetéken megérkezett a kőolaj, addig Kelet-Ázsiába több hétig, akár egy hónapig is eltarthat. Ennek költségeit a fogyasztók fizetik meg, míg a környezetszennyezés globális mértékekben jelentkezik. A szállítási korlátozások miatt Oroszország nem jut hozzá azokhoz a tankerekhez, amikkel hatékonyan és biztonságosan célba tudná juttatni a kőolajat, ezért közvetítőket kénytelen alkalmazni, ami újfent extra költséget ró az eladóra. Mindezzel a világkereskedelem volumene nem emelkedik, csak a szállítási költségek nőnek meg. Oroszország számára további probléma, hogy India és Kína elsősorban a nyersolajat vásárolta fel, így jelentős mennyiségű eladatlan

finomított kőolaj halmozódott fel, amit Moszkva dél-amerikai országok felé próbál értékesíteni.

Mindeközben egyre nagyobb a politikai nyomás a Kínában működő, de amerikai tulajdonban lévő vállalatokon, hogy helyezték át termelésüket másik országba, vagy az USA-ba. A kereskedelmi adatokból lassan kirajzolódik, hogy néhány vállalat feltehetően már megtette a szükséges lépéseket és Indiában, Vietnámban vagy más délkelet-ázsiai országban állított fel új üzemet. Ez a folyamat feltehetően tartós, de nagyon lassú lesz, mivel jelenleg az alternatív országokban a infrastruktúra rendkívül fejletlen, különösen a kikötők maradnak el a Kínában rendelkezésre állóktól, ezért előfordul, hogy az új üzem termékeit továbbra is Kínában kell hajóra rakni. Versenyképes minőségű kikötői infrastruktúra kialakítása a térségben legalább 5-10 évet vesz igénybe, óriási beruházási költség mellett, amit a régió kormányai nehezen tudnak megfinanszírozni.

A Kínából való „kitelepülést” ösztönzi még, hogy az elmúlt évtizedben a feldolgozóipari bérek jelentősen emelkedtek és egyes térségekben egyenesen munkaerőhiány alakult ki. A környező országok együttesen feltehetően jobb alternatívát nyújtanak, mivel még van nem lekötött munkaerő, alacsonyabb bérek és helyenként magasabb termelékenység mellett. Ráadásul a térség országai számos kereskedelmi megállapodást kötöttek egymással, valamint többek között Ausztráliával, Kanadával, Mexikóval, Japánnal és Dél-Koreával. Ez utóbbi két ország vezető vállalatai az elmúlt 10 évben jelentős beruházásokat hajtottak végre a térségben.

Annyi bizonyosnak látszik, hogy az orosz agresszió, valamint a kínai-amerikai kereskedelmi viszály jelentősen átrajzolja majd a világkereskedelmi térképet. Idén azonban a világgazdaság lassulása lesz a domináns erő, ami 2-3% közötti szintre fojtja majd le a világkereskedelem bővülési ütemét, míg jövőre is csupán 3-4%-os növekedésre lehet számítani.

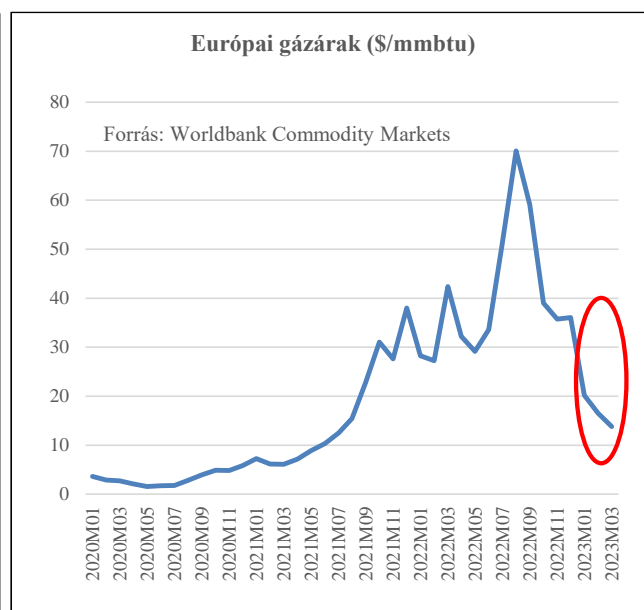
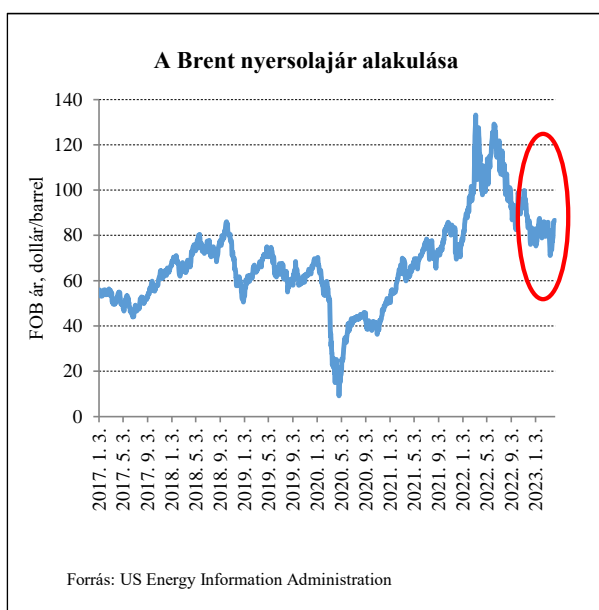


Forrás: UN COMTRADE

Egyelőre csökkenő gáz- és olajár, de marad a bizonytalanság

Tavaly éves átlagban a *Brent nyersolaj ára* hordónként 101 dollárt ért el, az év első negyedében az átlag 81 dollárra mérséklődött, ezáltal folytatódott a tavaly november végével megindult csökkenő trend, s a bankválság okozta zavarok, meg a recessziós félelmek miatt márciusban a nyersolaj ára 71 dolláros szinttel 15 hónapos mélypontra zuhant. Április elején újból emelkedni kezdett a nyersolaj ára, mivel az OPEC-országok bejelentették, hogy májustól napi 1,16 millió hordóval kívánják csökkenteni a termelést. Ez a bejelentés némi turbulenciát okozott a piacon, s megindultak az olajár tartós emelkedésére számító spekulációk. Ezt indokolja, hogy Kína esetében – a COVID-dal kapcsolatos korlátozások kivezetése következtében – újra nagyobb keresletre lehet számítani, ugyanakkor az Oroszországot érintő szankciók következtében az orosz kitermelés is kényszerűen mérséklődik, ami a kínálatot szűkíti. Oroszország – a március végi kijelentések szerint – napi félmillió hordóval kívánja csökkenteni a kitermelését március és június között, illetve a legfrissebb információk szerint 2023 végéig hosszabbította meg a termeléskorlátozás határidejét. Ezzel egyidejűleg Oroszország Kína és India felé igyekszik bővíteni exportját, hogy kompenzálja az európai szállítások kiesését. Miután az olajtermelő országok igyekeznek elkerülni egy olyan helyzetet, mint, ami 2020-ban következett be, amikor 35-40 dollárra süllyedt az olajár, így a termelés korlátozásával igyekeznek elejét venni a megindult árcsökkenés folytatódásának. Ennek következtében a legfrissebb előrejelzések azzal számolnak, hogy az év második felében újra akár 95-100 dollárra kúszhat vissza a nyersolaj ára.

A *gázpiacon* is folytatódott az árak visszaesése. Idén márciusban a holland TTF gázár mintegy 88%-kal maradt el a tavalyi 345 eurós csúcstól. A határidős árak jelentésünk írásakor 42 euró körül mozogtak. Az átlagosnál enyhébb téli időjárás következtében az európai gáztárolók töltöttsége is jóval a szezonális értékek felett alakult, s sajtóinformációk szerint jelenleg 59,2 százalékos a töltöttség szintje, ami több mint kétszerese az egy évvel ezelőtti 27,7 százalékos értéknek. Ugyanakkor a kínai kereslet élénkülése a gázpiacon is változásokat hozhat, különösen az LNG gáz iránt kereslet emelkedhet.



Nem energiahordozó nyersanyagok

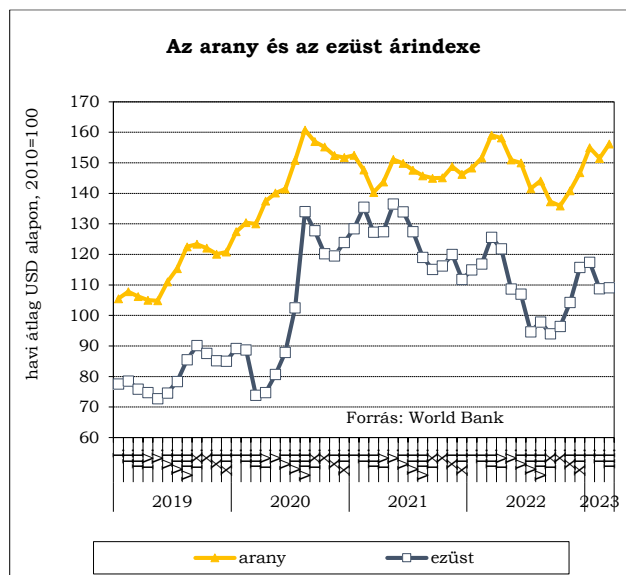
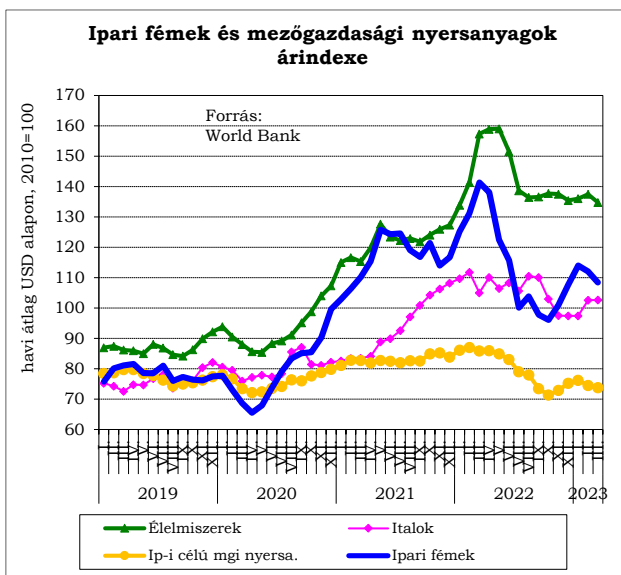
A nem energiahordozó nyersanyagok világpiacán az első negyedév viszonylagos nyugalomban telt. Az *élelmiszerárak* magas szinten stabilizálódtak, amit elsősorban a tavalyi évben a műtrágyapiacra végbement rakétaszerű drágulás magyaráz. A tavaly őszi betakarítások, valamint vetések a rekord magas ár mellett mentek végbe, a határidős szerződések értéke pedig a háború okozta bizonytalanság miatt magas szinten rögzült. Csökkenés csak a spot piacokon figyelhető meg. Ennek oka elsősorban az, hogy a készletezési ciklus, ami a járvány alatt indult, véget ért, másrészt a fogyasztók kezdenek alkalmazkodni az évtizedek óta nem látott inflációhoz. A tavalyi, illetve az idei év első három hónapjának nagy vesztese az arabica kávébab, melynek ára tavaly 25%-ot esett 2021-hez viszonyítva, 2023 január és március között pedig újabb 25%-os volt a csökkenés a 2022-es szinthez képest. A nagy forgalmazók, félve a recesszió okozta keresletvisszaeséstől, jóval kevesebb kávébabra szerződtek le. Hasonló folyamatok zajlottak le a kalkuttai teafajta piacán is, ahol csak az első negyedévben közel 35%-kal csökkentek az árak. Mindez azonban az élelmiszerek piacán szinte egyáltalán nem érződik. Idén márciusig a kakaóbab ára 11%-kal, a szójababé 9%-kal drágult, de még a cukor ára is tovább emelkedett 4-5%-kal. A rizs piacán pedig több, mint 10%-os emelkedés tapasztalható, ez azonban az európai fogyasztókat kevésbé, míg az ázsiaiakat sokkal jobban érinti a fogyasztói kosár különbségei miatt. Az aszály miatt egyes kelet-ázsiai országokban egyenesen rizsválság van a hiány és az elszabadult árak miatt.

Az *ipari fémek* terén a tavaly télen megindult emelkedés után egy kismértékű korrekció zajlott a világpiacra, ami elsősorban a recesszió, illetve az attól való félelem, valamint a szigorodó monetáris politika eredménye. Ezen kívül néhány szakpolitikai intézkedés is jelentősen hozzájárult a korrekcióhoz. A lítium felvásárlási ára például 30%-kal csökkent a tavalyi csúcshoz képest, míg a palládiumé mintegy felére esett vissza márciusban az egy évvel korábbihoz viszonyítva. Az elsősorban akkumulátorokhoz elengedhetetlenül szükséges fémek árcsökkenése mögött az elektromos autók iránti keresletcsökkenés húzódik meg, kiváltképp Kínában, ahol az ingatlanbotrány, valamint az átmeneti gazdasági lassulás jelentősen visszafogta a rendeléseket. Ezen kívül világszerte folyamatosan kifutnak azok az ösztönző programok, amelyekkel a kormányok az elektromos járművek vásárlását kívánták ösztönözni. Bár a kínai gazdaság gyorsabban éled újra, mint azt sok elemző várta, az elektromos autók újabb boomjára feltehetőleg így is legalább egy évet kell várni. Az akkumulátorokhoz szükséges fémek árfolyamát az elektromos járművek várható elterjedése erős nyomás alatt fogja tartani a következő években. Ugyanakkor nem szabad elfelejteni, hogy az „elektromobilitás” jelenleg szinte kizárólag a személygépjárművek privilégiuma, tehergépjárművek és távolsági buszok esetén ez a típusú hajtás még nem elérhető. A teljes elektromos átállás közúton ezáltal még nem lehetséges, emiatt nincs kizárva, hogy az EU is lazítani fog a későbbiekben a jelenlegi szabályokon, ami viszont a lítium, a kobalt, a palládium és egyéb nyersanyagok árfolyamát jelentősen befolyásolhatja.

A járványügyi korlátozások alól éppen felszabaduló kínai gazdaság rohamtempóban indult újra, s a növekvő kereslet pedig kezdi felverni egyes ipari fémek világpiaci árát, kiváltképp a rézét. A világ kitermelt rézkészlete 2008 óta nem látott mélységekben van, Kína rézhiánya pedig óriási. Emiatt újra emelkedésnek indultak a réz és egyéb, elsősorban építőipari beruházásokhoz szükséges fémek árai. A réz esetében egyáltalán nincs kizárva, hogy hamarosan újabb rekord születik, mivel a határidős jegyzéseket már

nem egyszer 12 ezer dollár / tonna áron kötik. Becslések szerint a jelenleg elérhető kitermelt réz készletek még idén elfogyhatnak, az újabb lelőhelyek feltárása pedig lassan halad, új, érdemi kitermelési kapacitással rendelkező bányát legfeljebb 2025-ben lehetséges üzembe állítani. Mindez jelentősen alááshatja a jegybankok antiinflációs törekvéseit.

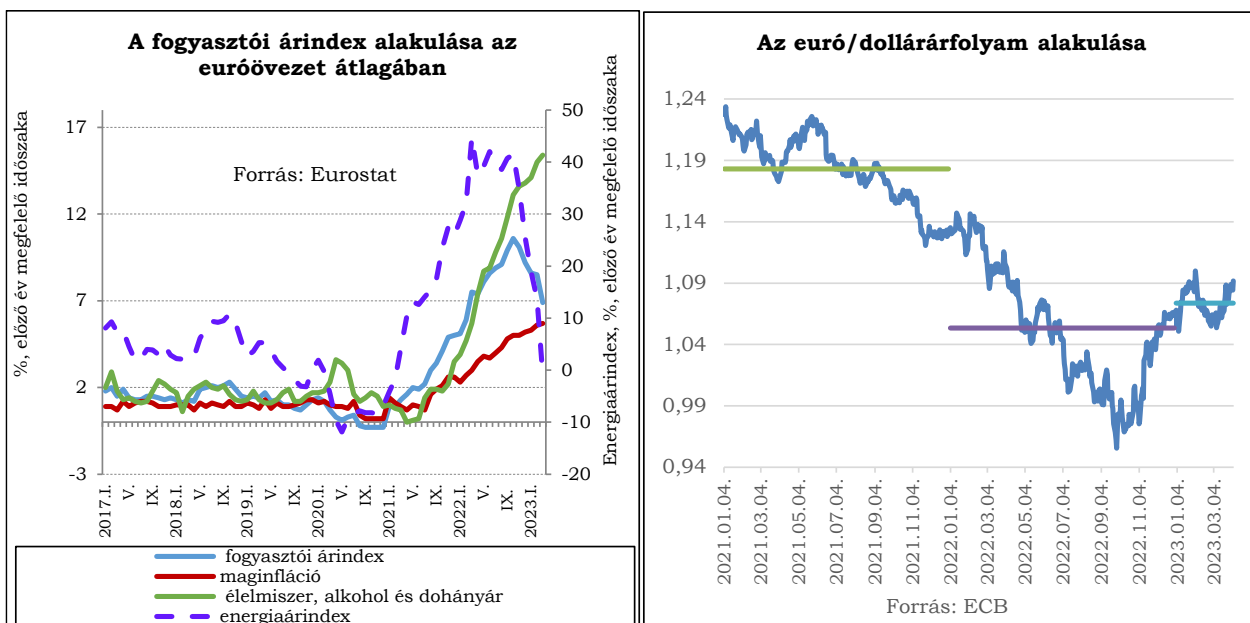
Mindeközben az arany ára hosszú idő után először szárnyalta túl az egyik legdrágább ipari fém, a palládium árát. A befektetők egy része arra spekulál, hogy a globális kamatemelési ciklus hamarosan véget ér, és most már inkább a lazításnak jött el az ideje. Az elmúlt hetekben zajlott nemzetközi bankpánik még feljebb toltja az arany árát, ami biztonságos menedékként szolgál a pénzpiacok szereplői számára. Érdekes jelenség, hogy korábban, mikor a befektetők egy része az aranyba menekült, akkor jellemzően aktív volt az ellenkező oldal is, azok az eladók, akik kénytelenek voltak felszabadítani készletüket, hogy fedezni tudják veszteségeiket. Jelenleg azonban ilyesmi nem tapasztalható, ami erősen felfelé húzza az arany árát.



1.3. Nemzetközi pénzügyi piacok

Csökkenő, de még magas infláció és egyelőre még szigorú monetáris politika

A legfrissebb inflációs adatok a legtöbb országban az áremelkedés ütemének mérséklődését jelzik. Ebben a bázishatás is szerepet játszik, összességében azonban az látszik, hogy a legtöbb fejlett országban az infláció magas szinten befagyott. Az euróövezetben márciusban a fogyasztói árindex 6,9%-ot ért el, ami a tavaly októberi 10,6%-hoz lassulást jelez, de ugyanakkor a maginfláció tovább nőtt, 5,7%-kal volt magasabb, mint egy évvel korábban. Az EKB felmérése szerint ugyanakkor az inflációs várakozások és az érzékelt infláció mértéke csökkent az utóbbi hónapokban, aminek értékét azonban a továbbra is erős maginflációs nyomás jelentősen csökkenti. Az amerikai inflációs ráta is 6% volt februárban, illetve 5% márciusban a FED agresszív kamatemelési politikája ellenére. Márciusban a FED által figyelt személyi fogyasztások árindexe 5% volt, tehát a korábbi adatokhoz képest némi lassulást mutatott, de a maginflációs nyomás továbbra is erős. Az Egyesült Királyságban 10,4% volt a februári inflációs adat, messze meghaladva a 2%-os célértéket. Még Japánban is magas az infláció, a februári fogyasztói árindex 4%-ot ért el, a maginfláció, 3,1%-ot, csökkenő trendet követve. A japán jegybank továbbra sem szigorított a monetáris politikán, aminek az árát a jen leértékelődésével fizette meg.



A vezető jegybankok egyelőre tovább folytatják a szigorú monetáris politikát, ugyanakkor ebben a vonatkozásban is jelentősek a bizonytalanságok. A márciusi amerikai banksőd ismét megrengette a piacok bizalmát: kezdetben megvolt a félelem, hogy a Lehman Brothers-hoz hasonló mértékű válságba torkollhat a Silicon Valley bank bedőlése, ahol a betétek 90%-a nem volt biztosított, s az ügyfelek nagy része startup volt, amelyek összeomlása tovább gyűrűzhetett volna. Mindez jelentősen meggyengítette a piaci bizalmat, ami a meg is mutatkozott a svájci bankpiaci események kapcsán. A Credit Suisse csődje az európai bankrendszert rengette meg elsősorban, különösen, hogy a banknak a likviditási és tőke mutatói alig voltak rosszabbak, mint az európai bankok átlaga, ami jelezte, hogy a szigorúbb bankszabályozás sem kompenzálhatja a piaci

bizalom elvesztését. Svájc esetében a gyors és határozott állami beavatkozás segítette a helyzetet, de az a tény, hogy a legstabilabbnak hitt svájci bankrendszeren esett csorba, jelzi, hogy egy újabb csőd ismét nagy turbulenciákat okozna. Ugyanakkor az a tény, hogy az elmúlt hetekben nem érkeztek újabb rossz hírek a bankrendszerrel kapcsolatban, ismét erősítette azt a spekulációt, hogy a monetáris szigor az idén mégis csak enyhülhet. Az IMF legfrissebb megnyilatkozása szerint az inflációs nyomás enyhülésével a kamatok visszatérhetnek a pandémia előtti, a mostaninál jóval alacsonyabb szintre. Hogy ez mikor lesz, az attól függ, hogy a vezető országokban az infláció szintje mikor közelíti meg a jegybanki célértéket. Jelenlegi ismereteink szerint ez azért még egy-két évbe beletelhet.

A *FED* tavaly 7 kamatemelést hajtott végre és 2022 decemberében 4,25-4,50%-os kamatsávbán mozgott az irányadó kamatszint. Az idén további két kamatemelés következett be, de ennek mértéke már szerényebb volt, csupán 25 bázispont esetenként. Így jelenleg az irányadó kamatfolyosó 4,75-5,00% között mozog. A márciusi kamatdöntő ülés alkalmából a Fed a kamatelőrejelzésében 5,1%-os szintet jelzett előre év végére, ami azt jelenti, hogy már nem feltétlenül lesz szükség további kamatemelésekre, illetve legfeljebb még egy 25 bázispontos emelésre, a bankválság miatt ugyanis maguktól szigorodnak a pénzügyi feltételek. Ugyanakkor az inflációt továbbra is magasnak tartják, így attól függően, hogy a következő hónapokban hogyan alakul az amerikai fogyasztói árindex, még változhat ez a legutóbbi előrejelzés. Kamatvágásra a FED az idén még nem számít, inkább az egyéb finanszírozási feltételek módosításával avatkozna be.

Az *EKB* kommunikációjában egyelőre további kamatemelést helyez kilátásba, s nem számol azzal, hogy a bankpiaci turbulenciáknak, illetve az OPEC+ kitermeléscsökkentő intézkedéseinek jelentősebb utóhatása lenne. Az *EKB* tavaly júliusban kezdte csak el a kamatemelést, azóta hat lépésben 350 bázisponttal emelte az alapkamatot, amely most 3,50%, és a magas inflációra való tekintettel újabb 50 bázispontos emelésre van kilátás. A befektetők azonban arra számítanak, hogy már csak 25 bázispontos kamatemelés lesz a következő lépésben. Ez megerősíti azt a feltételezést, hogy az *EKB* agresszív kamatemelési periódusa a végéhez közeledik.

A FED márciusi kamatdöntése után a dollár jelentősen gyengült az euróval szemben. Az USD/EUR árfolyam jelenleg 1,07, ami valamivel magasabb, mint a tavalyi éves átlag. Az euró azonban továbbra is jóval gyengébb, mint 2021-ben volt, s egyelőre nem számítunk jelentősebb erősödéssel.

A *svájci jegybank* március végén a piaci várakozásoknak megfelelően 50 bázisponttal 1,50%-ra emelte az irányadó kamatlábat, ami 2008 novembere óta a legmagasabb érték, s a bank további kamatemeléseket sem tart kizártnak. Az indoklásban nem a bankpiaci turbulenciák szerepelnek, hanem a gyors infláció. Az áremelkedés mértéke februárban elérte 3,4%-ot, ami a jegybank megítélése szerint jóval az árstabilitás megőrzéséhez szükséges határ felett van. A külföldről érkező árnyomás következtében a svájci jegybank a korábbi prognózisánál magasabb inflációval (2,6% éves átlagban) számol az idén.

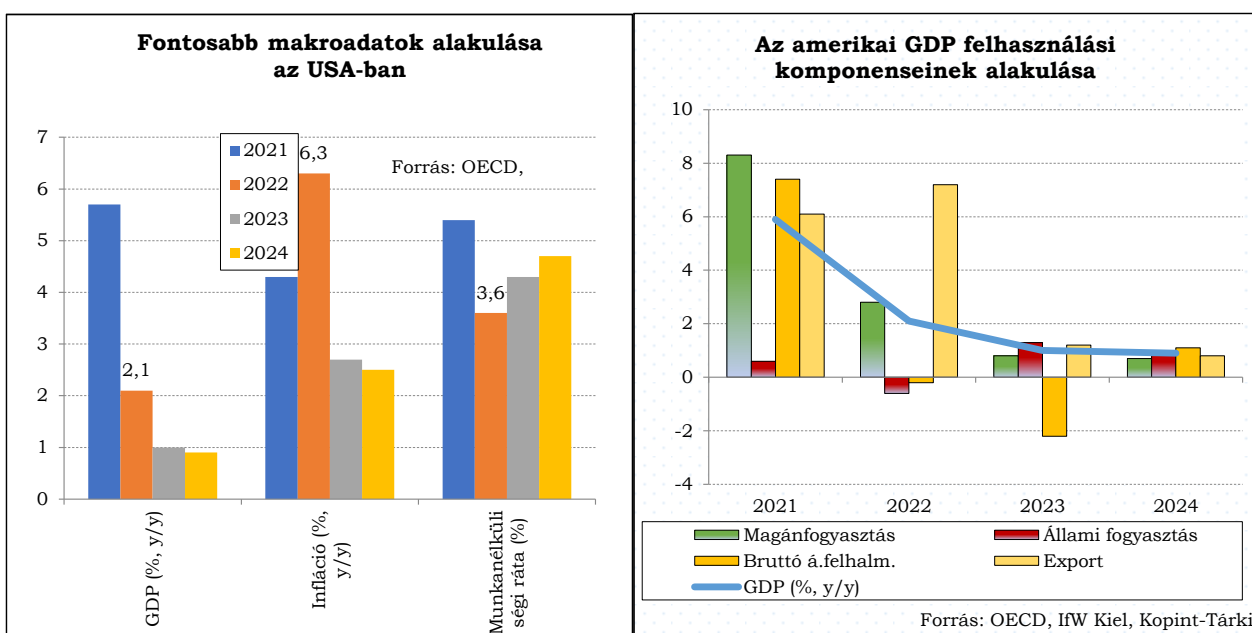
Márciusi kamatdöntő ülésén 25 bázisponttal 4,25%-ra emelte az alapkamatot a *brit jegybank*, mivel a fogyasztói árindex még mindig 10% fölött mozog. Ez az emelés jóval enyhébb, mint a korábbi kamatkiigazítások, jelezve, hogy az év további részében az infláció mérséklődésével számolnak, s a radikális kamatkiigazítások ideje lassan a végéhez közeledik.

1.4. Az Európai Unió nemzetközi környezete

A vártnál mérsékeltebb növekedés várható az idén az USA-ban, s jövőre sincs jelentősebb gyorsulás

Tavaly az első félévi visszaesést követően a konjunktúra valamelyest élénkülni kezdett a másodikban, s az éves GDP bővülés 2,1%-kal végülis gyorsabb volt a korábban vártnál. A növekedést a második félévben jelentős készletfelhalmozás jellemezte, míg az export enyhe visszaesése mellett az import erőteljesebben csökkent, ezáltal a nettó export támasztotta a növekedést. A magánfogyasztás a magas infláció miatt lassulni kezdett, míg a beruházások elsősorban a lakásépítés zuhanása miatt lassultak le. Az idei év első hónapjaiban az amerikai gazdaság még megőrizte korábbi lendületét, ugyanakkor számos jel utal arra, hogy az idén a tavalyinál lassúbb növekedés várható. Először is a lakásépítés negatív trendje folytatódik, a tavalyi 11%-os visszaesést az idén is hasonló mértékű zsugorodás követheti; az ipari rendelésállomány csökken, aminek következtében a vállalati beruházások lanygulása várható. A magánfogyasztás tavaly még a pandémia alatt felhalmozódott megtakarítások következtében viszonylag élénk volt, azonban ezek a források kezdenek kiapadni, míg az inflációs ráta továbbra is elég magas. Ez utóbbi kezdi a fogyasztókat óvatosabb magatartásra ösztönözni, amit a megtakarítási ráta utóbbi hónapban tapasztalt lassú emelkedése is jelez. A munkapiaci mutatók egyelőre még kedvezőek, azonban a foglalkoztatás bővítésének korlátot szab, hogy a bérek emelkedése megindult.

A fiskális politika továbbra is expanzív kurzust követ, azonban a korábbi fogyasztást támogató intézkedések lassan kifutóban vannak. Az úgynevezett „Inflation Reduction Act” intézkedései még érvényben vannak, ezek azonban több évre eloszló támogatásokat takarnak. A vállalatok energiakorszerűsítő intézkedéseit támogató kiadásokkal szemben bizonyos költségmegtakarítások állnak (így például a gyógyszer-támogatások csökkentése), vagy a vállalati adók esetében egy minimális adókötelezettség bevezetése. Így összességében a költségvetési hiány idén alacsonyabb lesz, mint az elmúlt két évben volt. A monetáris szigor egyelőre megmarad, ami a finanszírozási feltételeket barátságatlanná teszi, s visszafogja mind a magánfogyasztást, mind a beruházásokat. Így összességében az idei évre egy 1% körüli GDP bővülés várható, inkább lefelé mutató kockázatokkal.

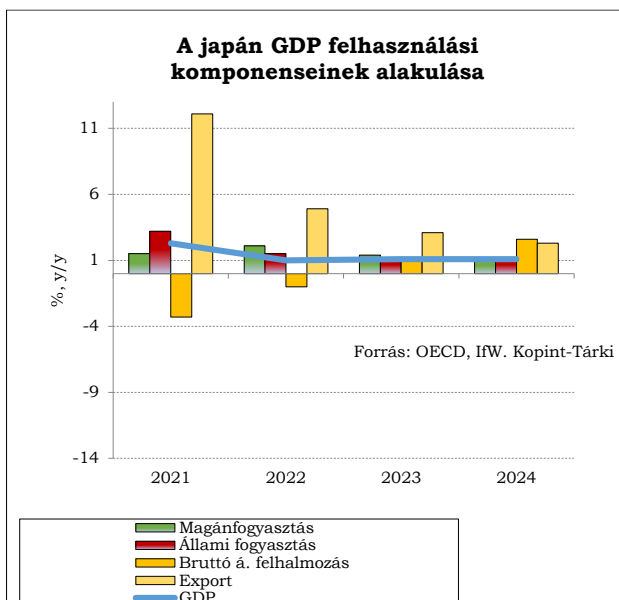
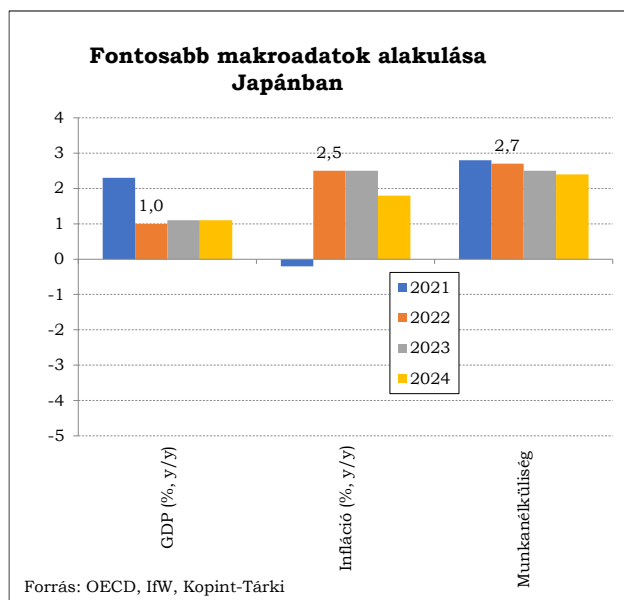


Marad a mérsékelt növekedés Japánban

Japánban a konjunktúra tavaly év vége táján elég gyenge volt. Az 1%-os gazdasági növekedés a magánfogyasztásnak és az exportnak volt betudható, míg a vállalati beruházások visszaestek. Az idei év első negyedében sem nagyon látszik javulás, a feldolgozóipari megrendelések, különösen a gépiparban visszaestek, így a beruházások élénkülésére nem igen lehet számítani. A szolgáltatások terén némileg pozitívabb a helyzet. Az infláció egyelőre nem csitul, idén januárban 4,3%-ra küszört, amit a nyolcvanas években tapasztaltak utoljára. Az alacsonyabb nyersanyagárak hatására az év további részében az infláció csitulni fog, de összességében marad – a japán mértékkel mérve -viszonylag magas szinten, 2,5% körül. Az inflációt a továbbra is leértékelődő japán jen is felfelé nyomja, bár ez utóbbi a dollárral szemben valamelyest erősödött az utóbbi időben.

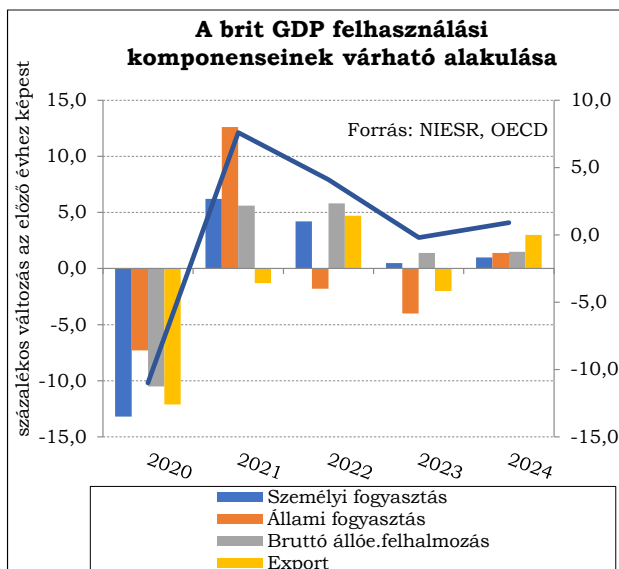
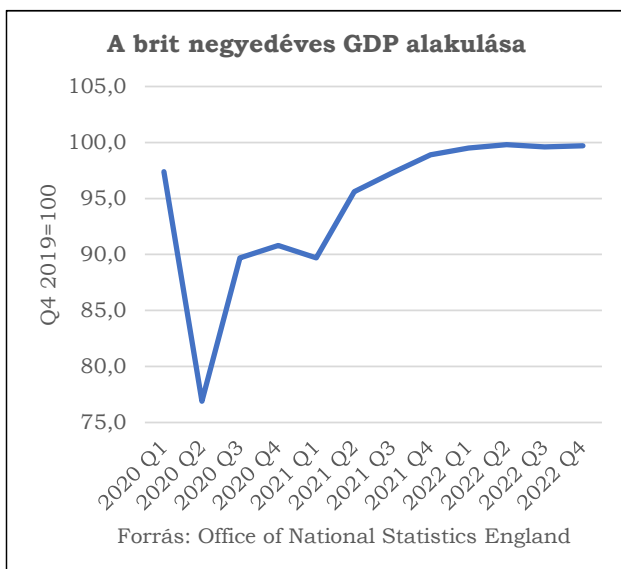
A monetáris politika tovább folytatja a laza kurzust, s a japán jegybank egyelőre érdemben nem reagált sem a jen leértékelődésére, sem pedig a gyorsuló inflációra. A fiskális politika szintén követi az expanzív kurzust, idén a költségvetési kiadások további, mintegy 6%-os bővítésére lehet számítani. Különösen a honvédelmi kiadások bővítését forszírozzák. A pandémiával összefüggő kiadások kivezetésre kerülnek, vagy már kerültek, s az energiaárak csökkenése is tehermentesíti a költségvetést.

Összességében az idén marad a lanya növekedés Japánban. A kedvezőtlen külpiaci helyzet következtében az export erőteljesebb bővülésére nem lehet számítani, s az infláció miatt a magánfogyasztás is mérsékeltébb lesz, mint tavaly. Összességében az idén 1,1%-kal bővíthet a japán GDP, s jövőre sem várhatunk ennél gyorsabb növekedést.



Enyhe visszaesés az idén az Egyesült Királyságban

A brit gazdaság az elmúlt évben jelentősen szenvedett a magas inflációtól. A tavalyi harmadik negyedévben visszaesés volt tapasztalható, míg a negyedik negyedben stagnált a gazdaság. Míg tavaly a magánfogyasztás és az export elég gyenge teljesítményt nyújtott, addig a vállalati beruházások és az állami fogyasztás élénkebb volt. A GDP 2022-ben – a vártnál gyorsabban – 4,1%-kal bővült, az idei évre ennél jóval lassúbb növekedés, sőt akár a GDP visszaesése várható. Az infláció tavaly éves átlagban 9,1% volt, s idén februárban még mindig 10,4% fölé kúszott az egy évvel ezelőtti szinthez képest. Az idén éves átlagban még mindig magas marad az infláció: 7-8% közötti szintet várnak, s majd jövőre jön egy lassulás. Mindez a reáljövedelmek jelentős csökkenését hozza magával, ebből következően a magánfogyasztás az idén csak mérsékelten bővül, inkább stagnálni fog. Mivel a magas inflációra a brit jegybank erőteljes kamatemeléssel reagált (jelenleg 4,25% az alapkamat), a dráguló finanszírozási költségek és a kedvezőtlen nyereségkilátások mellett a vállalati beruházások sem nagyon élénkülnek az idén. A megnövekedett energiaköltségek hatását a fiskális politika igyekszik fékezni: az energiaárak mérséklődése következtében ennek költségvetési terhei az idén csökkenni fognak tavalyihoz képest. A brit gazdaság egyre inkább érzi a Brexit következményeit is. Így összességében az idén a legtöbb előrejelző enyhe visszaesést vár, s jövőre is csak mérsékelt – kicsivel 1% feletti – növekedést. A különböző brit konjunktúraindexek márciusban valamelyest javultak, így egyre inkább megvan a remény, hogy a brit visszaesés nem lesz olyan mértékű, mint ahogy azt korábban várták. Jelentős kormánypárti ellenkezés ellenére a londoni alsóház nagy többséggel elfogadta az észak-írországi protokollt felváltó Windsori Keretegyezményt, amely szabályozza Nagy-Britannia és Észak-Írország között kereskedelem feltételeit.



Lassabb ütemű növekedés Kínában

Az év első hónapjaiban közzétett adatok alapján arra következtethetünk, hogy a tavalyi, több évtizedes távlatban rekord gyenge gazdasági teljesítményt követően 2023-ban sikerül Kínának dinamikusabb növekedési pályára állnia, de figyelembe kell venni, hogy igen sok tényező befolyásolja, hogy mennyire lesz tartós ez a fellendülés. Az viszont biztos, hogy bármilyen eredményt is sikerül elérnie, az meghatározó jelentőségű lesz a világ többi országa számára is. A 2022. évi 3 százalékos növekedést az idén az OECD előrejelzése alapján 5,3, az IMF ügyvezető igazgatója nemrégiben elhangzott beszéde szerint 5,2 százalékos GDP növekedés váltja fel, ami a világgazdaság idei bővülésének közel egyharmadát teszi majd ki. A GDP növekedésének ütemét 5 százalék körülre határozta meg az idei népgazdasági terv, de a miniszterelnök szerint a 6 százalékot is meg fogja haladni.

A növekedés hordozója legfőképpen a viszontagságos COVID időszak alatt „kiéhezett” lakosság utazással, kikapcsolódással, szórakozással, vendéglátással kapcsolatos szolgáltatások, valamint az ezek kielégítését szolgáló fogyasztási cikkek, berendezések és járművek iránti keresletének ugrásszerű bővülése lesz. A beruházások terén a hangsúlyt ezentúl a megújuló energiaforrások kiaknázásához szükséges berendezésekre és a magas hozzáadott értéket képviselő termékek gyártása által igényelt eszközökre helyezik. Mind a polgári, mind a hadiipar szükségleteinek kielégítése érdekében a legkorszerűbb technológiai vívmányok ipari termelésbe vonása lesz a fejlődés fő iránya.

Az USA kereskedelmi korlátozásai ellenére, hivatalos amerikai kormányzati adatok szerint is, bővült az oda irányuló kínai export értéke, csakúgy, mint a külföldi működőtőke beruházások (FDI) csökkenő világtendenciája ellenére élénkült az élenjáró technológiában érdekelt külföldi multik érdeklődése a Kínában megnyíló terjeszkedési lehetőségek iránt.

Úgy tűnik, a kínai vezetés elérkezettnek látja az időt arra, hogy nagyobb sebességgel kapcsolja régóta dédelgetett világhatalmi törekvései megvalósítását, hazánk volt pekingi nagykövetének szavaival élve, az afro-eurázsiai szuperkontinens behálózását. Annak ellenére, hogy Kína az orosz-ukrán háború révén számottevő gazdasági előnyökre tett szert, ma már úgy ítéli meg, hogy a mielőbb – lehetőleg kínai közreműködéssel – megteremtendő béke és az azt követő újjáépítés még több hasznot hozna az országnak. Annál is inkább, mert Ukrajna az immár tíz éve tartó Övezet és Út Kezdeményezés (Belt and Road Initiative – BRI) egyik kulcsfontosságú országa, amely nélkül nehezen valósulhatna meg a Kínát Európával összekötő nagykapacitású vasútvonal kiépítése.

A kínai béketeremtés prototípusaként is felfogható, hogy március végén sikerült elérniük a hosszú évek óta egymásra adáz ellenségként tekintő Szaúd-Arábia és Irán békekötését és diplomáciai kapcsolataik helyreállítását. Az előző Kína legfontosabb kőolajszállítója, az utóbbi pedig az amerikai szankciók miatt szinte teljes mértékben kirekesztődött a világgazdaság vérkeringéséből. A békekötéssel egyidőben Kína és Irán gazdasági együttműködési szerződést írt alá, aminek keretében Kína közel 400 milliárd dollárnyi tőkét fog befektetni Irán olaj-, gáz- és petrokémiai iparába. Cserébe Kína elsőbbséget kap minden olyan új iráni projektre való pályázásnál, amely ezekhez az ágazatokhoz kapcsolódik.

Kína a nemzetközi pénzügyek területén is az USA, pontosabban az amerikai dollár hegemoniájának megtörésére törekszik. Az IMF adatai szerint a világ USA-dollárban

denominált devizatartalékainak aránya 2022 harmadik negyedévében 59,8% volt, ami az 1999-es 72%-hoz képest számottevő csökkenést jelent. Egyre több ország áll át a zöldhasúról más valutákra a tartalékok, a külkereskedelem és a banki szolgáltatások tekintetében egyaránt.

Moszkva például nemcsak tartalékvalutaként fogadta el a jüant, hanem kötelezettséget vállalt arra is, hogy a kínai fizetőeszközt használja Oroszország, valamint Ázsia, Afrika és Latin-Amerika országai közötti kereskedelmében. Kína és Brazília megállapodást kötött arról, hogy a kereskedelmi és pénzügyi tranzakcióikat a dollár közbeiktatása nélkül jüanban, vagy reálban bonyolítják le.

Úgy tűnik, a jüan készen áll arra is, hogy letaszítsa a trónról a petrodollárt: tavaly Peking felszólította az Öböl-menti országok vezetőit, hogy jüanban számolják el a Kínával kötött gáz- és olajüzleteiket. Nemrégiben a kínai CNOOC nemzeti energiaipari óriásvállalat és a francia Total Energies a sanghaji kőolaj- és földgáztőzsdén keresztül megkötötte első jüanban elszámolt cseppfolyósított földgáz (LNG) ügyletét.

Szakértők szerint több oka is van a jüan térnyerésének. Először is, Kína a világgazdaság jelentős szereplőjeként megengedheti magának, hogy külkereskedelme egyre nagyobb hányadát jüanban bonyolítsa le, és az általa támogatott országoknak saját nemzeti valutájában folyósítson segélyeket. Másodsor, a nyugati szankciók, amelyek a közelmúltban kitiltották Oroszországot az amerikai dollárban denominált fizetési forgalomból, lefoglalva a külföldi bankokban elhelyezett orosz dollárbetéteket, egyre több érdekelt felet készítenek arra, hogy jüanban denominált tranzakciókat kössenek. Továbbá több ország vezetése gondolkodik úgy, hogy velük is előfordulhat mindaz, ami az oroszokkal, ezért igyekeznek diverzifikálni portfóliójukat.

A kínai gazdaság fontosabb mutatóinak alakulása

	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*
A GDP növekedése (az előző év %-ában)	6,0	2,2	8,1	3,0	5,3	4,9
Infláció (a fogyasztói árindex az előző évhez képest, %)	2,9	2,5	0,8	1,9	2,2	2,0
Áru és szolgáltatás export alakulása (az előző évhez képest, %)	1,3	3,06	16,2	-1,3	2,0	5,5
Áru és szolgáltatás import alakulása (az előző évhez képest, %)	0,4	-0,3	7,7	-7,2	2,6	4,0

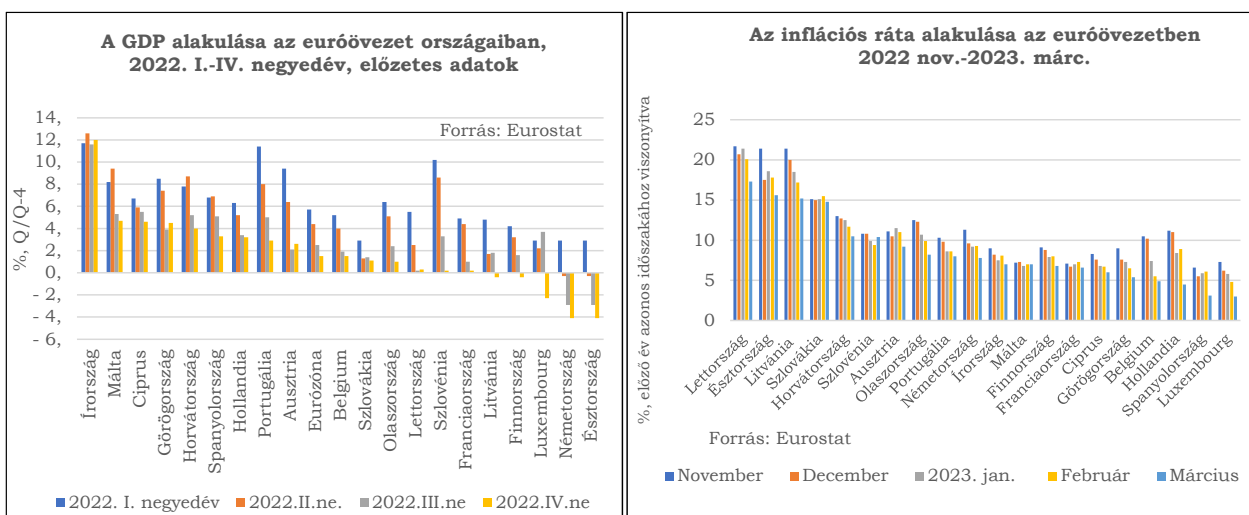
*= előrejelzés

Forrás: OECD Economic Outlook Database

1.5. Az Európai Unió gazdasága

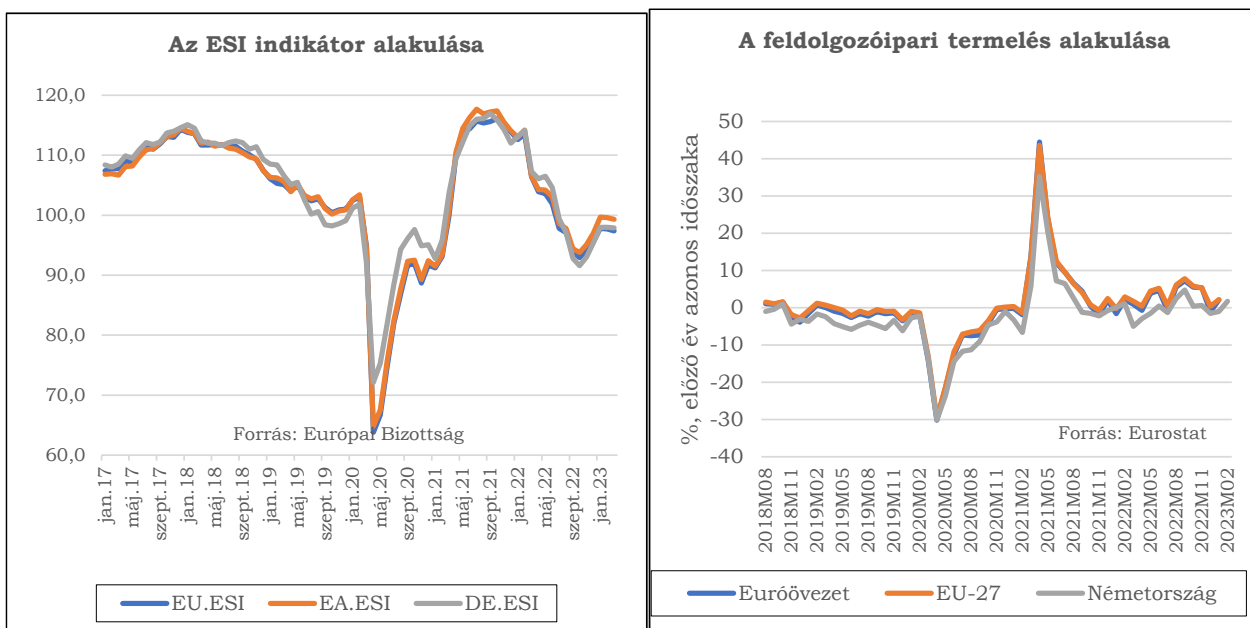
Lassú növekedés az idén, s jövőre sem várható erőteljes fellendülés az euróövezetben

Tavaly az euróövezet GDP-je 3,5%-kal bővült. 2022 utolsó negyedéig volt elég erő az euróövezet gazdaságaiban, hogy a magas energiaárak, a gyorsuló infláció, a csökkenő vásárlóerő ellenére a recessziót elkerülje. Az egy évvel ezelőttihez képest a negyedik negyedévben 1,5%-kal nőtt a GDP, míg az előző negyedhez képest 0,1%-os volt a visszaesés. Az egyes országok között nagyok a különbségek: míg a sajátos pályán mozgó ír gazdaság esetében 2022 negyedik negyedében 12%-os volt a növekedés az előző évhez képest, addig Litvánia, Finnország, Luxemburg, Németország és Észtország esetében már éves alapon is GDP csökkenés volt tapasztalható. A negyedév/negyedéves adatok mindenütt a GDP bővülés ütemének jelentős mérséklődését mutatják 2022 utolsó negyedében. Ezzel 2022 végén a GDP szintje meghaladta a pandémia előtti szintet, az országok között azonban itt is különbségek mutatkoznak: míg Írország jóval, de Finnország és Olaszország is meghaladta, Németország éppen, hogy elérte a pandémia előtti gazdasági teljesítményt, Szlovákia, Franciaország meg még mindig alatta marad annak.

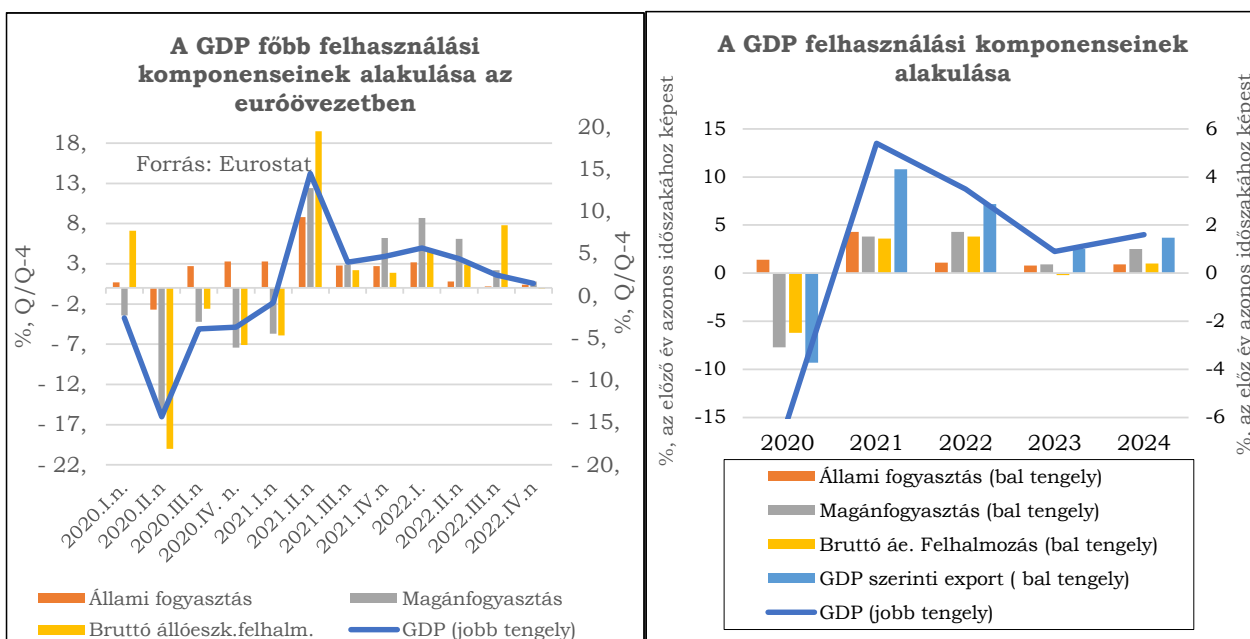


2022 utolsó negyedének adatai szerint összességében az bruttó állóeszközfelhalmozás éves alapon is zsugorodott, s a magánfogyasztás bővülése is nagymértékben lassult. Az energiaárak csökkenése az idén javíthat valamelyest a helyzetet, a továbbra is magas infláció, az ennek következtében egyelőre még szigorú monetáris politika, s az orosz-ukrán konfliktus elhúzódása azonban lefele mutató kockázatokat jelent. Az ESI indikátor az elmúlt hónapokban óvatos javulást jelez, s a feldolgozóipari kibocsátás csökkenése is megállt. Ez önmagában pozitív trendet jelent, azonban az előbbieken említett tényezők, meg az olajár alakulásával kapcsolatos bizonytalanság mérsékli az optimizmust.

2023. január 1-jével Horvátország is az euróövezet tagja lett. Hozzájárulása az EU-20 GDP-jéhez, nagyjából 0,4%, tehát hasonló súlyt képvisel, mint Szlovákia, Szlovénia vagy Litvánia. Az ország függősége a turizmustól még nagyobb, mint Görögországé vagy Spanyolorszagé. Az inflációs ráta mérséklődést mutat, de így is jóval az euróövezet átlaga felett mozog, akárcsak a balti államoké.



A jelenlegi előrejelzések az idei évre lassú növekedést vetítenek előre: becsléseink szerint az EU-20 GDP-je 0,9%-kal bővülhet, s az EU-27 átlaga is ekörül lehet. Jövőre valamelyest élénkülhet a növekedés, de egyelőre 1,6%-nál nagyobb GDP-bővülést nem várunk. Az EU-27 esetében is legfeljebb 1,7% lehet a 2024. évi növekedés. A GDP egyes felhasználási komponenseit tekintve a magánfogyasztás az idén mérsékelt, 0,9%-os bővülést mutathat, mivel a csökkenés ellenére még most is erőteljes infláció tovább csökkenti a magánháztartások vásárlóerejét. Ugyanakkor az infláció mérséklődésével a fogyasztás élénkülése is bekövetkezhet. A bizonytalan exportkilátások következtében a vállalkozások inkább visszafogják beruházási tevékenységüket, s a szigorú monetáris feltételek sem ösztönzik őket a költekezésre. A romló külpiaci feltételek következtében az export is csak mérsékeltten bővül, a nettó export enyhén negatív lehet. Az állami kiadások a tavalyinál mérsékeltőbb ütemben nőnek.

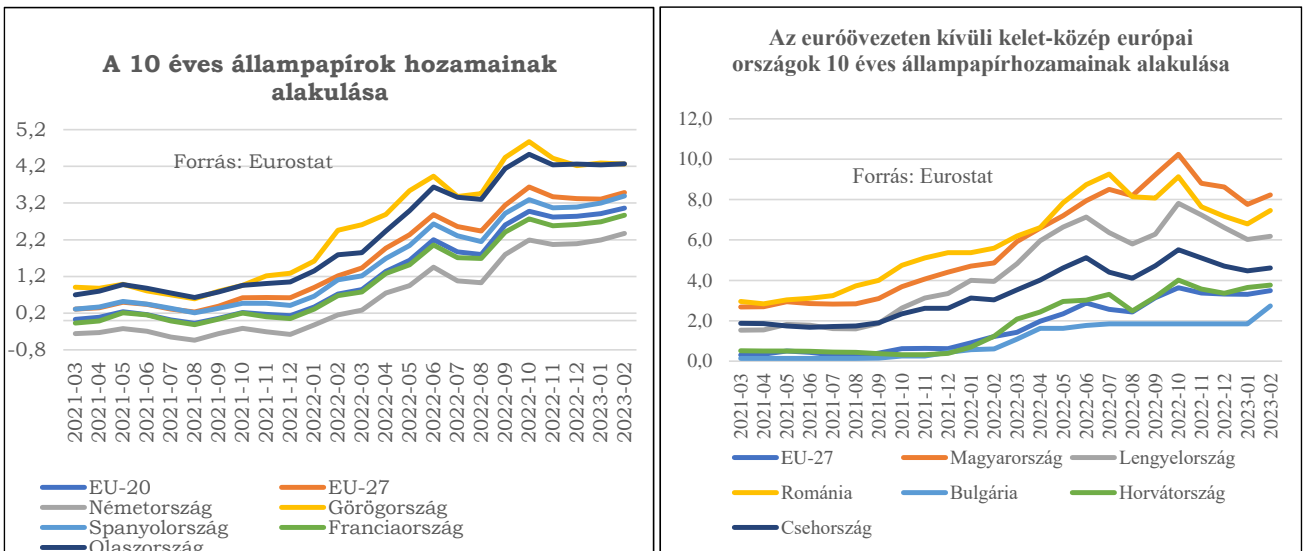


Az infláció tavaly 8,4%-kal emelkedett az euróövezet átlagában, az idén ez éves átlagban 5,4%-ra mérséklődhet, s jövőre 2,9%-kal már közelít az EKB célértékéhez. Ugyanakkor

ebben az előrejelzésben vannak negatív kockázatok: mert, ha az olajár befagy egy magasabb szinten, aminek megvan az esélye, vagy az orosz szankciók következtében újabb piaci zavarok következnek be, úgy az infláció lassulása is várható magára. Egyelőre a maginfláció magas, márciusban 5,7% volt, s időbe telik, amikor az energiaárak csökkenése átgyűrűzik a nem-energiahordozó termékek árába, s a maginfláció is csökkenésnek indul. Az élelmiszerárak emelkedése még nem állt meg, s márciusban is 15,4%-kal haladta meg az előző évi szintet.

A munkaerőpiac meglepően robusztus maradt. A munkanélküliségi ráta 6-7% között mozog a prognózis időszakban. Idén márciusban 6,6% volt. A foglalkoztatási ráta tavaly éves átlagban 74,1% volt.

A hosszúlejáratú állampapírhozamok emelkedése az EU-27 esetében az utóbbi hónapokban lassult, de februárban mindenütt kisebb emelkedés volt tapasztalható. Az országok közötti különbségek megmaradtak. A kelet-közép európai országok esetében is megfigyelhető volt februárban egy újabb emelkedés. Továbbra is a legmagasabb hozamszintet Magyarország esetében mérik, a legalacsonyabbat Németország esetében.

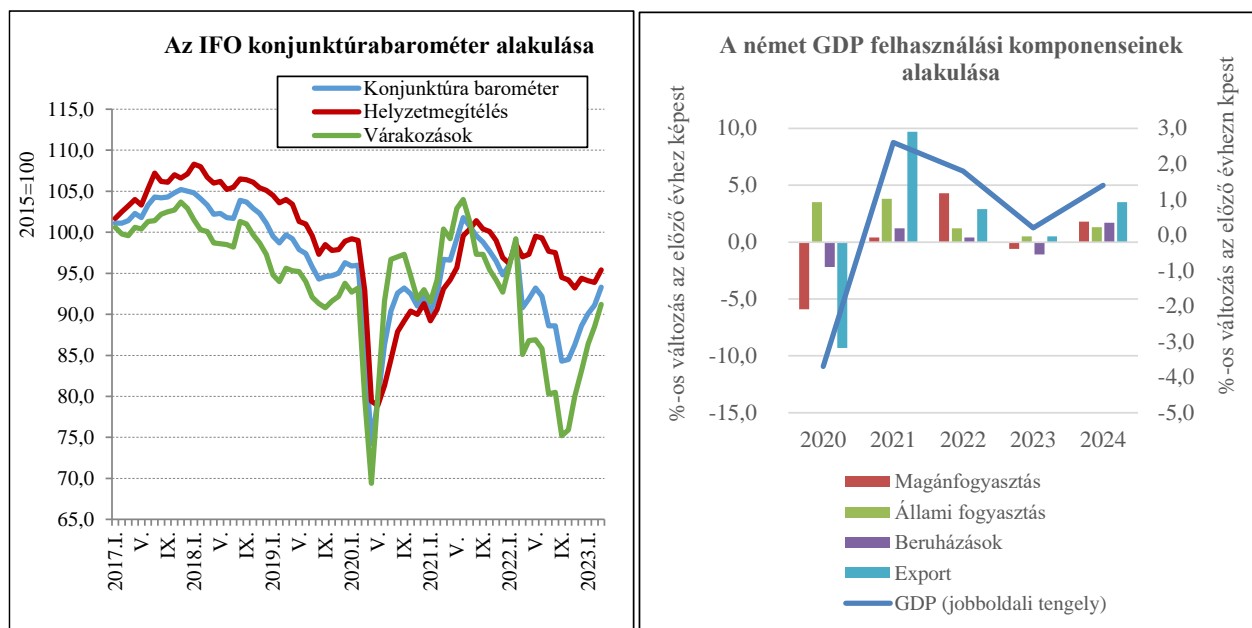


Úgy tűnik elkerüli a visszaesés a német gazdaságot

Míg Németországban tavaly évvégén nagyon borús előrejelzések fogalmazódtak meg, addig az idén év elején javulni látszik a hangulat. Az IFO konjunktúra index is a vártnál jobban emelkedett, az ipari megrendelések is nőttek. Ugyanakkor a tavaly nyár óta felhalmozódott készletek még fékezik a termelés bővülését, akárcsak az USA lassabb fejlődésére vonatkozó prognózisok, illetve az esetleges pénzügyi zavarokkal kapcsolatos kilátások és a továbbra is szigorú monetáris környezet. Így nincsenek vérmes kilátások: az idei GDP a tavalyi 1,8%-os növekedés után legfeljebb 0,2%-kal bővíülhet, s jövőre is 1% körüli növekedés várható. Az energiaválság és az ukrán-orosz háború következményei a pandémia utáni kilábalás hatásait jelentősen rontották. A továbbra is magas infláció a reáljüvedelmeket csökkenti és a vállalatokat is óvatosabbá teszi. A tavalyi 8,7%-os inflációs ráta után az idén is még 5-6% körüli áremelkedés várható. Mindez a fogyasztói kiadásokat visszafogja, úgyhogy az idén a magánfogyasztás visszaesése várható, s nagy valószínűséggel a beruházások is csökkenni fognak, különösen az építőipar és az energiaintenzív ágazatok terén. Az export vonatkozásában minimális bővülés várható lefelé mutató kockázatokkal, hiszen a világgazdasági környezetben is a lassulás jelei dominálnak. 2022 utolsó negyedében a Kínába, az egyéb ázsiai országokba, illetve az Oroszországba irányuló kivitel jelentősen csökkent, s az idei első negyedév tapasztalatai sem nagyon ígértesek. A lanya belső kereslet és a magas energiaárak következtében az import is mérséklődött, így a nettó export mely tavaly még fékezte a növekedést, az idén semleges marad, sőt minimálisan hozzájárul a GDP bővüléséhez.

A szigorú monetáris környezet a vállalatok hitelfelvételeinek lassulásában megmutatkozik. A lakáshitelek bővülése is erőteljesen mérséklődött.

A munkaerőpiac egyelőre robusztus, továbbra is a szakmunkaerő hiánya okoz gondot a vállalkozásoknak. A magas infláció következtében a bérnyomás egyre erősödik, s a különböző sztrájkok is arra utalnak, hogy ennek a nyomásnak a vállalkozások eleget tesznek.



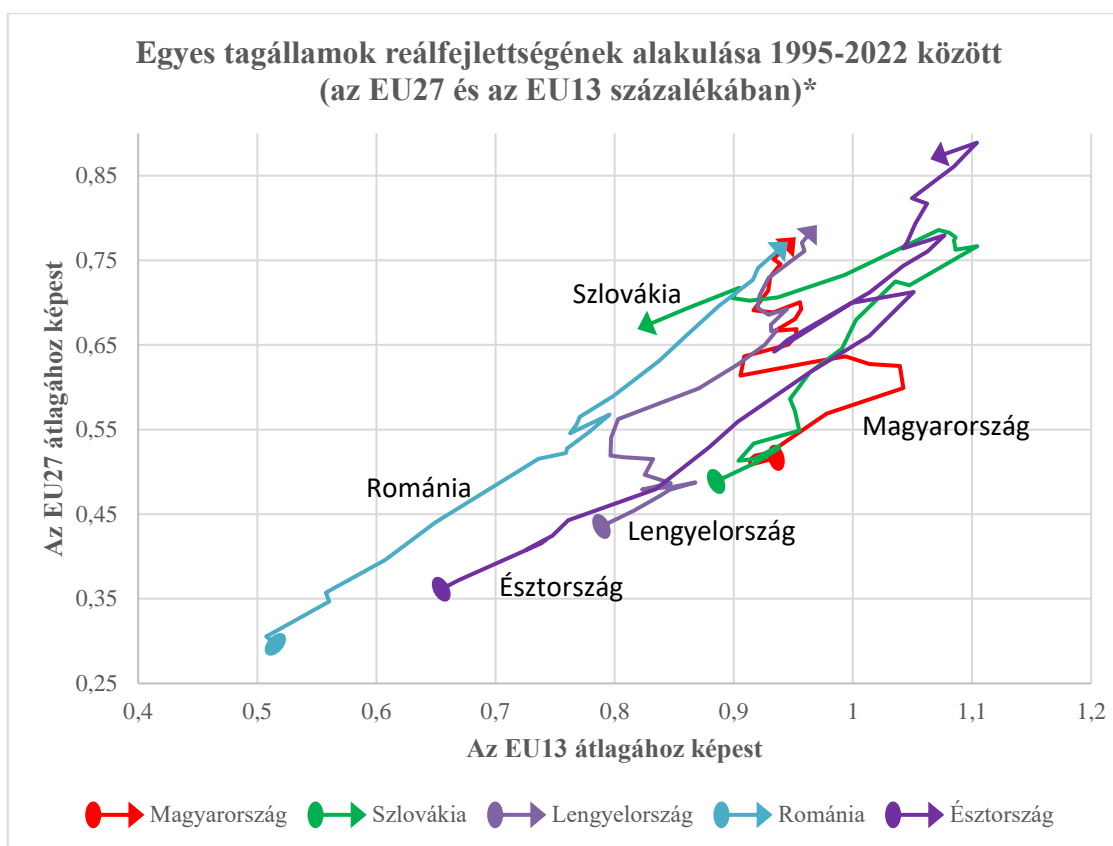
1.6. Közép-kelet európai új EU tagállamok

A szomszédban folyó háború szinte az összes kelet-európai tagállam gazdaságára nézve katasztrofális következményekkel járt. Egyrészt megindult egy rendkívül súlyos inflációs nyomás, amely megélhetési válságot idézett elő. Másrészt a globális konjunktúra ütemvesztése a magas exportkitettségen keresztül erősen fékezi a tagállamokat. A magas árindex miatt szigorodó monetáris politikai környezetben a fiskális politika is két tűz közé került. Az államháztartási, valamint a külső egyensúlyi mutatók romlani kezdtek, miközben továbbra is feszes a munkaerőpiac, ami még mindig fűti az inflációt.

A fent említett körülmények ellenére a térség az utolsó negyedévben is képes volt növekedést felmutatni, igaz csupán 1,4%-os átlagos bővülésről beszélhetünk év/év alapon. Az elmúlt évekhez képest jelentősen változott a térség növekedési szerkezete. A korábbi években rendre Lengyelország számított az EU-13 növekedési motorjának, jelenleg azonban csak a harmadik legnagyobb hozzájárulást adja a régió növekedésében, Horvátország és Románia is megelőzi. Sőt, a lengyel 0,4%-os növekedés az utolsó negyedévben kifejezetten lassítja a térség összegazdasági teljesítményét.

Románia a második legnagyobb gazdasággá nőtte ki magát a térségben a 2006-os EU csatlakozás óta. Az ország számos olyan előnnyel bír, amivel a kisebb, kelet-európai országok, mint például Magyarország, nem rendelkezik. Többek között ilyen a tengeri kijárat, a szénhidrogén ásványkincsek és a nagy belső piac. Az utolsó negyedévben Románia GDP-je 2,3%-kal bővült, ami nem kis részben annak is köszönhető, hogy a bukaresti kormányzat már több, mint 6 milliárd eurónyi támogatást és alacsony kamatozású hitelt tudott lehívni az EU pandémia utáni újraindítási alapjából (jogviták miatt se Magyarország, se Lengyelország nem fér hozzá ezekhez az alapokhoz). Ezen kívül mindenképpen megemlítendő, hogy az Oroszországot elhagyó európai vállalatok közül jó páran Romániába települtek át, és kezdték a beruházások megindítását. Bár a bérek az elmúlt évtizedben látványosan emelkedtek, még mindig jó alternatívát nyújtanak Nyugat-Európával, de még egyes kelet-európai tagállamokkal szemben is.

Románia útja az EU csatlakozás óta példaértékű. A nemrég napvilágot látott friss adatok alapján az ország vásárlóerőparitáson számolt egy főre jutó GDP alapján mért fejlettségben utolérte Magyarországot, sőt a hazai inflációs pályát tekintve, valamint a stabil román lej árfolyamát látva nagyon valószínű, hogy jövőre le is fogja hagyni. Megvizsgálva a rendszerváltozás óta tartó fejlődési pályákat csak Románia és a balti államok tudtak úgy fejlődni, hogy rendre meghaladták a régiós növekedést is, vagyis saját versenytársaiknál is gyorsabban növekedtek. Ezzel szemben a V4 országok bővülése inkább csak átlagos volt, azaz a növekedések átlagosan akkorák voltak, mint a régió növekedése. Más szavakkal a V4 országok egyike sem tudott átlépni önmaga árnyékán, sőt Szlovákia, de a jóval fejlettebb Csehország is inkább visszafejlődik az elmúlt években.



* Románia esetében 2002-2022

Értelmezés: a vonalak a bejárt utat mutatják az eltelt időszak alatt. Minél inkább „jobbra” mutat a vektor, annál gyorsabb a felzárkózás a térség tagállamaihoz, minél inkább „felfelé” mutat a nyíl, annál inkább zárkózik a fel a tagállam az EU27 átlagához. A preferált irányt tehát a „jobb felső” sarok; ekkor a tagállam a térséghez és az EU27-hez is gyorsan zárkózik fel (és hagyja maga mögött a régiót). Mivel Csehország nagyságrendekkel fejlettebb, mint a megjelenített országok, ezért a könnyebb értelmezhetőség kedvéért szerepeltetésétől eltekintettünk.

A fejlődési utakat bemutató ábra jól példázza Románia töretlen fejlődését az elmúlt két évtizedben. A különböző válságok, csupán átmenetileg tudták lassítani az ország fejlődését, de olyan strukturális törést, mint amit például Magyarország vagy éppen Szlovákia esetében tapasztalunk, Románia egyáltalán nem szenvedett. Természetesen érdemes megjegyezni, hogy az alacsony bázis lehetőséget adott Romániának a gyors fejlődésre, így nem kizárt, hogy a jelenlegi szint körül ugyanúgy megakad, mint a többi tagállam. A stabil fejlődési út mögött többek között a tudatos és hatékony fejlesztéspolitika, az európai értékek mentén konszolidálódó nagypolitika, a szabad munkaerő migrációja az EU-ba, valamint a sajátos román iparszerkezet áll. Ez utóbbi abban különbözik a többi régiós járműiparra épülő gazdaságtól, hogy sikerült termelés szinte teljes vertikumát Románába vinni, beleértve a fejlesztést is, továbbá az értékesítés részben belföldön történik. Mindez kellő robusztusságot biztosít az ágazat számára, alacsony beszállítói kitettséggel, és valamelyest stabil értékesítési piaccal.

Az utolsó negyedév nagy meglepetése Horvátország, amely tavaly belépett nem csak a schengeni övezetbe, de az eurózónába is. A maastrichti kritériumok teljesítésével a horvát gazdaság stabil, s jobban ellenáll a háború okozta sokkoknak. Bár az infláció a horvát háztartásokat is érzékenyen érintette, az idegenforgalmi szezon olyan jól sikerült,

hogy tavaly 6% feletti növekedést ért el az ország, és az újjáépítési alapból lehívható támogatás is komoly lökést adott a beruházásoknak.

Néhány tagállamtól eltekintve mindenhol 10% felett maradt az infláció 2023 elején is. Ugyanakkor a legtöbb helyen érezhetően megindult már a defláció is, kérdés azonban, hogy meddig enyhülhet a nyomás az árakon. A maginfláció ugyanis még mindig rendkívül magas, a kormányzatok pedig enyhíteni igyekeznek a megélhetési válságot, ezzel azonban tovább fűtik az árakat, elejét véve a monetáris politika szigorításának. Látványos változás azonban, hogy míg korábban az áruk oldalán jelentkezett a nyomás (a beszállítói láncokon keresztül), jelenleg már inkább a szolgáltatások felől jelentkezik az infláció forrása. Ebben nem kis szerepe van az energiaárak drágulásának, és a közeledő idegenforgalmi szezonnak, aminek továbbra is egy nagyon feszes munkaerőpiaccal vágnak neki a tagállamok. A bérek reálértéke a sok éves rekordnak számító infláció ellenére nem, vagy csak alig csökkent, így az árindexek növekedésének lassulása sokkal inkább a bázishatásnak tudható be. Bár a fogyasztásban megfigyelhető az alkalmazkodás, az egyes kormányok megélhetési válság enyhítését célzó intézkedései következtében ez nem minden tagállamban történt meg még.

Idén a növekedés erős lassulása várható, tartós recesszióra azonban nem számítunk a térségben. Ennek oka, hogy a régió legtöbb tagállama számára továbbra is rendelkezésre állnak az uniós források, és várhatóan érkezik annyi növekedési impulzus a világgazdaságból, hogy a termelési volumen ne csökkenjen érdemben. A reálbérek viszonylagos stabilitása pedig hozzájárul ahhoz, hogy a magánfogyasztás enyhén bővülni tudjon. A növekedést így 2023-ban 0,5 és 1 százalék közöttire becsüljük. Ennek ára azonban, hogy infláció továbbra is magas marad a térségben, nagy valószínűséggel idén is 10% feletti szintekre lehet számítani, erős további felfelé mutató kockázatokkal. Jövőre várhatóan szelidülni fognak az inflációs folyamatok, e mögött azonban az a feltételezés húzódik, hogy nem lesznek turbulens folyamatok a nyersanyagpiacokon. Növekedés 2024-ben várhatóan 2,5-3 százalék közé emelkedik, ám ebben szerepe lesz a bázishatásnak is. Jelenleg inkább negatív kockázatok vannak az előrejelzésben, ebben pedig a legnagyobb kérdőjel továbbra is a háború, valamint a nyersanyagpiacok alakulása.

Gazdasági növekedés az Európai Unió tagországában

(A GDP százalékos változása az előző évhez viszonyítva)

	Súly*	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*
Németország	25,0	2,7	1,0	1,1	-3,7	2,6	1,8	0,2	1,4
Franciaország	17,3	2,3	1,9	1,8	-7,8	6,8	2,6	0,9	1,6
Olaszország	12,4	1,7	0,9	0,5	-9,0	7,0	3,7	0,6	0,8
Hollandia	6,0	2,9	2,4	2,0	-3,9	4,9	4,5	1,6	2,1
Belgium	3,4	1,6	1,8	2,2	-5,4	6,1	3,1	1,0	1,5
Luxemburg	0,5	1,3	1,2	2,3	-0,8	5,1	1,5	2,1	2,1
Írország	2,7	9,0	8,5	5,4	6,2	13,6	12,0	4,6	4,0
Görögország	1,2	1,1	1,7	1,9	-9,0	8,4	5,9	2,9	2,4
Spanyolország	8,4	3,0	2,3	2,0	-11,3	5,5	5,5	1,6	2,1
Portugália	1,5	3,5	2,8	2,7	-8,3	5,5	6,7	1,4	1,6
Ausztria	2,8	2,3	2,4	1,5	-6,5	4,6	5,0	0,9	1,4
Finnország	1,8	3,2	1,1	1,2	-2,4	3,0	2,1	0,1	1,3
Észtország	0,2	5,8	3,8	3,7	-0,6	8,0	-1,3	0,0	3,1
Szlovákia	0,7	2,9	4,0	2,5	-3,4	3,0	1,7	1,0	2,5
Szlovénia	0,3	4,8	4,5	3,5	-4,3	8,2	5,4	1,2	2,1
Ciprus	0,2	5,7	5,6	5,5	-4,4	6,6	5,6	2,0	2,2
Málta	0,1	10,9	6,2	7,0	-8,6	11,8	6,9	2,8	3,5
Lettország	0,2	3,3	4,0	2,6	-2,2	4,1	2,0	0,0	2,3
Litvánia	0,4	4,3	4,0	4,6	0,0	6,0	1,9	-0,2	2,6
Horvátország	0,4	3,4	2,8	3,4	-8,6	13,1	6,3	1,0	3,0
Euróözone	85,2	2,6	1,8	1,6	-6,1	5,4	3,5	0,9	1,6
Dánia	2,3	2,8	2,0	1,5	-2,0	4,9	3,8	1,4	1,6
Svédország	3,6	2,6	2,0	2,0	-2,2	5,4	2,6	-0,1	1,5
Magyarország	1,0	4,3	5,4	4,9	-4,5	7,2	4,6	-0,5	2,5
Csehország	1,6	5,2	3,2	3,0	-5,5	3,6	2,5	0,0	2,4
Lengyelország	3,9	5,1	5,9	4,5	-2,0	6,8	4,9	1,0	2,6
Románia	1,6	8,2	6,0	3,9	-3,7	5,8	4,8	2,5	3,5
Bulgária	0,5	2,8	2,7	4,0	-4,0	7,6	3,4	1,5	2,5
EU-14	88,7	1,8	1,6	-5,8	5,3	3,5	1,8	0,9	1,6
Új EU-13	11,3	5,0	4,9	4,0	-3,5	6,3	4,1	0,9	2,7
EU-27	100	2,8	2,1	1,8	-5,6	5,4	3,5	0,9	1,7
<i>Emlékeztető tételek</i>									
USA		1,6	3,0	2,3	-3,4	5,7	2,1	1,0	0,9
Japán		1,0	1,9	0,7	-4,7	2,3	1,0	1,1	1,1
Egyesült Királyság		1,7	1,3	1,6	-11,0	7,6	4,1	-0,2	0,9
Kína		6,7	6,8	6,0	2,2	8,1	3,0	5,3	4,9
Oroszország		-0,2	2,2	1,3	-2,7	5,6	-2,1	-2,5	-0,5
<i>Délkelet-Európa</i>									
Szerbia		2,1	4,5	4,3	-0,9	6,7	3,0	3,8	3,0
Törökország		7,4	3,0	0,9	1,8	9,0	5,6	2,8	3,8

* 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-14 = 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 tagországában

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

	Súly*	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*
Németország	24,6	1,7	1,9	1,4	0,4	3,2	8,7	6,6	3,1
Franciaország	17,4	1,2	2,1	1,3	0,5	2,1	5,9	4,4	2,6
Olaszország	14,1	1,3	1,2	0,6	-0,1	1,9	8,7	6,7	2,8
Hollandia	4,9	1,3	1,6	2,7	1,1	2,8	11,6	5,4	2,9
Belgium	3,3	2,2	2,3	1,2	0,4	3,2	10,3	4,7	2,3
Luxemburg	0,2	2,1	2,0	1,6	0,0	3,5	8,2	3,5	2,3
Írország	1,4	0,3	0,7	0,9	-0,5	2,4	8,1	4,7	2,5
Görögország	1,7	1,1	0,8	0,5	-1,3	0,6	9,3	5,6	3,1
Spanyolország	9,1	2,0	1,7	0,8	-0,3	3,0	8,3	5,0	2,8
Portugália	1,9	1,6	1,2	0,3	-0,1	0,9	8,1	5,3	3,1
Ausztria	2,7	2,2	2,1	1,5	1,4	2,8	8,6	6,4	3,4
Finnország	1,7	0,8	1,2	1,1	0,4	2,1	7,2	5,1	2,7
Észtország	0,2	3,7	3,4	2,3	-0,6	4,5	19,4	9,0	3,0
Szlovákia	0,8	1,3	2,5	2,8	2,0	2,8	12,1	10,0	5,0
Szlovénia	0,3	1,6	1,9	1,7	-0,3	2,0	9,3	6,4	3,1
Ciprus	0,2	0,7	0,8	0,5	-1,1	2,3	8,1	4,5	2,7
Málta	0,1	1,3	1,7	1,5	0,8	0,7	6,1	4,0	2,4
Lettország	0,2	2,9	2,6	2,7	0,1	3,2	17,2	9,5	3,1
Litvánia	0,4	3,7	2,5	2,2	1,1	4,6	18,9	9,0	4,0
Horvátország	0,4	1,3	1,6	0,8	0,0	2,7	10,7	6,0	4,4
Eurózóna	85,7	1,5	1,8	1,2	0,3	2,6	8,4	5,4	2,9
Dánia	2,0	1,1	0,7	0,7	0,3	1,9	8,5	4,9	3,1
Svédország	3,0	1,9	2,0	1,7	0,7	2,7	8,1	5,9	2,9
Magyarország	1,0	2,4	2,9	3,4	3,4	5,2	15,3	19,0	5,8
Csehország	1,5	2,4	2,0	2,6	3,3	3,3	14,8	10,5	3,5
Lengyelország	4,3	1,6	1,2	2,1	3,7	5,2	13,2	12,5	6,0
Románia	1,9	1,1	4,1	3,9	2,3	4,1	12,0	10,5	5,5
Bulgária	0,5	1,2	2,6	2,5	1,2	2,8	13,0	10,0	4,0
EU-14	88,1	1,7	1,9	1,3	0,4	2,6	7,8	5,3	2,8
Új EU-13	11,9	1,7	2,3	2,7	2,7	4,4	13,9	11,8	5,2
EU-27	100,0	1,6	1,8	1,4	0,7	2,9	9,2	6,1	3,1
<i>Emlékeztető tételek^a</i>									
USA		0,1	1,3	1,5	1,2	4,3	6,3	2,7	2,5
Japán		0,8	0,5	0,5	0,0	-0,2	2,5	2,5	1,8
Egyesült Királyság		2,7	2,5	1,8	0,8	2,6	9,1	6,7	2,8
Kína		1,4	2,0	2,9	2,5	0,8	1,9	2,2	2,0
Oroszország ^b		7,0	2,9	4,5	2,6	5,9	14,0	6,4	5,3
<i>Délkelet-Európa</i>									
Szerbia		3,1	2,0	1,9	1,7	3,6	8,5	4,6	5,6
Törökország		11,0	16,4	15,2	12,3	17,8	72,3	44,6	41,4

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	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*
Németország	20,3	3,8	3,4	3,1	3,6	3,6	2,7	2,9	2,7
Franciaország	14,0	9,4	9,0	8,4	8,0	7,9	7,3	7,2	7,2
Olaszország	12,1	11,2	10,6	10,0	9,6	9,6	8,2	8,3	8,6
Hollandia	4,3	4,9	3,8	3,4	3,3	4,2	3,4	3,6	3,6
Belgium	2,4	7,1	6,0	5,4	6,4	6,3	5,6	5,8	5,7
Luxemburg	0,1	5,5	5,6	5,6	5,8	5,5	4,7	4,8	4,6
Írország	1,1	6,7	5,8	5,0	6,7	6,3	4,8	4,4	4,4
Görögország	2,2	21,5	19,3	17,3	15,3	14,8	12,5	11,8	11,5
Spanyolország	10,9	17,2	15,3	14,1	15,2	14,8	13,1	13,8	12,9
Portugália	2,4	9,0	7,1	6,5	6,7	6,6	5,9	6,8	6,5
Ausztria	2,1	5,5	4,9	4,5	6,4	6,2	4,6	5,0	4,9
Finnország	1,3	8,6	7,4	6,4	7,7	7,7	6,7	7,7	7,5
Észtország	0,3	5,8	5,4	4,4	6,8	6,2	6,1	6,6	6,2
Szlovákia	1,3	8,1	6,5	5,8	6,8	6,8	6,3	6,4	6,4
Szlovénia	0,5	6,6	5,1	4,5	4,6	4,8	4,1	4,3	4,1
Ciprus	0,2	11,1	8,4	7,1	7,5	7,5	7,2	7,2	6,9
Málta	0,1	4,0	3,7	3,6	4,0	3,5	3,2	3,1	3,0
Lettország	0,4	8,7	7,4	6,3	7,3	7,6	7,1	8,1	7,9
Litvánia	0,7	7,1	6,2	6,3	7,1	7,1	6,0	7,1	7,0
Horvátország	0,8	11,2	8,5	6,6	6,7	7,7	6,3	6,3	5,9
Eurózóna	76,8	9,1	8,2	7,6	8,0	7,7	6,7	7,0	6,8
Dánia	1,4	5,8	5,1	5,0	5,3	5,1	4,2	4,7	4,7
Svédország	2,5	6,7	6,4	6,8	8,9	8,8	7,4	7,6	8,0
Magyarország	2,2	4,0	3,6	3,3	4,1	4,1	3,7	4,2	4,0
Csehország	2,5	2,9	2,2	2,0	2,7	2,8	2,7	3,3	3,6
Lengyelország	8,0	4,9	3,9	3,3	3,3	3,4	2,7	3,0	3,1
Románia	4,2	4,9	4,2	3,9	5,0	5,6	5,4	5,8	5,4
Bulgária	1,6	6,2	5,2	4,2	5,1	5,3	5,2	5,2	5,3
EU-14	77,2	8,4	7,5	7,1	7,9	7,8	6,7	6,9	6,8
Új EU-13	22,8	5,5	4,5	4,1	4,4	4,6	4,1	4,6	4,6
EU-27	100,0	8,3	7,4	6,8	7,2	7,1	6,1	6,4	6,3
Emlékeztető									
tételek^a									
USA		4,9	3,9	3,7	8,1	5,4	3,6	4,3	4,7
Japán		3,1	2,8	2,4	2,8	2,8	2,7	2,5	2,4
Egyesült Királyság		4,4	4,1	3,8	4,5	4,6	3,7	4,4	4,5
Kína ^b		4,0	4,0	3,8	3,6	4,0	4,2	4,2	4,2
Oroszország ^d		5,7	5,4	4,6	6,0	5,9	3,9	4,5	3,0
Délkelet-Európa									
Szerbia ^e		13,5	12,7	10,4	9,0	10,7	9,2	8,6	8,5
Törökország		10,9	10,9	13,7	13,2	12,8	12,9	12,7	10,6

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

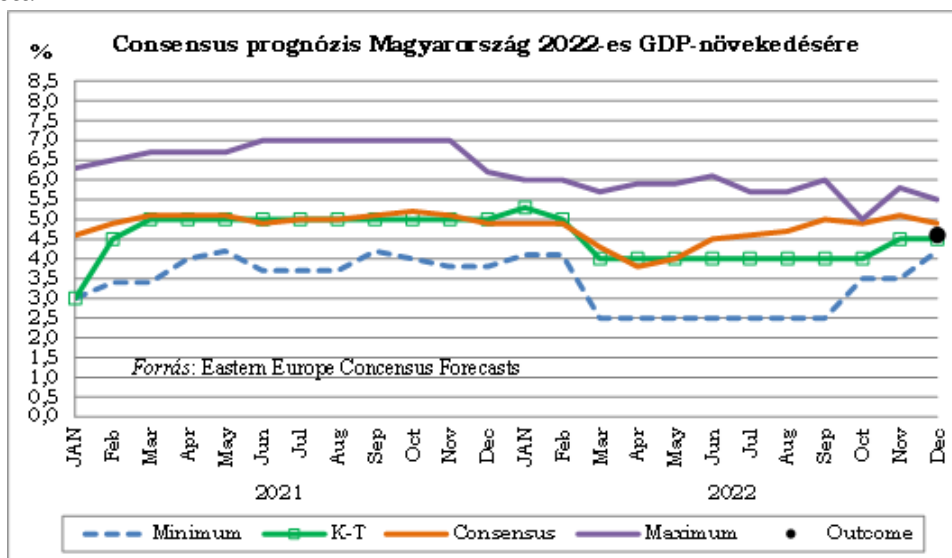
EU-15 = A 2004 előtt csatlakozott („rég”) EU-tagországok

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 tavalyi év végére olyan mértékben kibontakoztak a növekedést lefojtó tényezők, hogy a negyedik negyedévben a GDP jóformán stagnált – 0,4%-kal nőtt mindössze – éves összevetésben. A legfőbb ilyen tényező a csúcsokat döntő infláció, amelyet változatos – részben külső, részben viszont belső – okok váltottak ki. Az év előrehaladtával az áremelkedés egyre inkább megtépázta a háztartások vásárlóerejét és – ágazati hovatarozástól és piaci pozíciótól függően eltérő mértékben – a vállalatok pénzügyi helyzetét. Erre ráakódott a jegybanki kamatemelések nyomán a finanszírozási feltételek romlása.

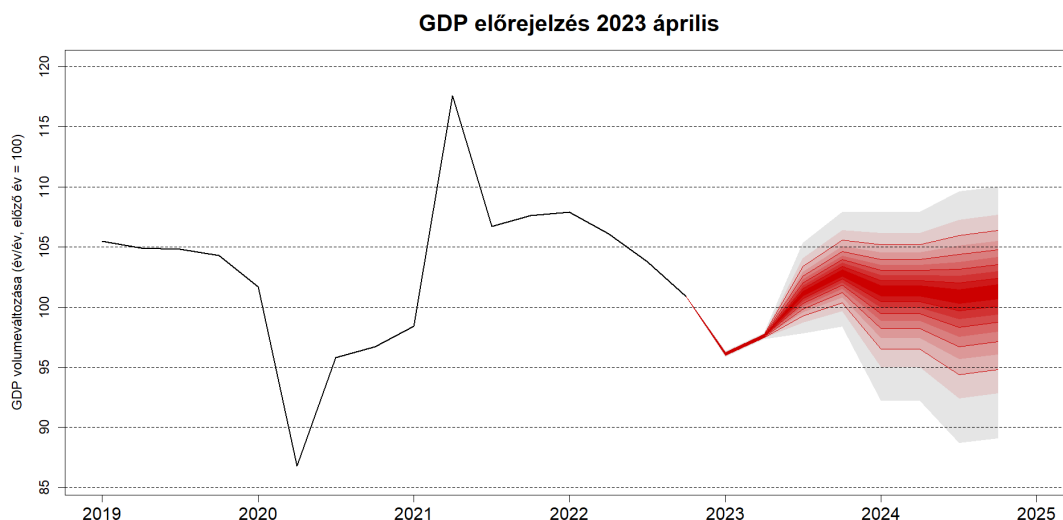


A fentiek miatt elkerülhetetlen volt az év elején még rekordokat döntő belföldi kereslet lassulása, majd csökkenésbe fordulása. A tavalyi utolsó negyedévben e csökkenés még csak jelképes mértékű volt (-0,2%), az idén viszont számottevőbb lesz. Habár az év végére a reálkeresetek dinamikája – a gyors nominális keresetemelkedés ellenére – negatívvá vált, a háztartások fogyasztása még az utolsó negyedévben is nőtt valamelyest – itt a csökkenés csak az idei év elején következett be. Másfelől viszont az állóeszköz-felhalmozás volumene jelentősen visszaesett. A beruházások széles körben csökkentek, a csökkenés kiterjedt az államra, az állami megrendelésektől függő („kvázifiskális”) ágazatokra, a háztartásokra, illetőleg a vállalati szektor főként belföldi orientációjú szegmensére egyaránt.

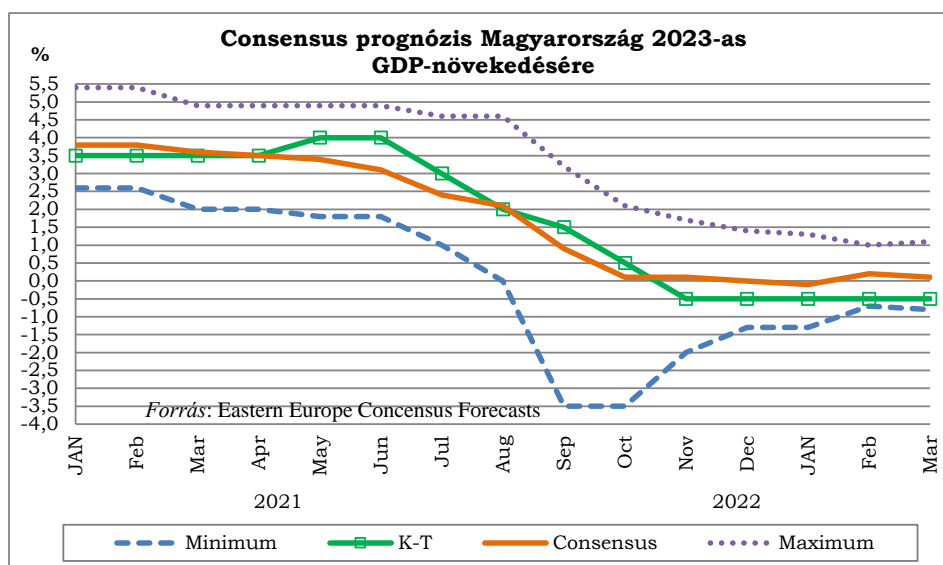
Mivel a turbulens és nyomott nemzetközi gazdasági környezet ellenére az áru- és szolgáltatásexport számottevően nőni tudott, a nettó export pozitív hozzájárulásának köszönhetően végül a GDP-növekedés (épphogy) pozitív lett az év utolsó negyedévében. Éves átlagban a növekedés számottevő volt – 4,6% – ám az elemzők többsége által várt ütemet végül nem érte el.

A **2023-as év** nagy részében a tavalyi év végi tényezők lesznek a meghatározók. Az infláció az év elején tetőzött, de az év folyamán csak lassan fog mérséklődni, ami a gazdasági folyamatokra számottevő hatással lesz. Az év nagy részében a háztartások reáljövedelme csökkenni fog – az első félévben meredeken. A magas infláció miatti magas kamatok hatására a fogyasztói keresleten túl a finanszírozási feltételek és a költségnyomás továbbra is gátló tényező lesz a vállalatok jelentős része – és a háztartások – számára, az állami beruházások nagy részére vonatkozó felfüggesztés idén is érvényes, az EU-pénzek

sorsa továbbra is bizonytalan. Így az idén a fogyasztás és a beruházások egyaránt esni fognak. A belföldi kereslet év eleji állapotát illetően figyelemre méltó például a kiskereskedelmi forgalom, illetőleg az építőipari kibocsátás 10%-ot meghaladó visszaesése februárban. A belföldi felhasználás fő tényezőit illetően pozitív fordulatra jó eséllyel csak az év utolsó negyedében kerül sor.



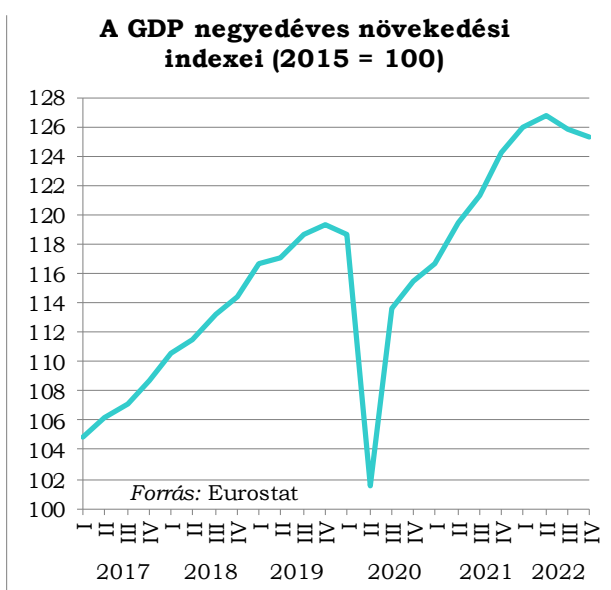
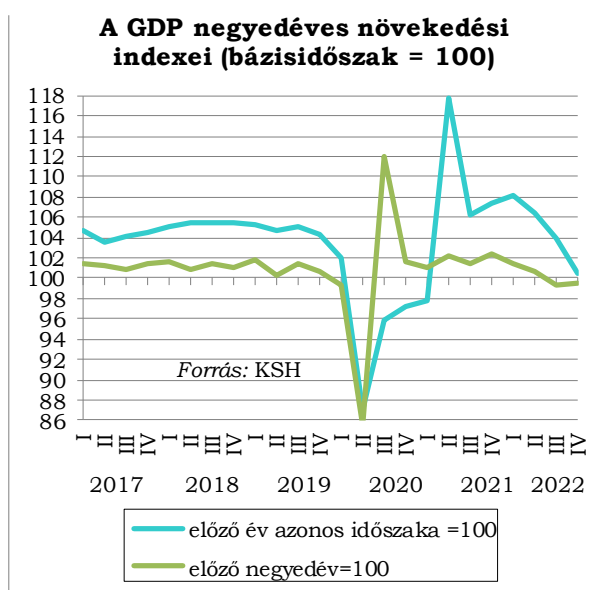
Az energia- és élelmiszerárak megugrása, illetőleg az ezek nyomán elindult globális kamatemelési ciklus a világgazdaságot is érezhetően lehűtötte. Ehhez újabban hozzájönnek a pénzügyi rendszerrel kapcsolatos bizonytalanságok, amelyek maguk is részben a kamatemelési ciklus nyomán kerültek felszínre. A geopolitikai turbulenciákkal együtt ezek rontják a külgazdasági kilátásokat is. Ám várakozásunk szerint mindez csak fékezni fogja, de nem nullázza le az ipari és exportnövekedést. A zsugorodó belföldi kereslet és a szerény mértékű exportbővülés együttesen azt eredményezi, hogy a nettó export részben ellensúlyozni fogja a belföldi felhasználás csökkenésének a negatív növekedési hozzájárulását. Jelenleg azonban arra számítunk, hogy nem tudja *teljesen* ellensúlyozni, így éves átlagban a GDP minimális, 0,5%-os csökkenését várjuk 2023-ban. Jövőre - ha közben újabb világgazdasági vagy Magyarország-specifikus sokk nem üti meg a gazdaságot - 2-3%-os, esetleg magasabb gazdasági növekedésre kerülhet sor.



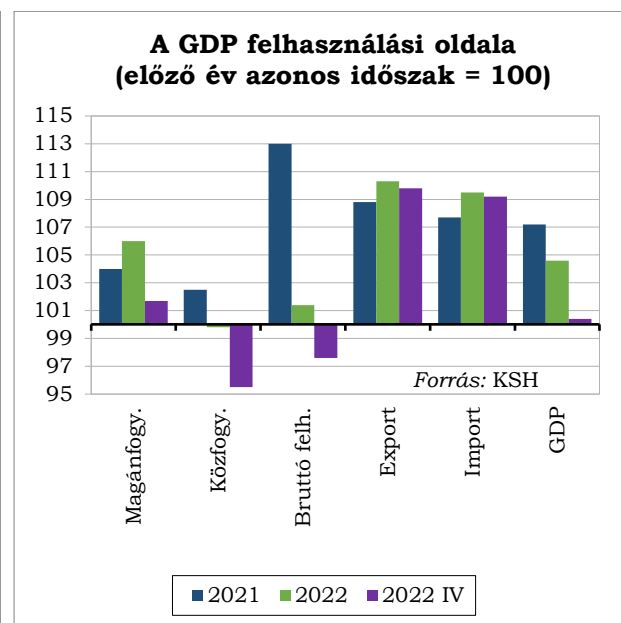
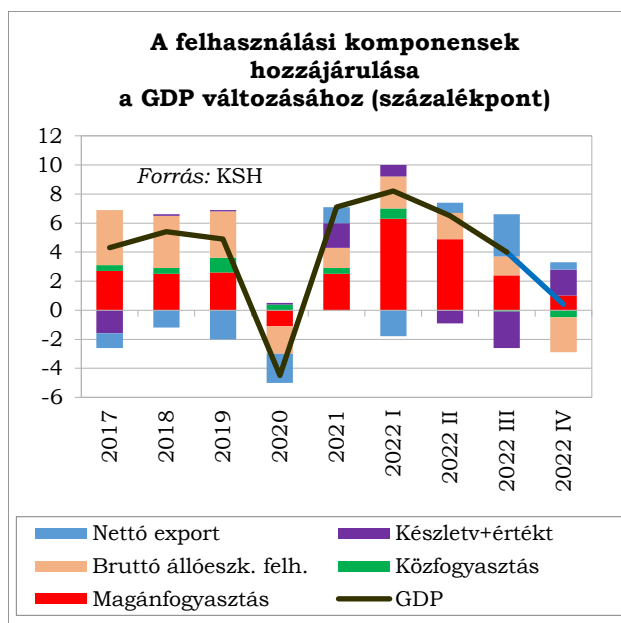
Az ideai gazdasági előrejelzésben nem számolunk azzal, hogy 2023 folyamán érzékelhető mértékű európai uniós támogatás beérkezne, akár az Európai helyreállítási és Újjáépítési Eszköz (RRF), akár a partnerségi megállapodás keretében, vagy erről megállapodás történne. Az év első felében ez bizonyosan nem várható, legfeljebb az év vége felé, de ennek mind a ténye, mind az összege bizonytalan. De még ha meg is születne valamilyen kompromisszumos megállapodás az év vége felé, az ebben az évben még semmiképpen sem fejtene ki GDP-ösztönző hatást. Részben ezzel is indokolható, hogy előrejelzésünk az elemzői konszenzusnál valamivel pesszimistább, mivel tavaly még, ha csökkenő, de nem elhanyagolható finanszírozás érkezett az uniós programokra, amelyeknek a megvonása érezhető kiesést fog okozni a gazdasági teljesítményben.

2.1. A GDP és komponensei

A tavalyi negyedik negyedévi adatokban már látványosan megmutatkozott a növekedési fordulat. Az előző negyedévhez képest ismét csökkent a GDP volumene, habár ennek üteme (-0,4%) a vártnál enyhébb. Ezzel együtt az előző év azonos időszakához képest a GDP-volumen már csak 0,4%-kal bővült a harmadik negyedévi 4% után, – nyilvánvaló, hogy az idei első negyedév(ek)ben a lassulás érdemi visszaesésbe fog átcsapni, részben amiatt, hogy a magyar gazdaságpolitika a korábbi prociklikus stimulus bőjtjeként most kedvezőtlen pillanatban kényszerült fiskális korrekcióra és monetáris megszorításra. Éves átlagban a növekedési ütem 4,6% volt, amivel Magyarország felülmúlja az uniós átlagot, de lényegében a középmezőnyhöz tartozik.



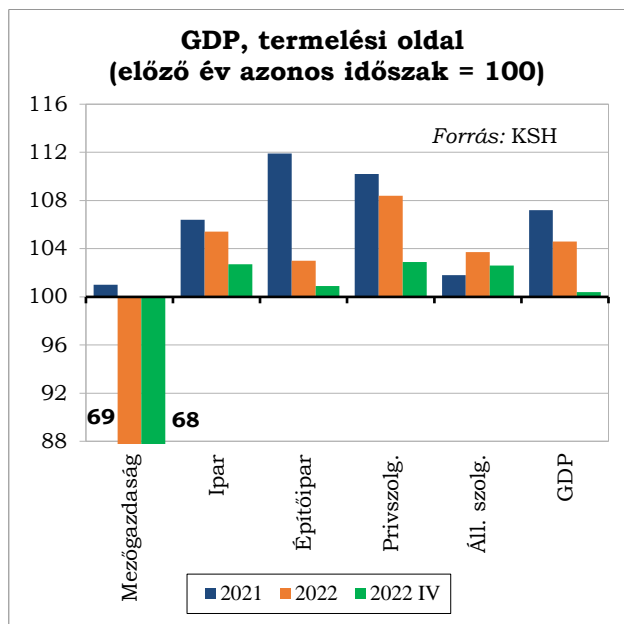
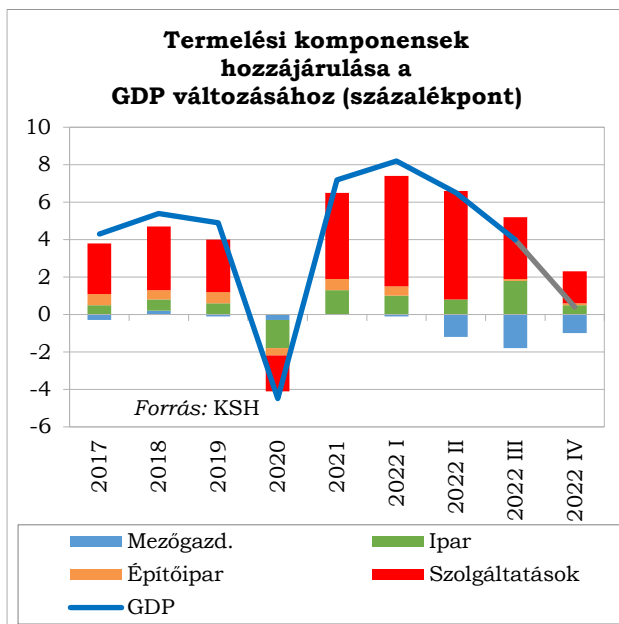
A **felhasználási oldalon** a belföldi felhasználás – a harmadik negyedévi jelentős lassulás után – a negyedik negyedévben enyhe csökkenésbe fordult. Ennek legfőbb oka az volt, hogy – másfél évnyi folyamatos bővülés után – az **állóeszköz-felhalmozás** volumene az utolsó negyedévben 8,6%-kal visszaesett éves bázison. Mindenekelőtt az



állam, az állami megrendelésektől függő ágazatok (szállítás), illetőleg az üzleti szektor nem exportorientált szegmense csökkentette beruházásait. Eközben a *magánfogyasztás* növekedése ugyan tovább lassult, de még nem csapott át csökkenésbe. Ám a beruházások visszaesése önmagában is negatívba fordította a belföldi felhasználás dinamikáját, és ez utóbbi év/éves csökkenése jóval drasztikusabb is lehetett volna, ha ezúttal /a készletváltozás nem pozitívan járul hozzá a növekedéshez.

Eközben az áruexport harmadik negyedévi megugrása után a növekedési ütem számottevően mérséklődött, a teljes nettó export növekedési hozzájárulásával együtt. Ugyanakkor jelentős részben ennek a visszafogott növekedési hozzájárulásnak tudható be, hogy az állóeszköz-felhalmozás bezuhanása nem taszította csökkenésbe a teljes GDP-t.

A **termelési oldalon** a mezőgazdasági hozzáadott-érték zuhanása folytatódott a negyedik negyedévben is, a hóhullámok és az aszály következtében. Az építőipar növekedése – az előző két negyedévhez hasonlóan – inkább csak jelképes mértékű volt. A GDP-növekedés nulla közelébe lassulása egyrészt annak a következménye, hogy szolgáltatások növekedési üteme a korábbi felére (2,8%-ra) fékeződött le. De majdnem ugyanakkora volt a lassító hatása az ipari növekedés látványosan lassult (a harmadik negyedévi 10,1%-ról 2,7%-ra). A korábbiaktól eltérően ezúttal az ipari növekedés fékeződéséhez elsősorban a belföldi értékesítés csökkenésbe fordulása járult hozzá, habár eközben az exportértékesítés dinamikája is majdnem felére csökkent, habár számottevő maradt. A világgazdasági környezet romlása tehát az év végéig még nem gátolta meg az exportértékesítés bővülését, ugyanakkor a belföldi kereslet gyengülése – ezen belül a beruházások visszaesése – már visszaesést idézett elő az ipar belföldi eladásaiban. A szolgáltatásokat illetően megjegyzendő, hogy – a fogyasztáshoz hasonlóan – még mindig pozitív növekedést produkált. Ugyanakkor a legnagyobb romlást elszenvedő szolgáltatási ágban – a kereskedelem és gépjárműjavítás ágazatban – már csökkenést mért a KSH. Ezenfelül erősen lassult a növekedés a vendéglátás-szálláshelyszolgáltatásban, a szállítás-raktározásban, valamint – némileg meglepőbb módon – az info-kommunikációs ágazatban is.



A belföldi kereslet drámai megugrása az év elején és lefordulása az év végére azt eredményezte, hogy éves átlagban a belföldi kereslet önmagában csak 3,9%-os növekedéshez lett volna elegendő, a nettó export érdemi hozzájárulására is szükség volt a 4,6%-os növekedéshez.

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.

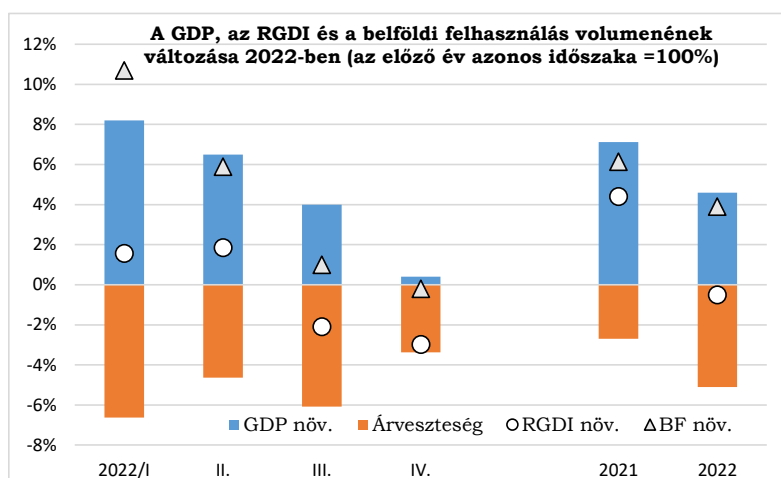
2.1.1. A bruttó hazai reáljövedelem (RGDI) alakulása 2022-ben

Miközben 2022-ben a GDP 4,6%-kal emelkedett, a **bruttó hazai reáljövedelem (RGDI)** nagyjából **0,5%-kal csökkent**, így az előző évi GDP-hez viszonyítva a **külkereskedelmi cserarány-romlás okozta jövedelemveszteség meghaladta a GDP volumen-növekedését**, nagyjából 5%-ot tett ki. Ez fontos információ annak megítélésére szempontjából, hogy a belföldi felhasználás volumenének növekedése (3,9%) összhangban volt-e az ország által felhasználható források bővülésével (-0,5%). A két mutató közötti diszkrépancia 2022-ben a külkereskedelmi egyenleg jelentős romlásában mutatkozott meg. A hazai GDP- és RGDI-növekedés közötti rés az EU tagországokkal összehasonlítva kirívó: mesze meghaladja az EU átlagát, és Litvánia után a legnagyobb mértékű. Miközben a vásárlóerő-paritáson mért GDP/fő-t tekintve Magyarország 2021-ről 2012-re az EU átlagának 75%-áról 77%-ára emelkedett, az egy főre jutó bruttó reáljövedelem alapján hátrább, az EU-átlag 74%-ra került.

2022-ben Magyarország áru- és szolgáltatásforgalmi külkereskedelmi cserarányai 5,4%-kal romlottak 2021-hez viszonyítva (amikor 2020-hoz képest már 3,1%-os romlást kellett elkönyvelni). A cserarány-veszteség alapvető oka az importált energiahordozók árának brutális emelkedése, amelynek hatása 2022 utolsó negyedében kissé enyhült, de év/év alapon jelentős maradt (-3,3%).

2022. évi konjunktúrajelentéseinkben visszatérően emlékeztettünk arra, hogy jelentős cserarány-változás esetén a GDP volumenváltozása önmagában nem kínál kellő támpontot a gazdaság teljesítményének, illetve felhasználható forrásainak (lehetőségeinek) megítéléséhez. Az utóbbihoz nélkülözhetetlen a bruttó hazai reáljövedelem (real gross domestic income, RGDI) változásának – a cserarány-hatással korrigált GDP-növekedésnek -- számszerűsítése.

Ennek legegyszerűbb módszere az, amelyet az amerikai Bureau of Economic Analysis alkalmaz: a nominális GDP változását nem a GDP, hanem a belföldi felhasználás árváltozásával deflálják (<https://www.bea.gov/help/glossary/command-basis-gross-domestic-product>). Az így nyert mutatószám ugyanis – a GDP volumenindexétől eltérően – tartalmazza az importált javak árváltozásának hatását. A következő két ábrán bemutatott összehasonlítások ezen a módszeren alapulnak.



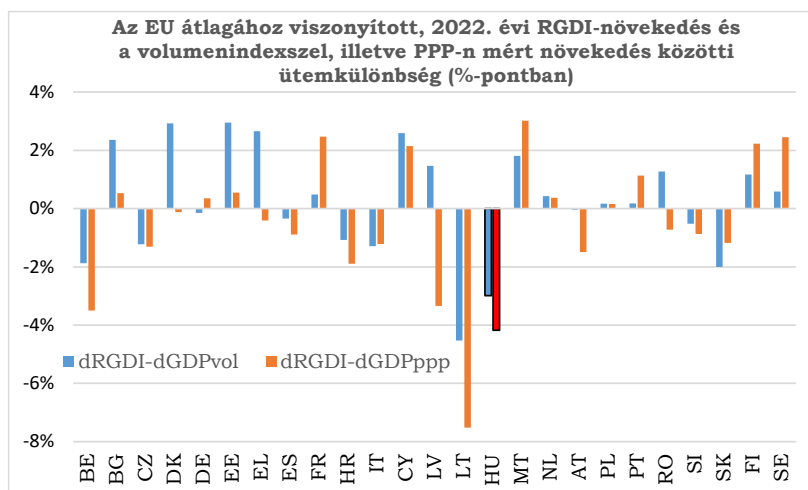
Forrás: KSH és saját számítás

A fenti ábrán a GDP volumenének (kék oszlop), a külkereskedelmi árveszteségnek (narancssárga oszlop) és a kettő különbségének, az RGDI-nak (karika) változása látható az előző évhez (annak azonos időszakához) viszonyítva. Összehasonlításként a belföldi felhasználás volumenének változását is bemutatjuk (háromszög), mivel ez utóbbi és az RGDI változása közötti feszültség mértéke jelzi a külső egyensúly romlása felé ható nyomást. Az első négy oszlopban az előző év azonos negyedévéhez, az utolsó kettőben pedig egész éves változások láthatók.

Azt, hogy 2022-ben a GDP növekedése negyedévről-negyedévre lassult, a hivatalos statisztikákból is látható. Az viszont nem, hogy az év második felében az árveszteség már meghaladta a GDP-növekedés mértékét, így a harmadik, illetve negyedik negyedévben a bruttó hazai reáljövedelem (a belföldi felhasználás forrása) 2, illetve 3%-kal **csökkent**. Az RGDI alakulását nehézkesen követte a belföldi felhasználás változása (vesd össze a háromszögeket a karikákkal). Az első negyedévi, a választási pénzszerzés okozta óriási rés lassan szűkült, de mindaddig, amíg a belföldi felhasználás növekedése meghaladja az RGDI-ét, a folyó áron mért külkereskedelmi egyenleg romlik az előző év azonos időszakához viszonyítva.

Az utolsó két oszlop a 2021. és 2022. évi átlagos változásokat mutatja. 2022-ben nagyobb mértékben lassult a GDP növekedése, mint amennyivel nőtt az árveszteség, így 2022 egészét tekintve, csökkent az RGDI. Az is látható, hogy a belföldi felhasználás és az RGDI növekedése közötti rés 2021-hez viszonyítva számottevően tágult 2022-ben; ezzel összhangban jelentősen romlott a külkereskedelmi egyenleg.

A 2022-ben tapasztalt hazai reáljövedelem-veszteség – az RGDI és a reál-GDP változása közötti 5 %-pontnyi negatív rés – európai összehasonlításban kirívó mértékű. A következő ábra arról ad képet, hogy 2021 és 2022 között az EU átlagához viszonyítva hogyan alakult az egy főre jutó reáljövedelem (RDGI), valamint a GDP/fő volumenindexe, illetve a vásárlóerő-paritáson (PPP-n) mért GDP/fő közötti relatív változás közötti eltérés.



Forrás: Eurostat alapján saját számítás

Látható, hogy Litvániát követően Magyarországot jellemezte a legnagyobb mértékű eltérés, ezért a reáljövedelem változását tekintve óvatosan kell kezelni a szokásos mutatókat. Bár a GDP/fő tekintetében PPP-n mérve Magyarország az EU átlagának 75%-áról 77%-ára került, az egy főre jutó RGDI alapján 74%-ra csökkent az ország relatív szintje. Úgy látjuk, hogy a 2022. évi hazai gazdasági fejlemények lényegét ez a mutató hívebben fejezi ki.

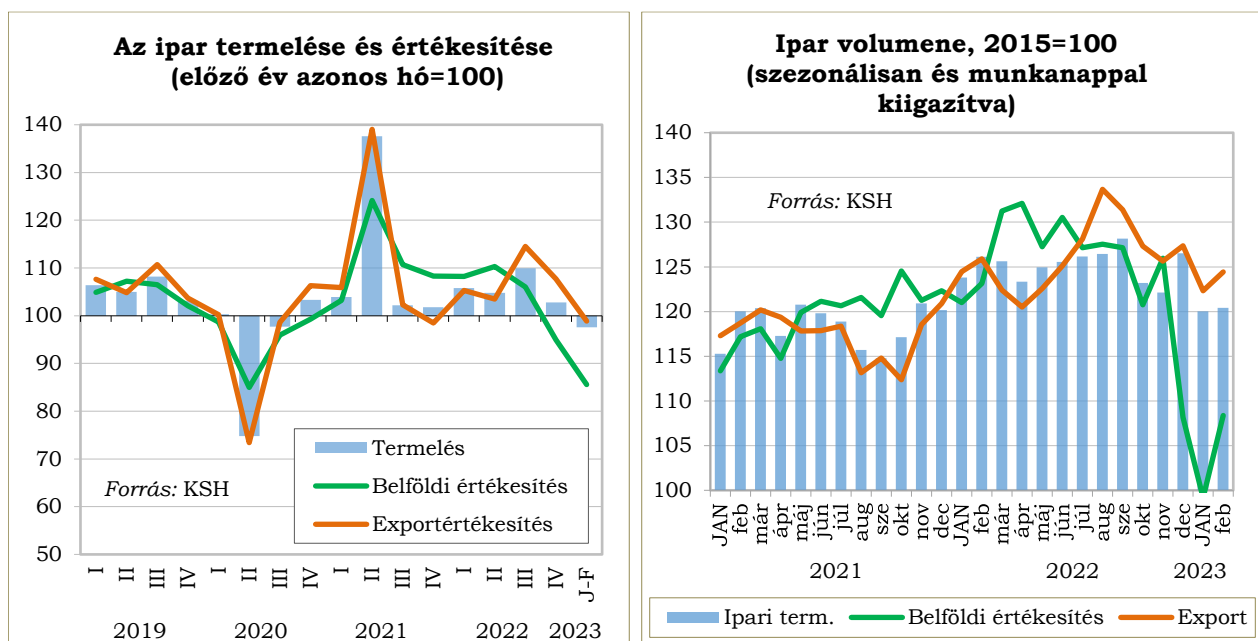
2.2. A GDP termelési oldala

Ipar

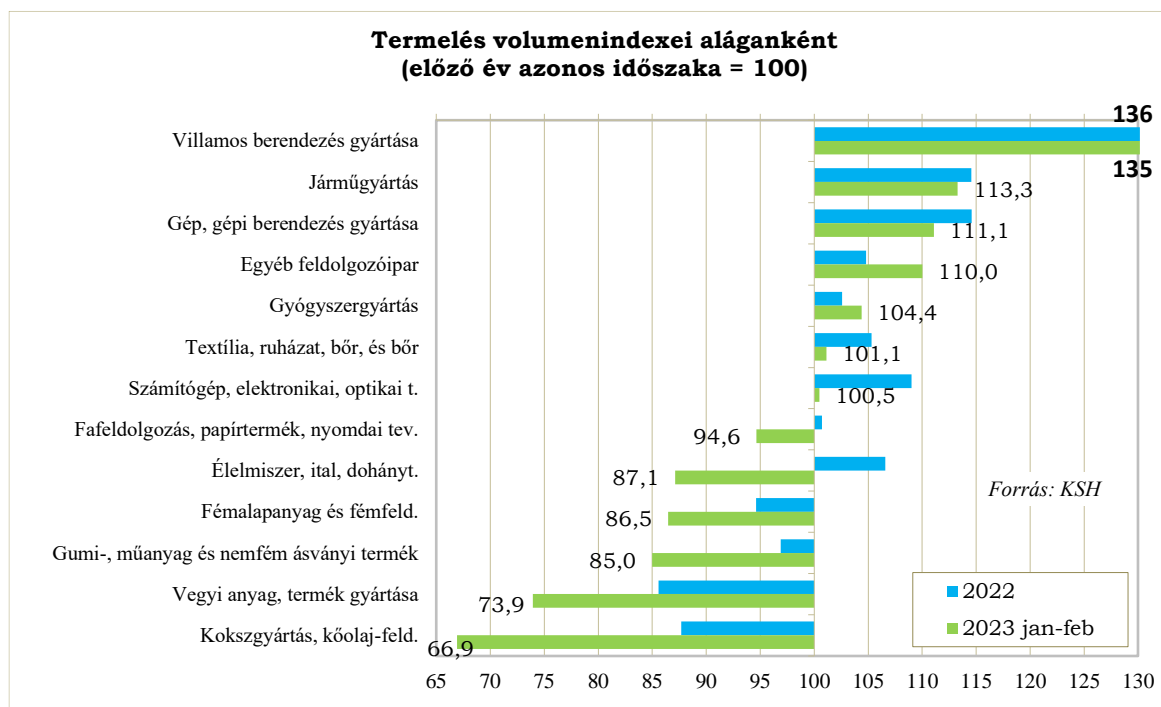
A tavalyi harmadik negyedévi megugrást követően az ipar dinamikája jelentősen lelassult az utolsó negyedévben. Ez a lassulás a belföldi és az exportértékesítést egyaránt érintette, ám az export esetében az érintettség csupán a növekedés lefékeződését, a belföldi értékesítés esetében viszont a csökkenésbe fordulást jelentette. A belföldi értékesítés esetében a gépipari ágak kivételével az összes feldolgozóipari alágban csökkenést mértek, az exportértékesítés esetében viszont az ipari ágak több mint a fele – köztük a gépipari ágak és a gyógyszeripar – még nőni tudott. A szezonálisan kiigazított adatok azt mutatják, hogy a belföldi értékesítés abszolút havi volumene a tavaly tavaszi tetőzés után folyamatosan lefelé araszolt, decemberben pedig meredeken esett. Eközben az exportértékesítés trendje szeptembertől kezdve volt trendszerűen – bár nem megszakítás nélkül – ereszkedő. Ez azt sugallja, hogy az energiaköltségek újabb megugrása októberben – az új gázév miatt – az iparvállalatok szélesebb körét csapta meg, mint korábban, továbbá főként a belföldi piacon már a keresleti problémák is éreztették hatásukat.

Ezzel együtt a 2022. évi ipari növekedés 5,8%-os volt – a háború okozta megrázkódtatások közepette ez nem rossz teljesítmény, és az EU átlagát is meghaladja. A feldolgozóipari ágak mintegy kétharmadánál mértek növekedést, de a fő hajtóerőt a négy gépipari alág szolgáltatta, azon belül is mindenekelőtt a 36%-kal bővülő, az akkumulátoripart is tartalmazó elektromosgép-ágazat.

Az *idei első két hónap* fordulatot hozott annyiban, hogy mind a termelés, mind pedig a belföldi és exportértékesítés egyként csökkent az előző év azonos időszakához képest. A termelés esetében a csökkenés a két hónap átlagában 2,4%-os volt, de a naptárhatással kiigazított ütem ennél valamivel számottevőbb. A szezonálisan kiigazított adatok alapján a termelés volumene szintet lépett lefelé január-februárban, a belföldi értékesítés mélyrepülése folytatódott, de az exportértékesítés enyhe lefelé tartó trendje sem szakadt még meg. A gépipari ágak közül háromban még érdemi volt az év/éves növekedés, de az elektronikai ipar kiesett a növekedési hajtóerők közül, ezenfelül az élelmiszeripar és a



gumi-, műanyag- és építőanyag-ipar már 10%-ot meghaladó ütemben csökkent, és fokozódott a nagyon energaintenzív vegyipar szabadesése. Figyelemre méltó, hogy a szezonálisan kiigazított adatok a *villamosgép-ipar* kifulladásáról tanúskodnak: a decemberi csúcs után a havi volumen jelentősen alábbhagyott január-februárban.



Az ipar kilátásai meglehetősen nyomottak. A feldolgozóipari menedzserindex ugyan továbbra is meglehetősen optimista várakozásokat tükröz a vállalatok részéről. A KSH adatai szerint ugyanakkor a megrendelésállomány negatív irányba mozog, habár még februárban is kismértékben meghaladta az előző év azonos hónapjában mért szintet. Az új megrendelések csökkentek februárban, ez azonban az export-megrendelések esetében egyszeri kilengés lehet – a belföldi megrendelések esetében kétségesebb a helyzet. Mindenesetre a Kopint-Tárki feldolgozóipari konjunktúratesztjének eredménye alapján a vállalatok stabil külföldi keresletre számíthatnak, miközben a hazai kereslet zsugorodását átmenetinek gondolják. Negatív kockázatot jelent a belföldi finanszírozási feltételek romlása, habár egyelőre az exportorientált (és jelentős részben külföldi finanszírozáshoz hozzáférő) cégek nagy súlya miatt ez nem gátolta a feldolgozóipari beruházások másfél éve tartó folyamatosan dinamikus bővülését.

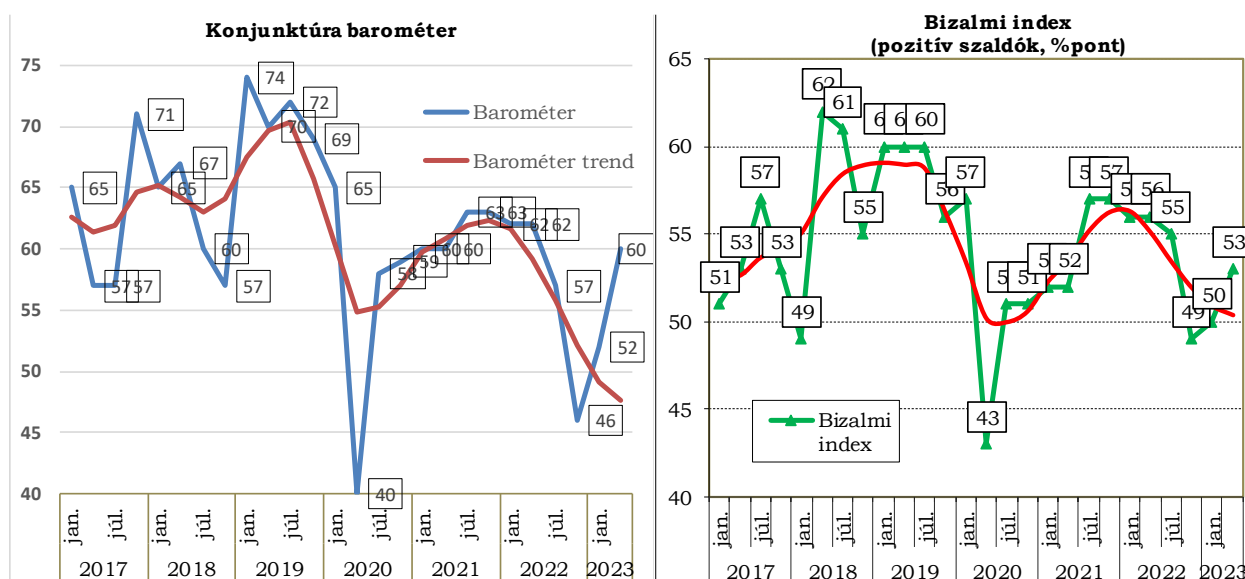
Ez utóbbi várhatóan biztosítja az ipari kapacitások folytatódó bővülését, még ha ennek pozitív hatását erősen tompítja a nemzetközi lassulás, illetve a meghatározó országok legalább egy részét fenyegető recessziós veszély. Ami az Eurózárt illeti viszont, itt a növekedési kilátások is javultak némileg az elmúlt hónapokban. Ennek alapján – az első két hónap kedvezőtlen alakulása ellenére – **2023 egészét tekintve nagyon szerény, 2% körüli ipari növekedésre számítunk.**

Feldolgozóipari konjunktúrateszt 2023 tavaszán

A háború és az infláció árnyékában a hazai feldolgozóipari konjunktúraindexek folytatták lassú közeledésüket a 2020 előtti szintekhez. Egy évvel az orosz-ukrán konfliktus kirobbanása után kijelenthető, hogy háború és az azt követő gazdasági turbulenciák csak átmeneti sokkot okoztak az ágazatnak. Saját helyzetüket a vállalatok meglehetősen kedvezően látják (hozzá kell tennünk, hogy a háború kitörése ebben a mutatóban nem hozott negatív hangulatot). Az index 62 ponton áll, bár a járvány előtti 70 pontos értékek még távol vannak. Az elmúlt fél évben ugyan a szubjektív kilátások egy mély gödröt jártak meg (2022 októberében az index 39 ponton állt), jelenleg a trend már egyértelműen pozitív (57 pont). Az, hogy a két szubjektív mutató közül a jelenlegi helyzetre vonatkozó mindvégig stabil tudott maradni, miközben a kilátások indexe súlyosan negatív volt, arra utal, hogy a vállalatok számára a külső körülmények aggodalomra adtak okot, amit a kormányzati szervek nem tudtak ellensúlyozni. Az ilyen jellegű kedvezőtlen várakozások könnyen önreflexiós jóslatként működhetnek. A vállalatokat a bizonytalan külső környezet a beruházások elhalasztására, tartalékolásra és akár áremelésre is kényszerítheti.

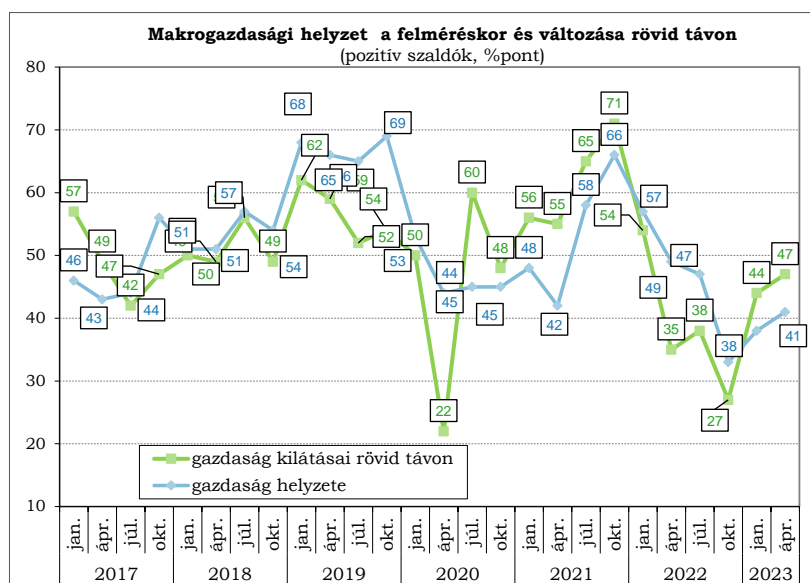
A cégek pedig továbbra sem látják biztatónak az ország jelenlegi helyzetét és jövőjét sem. A magyar gazdaság jelenlegi állapotára vonatkozóan az index 41 ponton áll, ami nem jelent érdemi elmozdulást az előző negyedéves szintről, igaz a tavaly őszi 33 pontos mélypontról nézve mindenképpen kedvező. A kilátások is javulást mutatnak kiváltképp, ha a fél évvel ezelőtti 27 pontot tekintjük. Ennek fényében az idén tavasszal mért 47 pont jelentős pozitív irányú elmozdulást jelent, azonban még mindig inkább bizalmatlanok a vállalatok. A kedvező trend azonban arra utal, hogy ha lassan is, de a cégek hozzászoknak a kialakult külső környezethez, a kvázi bizonytalansághoz, a magas energiaárakhoz és kamatokhoz.

Ami a termelést illeti, meglepő fordulat állt be az indexben, mivel az elmúlt 6 hónapban a folyamatosan 50 pont körül mozgó index tavasszal 62 pontra ugrott jelezve, hogy az ágazatban rendelésállomány számottevően megnövekedett, vagy várhatóan meg fog növekedni. Erre utal az is, hogy termelési akadályok száma folyamatosan csökken. A magas kamatok ellenére finanszírozási környezet sem jelent problémát a megkérdezetteknek, sőt újra a kereslethiány „okozza” a legtöbb fejtörést a vállalatvezetőknek.



Esetünkben a kereslethiány, mint termelést akadályozó tényező előretörése tulajdonképpen jó jel, mivel egy olyan „problémáról” van szó, ami konjunkturális időszakban „megszokottnak” tekinthető, és csupán a rendkívüli túlfűtöttség idején csökkent az aránya az akadályozó tényezőkön belül. A külföldi rendelésállomány stabilnak mondható, és a cégek szerint a következő hat hónapban is az marad. Belföldön láthatóan csökkentek a rendelések, ám ez a menedzserek szerint inkább csak átmeneti folyamat. A kapacitáskihasználtság továbbra is 70% körül áll, és többen szeretnének új munkaerőt felvenni, mint elbocsátani, ami mindenképpen a bővülő termelés felé mutat.

Mindezek fényében nem meglepő, hogy a konjunktúra barométer (szubjektív értékítélet a vállalatvezetők részéről) 60 ponton áll, vagyis a külső körülmények ellenére a cégvezetők nem értékelik úgy, hogy a vállalat helyzete és kilátásai rosszak lennének. A bizalmi index (objektív mutató a vállalatgazdaságtani mutatók alapján) 53 pontot mutat, ami ugyan még nem egyértelműen pozitív, de mindenképpen biztató jel. Ugyanakkor el kell mondani, hogy a vállalatok csak most fognak szembesülni a magas infláció okozta keresletcsökkenéssel. Eddig a háztartások megtakarításaikra támaszkodva a drágulás ellenére erős keresletet támasztottak az iparcikkek iránt, most azonban sokkal inkább a szolgáltatások felé fordulnak. Továbbá a vállalatok körében is jelen volt egy készletépítési ciklus, amely most véget érni látszik. Ebből kifolyólag igencsak kérdéses, hogy a relatív jó hangulat vajon kitart-e az év végéig.

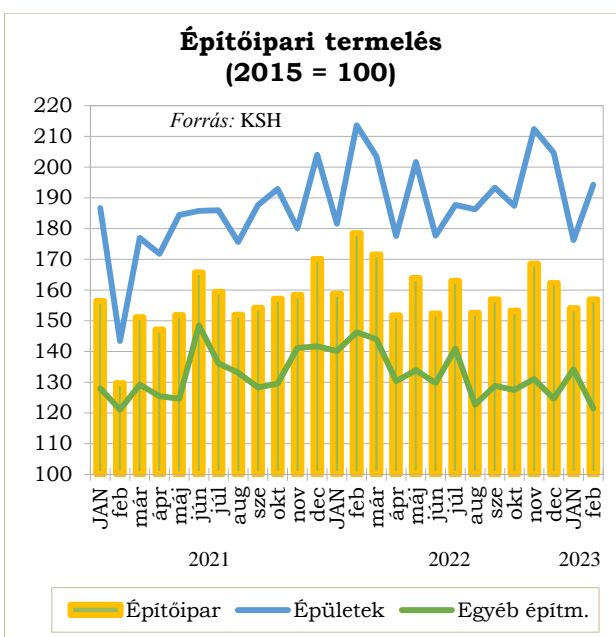
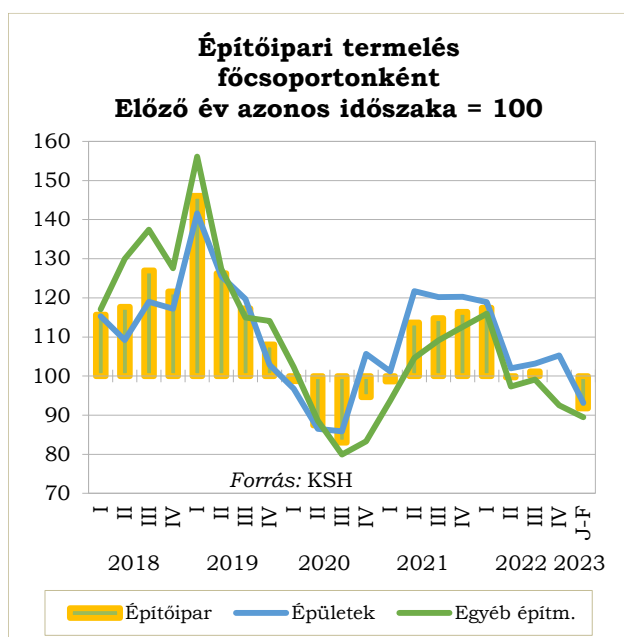


Építőipar

Az építőiparban a tavalyi évet az első negyedévben még folytatódó erős fellendülés, ezt követően viszont három negyedéven át tartó stagnálásközeli állapot fémjelzte. Az utóbbi a kifutó projektek miatt immár csökkenésbe forduló mélyépítés, illetve a szerényen bővülő magasépítés együttes eredménye volt. Ezek után az idei év meredek visszaeséssel kezdődött az építőipar számára: az első két hónap átlagában mintegy 8%-kal maradt el a kibocsátás volumene az előző év azonos időszakához képest. Az egyéb építmények esetében a visszaesés kétszámjegyűvé vált, ugyanakkor a tavaly még folyamatosan bővülő magasépítésben is kb. 7%-os esésre került sor. A szezonálisan kiigazított adatok azt mutatják, hogy a mélyépítés trendje a tavalyi év második negyedévtől kezdve hanyatló, miközben a magasépítés esetében az általános irány még mindig nem egyértelműen negatív. Ám jelzésértékű, hogy az utóbbi főcsoport esetében a szeszélyes ingadozás korábban folytatódó növekedést, most pedig érdemi visszaesést eredményezett.

Jelenleg a negatív kockázatok hónapról hónapra erősödnek. A *rendelésállomány* a magasépítésben – egy tavalyi év végi rövid epizódot leszámítva – folyamatosan csökken éves összevetésben, februárban a csökkenés mértéke közel 14%-os volt. Még drasztikusabb a romlás a mélyépítésben, ahol a tavalyi év közepéig még nőtt a rendelésállomány, ezt azonban gyorsuló visszaesés követte, amely februárra 33%-ra rúgott. Az új megrendelések volumene mindkét főcsoportban lesújtóan alakult az idei első két hónapban. A mélyépítés esetében ez jórészt a költségvetési megszorítások és az EU-támogatások elmaradása következtében halasztásra vagy törlésre kerülő – idén és jövőre is több száz milliárd forintra rúgó – állami beruházások következménye. A magasépítés rendelésállománya viszont jelzi, hogy a magánkereslet is kedvezőtlenül alakul.

Miközben a vállalatok továbbra is szenvednek a magas építőanyag-áraktól, a várakozások szerint az áremelkedés üteme az idén jelentősen mérséklődni fog. Ennyiben tehát a kínálatoldali gondok enyhülhetnek. Viszont a rendelésállomány alakulása jelzi, hogy idén a keresletoldali problémák válnak dominánssá.



Az *iBuild* adatbázis negyedik negyedévi adatai a *megkezdett* építések volumene visszaesett mindkét főcsoportban. Az egész tavalyi évet illetően viszont – az első negyedévben induló két nagyprojekt miatt – a mélyépítésben az építéskezdés volumene jelentősen nőtt 2021-hez képest, ami legalábbis mérsékelheti a továbbiakban a mélyépítési aktivitás esésének a mértékét. A magasépítésben ugyanakkor az elindult építések volumene éves szinten is visszaesett. Ennek alapján (is) az év elején megindult kibocsátáscsökkenés folytatódása valószínűsíthető.

Éves átlagban az építőipar **5-10%-os visszaesésével** számolunk 2023-ban.

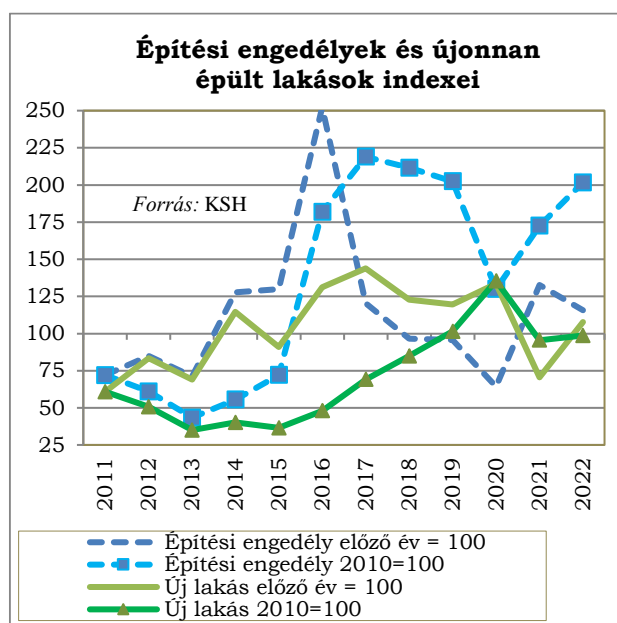
Lakásépítés

Az átadott lakások számának a tavalyi első negyedévi csökkenését a második és harmadik negyedévben erőteljes növekedés, majd pedig a negyedik – messze a legnagyobb súlyú – negyedévben ismét enyhe csökkenés követte éves összehasonlításban. A 2022-es év egészét tekintve 20.540 lakás épült, csak mintegy 3%-kal több, mint a megelőző évben. E szerény növekedés a természetes személyek által épített lakásoknál mért ugrásnak tudható be, miközben az üzleti szereplők által befejezett lakások száma közel 4%-kal csökkent.

Mindeközben az építési engedélykérelmek/bejelentések száma zavartalanul, mintegy 20%-kal nőtt tovább. Az év egészét tekintve az új engedélyek száma 200 ezer fölé emelkedett, ami nagyságrenddel meghaladja a ténylegesen épülő lakások számát. Jelenleg az engedélyek/bejelentések számának alakulása kevésbé ad támpontot a tényleges építéseket illetően. Az *iBuild* adatbázis szerint a *megkezdett* társasházi építkezések volumene az utolsó negyedévi szerény emelkedés ellenére éves összesítésben csökkent, és a lanyhuló kereslet, illetőleg a kedvezőtlen finanszírozási feltételek miatt további gyengülés várható.

A finanszírozási feltételek romlásán és a kereslet mérséklődésén túl – aminek következtében az idei első két hónapban a felvett új lakáshitelek értéke az egy évvel korábbi harmadára esett vissza – továbbra is korlátozóan hatnak a magas energia- és építőanyagárak. Az *iBuild* adatbázishoz kapcsolódó jelentés szerint az átadott társasházi lakások számát visszafogták az ellátási láncok még mindig meglévő zavarai adódó sorozatos csúszások.

Mindez visszafogja az újlakás-keresletet, ami a már bejelentett vagy engedélyt kapott építési projektek elhalasztásához is vezethet. Az elhalasztást megkönnyíti, hogy immár 2028-ig értékesíthetőek kedvezményes áfa-kulccsal azok a lakások, amelyek 2024 végéig építési engedélyt kaptak. Idén viszont már az engedélyek/bejelentések száma is jó eséllyel csökkenésbe fordul. Összességében a lakásépítési aktivitásra vonatkozó kilátások meglehetősen nyomottak. Ugyanakkor nem kizárt, hogy a befejezett lakások száma a következő egy-két negyedévben még nem fordul csökkenésbe.



2.3. A GDP felhasználási oldala

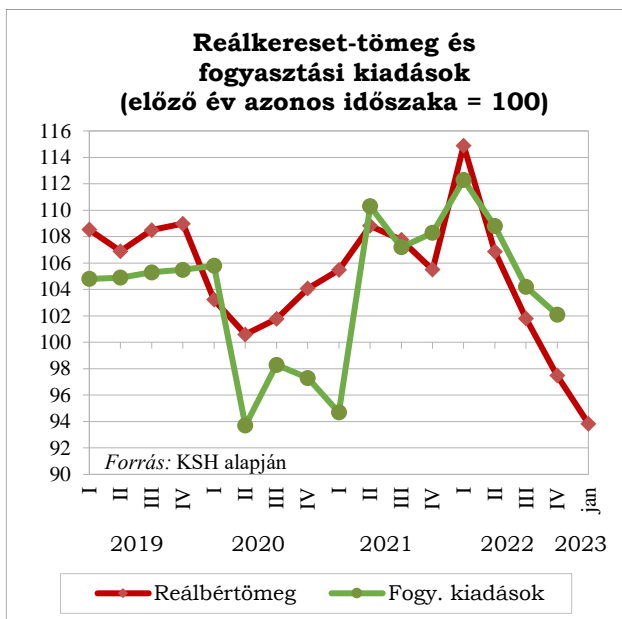
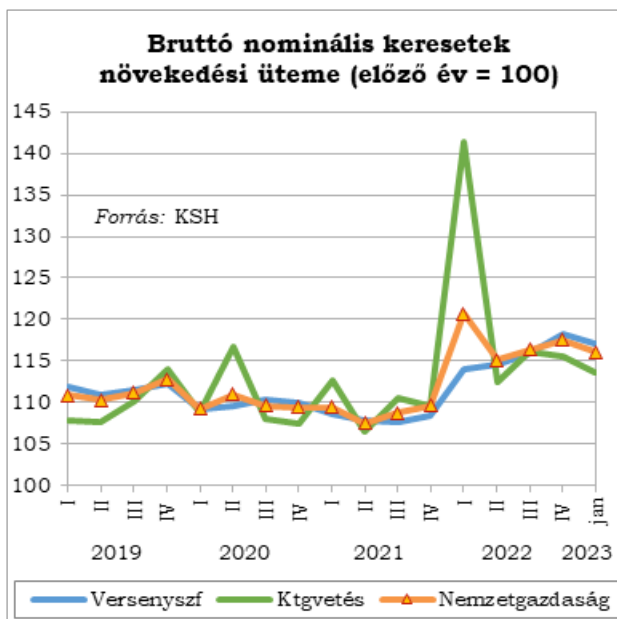
A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai

Tavaly a nominális keresetemelkedés üteme gyakorlatilag megduplázódott 2021-hez képest, és a gyorsulás a februárban kifizetett fegyverpénzt leszámítva is jelentős lett volna. A 20%-os minimálbér- és bérminimum-emelésen túl az év első felében a keresetemelkedést támogatta a gazdaság gyors bővülése, később pedig a rakétasebességgel gyorsuló áremelkedés kényszerített ki sok vállalatnál újabb és újabb béremeléseket vagy bérkiegészítéseket. A teljes munkáltatói körben a keresetek éves átlagban 17,4%-kal nőttek. Ezen belül a versenyszféra átlagos növekedési üteme közel 15%-os volt, a költségvetési szektor egyszeri kifizetések által megdobott növekedési dinamikája sokkal magasabb, hasonlóan a nonprofit szektor összetétel-hatás által átmenetileg megemelt keresetnövekedési üteméhez.

Az év vége felé a gyorsuló nominális kereseti dinamikának egyre inkább élet vette a szintén gyorsuló infláció. A **reálkereset** a harmadik negyedévben már stagnált, az utolsó negyedévben pedig 4,2%-kal visszaesett, az egész év átlagában pedig csak 2,5%-kal nőtt, vagyis a nominális ütem megduplázódása ellenére lassabb ütemben, mint 2021-ben. Mivel az alkalmazotti létszám egészen év végéig, sőt azon túl is bővült – ha igen mérsékelt ütemben is – a **nettó reálkereset-tömeg** dinamikája kedvezőbb volt – habár az utolsó negyedévben már ez utóbbi is csökkent – éves átlagban 4,9%-os reálnövekedés ment végbe 2022-ben.

Az idei év kezdete ugyanakkor az infláció tetőzésének az időszaka volt, miközben januárban a nominális keresetek ugyan dinamikusán (16,1%-kal), de a tavalyi átlagos ütemnél valamivel lassabban nőttek év/éves alapon. Így az év első hónapjában a reálkereset 7,6%-kal, a reálkereset-tömeg pedig 6,2%-kal volt alacsonyabb, mint egy évvel korábban.

Az infláció csak lassan fog mérséklődni az elkövetkező hónapokban. Másfelől az enyhén visszaeső vagy stagnáló gazdaság körülményei közepette a keresetemelkedés üteme az idei év egészét tekintve is el fog maradni az infláció ütemétől. A 16%-os minimálbér-emelés és a garantált bérminimum 14%-os emelése alapján is valószínűsíthető, hogy a nominális keresetnövekedés az idei év átlagában megközelíti a 15%-ot. A

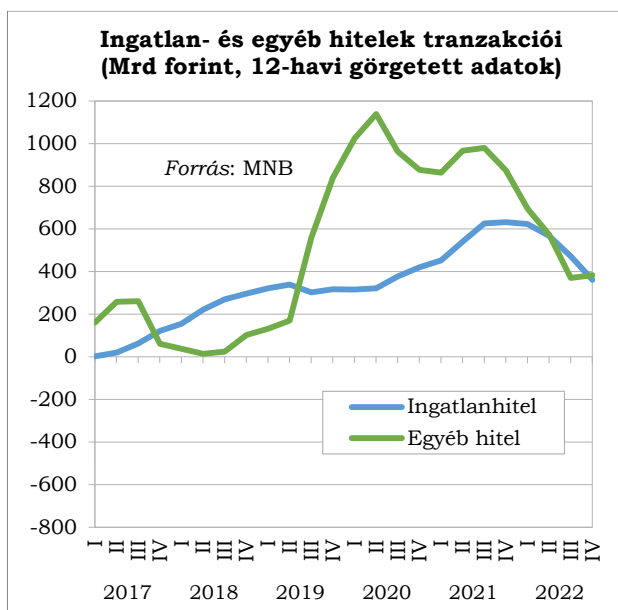
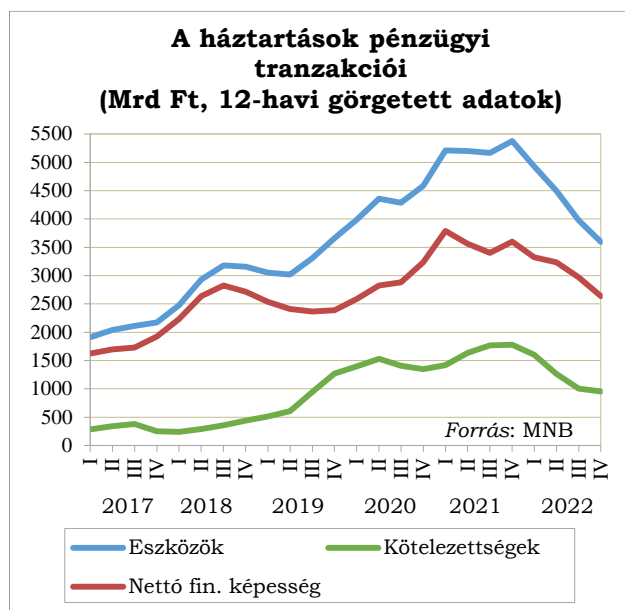


reálkeresetek nagyjából az első nyolc-kilenc hónap során csökkenni fognak. Éves átlagban jelenleg **2,7%-os reálkereset-eséssel számolunk 2023-ban.**

2022-ben a **háztartások fogyasztási kiadásai** – az első félévi kimagasló növekedést követően, amelyet az év eleji egyszeri kifizetések generáltak – jelentősen lassultak a harmadik és a negyedik negyedévben. Ezzel együtt a vásárolt fogyasztás volumene még az utolsó negyedévben is 2,1%-kal nőtt év/éves alapon, holott ekkor már a reálkeresetek csökkentek (A teljes magánfogyasztás növekedési üteme 1,7%-os volt a negyedik negyedévben.) Így az egész év átlagában a fogyasztás dinamikusán bővült (a vásárolt fogyasztás esetében az éves ütem 6,6%, a teljes magánfogyasztás esetében 6% volt.)

Az idei év jelentős részét ugyanakkor bizonyosan csökkenő magánfogyasztás fogja jellemezni. Hogy a reálkeresetek csökkenése milyen mértékben fog az alkalmazotti létszám csökkenésével párosulni, még kérdéses. Ehhez jön a jelenlegi magas kamatszint, 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 fogyasztás az év első felében csökken, és jó eséllyel csak az utolsó negyedévben fordul növekedésbe. Éves átlagban a háztartások fogyasztása **2%-kal** zsugorodhat 2023-ban.

A háztartások **nettó finanszírozási képességének** nominális értéke tavaly lejtmenetbe került, a bruttó megtakarítások és a hitelfelvételi egyenleg párhuzamos esése mellett. A bruttó megtakarítások év/éves esése mindvégig jócskán meghaladta a kötelezettségek tranzakcióinak egyenlegében mért csökkenést, így a nettó megtakarítás értéke is folyamatosan csökkent. A harmadik negyedévben a nettó finanszírozási képesség értéke negatív volt, 12 év óta először – a magas bázis miatt az érték ismét pozitív tartományba került, ám az év/éves csökkenés mértéke ekkor is tetemes volt. A tavalyi első félévben a megtakarítások még növekvő jövedelmek mellett zsugorodtak, ezt követően viszont a reáljövedelem stagnálhatott, illetve növekvő mértékben csökken. A harmadik negyedévben már egyértelműen hozzájárult a hitelfelvételi egyenleg csökkenéséhez az újhitelfelvételek meredek esése a lakáshiteleknel is. A **négy negyedéves görgetett GDP-arányos megtakarítási ráta** a 2021 végi 6,7%-ról a tavalyi év végére 4%-ra mérséklődött. Mivel az idei év nagy része a háztartási jövedelmek csökkenése jegyében telik majd, a megtakarítási ráta további csökkenése várható.



Beruházások

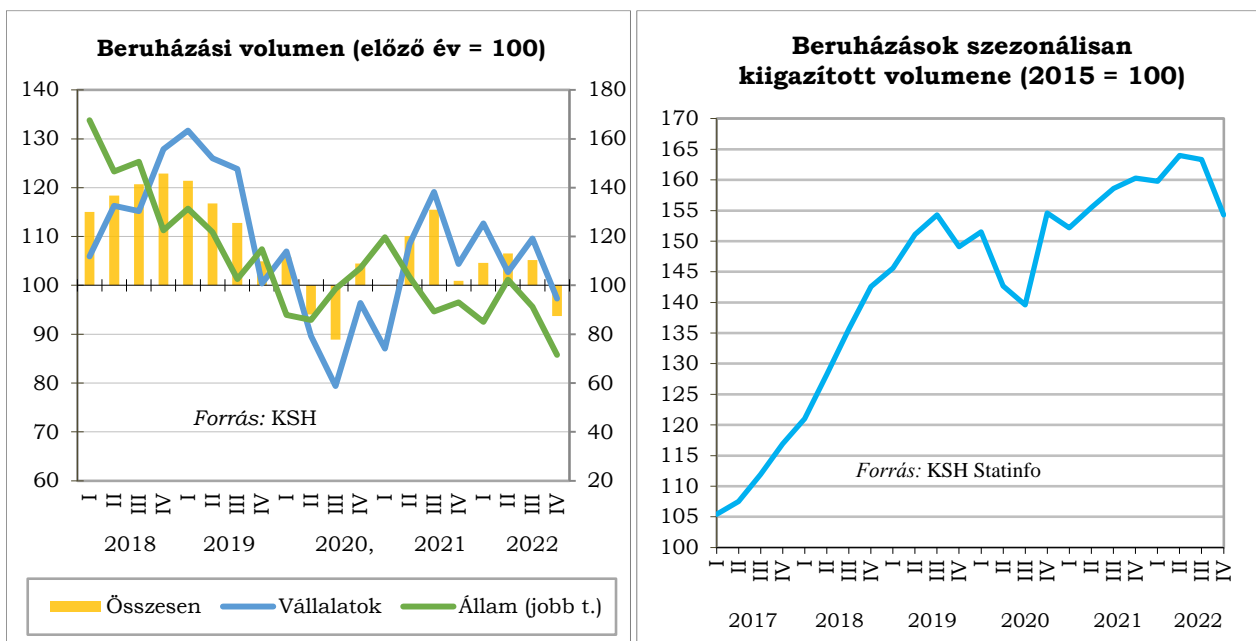
2022 negyedik negyedében a nemzetgazdasági beruházások volumene 6,3%-kal csökkent év/éves alapon. Ezzel másfél éve tartó növekedési sorozat szakadt meg. A *szezonálisan* kiigazított beruházási volumen jelentősen, 5,5%-kal esett vissza a megelőző negyedévhez képest.

A KSH által közölt statisztika szerint a csökkenés a zuhanórepülésben levő állami szektoron kívül a vállalati szektorra is kiterjed. Az MNB közlése szerint másfelől a csökkenés az állami megrendelések által dominált ágazatok (az ún. kvázifiskális szektor) vállalatait sújtotta elsősorban. Az ezeken kívüli vállalatok beruházásai kismértékben nőttek – ezen belül pedig az exportorientált vállalati szegmensben *jelentősen bővültek*, a hazai piacra orientálódott vállalatoknál viszont meredeken estek a beruházások.

Ezzel összhangban a *feldolgozóipari beruházások* még mindig élénk – habár az előző három negyedévben látott ütemhez nem fogható – növekedést produkáltak. Ezen felül néhány kisebb ágazatban is (pl. pénzügy, egyéb szolgáltatás) kisebb-nagyobb bővülést mértek. A többi jelentősebb ágazatban (ingatlanügyletek, mezőgazdaság, kereskedelem, szállítás) kisebb-nagyobb mértékben csökkentek a beruházások. A szállítás-raktározás ágazat beruházásainak volumeneseése 20%-os volt.

Ez azt sugallja, hogy a nemzetközi piacra orientált vállalatok kilátásai egyelőre még kedvezőek, így beruházási hajlandóságuk is nagyobb, mint az épp látványosan összehúzódó belföldi kereslettől függő vállalatok/ágazatoké. A feldolgozóiparon belül tovább nőttek a villamosgép-ipari beruházások (akkumulátorgyárak), valamint az autóipar, a gumiipar, illetve az elektronikai ipar beruházásai is.

Az idei év nagy részében a csökkenő trend folytatódását várjuk, miután a világgazdaságra ható bizonytalanságok továbbra is jelen vannak, a kamatemelési hullám globális keresletet visszafogó hatása mostanában kezd beérni, a belföldi kereslet pedig az év első felében markánsan zsugorodni fog, miközben a romló finanszírozási feltételek a vállalatokat és a háztartásokat is sújtják. Mindeközben a vállalati költségek emelkedése továbbra is komoly terhet jelent a vállalatok számára. Összességében a beruházások **4%** körüli, esetleg még erőteljesebb csökkenésével számolunk az idén.



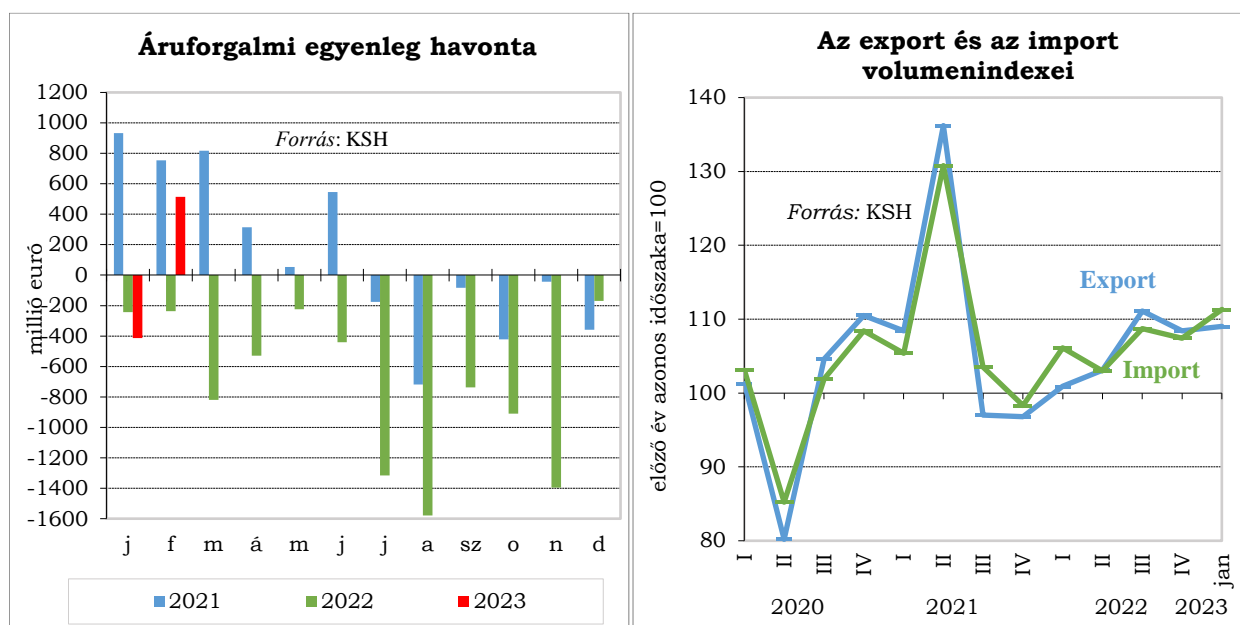
Külkereskedelem

A tavalyi negyedik negyedévben is aránylag kedvezően alakultak az export- és importvolumenek: jó ütemű növekedés mellett az előbbi dinamikája 1%-ponttal meghaladta az utóbbiét. Más a helyzet a *nominális értékekkel*: októberben és novemberben a külkereskedelmi mérleg még mindig tetemesen meghaladta az előző évit, és a decemberi fordulat ellenére a negyedév egészét tekintve az áru-külkereskedelmi deficit euróértéke az egy évvel korábbinak háromszorosára rúgott. Éves átlagban a hiány 8,6 Mrd euróra rúgott – 2022 volt az első deficités év 2008 óta.

A harmadik negyedévhez hasonlóan a deficit jelentős felduzzadása a *cserearányromlásnak* tudható be, amely mérséklődött ugyan, de még az utolsó negyedév átlagában is megközelítette az 5%-ot. A cserearányromlás enyhülése ugyanakkor lehetővé tette, hogy az utolsó negyedévben az euróban mért negyedéves hiány a *harmadik negyedévihez képest* majdnem egyharmadával csökkent – ebben az értelemben tehát egy javuló trend vette kezdetét 2022 utolsó negyedévében.

A volumenváltozást illetően megjegyzendő, hogy a negyedik negyedévben az export növekedési előnye kizárólag a gépek és szállítóeszközök termékcsoporthoz tudható be. Az élelmiszerexport egyre markánsabban visszaesik, a rossz termés következtében, de a feldolgozott termékek esetében is az importvolumen bővült, az export pedig mérséklődött az utolsó negyedévben. Ám, ha féloldalasan is, az adatok azt sugallják, hogy az ipar egyelőre viszonylag ütésálló maradt. A belföldi kereslet összehúzódása az utolsó negyedévben még nem hatott látványosan az áruimport volumenére, hiszen számottevően emelkedett, ha az exporttól elmaradó mértékben is.

Az *idei év* kezdete vegyesen alakul: januárban az export és az import volumene egyaránt dinamikusán nőtt, ugyanakkor az utóbbi üteme volt magasabb. Februárban ezzel szemben – az előzetes nominális adatokból sejthetően – a volumennövekedés jelentősen lefékeződött az export esetében, az import pedig jó eséllyel stagnált, vagy csökkenésbe fordult. Az egyik oldalon a nemzetközi gazdasági klíma és kereslet romlása, a másik oldalon a belföldi kereslet erőteljes visszaesése most kezd látványosan tükröződni a külkereskedelmi adatokban. Az első két hónap átlagában az export volumenindexe bizonyosan magasabb volt, mint az importé, másfelől pedig *januártól kezdve a*



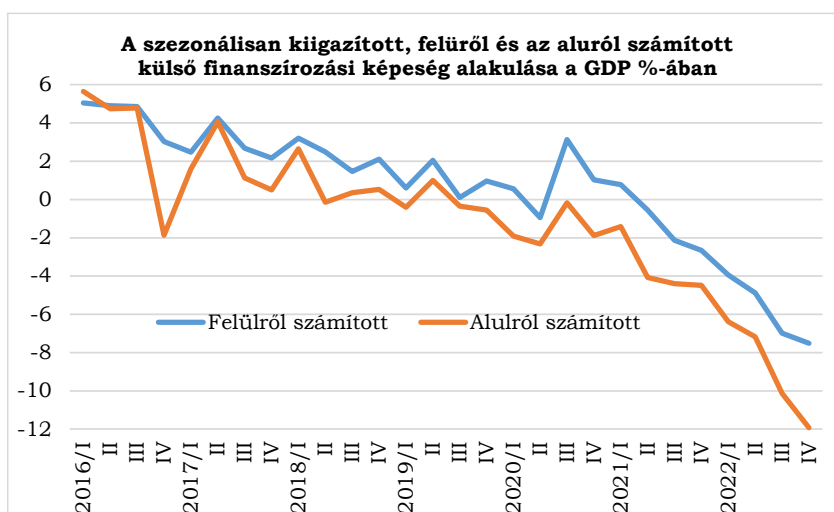
cserearányromlás enyhe cserearány-javulásba fordult. Ez utóbbi elsősorban annak az eredménye, hogy az energiahordozó-import árindexe 10% közelébe süllyedt januárra. A kedvező volumen- és áralakulás együttes hatására februárban a külkereskedelmi mérleg pozitív volt, és mivel ennek értéke meghaladta a januári deficitet, az első két hónap összességében szintén szerény többletet eredményezett.

Ha feltesszük, hogy az idei év vége felé nem következnek be a nemzetközi energiaárak újabb meredek emelkedése, és Európa ismét elkerüli a téli energiaválságot – erre jelenleg nincs semmilyen biztosíték – a cserearányok az év további részében is semlegesen vagy pozitívan alakulhatnak. Másrészt arra számítunk, hogy az év első felében a belföldi kereslet összezsugorodása nagyobb mértékben fogja sújtani az importot, mint a nemzetközi kereslet lanyhulása az exportot. Így az idén a külkereskedelmi hiány látványos mérséklődése várható.

A fizetési mérleg és az ország nettó külső kötelezettség-állományának alakulása

2022-ben igen jelentősen, a GDP arányában 4,5-5%-kal emelkedett az ország külső finanszírozási igénye. Ez elsősorban a külkereskedelmi egyenleg rendkívüli romlásához köthető, amelynek alapvetően az energiamport árának radikális emelkedése – a külkereskedelmi cserearányok romlása áll a háttérben. (A cserearány-romlás reáljövedelmi hatásával az 2.1.1 fejezet foglalkozik.) 2021-hez viszonyítva a GDP arányában 1,5-ről 6%-ra nőtt a folyó fizetési- és tőkemérleg összevont hiánya (az úgynevezett felülről számított finanszírozási képesség), és 4-ről 9%-ra emelkedett a pénz- és tőkemozgásokat mérő pénzügyi mérleg deficitje (az úgynevezett alulról számított finanszírozási képesség mutatója). A fizetési mérleget kedvezően befolyásolta a jövedelem-egyenleg hiányának enyhe csökkenése, ezt a hatást azonban ellensúlyozta a tőkemérleg többletének (vagyis a nettó EU-transzfernek) mérséklődése. 2022-ben (2021-hez hasonlóan) a GDP arányában emelkedett az ország nettó külföldi adósságállománya, és csökkent a nettó FDI-állomány. Arra számítunk, hogy 2023-ban – az energiaszámla és a belföldi felhasználás csökkenése miatt – a külkereskedelem és folyó fizetési mérleg egyenlege számottevően javulni fog.

Az alábbi ábra a GDP-arányos külső finanszírozási képesség szezonálisan kiigazított mutatóinak negyedéves alakulásáról ad képet 2016 első és 2022 utolsó negyedéve között.

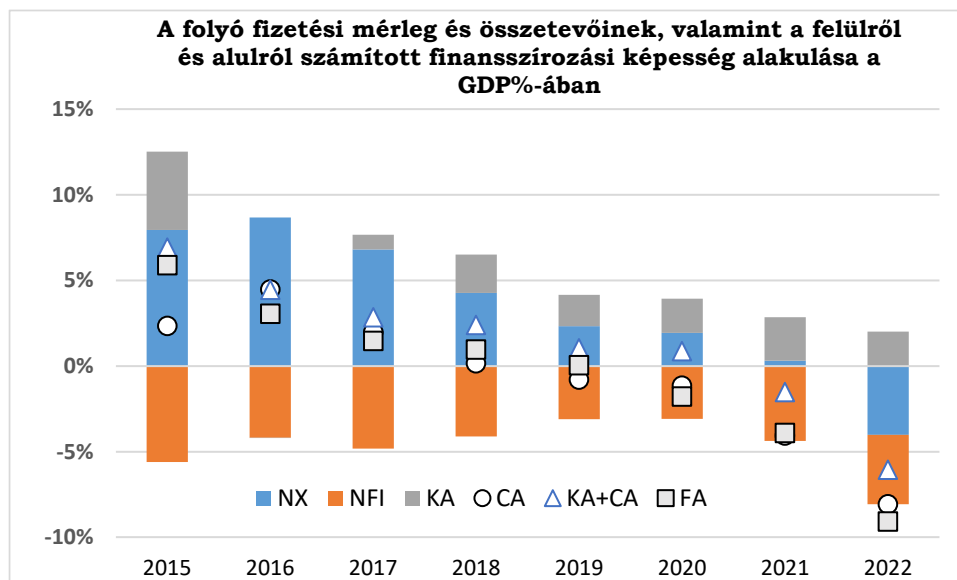


Forrás: MNB

Az ábrán látható, hogy 2016 és 2020 között az 5-6% körüli többlet nullára olvadt, majd 2020 közepétől jelentősen, 2021-től pedig gyorsuló ütemben nőtt a deficit. 2022-ben pedig a pénzügyi mérleg által jelzett deficit – amely a tényleges finanszírozási igényt jelzi – lényegesen gyorsabban nőtt, mint amit a folyó és tőkemérleg egyenlege („felülről számítva”) jelez. E szétnyílásnak az import alá-, illetve az export túlbecslése éppúgy állhat a háttérben, mint nem regisztrált tőkekiáramlás.

A következő ábra 2015 és 2022 között a GDP arányában évenként mutatja be a folyó fizetési mérleg két fő összetevőjének, valamint a tőkemérlegnek és a felülről/alulról mért finanszírozási képességnek az alakulását.

Az ábrán kék, illetve narancssárga oszlop jelöli a folyó fizetési mérleg (CA) fő összetevőit: a nettó exportot (NX), illetve a jövedelem-egyenleget (NFI). Az utóbbi hiánya 2016 óta 4,5-3 % körül ingadozik, a nettó export azonban határozott trendet mutat: 2020-ig közel 7 százalékponttal (2%-ra) csökkent a többlet, 2021-re eltűnt, 2022-ben pedig 4%-os deficitbe fordult át.



Jelölések és magyarázat: NX: nettó export (áru- és szolgáltatásforgalmi egyenleg); NFI: nettó külföldi jövedelem (kamat, profit és munkajövedelem); CA (= NX+NFI): a folyó fizetési mérleg egyenlege; KA = a tökemérleg egyenlege; CA + KA a felülről számított külső finanszírozási képesség; FA (= CA+KA+NEO): az alulról számított külső finanszírozási képesség (= a pénzügyi mérleg egyenlege; NEO a statisztikai eltérést jelöli).

Forrás: MNB alapján saját számítás

A 2022. évi külkereskedelmi fejlemények egyértelműen a cserearány-romlásához köthetők: becslésünk szerint a hiány emelkedéséhez – az év egészét tekintve – kizárólag a külkereskedelmi árveszteség járult hozzá; ezt a hatást mindössze 15%-kal tompította az ellentétes irányú volumenhatás. Ez egyrészt az első negyedévi kormányzati pénzszorásnak, másrészt annak tulajdonítható, hogy az év nagy részében az ársapkák megakadályozták az egyedi felhasználókat abban, hogy – a makrogazdasági észszerűséggel összhangban – a takarékoskodjanak a megrágult energiával.

2022 másik figyelmet érdemlő fejleménye, hogy csökkent a tökemérlegnek a nettó EU-transzferekhez köthető többlete (szürke oszlop), továbbá jelentősen tágult a fizetési mérleg szürke zónája (a NEO: tévedések és kihagyások egyenlege). Ez abból látható, hogy az ábrán háromszöggel, illetve négyzettel jelölt mutatók (a felülről, illetve alulról számított finanszírozási képesség indikátorai) számottevően távolodtak egymástól.

Végül az állományi adatok alapján arra hívjuk fel a figyelmet, hogy 2022-ben is folytatódott az a 2020 óta tapasztalható változás, hogy az ország nettó külföldi kötelezettségállományán belül a GDP arányában emelkedik a nettó adóság, és csökken a nettó FDI állomány. Az utóbbi mutató 2016 óta süllyed, a nettó adósságráta csökkenése viszont 2018-ban torpant meg, és 2020-tól láthatóan emelkedik.

2.4. Foglalkoztatottság, munkanélküliség

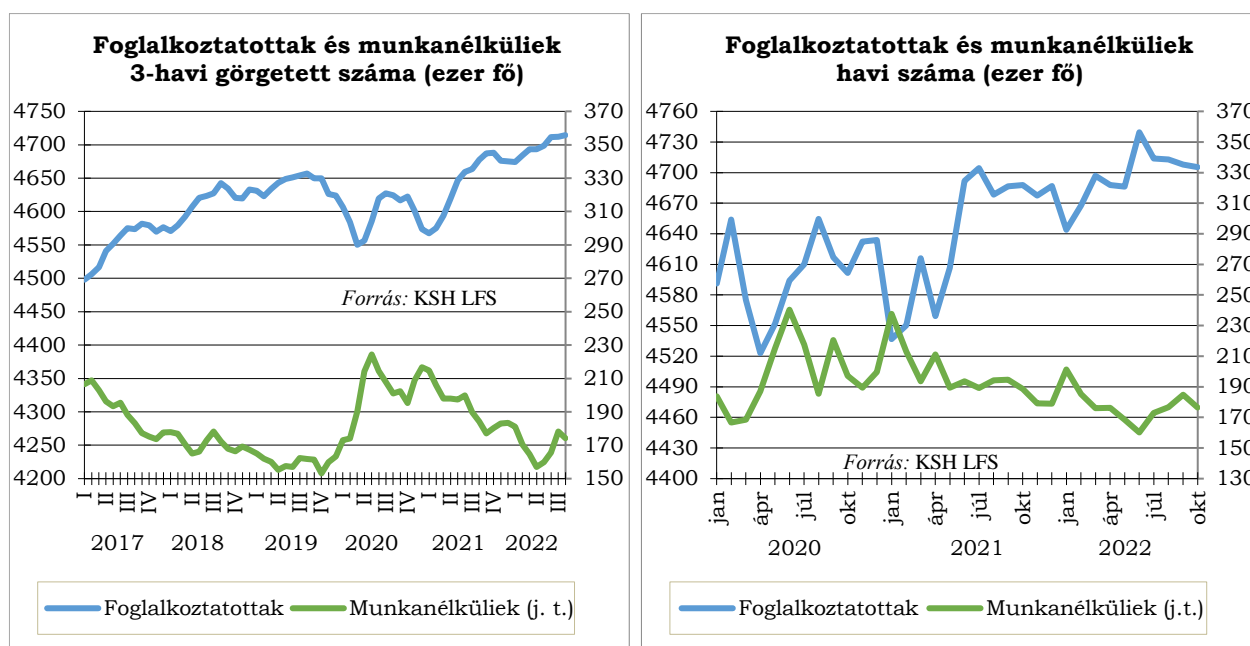
A munkaerő-felmérés (KSH-LFS) adatai szerint a foglalkoztatási helyzet év/éves javulása még a tavalyi harmadik negyedévet követően is folytatódott, habár egyre minimálisabb ütemben. Az előző negyedévhez képest viszont a foglalkoztatottsági szint markánsan csökkent, habár ez részben szezonális hatásoknak is betudható.

A foglalkoztatottak számának háromhavi görgetett átlaga a negyedik negyedévben már csak 0,3%-kal nőtt év/éves alapon, és ugyanezt az ütemet mérték december-februárban is. 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 munkapiac*on dolgozók száma a tavalyi év nagy részében még valamivel gyorsabban nőtt az összes foglalkoztatotti létszámnál, az utolsó negyedévre viszont az ütemkülönbség eltűnt, és az elsődleges munkapiacra dolgozók száma is 0,3%-kal bővült.

Az év/éves javulás még a havi adatok szerint is kitart – februárban a foglalkoztatotti létszám 0,6%-kal volt magasabb, mint egy évvel korábban. Valószínűsíthetően küszöbön áll a növekedés csökkenésre váltásának a pillanata.

A háromhavi görgetett *munkanélküliségi ráta* a második negyedévben érte el mélypontját, 3,2%-kal, ezt követően már kissé emelkedett: a harmadik negyedévi 3,6% után a negyedik negyedévben 3,9%-on, december-februárra pedig 4,1%-on állt. Az emelkedő trendet az Eurostat által közölt szezonálisan kiigazított munkanélküliségi ráta is jelzi, habár ennek szintje csak 3,9% volt februárban. A munkanélküliek abszolút száma szeptember-novemberben kezdett emelkedni év/éves alapon – december-februárban a növekedés üteme 8,4%-os volt. A tavalyi negyedik negyedév adatai alapján a leglátványosabban – abszolút és relatív értelemben egyaránt – az építőipari foglalkoztatásból kikerülő munkanélküliek száma nőtt.

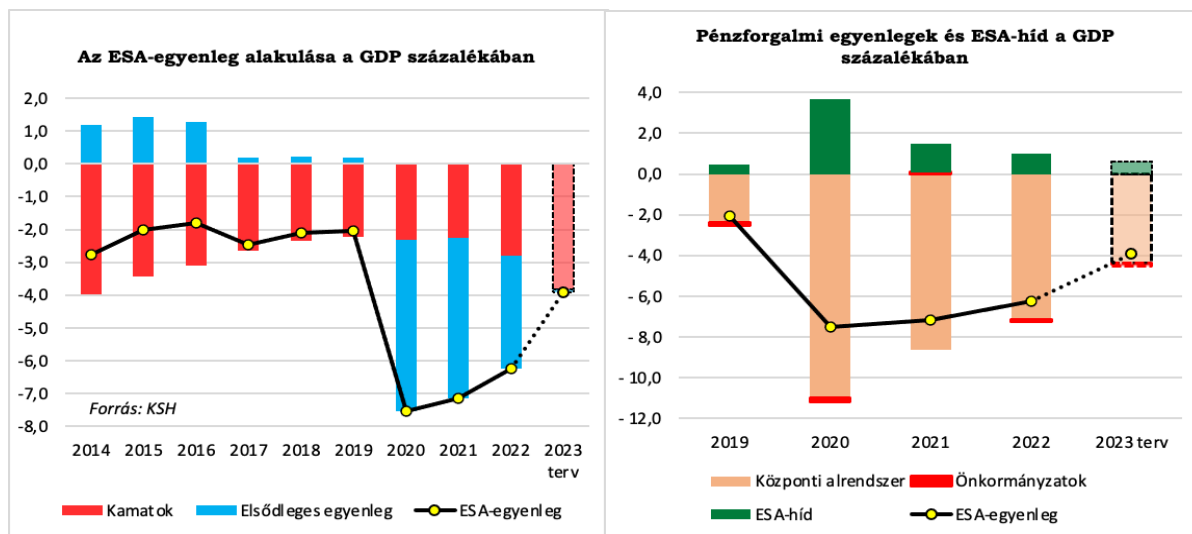
Várakozásunk szerint az idén a foglalkoztatás szintje csökkenni fog, még ha az egyelőre várt pozitív forgatókönyvnek megfelelően a második félévben már újra is indul a gazdasági növekedés. A munkanélküliségi ráta 4,2-4,3%-ra emelkedhet az év átlagában.



2.5. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok

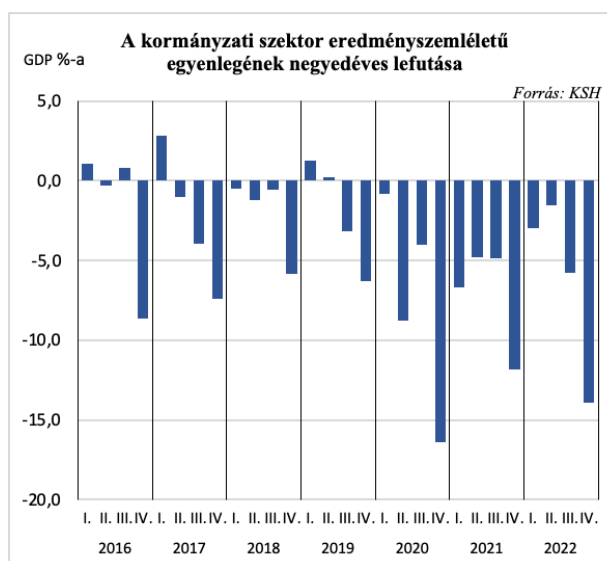
2.5.1. Államháztartási folyamatok

2022-ben a kormányzati szektor eredményszemléletű hiánya a GDP arányában 6,2% volt, ami kismértékben meghaladta a hiánycélt. A költségvetési törvény eredetileg 5,9%-os GDP arányos ESA-hiánnyal tervezett, ezt 1%-kal csökkentette a kormány 2021 decemberében, majd tavaly ősszel a tervszám 6,1%-ra módosult a földgázkészletek feltöltése miatti többletkiadás beszámításával. A hiány így is közel 1 százalékponttal mérséklődött 2021-hez képest: míg a GDP-arányos kamatkidadások 0,5%-kal nőttek, az elsődleges egyenleg 1,4%-kal javult.



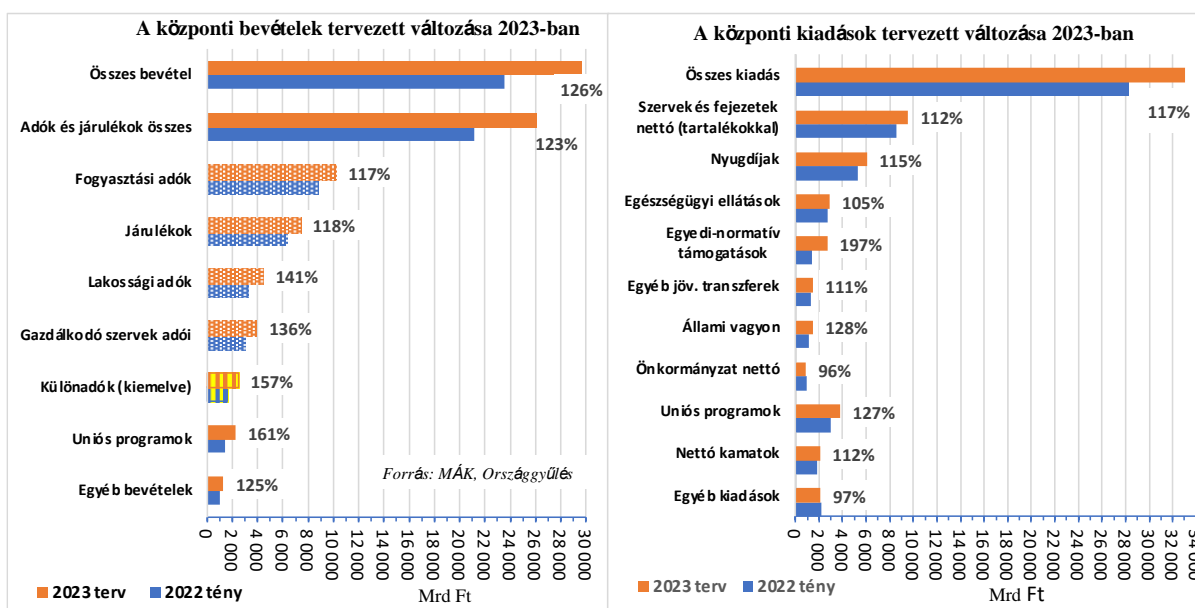
Az ESA-egyenleg kedvezőbben alakult a pénzforgalmi deficitnél. Az államháztartás központi alrendszerénél képződött 4.750 milliárd forintot meghaladó pénzforgalmi hiányt, ami 37%-kal túlszárnyalta a törvényi előírányt, az önkormányzati szektor alig 60 milliárd forinttal növelte. Ezt a statisztikai korrekciók mintegy 660 milliárd forinttal, a GDP arányában 1%-kal ellensúlyozták. Az ESA-hidat a családok személyi jövedelemadó-visszatérítésének megelőző évre történt visszakönyvelése és az uniós támogatásokkal kapcsolatos elszámolások jelentősen javították, míg a szénhidrogén-beszerezés hatása csökkentette azt.

Az eredményszemléletű hiány éven belüli lefutását 2022-ben is „farnéhez” dinamika jellemezte. Ez még a korábbi években tapasztaltnál is markánsabb volt: a negyedik negyedévre esett a teljes éves ESA-deficit mintegy 60%-a, ami így csaknem a GDP 14%-ára rúgott. A központi alrendszer pénzforgalmi deficitje ugyan az első negyedévben valamivel magasabb volt, mint az utolsó három hónapban (nem kis részben az év eleji szja-visszatérítések következtében), de a kiadások az év végén látványosan felgyorsultak. A pénzforgalmi kiadások átlagos nagysága november-december



folyamán 50%-kal haladta meg az év első 10 hónapjában látott szintet. A megugrás a *költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok* nettó kiadásai, az *egyedi és normatív támogatások*, valamint az *állami vagyonnal* kapcsolatos kiadások esetében volt igazán jelentős. Az év végi költsékezési hajrá gyakorlata, különösen annak ad hoc vonásai, nemcsak a költségvetés transzparenciáját, hanem **a közkiadások minőségét is rontja.**

A gyökeresen átszabott 2023. évi költségvetés hiánycélja mérsékelten emelkedett. 2022 utolsó napjaiban a kormány rendeleti úton gyakorlatilag egy új költségvetést alkotott, amit az Országgyűlés 2023 márciusában minimális módosításokkal elfogadott. A leglényegesebb változás, hogy a magas energiaárak lakosságra és a többi gazdasági szereplőre gyakorolt hatását tompítani hivatott ún. Rezsivédelmi Alap előirányzata az eredetileg tervezett 670 milliárd forintról 2.580 milliárd forintra nőtt. Ezt a tetemes növekményt a vártnál magasabb 2022. évi bevételek bázisathatása, az újabb adóemelések és a megtakarítási intézkedések csak részben fedezik. Így a 2023. évi eredményszemléletű hiánycél 3,5%-ról 3,9%-ra, míg a központi alrendszer tervezett pénzforgalmi hiánya 3,4%-ról 4,4%-ra nőtt a GDP arányában. Éves szinten az ESA-egyenleg így is 2,3 százalékponttal javulna a pénzforgalmi deficit 2,8 százalékpontos csökkenése mellett.



Megjegyzés: A bevételi és kiadási oldal számai a központi alrendszeren belüli pénzügyi mozgások főbb elemeitől megtisztított, részlegesen konszolidált értékeket mutatják. A központi költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásai, a pénzforgalmi kamatok, valamint az önkormányzatoknak nyújtott támogatások nettó elszámolásban szerepelnek.

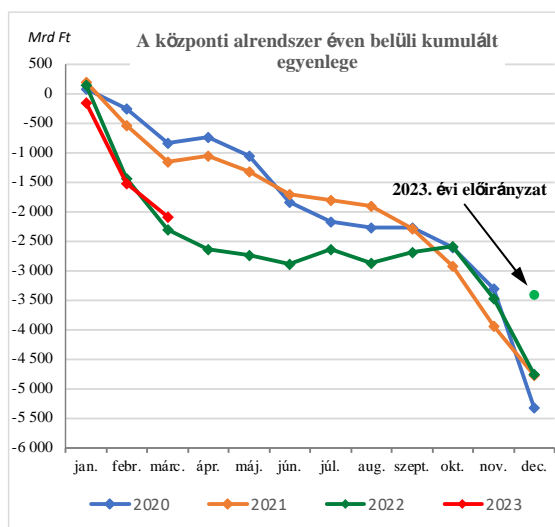
Részletesebb bontásban vizsgálva a központi alrendszer módosított számait a konszolidált **bevételi főösszeg** 2023. évi előirányzata 26%-kal, mintegy 6 ezer milliárd forinttal magasabb a 2022. évi tényadatnál. Ezen belül az *adó- és járulékbévételek* tervezett volumene 23%-os (közel 5 ezer milliárd forintos) bővülést mutat. Ha kiszűrjük a tavalyi szja-visszatérítés hatását, a változás mértéke 20%-ra mérséklődik, ami még mindig meghaladja a nominális GDP kormány által prognosztizált 17%-os növekedési ütemét. A növekmény egyötöde, az *ágazati különadók* (vagy az úgynevezett *extra-profit adók*) emelkedéséhez kapcsolódik, és alapvetően ez magyarázza az adóbevételek GDP-nél gyorsabb feltételezett dinamikáját. Az *uniós programok bevételei* esetében a tavalyi

teljesüléshez képest kimagasló mértékű, 61%-os emelkedéssel kalkulál a költségvetés. Az előirányzat több mint egyharmadát a Helyreállítási Alap és a 2021-27-es felzárkózási programok forrásai adják, amelyek lehívhatósága még továbbra is bizonytalan.

A halmozódásoktól megtisztított **pénzforgalmi kiadások** 17%-kal, összesen 4.700 milliárd forinttal nőhetnek 2023-ban a módosított előirányzatok alapján, ami valamivel a tervezett 15%-os infláció feletti mértéket jelent. **A tervezett kiadások reálértékének emelkedéséről azonban csak három főbb kiadási tétel esetében beszélhetünk.** Az *egyedi és normatív támogatások*, amelyek tartalmazzák a Rezsivédelmi Alap háztartásokra és állami vállalatokra eső részét, a 2022-es évhez képest megduplázódnak. Emellett reálértéken szignifikánsan több forrás jut az *állami vagyonnal kapcsolatos* kiadásokra és az *uniós programokra*. A nyugdíjkiadások az inflációval összhangban alakulnak, miközben a *többi pénzbeli transzfer* vásárlóértéke összességében mérséklődhet. A legnagyobb kiadási tétel, a *költségvetési szervek és fejezetek nettó kiadásainak* tervezett szintje még úgy is a várt infláció alatti, 12%-os növekményt mutat, ha az előirányzathoz hozzáadjuk a költségvetési intézmények és a versenyszektor energiatámogatásai mellett az államháztartási tartalékok teljes összegét. Az *egészségügyi ellátásokra* szánt összeg reálértéken legalább 10%-kal szűkül az előző évi tényadathoz viszonyítva. Az *önkormányzatok* nettó támogatási kerete (rezsitámogatással kiegészítve) ugyanakkor még nominálisan is alacsonyabb a 2022. évi kifizetéshez képest, míg a *lakástámogatásoknál* jelentősebb, 250 milliárd forint megtakarításra számít a kormány.

2023 első negyedében a központi alrendszer pénzforgalmi hiánya meghaladta az éves előirányzat 60%-át.

Noha a közel 2100 milliárd forintra duzzadt kumulált deficit nem sokkal kedvezőbb, mint a megelőző év hasonló időszakában, ez nem ad okot messzemenő következtetések levonására. A részletes adatok ugyanis arra utalnak, hogy a hiány megszaladása alapvetően *egyszeri tételekkel* (így a Vodafon részesedés vásárlásával, az eredményszemléletben főleg az előző évet terhelő nagyobb mértékű áfa visszatérítésekkel, és a kifutó lakásfelújítási támogatások igénylésének idei évre történt áthúzódásával), illetve *szezonális hatásokkal* (különösen a fűtési szezon alatti magasabb rezsitámogatással) függött össze.

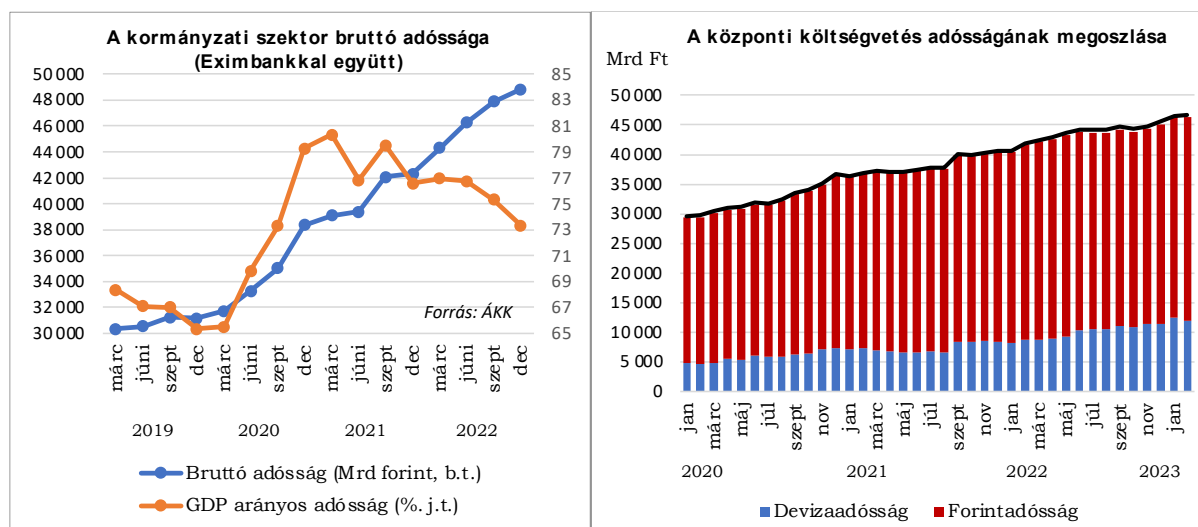


A Kopint-Tárki prognózisa szerint 2023-ban a kormányzati szektor hiánya a GDP arányában 4% körül alakul, ami csak marginálisan tér el 3,9%-os hivatalos hiánycéltől. 2024-ben azonban további intézkedések nélkül a deficit több mint 1 százalékponttal a kormány által megcélzott 2,5%-os szint felett maradhat. Alappályánkon a kormány előrejelzéséhez képest idén alacsonyabb reálnövekedéssel, de magasabb inflációval számolunk. Ennek eredőjeként az adóbevételek összességében a költségvetésben tervezetthez hasonló szinten teljesülhetnek. A magasabb infláció ugyanakkor az inflációérzékeny kiadási tételeknél, így különösen a nyugdíjak esetében rövid távon is többletkiadást generál. Az ebből fakadó egyenlegrontó hatást azonban a

rezsitámogatásoknál várható megtakarítások nagyrészt ellensúlyozhatják. Az energiaárak mérséklődése ugyanakkor 2023-ban még csak korlátozottabb hatást fejt ki többek között a magas beszerzési árú gázkészletek értékesítése miatt. 2024-ben az energiaárak támogatási igénye már jelentősebben csökkenhet, de az egyenlegjavulás ellen hat az átmeneti különadók tervezett kivezetése. Emellett a kormányzati kiadásokra fokozott nyomást helyez majd a korábbi években elszenvedett inflációs veszteségek erősödő kompenzációs igénye.

Államadósság

2022 végére kormányzati szektor maastrichti adóssága a GDP arányában 73,3%-ra mérséklődött az előző évi 76,6%-ról, és így már 6 százalékponttal volt alacsonyabb, mint a 2020 végén regisztrált csúcstérték. A GDP-arányos mutató annak ellenére esett 2022-ben, hogy a közel 49 ezer milliárd forintra duzzadt bruttó adósságállomány (ami magában foglalja az Eximbank tartozásait is) rekordközel mértékben, mintegy 6.500 milliárd forinttal haladta meg a 2021 végi szintet. Az államadósság összegének éves növekménye csak 2020-ban volt ennél magasabb (7.200 milliárd forint), ami akkor a GDP-arányos bruttó államadósság 14 százalékpontos felugrásával járt. A folyóáras GDP 20%-ot meghaladó 2022. évi növekedése azonban erőteljesen porlasztotta az adósságrátát. Az adósságállomány volumenének bővülése közel 10 százalékponttal tolta feljebb az államadósság-mutatót, a nevezőhatás viszont 13 százalékponttal ellensúlyozta. Az éves átlagban továbbra is két számjegyű GDP-deflátor mellett a **Kopint-Tárki prognózisa szerint az adósságráta 70% alá süllyed 2023-ban.**



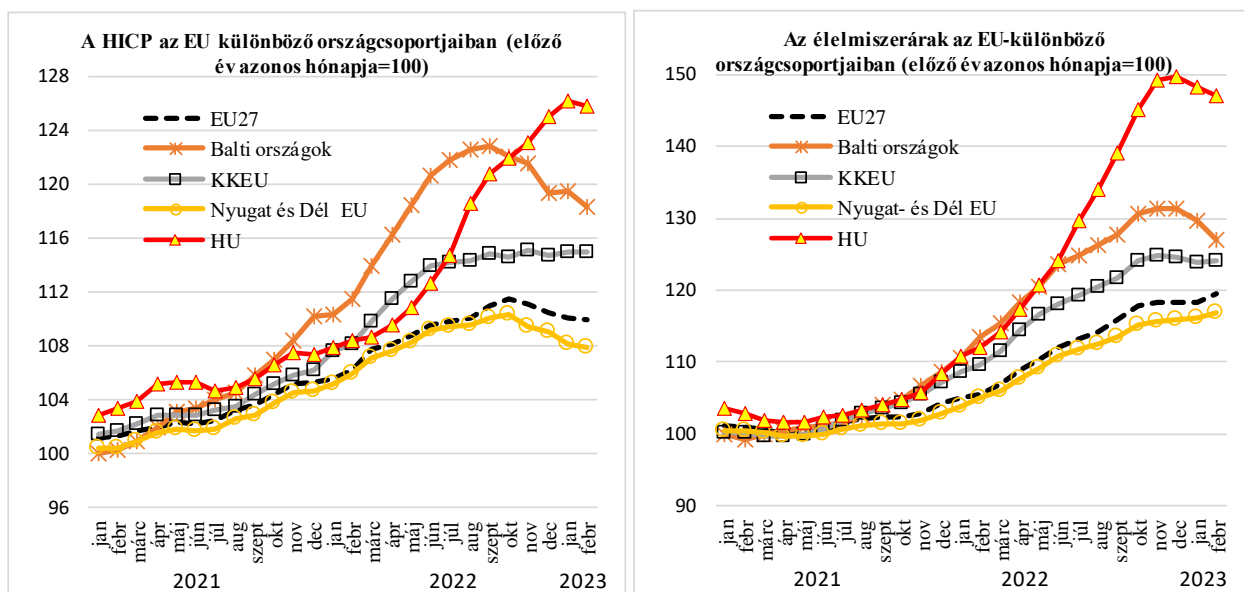
Az eltelt időszakban a devizaforrások szerepe nőtt az állam finanszírozási igényének a fedezésében. A teljes államadósság több mint 90%-át lefedő központi költségvetés adóssága a 2022. év végéig összesen 4.865 milliárd forinttal csaknem 45.600 milliárd forintra emelkedett. A növekményhez a *forintadósság* bővülése 1.654 milliárd forinttal járult hozzá. A *devizaadósság* ugyanakkor ennél nagyobb mértékben, 3 ezer milliárd forinttal nőtt és a záróállomány megközelítette 11.400 milliárd forintot. A nettó devizakötvény-kibocsátás mellett a változásban tükröződik a forint tavalyi árfolyamgyengülése miatti átértékelődési hatás is, ami 730 milliárd forinttal növelte a devizaadósság forintértékét. A devizaadósság aránya a bruttó adósságállományban így a

2021 végi 21%-os szint után tavaly már elérte a 25%-ot. Ez az arány utoljára 2016 második felében volt ilyen magas.

2023 első két hónapjában a központi adósságállomány további 1.100 milliárd forinttal emelkedett. Miközben a forint erősödése több mint 650 milliárd forinttal csökkentette a devizában fennálló adósság nyilvántartási értékét, a devizaadósság aránya még némileg növekedett is (25%-ról 25,5%-ra) az év eleji jelentősebb deviza-kibocsátásoknak köszönhetően.

2.5.2. Infláció

2022-ben a magyar 14,6%-os infláció (amely az Európai Unióban alkalmazott HICP módszer szerint 15,3%-ot jelent), még nem volt a legmagasabb az Európai Unióban, mivel a balti országokban éves szinten magasabb, 17,2-19,4%os áremelkedést mértek. 2022 novemberében azonban **a magyar infláció az első helyre lépett az EU-ban**, mivel a magyar áremelkedés éppen a nyári hónapokban kapcsolt nagyobb sebességre, miközben a balti országokban már mérséklődésnek indult. A magyar fogyasztói árindex azóta is az EU élén jár, messze meghaladva a több ország árindexét. A kimagasló magyar árindexet elsősorban az élelmiszerek árának a rendkívül gyors emelkedése váltotta ki: az élelmiszerárak 2022 utolsó hónapjaiban majdnem 50%-kal haladták meg az előző évi szintet, ami példátlan az Európai Unióban, holott ez a termékcsoport a többi országban is élenjárt az árak emelkedésében.



Az EU többi országával ellentétes mozgás következtében 2023 februárjában az év/év magyar áremelkedés (HICP szerint 25,8%) a két és félszerese volt az EU-átlagnak, amely ebben a hónapban lépett az egyszámjegyű tartományba (9,9%). A magyar első hely 2023 első felében bizonyosan fenn fog maradni, sőt akár az egész évre is jellemző lehet.

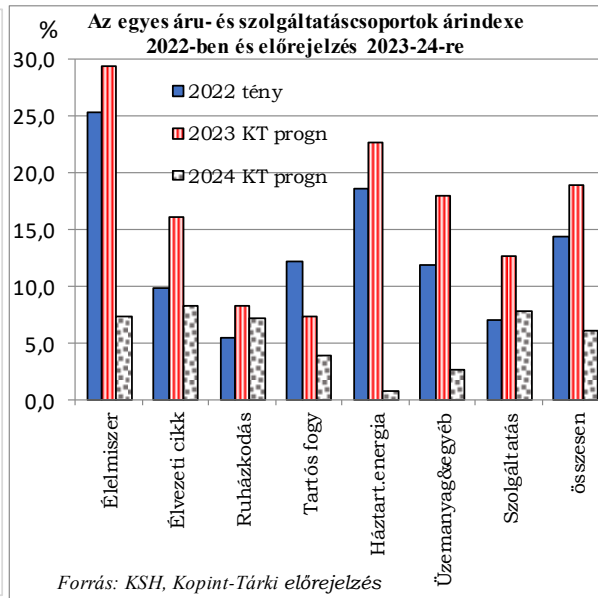
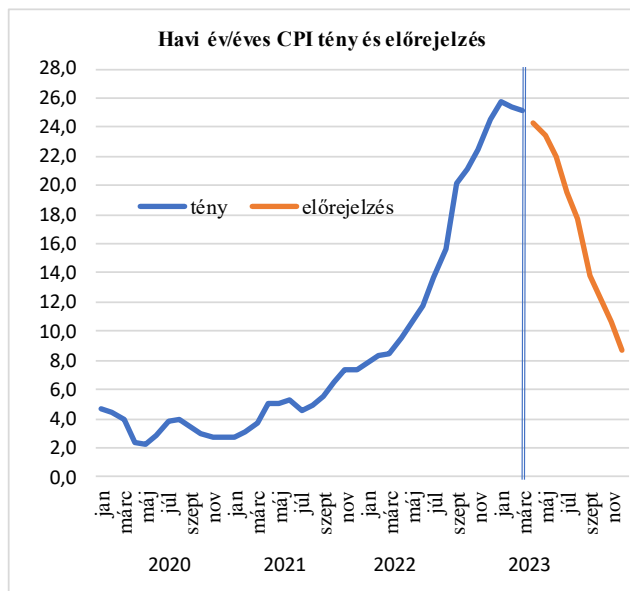
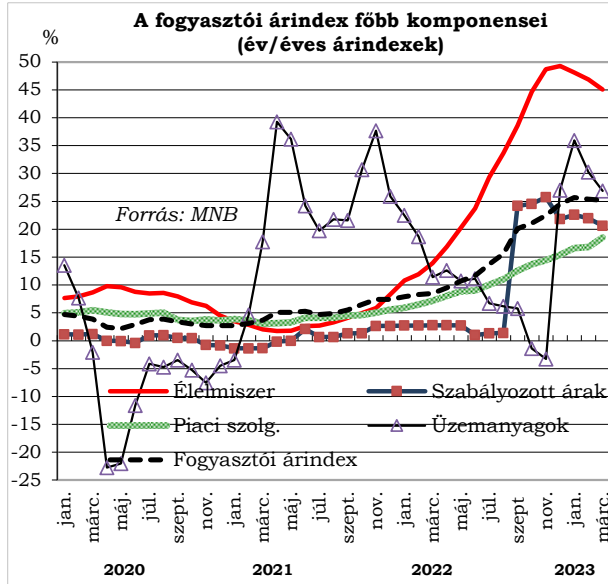
Az árak meglódulásához 2022-ben - az élelmiszerek kívül - kétféle ársapka eltörlése is hozzájárult. Egyrészt augusztusban a rezsziárak emelése a limit feletti fogyasztók számára, ami a szeptemberi árindexet lökte meg, másrészt a hatósági üzemanyagárak megszüntetése december 6-án, ami a krónikussá vált üzemanyaghiány miatt végképp halaszthatatlanná vált. Az utóbbi már abban a hónapban megjelent az árindexben és 2023 folyamán majdnem egész évben éreztetni fogja a hatását az éves árindexben.

2023 első három hónapjában a havi év/éves árindexek folyamatosan 25% felett maradtak, alig mérséklődtek (0,2-0,3 százalékponttal). Különösen kedvezőtlen volt a márciusi adat (25,2%), mert arra - korábban is feltételezhető - jelenségre mutatott rá, hogy az infláció csökkenése lassú folyamat lesz. Továbbra is magas maradt az élelmiszerek és a szolgáltatások áremelkedése, amelyet csak kismértékben kompenzált a háztartási energia árcsökkenése. Az utóbbi előrejelzése nem lehetséges, mivel nem lehet prognosztizálni, hogy egy adott hónapban mekkora fogyasztás esik az emelt

árkategóriába. Feltehető azonban, hogy a magasabb rezsiár-kategóriába esők fogyasztás-csökkenésének megvannak a természetes korlátai.

Az élelmiszerek és a szolgáltatások inflációja azonban *ragadósnak* mutatkozik, ami óvatosságra int az éves árindex előrejelzésében. 2023 első három hónapjában nem láthatók markáns jelei annak sem, hogy a **vásárlóerő csökkenése** számottevő árcsökkenést kényszerítene ki. A kiskereskedelmi forgalom (üzemanyagok nélkül) 2022 májusa óta hónapról hónapra elmarad az előző havitól (idén februárban már 2,1%-kall), ez azonban még kevésbé látszik meg a kiskereskedelmi árakban. Kétségtelen, hogy az élelmiszerek esetében az infláció fennmaradásához a kiskereskedelmi különadók 2023. évi további emelése is hozzájárul, amelyet a kereskedőknek az árképzésben kell kigazdálkodniuk. A szolgáltatások áremelkedését a bérek számottevő növekedése támasztja alá.

2023 márciusában számos élelmiszerfajta ára csökkent ugyan kissé az előző hónaphoz képest, azonban több terméknél továbbra is 4% vagy afölötti áremelkedés történt egyetlen hónap alatt. A szolgáltatások valamennyi alcsoportja is jelentős áremelkedést mutatott márciusban hó/hó alapon (kivéve a szerencsejátékokat!).



Jelentésünk írásakor még egyfajta ársapka van érvényben, a 7+3 kijelölt élelmiszer árának a hatósági befagyasztása. Ezek sorsa még bizonytalan, mivel nem lehet tudni, hogy a jelenleg április 30-ig érvényben lévő árstopot a kormány megszünteti-e. Az árstop megszüntetése azonban legfeljebb 0,3-0,5 százalékponttal emelheti az éves indexet, de akár ennél kevesebbel, ha a kereskedők az árstopos termékek árának az emelésével párhuzamosan csökkentenék azoknak a termékeknek az árát, amelyeket az árstopok miatt voltak kénytelen felemelni.

Az infláció lassú csökkenésére vonatkozó figyelmeztető jel, hogy a maginfláció márciusban ismét a ténylegesen mért infláció (hó/hó 0,8%) fölé emelkedett (1,5%-ra).

Fenntartjuk az előző év decemberi **19%-os** előrejelzésünket **a 2023. évi inflációra**. Az év első felében még szinte bizonyosan 20% feletti index várható, mivel az előző évi bázis még viszonylag alacsony. Az első félévben az átlagos árindex 24-25 körül lehet. Számottevő csökkenés szeptemberben várható, és van esély arra, hogy decemberre 10% alá essen az árindex, mivel akkor kerül be a bázisba a megemelt üzemanyagár.

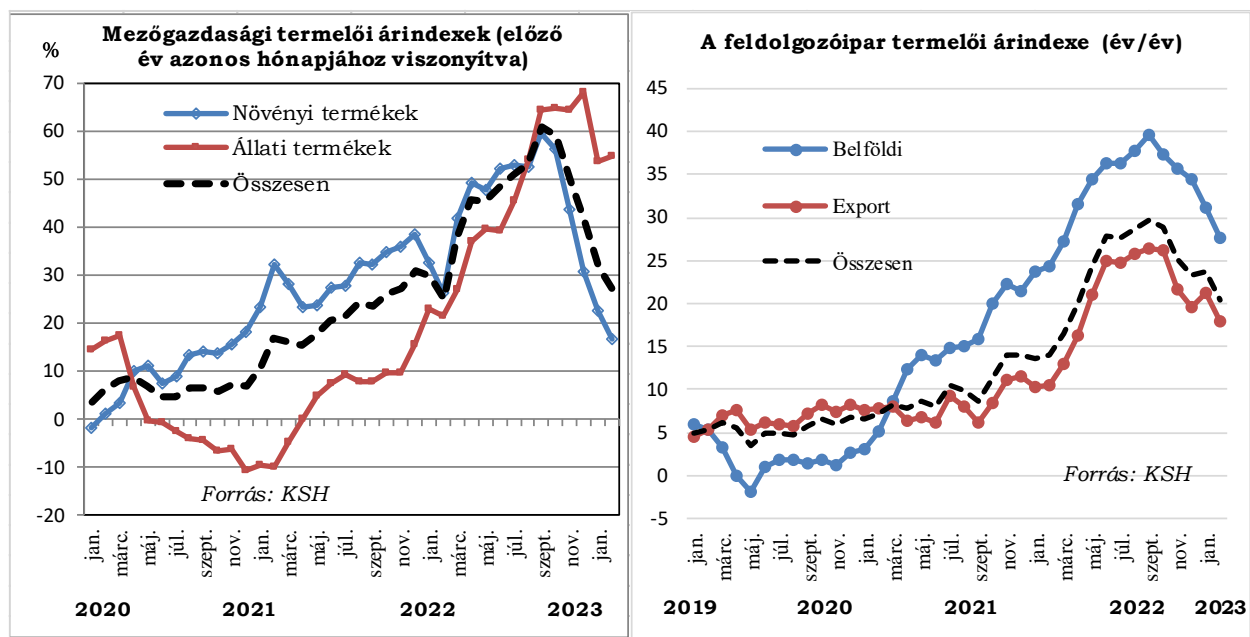
Termelői árak

A termelői árak alakulása nem ad egyértelmű jelzéseket a kiskereskedelmi árak jövőben változására.

A mezőgazdasági termelői árak 2022 utolsó hónapjai óta nagyon kedvezően alakultak, különösen a növényi termékek árindexe. Ugyanakkor ez a kedvező adat egyetlen termékcsoporthoz, az ipari növények (olajos magvak) árcsökkenésének a következménye, a többi termékcsoporthoz, zöldség, gyümölcs, gabonafélék árindexe továbbra is maga és nem minden terméknél haladta meg a csúcspontot. Az állati termékek termelői árindexe csak idén januárban indult csökkenésnek, de az árak még 2023 februárban is több mint 50%-kal meghaladták az előző évet.

A *feldolgozóipar* termelői áremelkedése 2022 szeptemberében érte el a csúcspontját, azóta az ütem határozottan lassult. Ez különösen érvényes a korábban rendkívül gyorsan emelkedő belföldi árindexre, de az exportértékesítésre is.

Az *építőipar* termelői árindexe 2022 harmadik-negyedik negyedévében meghaladta a 26%-ot, de az áremelkedés mértékében inkább stagnálás volt tapasztalható. Feltehető, hogy 2023 első negyedévében, különös tekintettel az ágazat teljesítményének a bezuhanására, az árak emelkedése mérséklődni fog.

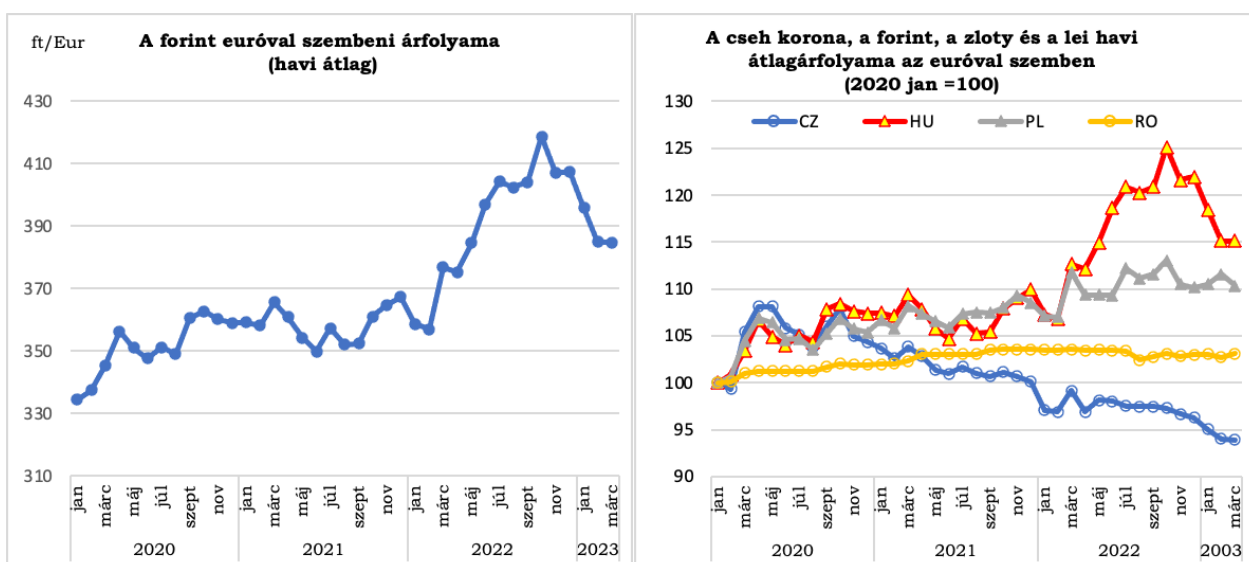


2.5.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok

Jegybanki kamatok és árfolyam

2022 egészét a forint erőteljes gyengülése jellemezte, noha az októberben tapasztalt 430 forintos határt átlépő beszakadást követően a negyedik negyedében már stabilizálódott a magyar fizetőeszköz euró-árfolyama. Tavaly a forint az euróhoz képest átlagosan 8,4%-kal gyengült, a december havi átlagos árfolyam pedig közel 10%-kal volt alacsonyabb, mint az egy évvel korábbi.

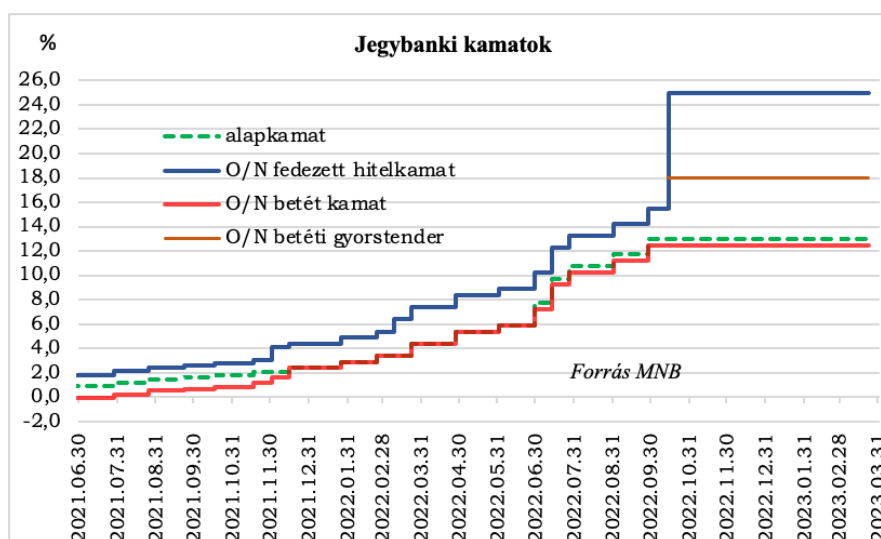
A forint több mint 5 százalékkal értékelődött fel az euróhoz képest 2023 első negyedében. December végétől a forint „nagy menetelésbe” kezdett és március elejéig gyakorlatilag folyamatosan erősödött: az euró átlagos árfolyama februárban 385 forint alá csökkent a decemberi 407 forintról. Márciusban ez a lendület megtört. Miközben havi átlagban az árfolyam stagnált, a Silicon Valley Bank és a Credit Suisse csődje miatt megromlott piaci hangulat mellett a forint nagy volatilitást mutatott és időlegesen az euró a 400 forintos határt is áttörte. A bankszektorttal kapcsolatos pánik csitulásával a magyar deviza ismét erőre kapott és április első felében 375 forint körül mozgott az euróval szemben, ami az egy évvel korábbi szintnek felel meg.



A forint a régiós valutákhoz képest is erősödött az elmúlt hónapokban. 2022-ben a forint árfolyama elszakadt a többi régiós devizától. Éves átlagban a lengyel zloty csupán kismértékben, 2,6%-kal gyengült, a lej lényegében stabil maradt, a cseh korona viszont több mint 4%-kal felértékelődött az euróhoz képest. 2023 első negyedében azonban részleges korrekció ment végbe a forint régiós pozíciójában. Ebben az időszakban a forint mellett csak a cseh korona erősödött némileg az euróval szemben, míg a zloty és a lej euró-árfolyama érdemben nem változott. Eközben a 7% körüli régiós jegybanki rátákat a **magyar irányadó kamat messze meghaladta.**

A forintnak erős támaszt adott a 18%-ra emelt jegybanki irányadó kamat, de az árfolyam **továbbra is magas érzékenységet mutat a piaci hangulatváltozásokra.** Az új jegybanki eszköz, az egynapos (O/N) betéti **gyorstender** októberi bevetésével 500 bázisponttal megemelt irányadó ráta jelentősen megdrágította a forinttal szembeni short-pozíciók felépítését és növelte a forinteszközök vonzerejét. A forint lendületes erősödése azonban csak késleltetve, a globális piaci hangulat tavaly év végi javulásával

vette kezdetét. A márciusban megnövekedett befektetői kockázatkerülés hatására ugyanakkor a forint a régióban kiemelkedő mértékű ingadozással és gyors gyengüléssel reagált. Mindez a potenciálisan nagy hozammal kecsegtető, de kockázatosnak ítélt *magas-bétájú devizák* mintázatát mutatja. A magyar fizetőeszköz sérülékenysége végső soron a magyar gazdaságba és gazdaságpolitikába vetett **bizalom ingatagságát** tükrözi. Ráadásul a magas kamatszint a rövid távú hatásokat felerősítő „forró pénzt” is bevonzott a forint piacára. Amíg az ország kockázati megítélése tartósan nem javul, a bizonytalan globális környezetben a forint árfolyamának volatilitására számíthatunk.



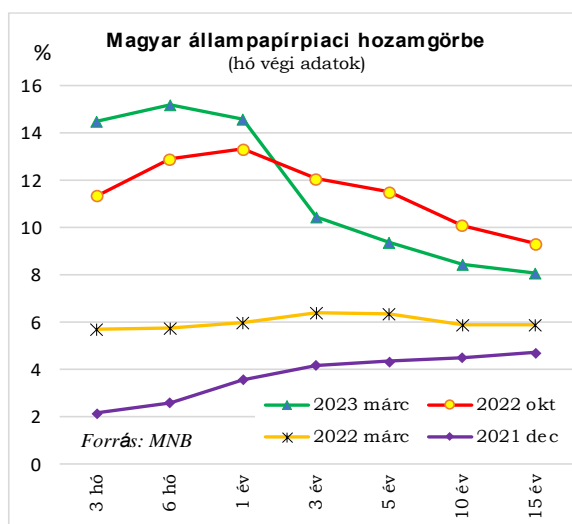
A jegybanki kamatkondíciók 2022 októbere óta nem változtak, miközben az MNB kommunikációja hűtötte az irányadó ráta korai csökkentésére vonatkozó várakozásokat. Az eltelt időszakban a monetáris politika a **transzmisszió hatékonyságának erősítésére** fókuszált annak érdekében, hogy a rövid oldali kamatok minden részpiacon összhangba kerüljenek a megszigorított rövid oldali jegybanki kamatszinttel. Ennek jegyében a jegybank különböző futamidejű forintlikviditást lekötő eszközöket alkalmazott, megemelte a kötelező tartalékrátát (októbertől 1%-ról 5%-ra, majd áprilistól 10%-ra), valamint eurólikviditást nyújtó devizaswap tendereket tartott.

A transzmisszió erősítését azonban hátráltatta a **jegybank és a kormányzat közötti összhang hiánya, ami károsan hatott az antiinflációs politika hitelességére**. 2022 novemberében a kormány kamatsapkát vezetett be a banki betétekre. Ez a belföldi szereplőket kizárta abból, hogy megtakarításaikat kereskedelmi banki közvetítéssel a 18%-os jegybanki betétben tarthassák (amihez a külföldiek továbbra is hozzáférhettek). A kormány ezzel a lépéssel az állampapírok, különösen a 3 hónapos diszkontkincstárjegyek iránti keresletre gyakorolt negatív hatást kívánta megfékezni. Az MNB álláspontja szerint viszont ez a korlátozás túl azon, hogy tompította a jegybanki kamatlépések hatását, forint-túlkínálatot eredményezett a devizaswap piacokon és így nyomást helyezett annak árfolyamára. Ennek kivédésére a jegybank januártól szélesebb körben hozzáférhetővé tette az egyhetes diszkontkötvényét. Erre válaszul a kormány márciusban korlátozta a jegybanki diszkontkötvény átruházhatóságát, ezzel ismételtén kizárva a kamatsapka által érintett kört a 18%-os hozamból.

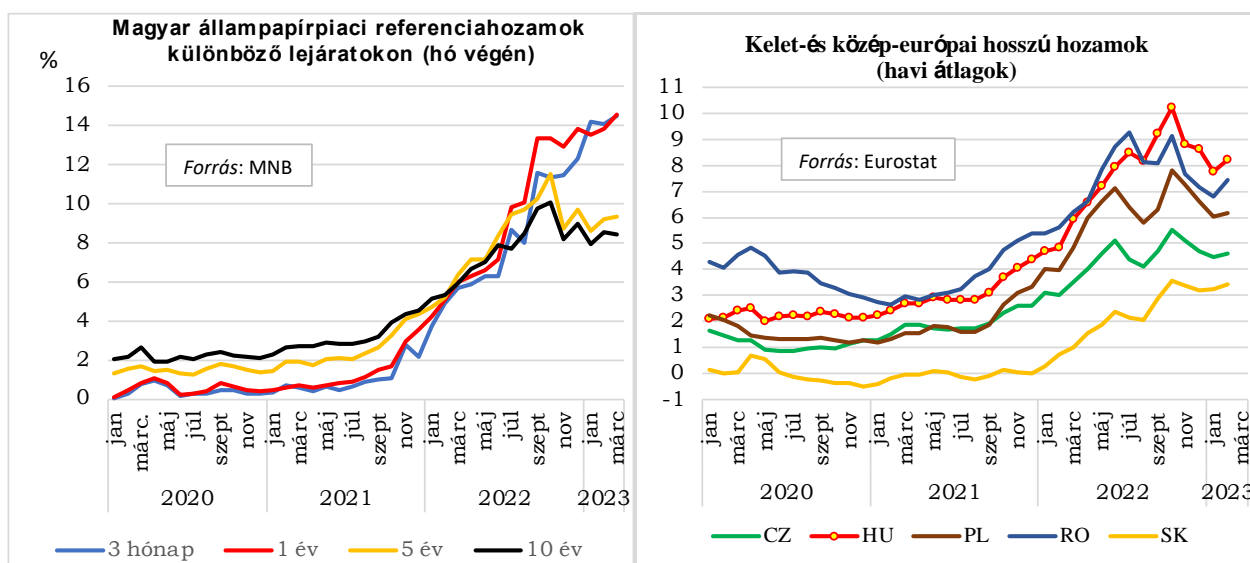
Állampapír-piaci hozamok

2022-ben az állampapírpiaci hozamok 2009 óta nem látott magasságokat értek el. A hozamemelkedés 2021 ősztől gyorsult fel és 2022 október végéig minden lejáraton növekvő trend érvényesült. A legnagyobb mértékben a hozamgörbe rövid szakasza tolódott felfelé: a tavalyi év első 10 hónapjában a növekmény a 3 hónapos és az 1 éves lejáratokon felülmúlta a 900 bázispontot. Az 5 és a 10 éves hozamok több mint 700, illetve 550 bázisponttal haladták meg a 2021 végi szintjüket és a rövid hozamokat követve a 10%-os határt is átlépték.

A jegybanki irányadó ráta 18%-ra történt felemelését követő 5 hónapban a hozamok volatilisán alakultak, de összességében a rövid lejáratokon tovább nőttek, a hosszabb lejáratokon viszont már mérséklődtek. 2023 első negyedévének végére a 3 hónapos és az 1 éves hozamok 14% fölé emelkedtek az október végi 11,4, illetve 13,3%-ról. Az 5 éves hozamok ugyanakkor 210 bázisponttal 9,4%-ra, míg a 10 éves lejáratok 160 bázisponttal 8,5%-ra csökkentek. Így a 2022 elejére ellaposodó hozamgörbe egyre inkább inverz lejtésűvé vált.



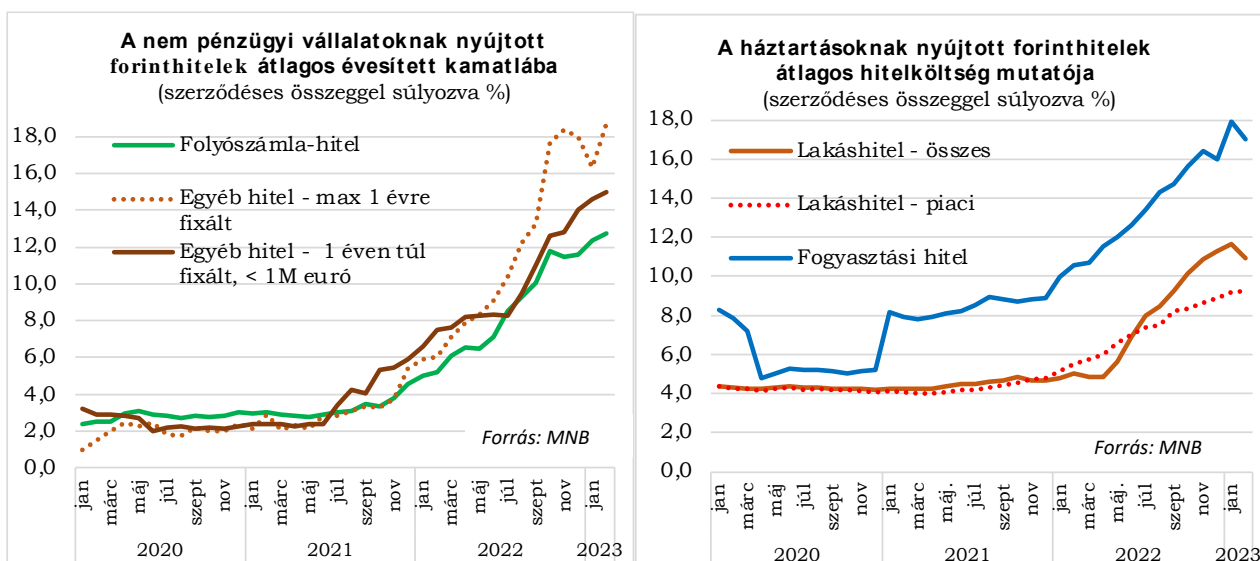
Az eltelt időszakban a konvergencia-kritérium alá eső **magyar 10 éves papírok hozama számottevően a** (visegrádi országokat és Romániát magába foglaló) **régiós átlag felett mozgott** és tavaly augusztus óta a román értéket is megelőzve az országcsoporton belül az élre került. A régió belüli átlagos magyar hozamtöbblet 3,75 százalékpontos szinten 2022 októberében érte el a maximumát, amikor a hosszú hozamok a többi országban is tetőztek. Ez a különbség 2023 első negyedévének végéig némileg csökkent, hasonlóan a forint régió belüli alakulásához.



Vállalati és lakossági kamatok

A jegybanki és a bankközi kamatkondíciók szigorodása erőteljesen tükröződött a forinthitel-kamatok alakulásában mind a vállalati, mind a lakossági szegmensben. A hitelkamatok emelkedése tipikusan tavaly nyáron kapcsolt magasabb fokozatba, amihez a jegybanki irányadó ráta októberi emelése újabb lökést adott. Az emelkedő trend 2022 novembere és 2023 februárja között folytatódott, de a kamatszintek váltakozó mozgása és összességében mérséklődő növekedési üteme mellett.

A **vállalatok** forgóeszköz-finanszírozása szempontjából lényeges *folyószámla-hitelek* átlagos kamata 2023 februárjában meghaladta a 12%-ot, míg egy évvel korábban a kamatláb csupán 5,21% volt. Az *egyéb vállalati hitelek*, amelyek nagyrészt beruházási-fejlesztési célokat szolgálnak, jelentősebb mértékben drágultak: a változó kamatozású vagy maximum 1 éves kamatfixálású hitelek kamatlába 12 hónap alatt 12,6 százalékpontot emelkedve 18,7%-ra nőtt idén februárig. A legalább 1 éves kamatfixálású, 1 millió euró alatti forinthitelek kamatszintje valamivel kedvezőbben alakult, de így is elérte a 15%-ot. Az **új vállalati hitelek volumene** 2022 egészében még bővült, de az év végére a romló hitelfeltételek már éreztették hatásukat: a negyedik negyedévben a vállalati szektorban a hitelkihelyezés 14%-kal esett vissza a megelőző év azonos időszakához képest, ezen belül a forinthitelek összege 23%-kal zsugorodott.



A **háztartásoknak** nyújtott *fogyasztási hitelek* átlagos hitelköltség-mutatója szintén meredeken nőtt, majd az időszak végén ingadozást mutatva 2023 februárjára 17% fölé került. A *lakáshitelek* hitelköltség-mutatója a tavalyi év eleji 4,8% után 2023 januárjában 11,67%-on tetőzött, de februárban is a 11% közelében maradt. Ez az érték azonban tartalmazza a *támogatott hitel-konstrukciók* költségét is, amelynek a zömét továbbra is az állam viseli. Paradox módon a *piaci kamatozású lakáshitelek* THM-szintje tavaly július óta növekvő mértékben elmaradt a támogatott hitelekétől, de így is érdemben emelkedett az időszak végére elérve a 9,26%-ot. A hitelköltségek emelkedésével párhuzamosan **a lakossági hitelkihelyezés a vállalati szegmensnél drasztikusabban csökkent**: az új háztartási hitelek volumene 2022-ben éves szinten is visszaesett, míg a negyedik negyedévben 35%-kal zuhant és ezen belül a lakáshitelek az előző évi szinthez képest megfeleltek.

Gazdasági jelzőszámok 2015-2022-re, előrejelzés 2023-ra és 2024-re
(százalékos változás)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*
GDP-AGGREGÁTUMOK										
ÉVES REÁLNOVEKEDESE										
GDP összesen	3,7	2,2	4,3	5,4	4,9	-4,5	7,2	4,6	-0,5	2,5
Belföldi felhasználás	2,0	1,8	5,7	7,1	7,1	-2,6	6,3	3,9	-2,5	2,4
Magánfogyasztás	3,6	4,1	4,5	4,2	4,5	-1,9	4,0	6,0	-2,0	2,2
Közösségi fogyasztás	1,3	0,5	3,8	4,2	9,4	3,9	2,5	-0,2	-1,0	0,5
Bruttó felhalmozás	-1,6	-3,5	10,1	15,9	12,1	-6,8	13,0	1,4	-4,0	3,5
ebből: állóeszköz- felhalmozás	4,9	-10,6	19,7	16,3	12,8	-7,1	6,5	2,2	-4,0	3,5
Export ^a	7,4	3,8	6,5	5,0	5,4	-6,1	8,8	10,3	2,3	3,6
Import ^a	5,7	3,5	8,4	7,0	8,2	-3,9	7,7	9,5	0,0	3,5
TERMELÉSI INDEXEK										
Mezőgazdasági kibocsátás (bruttó)	-2,5	9,4	-4,1	2,6	-0,1	-2,4	-0,7	-18,2	10,0	0,0
Ipari termelés	7,4	0,9	4,6	3,5	5,6	-6,0	9,5	5,8	2,0	4,0
Kiskereskedelmi forgalom volumene	5,8	4,8	5,6	6,7	6,3	-0,1	3,7	5,2	-2,2	2,5
FOGLALKOZTATÁS, JÖVEDELMEK										
Foglalkoztatottak száma	2,7	3,4	1,5	1,3	0,8	-0,9	0,7	1,3	-0,4	0,5
Munkanélküliségi ráta (15-74 éves népesség)	6,6	5,0	4,0	3,6	3,3	4,1	4,1	3,6	4,2	4,0
Bruttó nominális keresetek ^b	4,3	6,1	12,9	11,3	11,3	9,8	8,9	17,4	15,0	8,0
Nettó reálkeresetek ^b	4,4	7,4	10,3	8,3	7,6	6,3	3,6	2,5	-3,4	2,1
ÁRAK, ÁRFOLYAMOK, KAMATOK										
Fogyasztói árindex	-0,1	0,4	2,4	2,8	3,4	3,3	5,1	14,5	19,0	5,8
Forint/euró árfolyam (éves átlag)	310	311	309	319	325	351	359	391	395	395
Dollár/euró árfolyam (éves átlag)	1,11	1,11	1,13	1,18	1,12	1,14	1,18	1,05	1,05	1,08
Rövidtávú kamatok (3 hó), időszak vége	0,80	0,06	-0,01	0,00	-0,01	0,28	2,16	12,32	10,0	7,0
Hosszútávú kamatok (10 év), időszak vége	3,33	3,16	2,02	3,01	2,01	2,08	4,51	8,98	7,5	6,0
FIZETÉSI MÉRLEG										
Folyó fizetési és tökemérleg a GDP %-ában	7,0	4,8	3,1	1,8	1,1	1,1	-1,5	-6,2		
ÁLLAMHÁZTARTÁS										
Államháztartás egyenlege, a GDP %-ában	-1,8	-1,7	-2,4	-2,1	-2,0	-7,5	-7,1	-6,2	-4,0	-3,7
Bruttó államadósság, a GDP %-ában ^c	75,8	74,9	72,1	69,1	65,3	79,3	76,6	73,3	69,3	68,5

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

b 2019-től az adatok a munkáltatók teljes körére vonatkoznak, az idősor korábbi adatai a legalább öt főt foglalkoztató vállalkozások, valamennyi költségvetési intézmény és foglalkoztatás szempontjából jelentős nonprofit szervezetekre vonatkoznak.

c Az államháztartás az Eximbankkal együtt

* A Kopint-Tárki előrejelzése

Forrás: KSH, MNB

