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

Konjunktúrajelentés

A világgazdaság és a magyar gazdaság helyzete
és kilátásai 2023 őszén

2023/3

Lezárva: 2023. október 12.

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.....12
1.1. A világgazdasági helyzet.....13
1.2. Világkereskedelem és nyersanyagpiacok.....14
1.3. Nemzetközi pénzpiacok.....18
1.4. Az Európai Unió nemzetközi környezete.....20
1.5. Az Európai Unió gazdasága.....26
1.6. Közép-kelet európai új EU tagállamok.....31
II. Magyar gazdaság.....37
Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisaError! Bookmark not defined.
2.1. A GDP és komponensei.....39
2.2. A GDP termelési oldala.....42
2.2.1. Ipar.....42
Feldolgozóipari konjunktúrateszt.....44
2.2.2. Építőipar.....45
2.2.3. Lakásépítés.....46
2.3. A GDP felhasználási oldala.....47
2.3.1. A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai.....47
2.3.2. Beruházások.....49
2.3.3. Külkereskedelem.....51
2.4. Foglalkoztatottság, munkanélküliség.....52
2.5. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok.....53
2.5.1. Államháztartási folyamatok.....53
Államadósság.....56
2.5.2. Infláció.....58
2.5.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok.....61
Állampapír-piaci hozamok és hitelkamatok.....62
Gazdasági jelzőszámok 2015-2022-re, előrejelzés 2023-ra és 2024-re.....64

Összefoglaló

A világgazdaság

A **világgazdasági kilátások** továbbra is sok bizonytalanságot rejtenek. A 2023-as év eleje még jól indult, az energiaárak csökkenése és a kínai nyitás azt a reményt keltették, hogy beindul egy erősebb növekedés. Azóta a kínai növekedés gyorsulásába vetett bizalom megrendült, a szigorú monetáris politika növekedést fékező hatásai egyre inkább érződnek, és az energiaárak alakulása terén is van némi bizonytalanság, mivel az őszi hónapokban megindult egy felfelé mutató trend. Az OECD legfrissebb előrejelzése szerint az idei globális növekedés 3% lesz, ami egy minimális felfelé korrekciót jelent a korábbi előrejelzésekhez képest, míg jövőre további lassulás várható (2,7%). Az infláció ugyan mérséklődik, de a monetáris politika szigorúsága egyelőre nem enyhül, s jövőre is csak óvatos lazításra van kilátás. A munkaerőpiacok egyelőre ellenállónak bizonyulnak: a gazdasági problémák és a kamatemelések ellenére nem jellemző, hogy a cégek nagyobb leépítésekbe kezdenének, és az elbocsátottak is hamar találnak új munkát, a foglalkoztatási mutatók javulnak. A lefelé mutató kockázatok azonban jelentősek: a prognózisidőszakon túl a növekedés gyorsulása elsősorban azon múlik, hogy az infláció mennyire enyhül és a reáljövedelmek mennyire emelkednek, illetve a monetáris politika mennyire tud végre lazítani, valamint a kínai lassulás milyen mértékű és mennyire lesz tartós. A pandémia és az energiaválságra reagáló fiskális intézkedések következtében egyes országokban nagyon megnőtt az állam eladósodása, s a magas kamatkörnyezetben az adósságszolgálat kezelése egyre nagyobb terhet jelent. Ebben a helyzetben a fiskális politika oldaláról sem várhatók növekedési impulzusok.

Az elmúlt hónapokban a **világkereskedelem** jelentős lassulását tapasztaltuk, amit a tengeri árufuvarozási díjak csökkenése is jelez. Az infláció és a kedvezőtlen kamatkörnyezet egyarát hozzájárultak az importkereslet visszafogásához. Ezt a folyamatot erősítheti, hogy mind az EU, mind az USA protekcionista kereskedelempolitikát kezdett folytatni. Az EU stratégiai függetlenedésre törekszik, és a versenyt szeretné erősíteni bizonyos termékek piacán, ahol Kína jelenleg kvázi monopóliumot élvez, mindez azonban hosszú évek folyamata lesz.

Az **energiahordozók piacát** is bizonytalanság jellemzi. A **Brent nyersolaj** ára az utóbbi időben újra emelkedni kezdett, s jelenleg 90-94 dollár körül mozog. Éves átlagban ugyan csak 82 dollár a hordónkénti ár, de július második fele óta megindult egy felfelé irányuló trend, ami szeptemberben egyértelműen erősödött. A globális olajkereslet az idén az IEA várakozásai szerint napi 102,2 millió barrelre emelkedhet, azaz napi 2,2 millió hordóval lesz több, mint tavaly. A Kínáról érkező vegyes hírek ellenére a növekmény 70%-a a kínai kereslet bővülésének tudható be. A globális olajkitermelés az idén napi 101,5 millió hordóra nőhet (napi 1,5 millió hordóval haladva meg a múlt évi teljesítményt). A következő hónapokban a kínálat szűkülése várható, mivel a szaúdi és az orosz kitermelés visszafogása az év végéig kitart. A téli hónapok és a fűtési szezon közeledtével ez felfelé nyomhatja az árakat. Az idén még valószínű a 85 dollár körüli hordónként átlagár. Jövőre a makrogazdasági trendek alapján nem következne további áremelés, azonban a nyugtalan piacokon bármi előfordulhat, különösen, ha a fő olajtermelők kitartanak a kínálat további szűkítése mellett. A **gázpiacokon** is a bizonytalanság jellemző. Folytatódott a gázárak már augusztusban megindult emelkedése. Európában a júliusi mélyponthoz képest szeptember végére – átlagosan – mintegy 20%-os áremelkedés volt

tapasztalható, de közben voltak nagyobb kilengések. Az árakat felfelé nyomhatja az a várakozás, hogy az idei tél hidegebb lesz, mint tavalyi, az orosz szállításokkal kapcsolatos geopolitikai bizonytlanaságok erősödnek és a kiszámíthatatlan termeléskiesések és sztrájkok egyes gázmezőkön (pl. Ausztráliában) gyakoribbá válnak.

A **nem energiahordozó nyersanyagok** körében a világpiaci árak tavalyi drágulása szinte minden nyersanyagot érintett, beleértve az élelmiszereket és a mezőgazdasági nyersanyagokat. A műtrágya ára jelentősen emelkedett, ami komoly problémákat okozott a fejlődő országokban. Az élelmiszerárak idén vegyes képet mutatnak, néhány termék, mint a kakaó és a földimogyoró ára jelentősen emelkedett, míg mások, mint az arabica kávé és bizonyos olajok ára csökkent. Az ipari fémek ára jelentősen csökkent 2022-hez képest, ami részben a konjunkturális kitettség eredménye.

A legfrissebb **inflációs adatok** az áremelkedés ütemének mérséklődését jelzik, ugyanakkor a maginfláció mindenütt egyelőre még magas maradt, noha itt is elindult egy lefelé mutató trend az elmúlt egy-két hónapban. Az energiaárak mérséklődése ellenére az élelmiszerárak továbbra is emelkednek, s a korábbi áremelkedések már beépültek a fogyasztói árakba. Ilyen körülmények között a ***monetáris politika*** számottevő, gyors lazítására nemigen lehet számtani. A *FED* részéről nincsen egyértelmű kommunikáció: az inflációs ráta bár csökken, de még mindig a jegybanki célérték felett mozog, s mivel a gazdaság robosztus, a munkaerőpiac feszes, a legfrissebb makroadatok is kedvezőek, a monetáris szigor még maradhat, s a kamatok hosszabb ideig lesznek a jelenlegi magas szinten. Az *EKB* sincs könnyű helyzetben: idén szeptemberben még sor került egy 25 bázispontos emelésre, amit szakértők az utolsó lépésként értékelnek. Az infláció ugyan csökken, de még mindig magas, ugyanakkor a növekedési kilátások gyengék. Az energiaáraknak az utóbbi időben megindult emelkedése azonban az inflációval kapcsolatos bizonytalanságokat felerősítheti, s az inflációs várakozások újra erőre kaphatnak, ami lépéskényszerbe hozhatja az EKB-t. A brit jegybank a magas inflációra reagálva radikálisan emelte a kamatokat, s mivel itt továbbra is magasabb az infláció, mint Európában, további megszorítás nem kizárt. Svájcban is lépett a jegybank. Japánban egyelőre marad a laza monetáris politika, de szigorítás apróbb jelei itt is mutatkoznak.

Az **Európai Unió külső környezetében** vegyes a kép. Az **amerikai gazdaság** vonatkozásában egyre optimistábbak az előrejelzések: a növekedés az első félévben erőteljesebb volt a korábban vártnál, egyelőre úgy tűnik, hogy a szigorú monetáris politika és a magas kamatok ellenére az amerikai gazdaság ellenállóbb, mint ahogyan azt még az év elején várták. Az év egészében – a jelenlegi információk alapján – egy 2%-os GDP bővülés rajzolódik ki, amit jövőre egy 1,3-2%-os növekedés követ. Az infláció is mérséklődik. Tehát azok a félelmek, hogy a FED szigorú monetáris politikája recesszióba rántja az amerikai gazdaságot, nem váltak valóra.

A gazdasági növekedés az év első felében **Japánban** meglepően erőteljes volt. A hangulatindexek vegyes képet mutatnak, a defláció hosszú évei után – az energiaárak emelkedésének köszönhetően – visszatért az infláció Japánba is: noha ennek mértéke jóval szerényebb maradt, mint Európában vagy Amerikában. Jelenlegi becslések szerint az idén a japán GDP 1,3%-kal bővülhet, míg jövőre 1% körüli növekedés várható. A magánfogyasztás és a beruházások húzzák a növekedést, az év elején még dinamikusan bővülő export az év második felében lanyhulni fog a kedvezőtlen külpiaci körülmények miatt. A belső kereslet élénkülése az importot is magával húzza.

A **brit** GDP a második negyedévben 0,4%-kal nőtt az előző év azonos időszakához képest, és 0,2%-kal az előző negyedévhez képest. Elemzők becslései szerint a recessziót sikerül elkerülni az idén, de a növekedés mérsékelt marad. Az infláció mérséklődése itt lassúbb, mint másutt, az inflációs ráta szeptemberben még mindig 6% fölött volt, és éves átlagban az idén még 7% fölötti infláció várható, ami a háztartások vásárlóerejét jelentősen mérsékli, s ezáltal a fogyasztást is visszafogja. A szigorú monetáris politika és a Brexit utóhatásai a beruházásoknak sem kedveznek: így mind az idén, mind jövőre a vállalati beruházások várhatóan visszaesnek.

A **kínai gazdaság**nak a korábbi évtizedekben megszokott gazdasági növekedése már a múlté, de ez tudatos vállalás, mivel Kína új fejlődési szakaszba lépett a 2015-ben beindított „Made in China 2025" program megvalósítása révén. Az alacsony árfekvésű tömegtermékek exportőri szerepét, az ipar 4.0 eszköztára felhasználásán alapuló ágazatok és hálózatok fejlesztése és a kínai cégek globális terjeszkedése váltotta fel. Mára már a hagyományos ázsiai partnerországai mellett komoly befolyásra tett szert Oroszországban, valamint Afrika és Latin-Amerika számos országában is. Nemzetközi szervezetek szakértői 2023-ra 5,1%-os GDP növekedéssel számolnak, ami meghaladja a tavalyi 3%-os növekedést. Jövőre viszont 4,6%-ra lassul a GDP ráta. 2022-ben már nagyobb volt az ország GNI-a, mint a GDP-je, ami azt jelzi, hogy a kínaiak több terméket és szolgáltatást állítottak elő otthon és a nagyvilágban, mint amennyit a hazai és a külföldi cégek az ország határain belül.

A világgazdasági változások leginkább a **fejlődő országok**at, közülük is elsősorban a legszegényebbeket sújtják. A számottevő gazdasági potenciállal rendelkező országok közül 2023-ban és 2024-ben egyaránt India gazdasági növekedése lesz a leggyorsabb. Idénre 6,3, jövőre 6,0 százalékos GDP bővülésre számíthatnak, amiben közrejátszik az is, hogy India elsősorban a re-shoring által nem érintett, az ún. platformmunka révén megvalósítható szolgáltatásokkal vesz részt a globalizációban. Brazília, Oroszország, India, Kína és a Dél-Afrikai Köztársaság együttműködési szervezete, a BRICS egyre aktívabb geopolitikai szereplővé válik, a „Globális Dél", vagyis a fejlődő országok szószólóinak, támogatóinak szerepét vállalva magára. 2024 januárjától hat új taggal bővülő szervezet deklarált célja az USA és fizetőeszköze szerepének mérséklése a világgazdasági folyamatokban.

A második negyedévben az **EU-20** GDP-je 0,1%-kal bővült az előző év azonos időszakához képest. Nem egy országban negatív növekedés volt tapasztalható, még – az általában az átlagnál jóval magasabb növekedési ütemet produkáló – Írországban is. A hangulatindikátorok lefelé mutató trendje is megerősíti a növekedés lassulását feltételező várakozásokat. Mind a belső kereslet, mind a külső környezet alakulása abba az irányba hat, hogy a vállalkozások nem készülnek a termelés bővítésére. A magánfogyasztás bővülése már az idei első negyedévben jelentősen lelassult, akárcsak az állami fogyasztói kiadásoké. A jelenlegi előrejelzések szerint az idén – az év egészében – elsősorban a magánfogyasztás és az állami fogyasztás üteme lassul, míg a beruházások és az export mérsékelt növekedést mutat majd. Az idén az EU-20 GDP-je, csekély mértékben 0,6%-kal bővülhet, jövőre mérsékelt, 1,6%-os élénkülés – lefelé mutató kockázatokkal – várható. A jövő évi élénkülési előrejelzés azon alapszik, hogy az infláció mérséklődik, így a magánfogyasztás is élénkül majd, az energiaárak alacsonyabb szinten stabilizálódnak, újabb energiaellátási zavarok nem következnek be, a külső környezetben nem következik be kedvezőtlen változás, s a monetáris politika restriktív

jellege enyhül. Az **EU-27** esetében hasonló trendekre számítunk: az idén 0,6%-os, jövőre 1,7%-os GDP bővülés várható.

Az *inflációs ráta* az év eleji 8,5%-ról augusztusra már 5,2%-ra, szeptemberre pedig 4,3%-ra csökkent az euróövezetben. A maginfláció, bár csökkent az utóbbi hónapokban, de a szeptemberi előzetes adat is még 4,5%-ot mutat, az élelmiszerinfláció még mindig nyomja felfelé az árakat. Az energiaárak tekintetében nagy a bizonytalanság: nagy a kockázata annak, hogy a most megindult emelkedő trend a tél közeledtével nem áll meg. Az EU-27 esetében az idei évre 6% feletti infláció, jövőre 2-3% közötti ráta várható. Az euróövezeten kívüli kelet európai országok esetében lassabban csökken az infláció, mint az euróövezeten átlagában.

A kedvezőtlen gazdasági körülmények ellenére a *munkaerőpiaci adatok* meglepően jók, az EU-20-ban augusztusban 6,4%, az EU-27-ben 5,9% volt a ráta. És ez a 6% körüli ráta jövőre is fennmarad. Egyes ágazatokban továbbra is a munkaerőhiány okoz problémát. Az üres állások aránya mind az iparban, mind a szolgáltató szektorban csökkenést mutat, a foglalkoztatási ráta pedig növekszik. A bérek az utóbbi időben szintén erősebben növekedtek.

A **német** gazdasági kilátások egyelőre kedvezőtlenek: május óta enyhén, de folyamatosan csökken az IFO konjunktúraindex, jelezve, hogy a német gazdasági kilátások romlanak. Németországot Európa betegeként emlegetik, s ennek nemcsak a romló kilátások, a lassuló növekedés, hanem az egyre inkább nyilvánvalóvá váló strukturális problémák az oka. Az energiaválság és a megújuló energiahordozókra való áttérés megdrágítja a termelési költségeket, a kínai gazdaság gyengélkedése és a kínai exporttól való elfordulás, valamint a gyengébb amerikai kereslet miatt az exportteljesítmény is visszaesik. Így a gyenge első félévi teljesítmény következtében az idei év egészében a német GDP várhatóan kismértékben zsugorodik, idén mind a magánfogyasztás, mind a beruházások visszaesnek, az állami fogyasztás is csökken, csak az export mutat némi bővülést. Itt is elsősorban a szolgáltatásexport az, ami hajtja a növekedést. Az idénre várt 0,4%-os visszaesés után jövőre 1,9%-os GDP növekedést jeleznek előre, de ennek megvalósulása sokban függ attól, hogy a külső környezet hogyan alakul, és az inflációt mennyire sikerül megfékezni.

A **közép-kelet európai** közül Lengyelországban két egymást követő negyedévben gazdasági visszaesést regisztráltak, ami hivatalosan is recessziót jelent. Az EU-13 régióban már hat tagállamban van negatív növekedés az első félévben, beleértve Észtországot, Magyarországot, Lengyelországot, Lettországot, Litvániát és Csehországot. A recesszió oka részben az orosz energiahordozókról való leválás és a magas energiaárak. Ugyanakkor a háztartások fogyasztási szokásai is megváltoztak, többet takarítanak meg, ez a fogyasztás csökkenésével jár, amit a nettó export (a legfőbb partnerek hasonló gondjai miatt) nem tud ellensúlyozni.

A magyar gazdaság

Az idei első két negyedévben a **GDP** csökkent az előző év azonos időszakához képest, elsősorban a belföldi kereslet összehúzódása következtében. Az első félév átlagában a csökkenés 1,7%-os, ezen belül a második félévben 2,4%-os volt. A belföldi kereslet visszaesése egyrészt a tavaly év eleji stimuluscsomag révén is csúcsra pörgetett fogyasztási kereslet által tovább gerjesztett inflációnak, illetőleg az infláció miatti reálkereset-csökkenésnek tudható be. Másrészt viszont az állami kereslet drasztikus visszafogása, párosulva a finanszírozási feltételek romlásával és a vállalati beruházási kedv lanyhulásával, a vártnál is erőteljesebb beruházáscsökkenést eredményezett az első félévben. Az összes belföldi felhasználás az első negyedévben közel 5%-kal, a második negyedévben viszont már 8%-kal csökkent. A nettó export pozitív növekedési hozzájárulása nélkül a GDP esése lényegesen meredekebb lett volna, ám Magyarország még így is negatív irányba lóg ki a térség más országaihoz viszonyítva.

Az év további részében a dezinfláció mérséklően hat a fogyasztásra, ám várakozásunk szerint a csökkenés lassulása csak jövőre fordul át érzékelhető növekedésbe. A beruházások feltételeit illetően a kép vegyes: a belföldi kereslet mélypontról való elmozdulása és a lassan csökkenő kamatlábak javíthatnak valamit a vállalati beruházási kedven, viszont az állami beruházásoknál nem várható érdemi változás. Eközben a nettó export pozitív növekedési hozzájárulása mérséklődhet. A Kopint-Tárki, fenntartva fél évvel ezelőtti prognózisát, a GDP **0,5%-os** csökkenésére számít 2023-ban.

Az **ipari termelés** év/éves visszaesésének üteme a második negyedévben tetőzhetett – 6,3%-kal – nagyobbrészt a belföldi értékesítés zuhanása miatt, de az átlagos visszaesés még július-augusztusban is megközelítette az 5%-ot. A továbbiakban egyrészt e zuhanás mérséklődését várjuk, miközben az év végére a vállalatokra nehezedő költségnyomás is enyhülhet. Ugyanakkor az exportkilátások meglehetősen borúsak. Éves átlagban 4% körüli ipari visszaesést várunk 2023-ban, érdemi negatív kockázatok mellett.

Az **építőiparban** az idén mindkét főcsoportban jelentős visszaesést mértek az első félévben, immár elsősorban a kereslethiány következtében. A költségvetési stabilizáció miatt halasztásra kerülő állami beruházások csapást mértek mindenekelőtt a mélyépítésre. A magas lakáshitel-kamatok, a lecsökkent vásárlóerő és a kifutó lakástámogatás által sújtott **lakás**építéseknél, de ezenfelül az iroda- és szállodaépítéseknél a lanyha érdeklődés miatt a magasépítés is visszaesett az első félévben. Az építőipart továbbra is sújtják az orosz-ukrán háború által tovább súlyosbított költségproblémák. A magasépítés júliusi megugrása várhatóan átmenetinek bizonyul. Az idei év egészére jelentős, 5-6%-os építőipari visszaesést várunk.

A teljes munkaidős alkalmazottak nominális **keresetei** az idén is ütemesen nőnek – a tavalyi fegyverpénz miatt torzított februári adatot nem számítva az ütem durván 16%-os volt az év eddigi részében. Ám az év első negyedévében tetőző, és még júniusban is 20% feletti infláció meredeken az első hét hónap átlagában 7%-ot meghaladó reálkeresetcsökkenést – és 7%-hoz közelítő nettó ***reálkeresettömeg-csökkenést*** – eredményezett. A háztartások **vásárolt fogyasztásának** visszaesése ehhez képest aránylag mérsékelt – az első félév átlagában 4%-os, ezen belül a második negyedévben 3,5%-os – volt, noha közben a háztartások nettó pénzügyi megtakarításai is megugrottak. A ***teljes magánfogyasztás*** ennél is enyhébb, a félév átlagában 2,7%-os volt. Miután a reálkeresetek a dezinfláció következtében szeptembertől kezdve nőhetnek, a magánfogyasztás visszaesése is várhatóan hozzávetőleges

stagnálásba vált az év végére, így éves átlagban 1,5% körüli csökkenésre számítunk, némi pozitív irányú kockázat mellett.

A nemzetgazdasági **beruházások** az első félév átlagában közel 10%-kal, ezen belül a második negyedévben 13,5%-kal estek vissza az előző év azonos időszakához képest. Az állami beruházások, valamint a közlekedési infrastruktúrára vonatkozó beruházások második negyedévi bezuhanása mellett az üzleti szektor hazai piacra orientált szegmensének a beruházásai, valamint vélelmezhetően a háztartásoki beruházások is visszaestek éves összevetésben. Eközben ugyanakkor a feldolgozóipari beruházások bővülése folytatódik, habár ez távolról sem minden feldolgozóipari ág esetében mondható el. Éves átlagban közel 7%-os ütemben csökkenhetnek a beruházások.

Az **áru-külkereskedelem** mérlege az idén rekordütemben javult. A kezdetben jó ütemű, ám markánsan lassuló exportnövekedés mellett ez a belföldi felhasználás zsugorodása által sújtott import csökkenésének, illetőleg az energiaárak csökkenését tükröző érdemi *cserearány-javulásnak* tudható be. Így az első nyolc hónap átlagában a tavalyi drasztikus hiánnyal ellentétben az idén kiemelkedő, 5,6 Mrd euróra rúgó külkereskedelmi többlet keletkezett. A továbbiakban az importdinamika erősödése, illetőleg a visszafogott exportkilátások miatt a mérleg javulása lassulhat – az egész éves külkereskedelmi többlet euróértéke 6-7 Mrd között lehet az idén.

A **foglalkoztatottak** száma éves összehasonlításban még mindig emelkedik, habár minimális, a háromhavi görgetett adatok alapján június-augusztusban csupán 0,2%-os ütemben. Figyelmeztető jel, hogy ezzel egyidőben az ***elsődleges*** hazai munkapiacon foglalkoztatottak száma már minimálisan csökkent éves összevetésben. Vagyis noha az idei recesszió negatív munkapiaci hatása makroszinten ugyan enyhe, de azért az idő előrehaladtával érzékelhető. A **munkanélküliségi ráta** szinte stabil, 4,1%-on állt június-augusztusban, ugyanakkor a munkanélküliek abszolút száma növekszik.

Az egyre kedvezőtlenebb képet mutató költségvetési folyamatok tükrében a kormány 3,9%-ról **5,2%-ra emelte** az idei GDP-arányos hiánycélját. Ez formálisan ugyan alacsonyabb a 2022. évi deficitnél, de ha kiszűrjük a tavalyi földgázkészlet-feltöltés egyszeri hatását, a módosítás éves összevetésben valójában egyenlegromlást jelent.

A **Kopint-Tárki prognózisa** szerint 2023-ban a **kormányzati szektor hiánya** a GDP arányában 5,2% körül alakulhat. Így negatív kockázatok mellett, de teljesülhet az ősszel megemelt kormányzati célkitűzés. Az eredeti hiánycél a túllépése elsősorban a központi adóbevételek elmaradásával függ össze és kisebb részben a várható kiadási többletek következménye. Emellett figyelembe vettük, hogy az önkormányzati szektor egyenlege az őszi EDP-jelentés szerint a vártnál kedvezőbb lehet. 2024-ben a GDP-arányos hiány 3,7%-ra csökkenhet. A hivatalos hiánycélt meghaladó várakozásunk a bázisévi adóbevétel-kiesés, a költségvetés makrogazdasági pályájánál pesszimistább prognózisunk, valamint a tervezettnél magasabb kamatkiadások hatását tükrözi. Miután az EKB zöld utat adott a jegybanktörvény tervezett módosításának, már nem számolunk az MNB veszteségtérítésével.

A nominális GDP dinamikus bővülésének köszönhetően az adósságráta várhatóan tovább csökken, de a tervezettnél lassabban: a **GDP-arányos államadósság** 72% körüli szintre mérséklődhet az idén, majd jövőre megközelítheti a 70%-ot.

2023 első 9 hónapjában a magyar **fogyasztói árak** 20,9%-kal voltak magasabbak, mint 1 évvel korábban. Ez nem csak az Európai Unió legmagasabb árindexe, hanem

világviszonylatban (már ami a konszolidált gazdaságú országokat illeti) a legmagasabbak közé számít. Az év folyamán az év/éves árindex hónapról hónapra csökkent, a januári 26,4%-ról a szeptemberi 12,2%-ra, és feltehetőleg ez a mérséklődés az év fennmaradó részében is folytatódik. A 2023. évi fogyasztói árindex lefutása az előző évinek lényegében a tükörképe lesz, a 2023. januári tengely körül. Csak közben megjárta a 26%-os magasságokat is.

A 2023. évre vonatkozó inflációs előrejelzésünket az előző jelentésben írt 18%-ról 17,7%-ra módosítjuk. Ennek oka, hogy a szeptemberi árindex a vártnál alacsonyabb lett, elsősorban az élelmiszerek hó/hó árának enyhe, 0,2%-os visszaesése következtében. 2024-ben 6% körüli fogyasztói árindexet várunk. A kiskereskedelmi különadók 2023. évi további emelése és a csomagolási díj bevezetése, valamint az üzemanyagok adójának a növelése újabb inflációs impulzust fog adni az év elején

A **jegybanki irányadó ráta** szeptemberre 500 bázisponttal a 13%-os alapkamat szintjére csökkent és az infláció további mérséklődésével párhuzamosan az év végére elérheti a 11%-ot. A magas kamatszintnek köszönhetően a **forint euróval szembeni árfolyama** az első félévben 10%-kal erősödött, júliustól azonban ez a trend megfordult. Mivel a szigorú monetáris kondíciók jelentős mennyiségű forró pénzt vonzottak be a forint piacára, a forinteszközök kamatelőnynek csökkenésével egyre inkább nő az árfolyam kockázatérzékenysége.

Az **állampapír-piaci hozamok** 2023 második negyedévére gyakorlatilag valamennyi lejáraton csökkenő pályára kerültek. A hozamgörbe rövid oldalán az emelkedés mértéke magasabb volt és hosszabb ideig tartott, de a tetőzést követő hozamesés is gyorsabb volt, mint a hosszú lejáratokon. A rövid hozamok mérséklődése várhatóan tovább folytatódik az év hátralévő részében, a hosszú lejáratokon azonban a globális hozamemelkedés megtorpanást eredményez.

A **forinthitel-kamatok** alakulásában eddig csak korlátozottan tükröződött a jegybanki irányadó ráta és a hozamok csökkenése. A kamatszintek tipikusan az első negyedévében tetőztek, de augusztusig még nem csökkentek érdemben a tavalyi év végéhez képest.

Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa

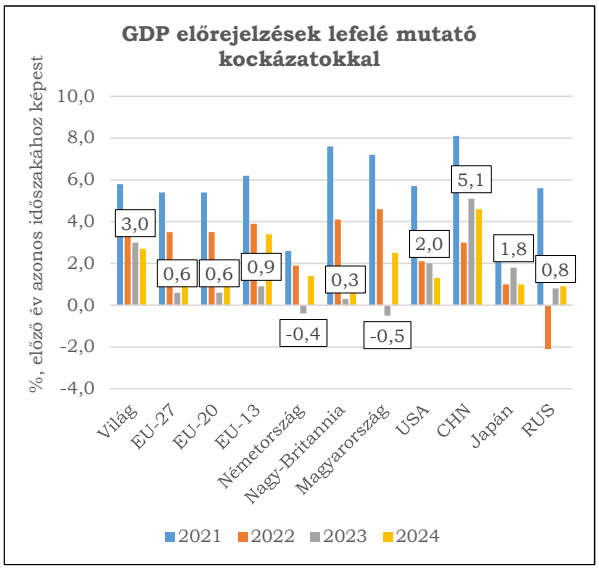
(éves változás, százalék)

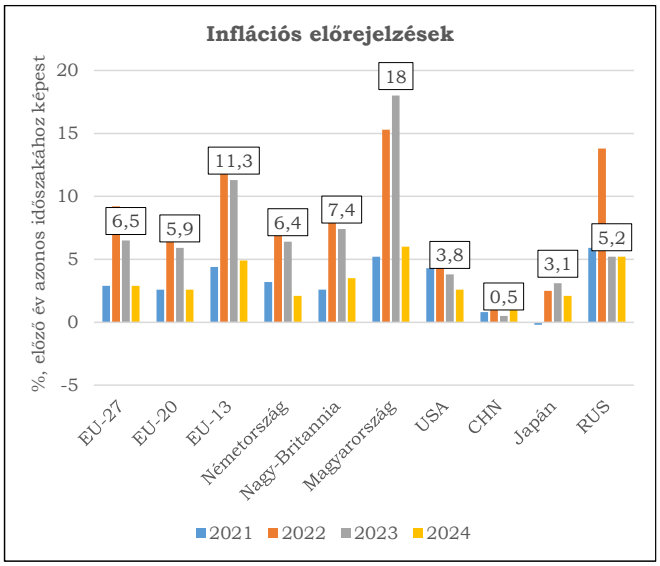
	Tényadatok					Előrejelzés		
			2023			2023		2024
	2021	2022	I. né.	II. né.	júl-aug	2023 júl.	2023 szept.	2023 szept.
GDP-aggregátumok reálnövekedése								
GDP összesen	7,1	4,6	*-0,9*	*-2,4*		-0,5	**-0,5**	**2,5**
Belföldi felhasználás	6,3	3,7	*-4,4*	*-8,0*		-3,0	**-3,7**	**2,7**
Magánfogyasztás	4,0	6,4	*-2,6*	*-1,9*		-2,0	**-1,5**	**2,2**
Közösségi fogyasztás	2,5	0,4	*-5,1*	*1,0*		-2,0	**-1,0**	**0,0**
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	5,8	0,1	*-3,9*	*-15,2*		-4,0	**-7,1**	**2,8**
Bruttó felhalmozás összesen	13,0	-0,1	*-3,2*	*-21,6*		-4,3	**-8,0**	**2,8**
Export	8,3	12,6	*6,6*	*0,3*		3,5	**2,5**	**2,9**
Import	7,3	11,6	*2,3*	*-6,0*		0,6	**-1,2**	**2,5**
Ipari termelés	9,5	6,1	*-3,3*	*-6,3*	*-3,9* [e]	-1,0	**-4,0**	**4,0**
Fogyasztói árindex	5,1	14,5	*25,4*	*21,9*	*15,4* [f]	18,0	**17,7**	**6,0**
Foglalkoztatás, jövedelmek								
Foglalkoztatottak számának növekedése [a]	0,7	1,3	*0,5*	*0,7*	*0,2* [g]	0,0	**0,3**	**0,6**
Foglalkoztatási ráta [a]	63,0	64,1	*64,2*	*64,6*	*64,6* [g]	64,2	**64,5**	**65,3**
Munkanélküliségi ráta [a]	4,1	3,6	*4,1*	*3,9*	*4,1* [g]	4,1	**4,1**	**3,8**
Termékegységre jutó bérköltség [b]	1,0	1,5	*16,0*	*23,3*		17,6	**13,5**	**3,9**
Bruttó nominális keresetek [c]	8,9	17,4	*10,8*	*16,5*		15,0	**15,0**	**10,0**
Nettó reálkeresetek	3,6	2,5	*-11,6*	*-4,6*		-2,5	**-2,5**	**3,8**
Megtakarítási ráta a GDP %-ában [d]	6,5	3,9	*4,5*	*5,6*		6,5	**6,5**	**6,5**
Folyó fizetési és tőkemérleg a GDP %-ában	-1,7	-6,2	*-2,0* [h]	*2,4* [h]		-0,5	**-0,5**	**1,0**
Államháztartás Államháztartási egyenleg, a GDP %-ában	-7,1	-6,2	*-9,7*	*-3,1*		-4,9	**-5,2**	**-3,7**
Bruttó államadósság, a GDP %-ában	76,7	73,9	*75,4*	*75,2*		71,4	**71,9**	**70,5**
Rövidtávú hozam (3 hó), időszak vége	2,16	12,32	*14,48*	*10,03*	*8,17* [i]	8,5	**7,0**	**5,0**
Hosszút. hozam (10 év), időszak vége	4,51	8,98	*8,44*	*6,98*	*7,40* [i]	6,5	**7,0**	**5,5**
Nemzetközi feltételek								
Nemzetközi kereskedelem volumene	10,4	5,4				2,4	**0,9**	**3,5**
Brent olajár ($/hordó, időszaki átlag)	70,8	101,0	*81,1*	*78,3*	*86,7* [f]	86,0	**84,0**	**84,0**
GDP-változás az eurózónában, %	5,3	3,5	*1,4*	*0,1*		0,9	**0,6**	**1,6**
GDP-vált. az új EU-tagországokban, %	6,3	4,0	*7,1*	*4,7*		0,9	**0,9**	**3,4**
Forint/euró, időszaki átlag	359	391	*389*	*373*	*384* [f]	390	**385**	**385**
Dollár/euró, időszaki átlag	1,18	1,06	*1,07*	*1,09*	*1,09* [f]	1,05	**1,07**	**1,08**

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

1.1. A világgazdasági helyzet

A ***világgazdasági helyzetet*** továbbra is jelentős bizonytalanságok övezik. A geopolitikai feszültségek, amelyek fékezik a növekedést nem enyhülnek. A tavaly megindult orosz-ukrán konfliktus tovább tart: azok a félelmek, hogy a háború még évekig elhúzódhat egyre inkább beigazolódnak. Az Oroszországra kivetett szankciók nem igazán hoztak eredményt a tekintetben, hogy Oroszország kompromisszumkészségét növelték volna, ugyanakkor az európai országok egy részét, de különösen Németországot recesszióba taszították. A tavalyi 3,3%-os globális növekedés után az idén – a korábbi reményekkel ellentétben – némi lassulás várható. E tekintetben az OECD szeptemberi előrejelzése az idei évre 3%-os, jövőre viszont már csak 2,7%-os globális növekedést vár. A pesszimizmus oka, hogy Kínában a növekedés lassúbb lesz a vártnál, az infláció ugyan lassul, de a maginfláció továbbra is magas marad. Ez utóbbit az árak emelkedése a szolgáltató szektorban, illetve az általában feszes munkaerőpiaci trendek magyarázzák. Világjelenség, hogy a gazdasági problémák és a kamatemelések ellenére nem jellemző, hogy a cégek nagyobb leépítésekbe kezdenének, és az elbocsátottak is hamar találnak új munkát. A prognózisidőszakon túl a növekedés gyorsulása elsősorban azon múlik, hogy az infláció mennyire enyhül és a reáljövedelmek mennyire emelkednek. Az olajár utóbbi időben tapasztalt emelkedése szintén arra utal, hogy az infláció letörése nem lesz olyan egyszerű, és a jegybankoknál a monetáris szigor enyhítése csak nagyon óvatosan fog bekövetkezni. Régiónként továbbra is nagyok mind a növekedési, mind az inflációs különbségek. A dinamikusabb növekedés továbbra is a feltörekvő ázsiai országokat jellemzi, de a vártnál jóval lassúbb kínai növekedésnek globális következményei a jövő évi trendekben érezhetők lesznek. A legtöbb országban prioritás marad a dezinflációs folyamatok elősegítése és a pénzügyi stabilitás megőrzése, a magas adósságállomány kezelése nem egy országban gondot okoz.

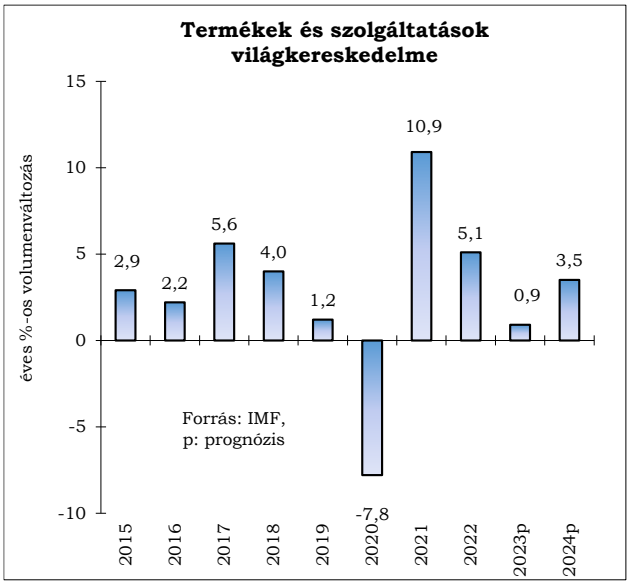


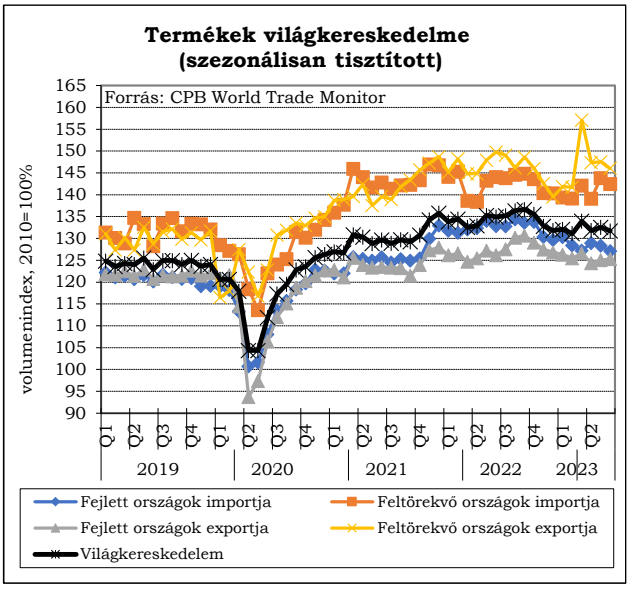


1.2. Világkereskedelem és nyersanyagpiacok

Világkereskedelem

Az elmúlt hónapokban a világkereskedelem jelentős lassulásának lehettünk tanúi. A folyamat nyáron csúcsosodott ki, azonban már kora tavasszal elkezdődött, amit a tengeri árufuvarozási díjak drasztikus csökkenése is jelzett. A legnagyobb fuvarozó vállalatok a pandémia alatt erősen megemelkedett fuvarozási díjak megfeleződéséről számoltak be, ami részben egyfajta korrekciónak is betudható. A háttérben számos ok húzódik meg: a) a készletfelhalmozási ciklusok vége, amely az egész világról táplálta a keresletet; b) a járványhelyzet elmúlásával a kormányzatok megszüntették a stratégiai készletek állandó magas szinten való tartását; c) a kínai lezárások feloldása után a globális értékláncokon is enyhült a nyomás; d) a világgazdaság lassulása és a háztartási fogyasztás erőteljes visszafogása. Ezek mögött egyaránt meghúzódik a fogyasztók alkalmazkodása a magas inflációhoz, valamint erőteljesen érződik a szigorú monetáris politika hatása, ami számottevően drágította a finanszírozási lehetőségeket.





Forrás: UN COMTRADE

A világkereskedelmi statisztikák azt mutatják, hogy azokban a szegmensekben történt jelentős keresletcsökkenés, amelyek finanszírozása tipikusan fogyasztási hitelek segítségével történik. Ilyen például a gépjárművek, bútorok, háztartási gépek és nagy értékű fogyasztói elektronikai cikkek csoportja. A termelők szempontjából rossz hír, hogy az infláció elnyújtott hatása miatt a kereslet hosszú ideig nem fog helyreállni, idén legalábbis szinte biztosan nem, a jövő évben pedig inkább legfeljebb lanyha növekedés várható. A fogyasztói kereslet csökkenése természetesen a félkész termékek piacát is érinti, ami a globális feldolgozóipari termelés lassulásán érhető tetten. Az exportkilátások jelentősen romlottak a fejlett világban, és a nyári hónapokban a kivitel már enyhe csökkenést is mutatott. A helyzet bonyolítja, hogy éppen most kezd újra kiéleződni az USA – Kína kereskedelmi háború, valamint az EU is bejelentette, hogy a stratégiai függetlenedés útjára lép.

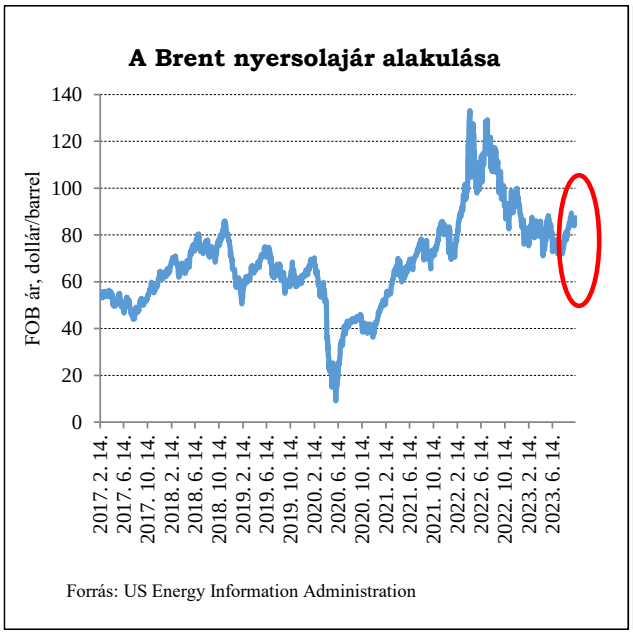
Ez utóbbi lépés az Európai Bizottságtól nem jött váratlanul, azonban ellentétben az Egyesült Államokkal, az EU nem törekszik gyökeres leválásra, csupán olyan termékek piacán szeretné kissé erősíteni a versenyt európai vállalatokkal (vagy ha ez nem

lehetséges, Kína mellett új partnerekkel), ahol Kína jelenleg kvázi monopóliumot élvez. Ilyen például a ritkaföldfémek piaca, amely számos más kínai termék számára is monopolközeli helyzetet teremt az európai piacokon (pl.: napelemek). Habár a küldetés nem tűnik lehetetlennek (ritkaföldfémek terén Ausztrália komoly partner lehet, és az EU-ban is találtak már lelőhelyeket), a kínai egyeduralom még hosszú ideig fennállhat, mivel a kelet-ázsiai országban olyan sok évtizedes tapasztalat halmozódott fel, hogy biztosan nem állíthatók ki rövid idő alatt komoly versenytársak a világ egy pontján sem.

Az értékláncok terjedése mára egyértelműen lelassult (de megtorpanásról szó sincs), ez bizonyosan a világkereskedelem bővülési ütemét hosszú távon visszafogja. Ugyanakkor a világ számos régiójában mutatkozik élénk kereskedelmi forgalom (Afrika, egyes kelet-ázsiai országok, India), amely ellenpólusa lehet a lassuló világkereskedelemnek, igaz akár több, mint egy évtizedbe is telhet mire ezek a régiók valódi ütőerekké tudnak válni a világkereskedelemben, mivel jelenleg nincs meg az ehhez szükséges infrastrukturális fejlettségük.

Az újra növekvő olajár fokozza a bizonytalanságot

A Brent nyersolaj ára az utóbbi időben újra emelkedni kezdett, s jelenleg 90-94 dollár körül mozog. Éves átlagban ugyan csak 82 dollár a hordónkénti ár, de július második fele óta megindult egy felfelé irányuló trend, ami szeptemberben egyértelműen erősödött. A globális üzemanyagpiacokon turbulenciát okozhat, hogy Oroszország a négy volt szovjet állam kivételével exporttilalmat vezetett be a benzinre és dízelolajra a hazai ellátási problémákra hivatkozva.



A globális *olajkereslet* az idén az IEA várakozásai szerint napi 102,2 millió barrelre emelkedhet, azaz napi 2,2 millió hordóval lesz több, mint tavaly. A Kínáról érkező vegyes hírek ellenére a növekmény 70%-a a kínai kereslet bővülésének tudható be. Az OECD országok kereslete is magasabb volt a nyári hónapokban, mint ahogyan azt korábban várták. A globális olajkitermelés az idén napi 101,5 millió hordóra nőhet (napi 1,5 millió hordóval haladva meg a múlt évi teljesítményt). Az orosz olajexport augusztusban valamelyest csökkent. A szállítások több mint fele Kínába és Indiába irányult. A következő hónapokban a *kínálat* szűkülése várható, mivel a szaúdi és az orosz kitermelés

visszafogása az év végéig kitart. 2023-ra az OPEC nyersolaj iránti kereslet éves átlagban napi 23,3 millió hordót érhet el, míg jövőre napi 30,1 millióra emelkedhet az OPEC-tagországok legfrissebb előrejelzése szerint. Az idén még valószínű a 85 dollár körüli hordónként átlagár. Jövőre a makrogazdasági trendek alapján nem következne további áremelés, azonban a nyugatlan piacokon bármi előfordulhat, különösen, ha a fő olajtermelők kitartanak a kínálat további szűkítése mellett.

A *gázpiacokon* is a bizonytalanság jellemző. Továbbra is az LNG-szállítások körüli aggodalom mozgatja az árakat. A tárolók töltöttsége ugyan mindenütt magas Európában, de a piaci szereplők tartanak attól, hogy a kedvezőbb árszint miatt inkább Ázsiába mennek majd az LNG-szállítmányok. Ezért folytatódott a gázárak már augusztusban megindult emelkedése. Európában a júliusi mélyponthoz képest szeptember végére mintegy 20%-os áremelkedés volt tapasztalható, októberben tovább mentek felfelé az árak. Az árakat felfelé nyomhatja az a várakozás, hogy az idei tél hidegebb lesz, mint tavalyi, az orosz szállításokkal kapcsolatos geopolitikai bizonytlanaságok fokozódnak és a kiszámíthatatlan termelési kiesések, a sztrájkok egyes gázmezőkön megszaporodnak (pl. Ausztráliában), gázszivárgás miatt kieső szállítások kockázata növekszik.

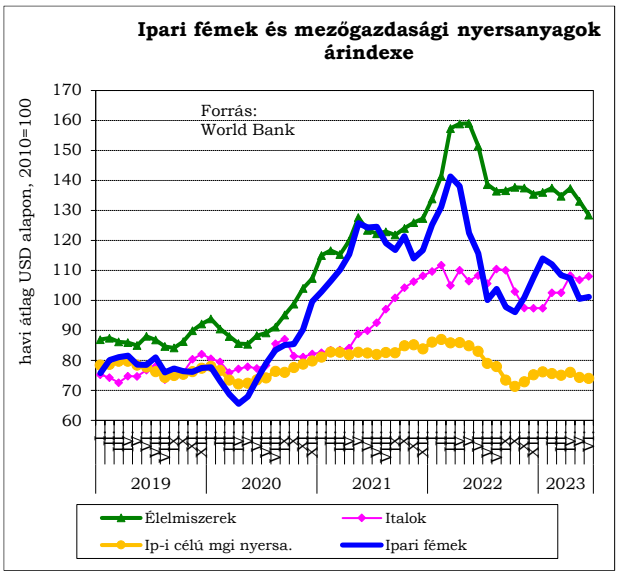
Nem energiahordozó nyersanyagok

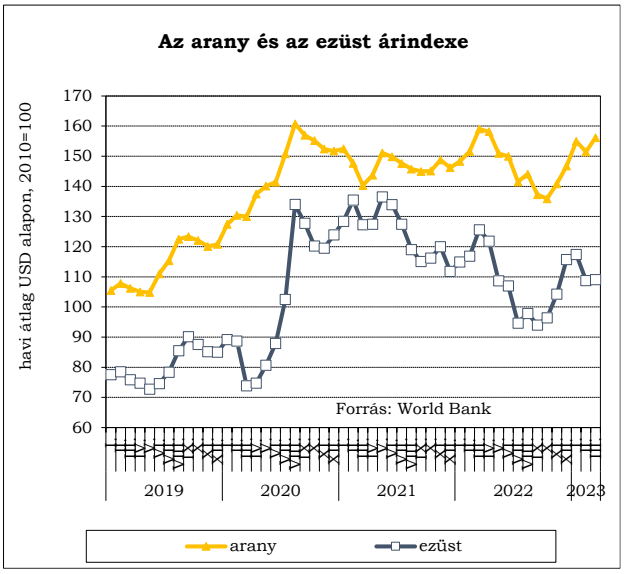
A világpiaci árak drágulása szinte minden nyersanyagot érintett. A áremelkedési hullámra később rácsatlakozott a háború okozta ársokk is, különösen az élelmiszerek és a mezőgazdasági nyersanyagok piacán. A műtrágya ára többszörösére emelkedett, ami elsősorban a fejlődő országokban okozott komoly gondokat, de a fejlett országokban is megdrágult a termelés.

Idén az *élelmiszerárak* felemás képet mutatnak. A kakaó ára továbbra is jelentősen drágul, júliusban már 40%-os az emelkedés a tavalyi átlaghoz képest. Ugyanebben az időszakban a földimogyoró 25%-kal, a robuszta kávé 23%-kal kerül többe és a rizsfélék is 20% körüli emelkedést mutatnak. Mindeközben az arabica kávétípusért 25%-kal kérnek kevesebbet a világpiacon, a magyar élelmiszeripar számára is fontos olajok (pálma, szója, repce és napraforgó) ára már 35%-kal olcsóbb, mint a tavalyi évben volt. A búza világpiaci ára is az ötödével csökkent 2022-höz képest. A kávé és a kakaó piacán tapasztalt drágulások egyértelműen a kedvezőtlen időjárás eredményei. A termelők bizonyosan átengedik a költségek egy részét direkt módon, a másik részét pedig implicit áremelés útján (például mennyiségi csökkentéssel, az eddig 100g helyett ugyanazon az áron ezentúl 90g-ot adnak). A többi termék árát azonban kedvezően befolyásolhatja mindez, mivel az édességek és egyéb élvezeti cikkek árrugalmassága alacsony, és a fogyasztók inkább más termékek fogyasztásának visszafogásával reagálnak. Ugyanakkor a 2019-es átlaghoz képest a drágulás még így is jelentős. Az előbb említett olajfélék 50%-kal kerülnek többe, a kakaó 70%-kal drágult, a kávé átlagosan 40%-kal, a kukorica több, mint 60%-kal, a búza pedig mintegy 80%-kal. A korábbi szintre való visszatérés már valószínűleg nem lehetséges, mivel az infláció már beépült az inputok árába, kiváltképp a bérekbe, vagyis további árkorrekció már sokkal inkább az aktuális kereslet-kínálati viszonyok eredménye lesz. Ilyen viszonyok között pedig a jelentős volatilitás már piaci zavarnak tekinthető, ami pedig a gazdaságok számára inkább káros, mint előnyös, így az árak idei csökkenését sem szabad feltétlenül pozitív hírként kezelni, mivel az sokkal inkább a recesszióban lévő gazdaságokban tapasztalt fogyasztáscsökkenés eredménye. Mikor a gazdaságok majd újra tartós növekedési pályára állnak (reálbéremelkedést

feltételezve), akkor átlagos időjárási viszonyok mellett az élelmiszerárak megint drágulhatnak.

Ugyanez a tendencia már nem feltétlenül igaz az *ipari fémek* esetén. Egyrészt ezen alapanyagok termelése jobban igazítható a kereslethez, többféle feldolgozottsági állapotban is készletezhetők, másrészről a fémek árrugalmassága közelebb van az egységnyi értékhez, mint az élelmiszereké, a technológiai fejlődés, az új lelőhelyek feltárása pedig kínálati oldalról tudja az árakat kedvező irányba tolni.





2023 augusztusában az ipari fémek többsége jelentősen olcsóbb volt, mint 2022-ben. Az elsősorban építőipari felhasználásra termelt fémek, mint például az alumínium 20%-kal kerül kevesebbe, míg a vasérc világpiaci ára 6%-os csökkenést mutatott. Az elektronikai, gép- és járműipari ágazatok számára rendkívül fontos réz 4%-kal került kevesebbe idén nyáron, mint a tavalyi év átlagában. Mindez egy nem várt folyamat eredménye, azonban jól mutatja a konjunkturális kitettséget. A tavalyi év végén a kitermelők idénre még jelentős áremelkedést prognosztizáltak az újrainduló kínai gazdasági óriási nyersanyag-igénye miatt. A kelet-ázsiai gazdaság azonban jóval a várakozások alatt teljesít, építőipara jelentősen elmarad a korábbi kapacitáskihasználtságoktól. Mindez azonban nem jelenti azt, hogy az ipari fémek nyersanyagpiacán tartós nyugalomra lehet számítani, sőt ennek akár az ellenkezőjére is van esély. Bár a kínai gazdasági növekedés valószínűleg idén és jövőre is elmarad a járvány előtti időkben megszokott szintektől, az építőiparban jövőre 10% fölötti bővülés sem kizárt, ami újra emelheti az alumínium és a vasérc árát. A réz piacát az újra növekedési pályára álló európai gazdaságok kereslete is emelheti majd.

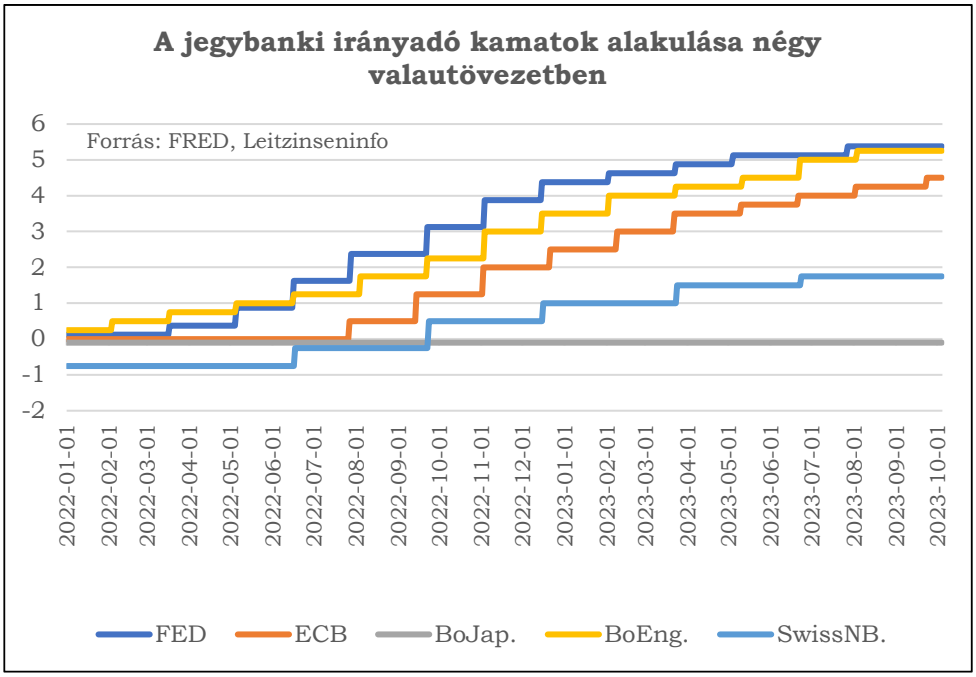
Ahogy az élelmiszerek árában, úgy az ipari fémek esetében sem várható, hogy a járvány előtti szintekre esnének vissza az árak. Néhány kivételtől eltekintve továbbra is 40-50%-kal magasabbak a világpiaci árak, mint 2019 átlagában. Az inflációs nyomás az nyersanyagok oldaláról tehát idén nyugvópontján van, 2030-ig azonban arra lehet számítani, hogy a klímavédelmi, valamint gazdaságösztönző programok nyersanyag igénye újabb rekordszintekre fogja emelni őket.

1.3. Nemzetközi pénzpiacok

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

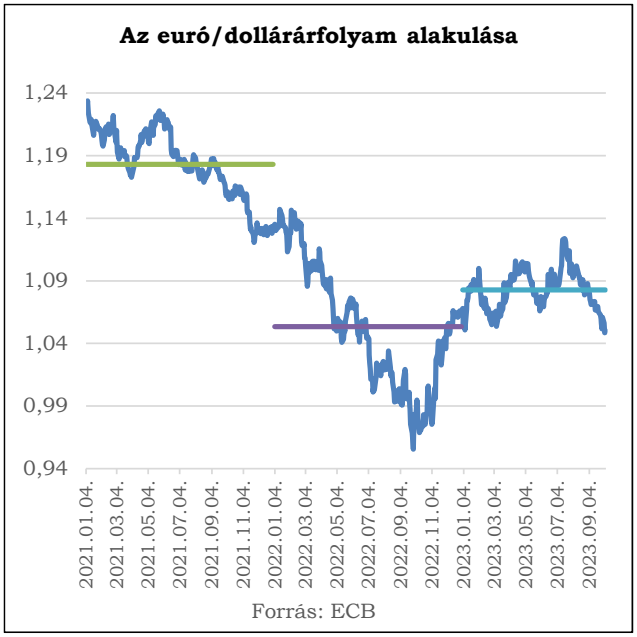
A legfrissebb ***inflációs*** adatok az áremelkedés ütemének mérséklődését jelzik, ugyanakkor a maginfláció mindenütt makacsul magas maradt, noha itt is elindult egy lefelé mutató trend az elmúlt egy-két hónapban. Az energiaárak mérséklődése ellenére az élelmiszerárak továbbra is emelkednek, s a korábbi áremelkedések már beépültek a fogyasztói árakba, ami a maginfláció trendjén is látszik. Ilyen körülmények között a ***monetáris politika*** számottevő, gyors lazítására nemigen lehet számtani.

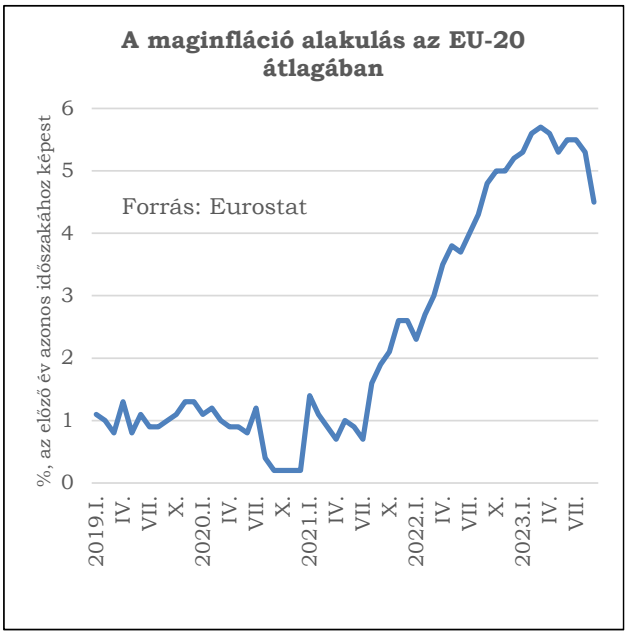
A *FED* részéről nincsen egyértelmű kommunikáció: az idén négy alkalommal, összesen 100 bázisponttal emelték az irányadó kamatot, amely jelenleg az 5,25-5,50%-os sávban mozog. Az inflációs ráta bár csökken, de még mindig a jegybanki célérték felett mozog, s mivel a gazdaság robosztus, a munkaerőpiac feszes, további kamatemelések sem zárhatók ki. A szeptemberben megjelent Bézskönyv visszafogott növekedésre és lassuló inflációra számít jövőre. A piacokat továbbra is bizonytalanságban tartja, hogy mit fog lépni a FED, s meddig tartja fenn a monetáris szigort. A legfrissebb munkaerőpiaci adatok arról tanúskodnak, hogy az amerikai gazdaság erős és ellenálló, ami arra enged következtetni, hogy a monetáris szigor még maradhat, s a kamatok hosszabb ideig lesznek a jelenlegi magas szinten. Az amerikai hosszúlejáratú kötvényhozamok elindultak felfelé, ami – szakértői vélemények szerint – azzal függ össze, hogy a befektetők a fordított hozamgörbe és a recesszió hiánya miatt magasabb ellentételezést követelnek, ami a kötvénypiacot speciális helyzetbe hozta: a kötvénykibocsátás növekedése egybeesett az amerikai gazdaság stabilitását igazoló adatok megjelenésével, s megnövelte a keresletet a hosszúlejáratú papírok iránt. A tartósan magas hozamok azonban árthatnak a gazdaságnak, mert elvonják a befektetőket a reálbefektetésektől.



Az *EKB* az idén két 50 bázispontos, és négy 25 bázispontos emelést hajtott végre, tavaly nyár óta összességében 425 bázisponttal emelte a kamatot. A további kamatemelés azon múlik, hogy az infláció hogyan alakul. Az idén szeptember közepi utolsó kamatemelést már a csúcsnak tartják a szakértők, s arra számítanak, hogy most már a csökkentés időszaka következik.

Különösen, hogy az infláció érezhetően mérséklődik, s a maginfláció, bár magas, de mérséklődött az utóbbi két hónapban és 5% alá csúszott. Ugyanakkor a gazdasági kilátások gyengék, így nem kellene a gazdaságot további kamatköltséggel terhelni. Az energiaárak megindult emelkedése azonban az inflációval kapcsolatos bizonytalanságokat felerősítheti, s az inflációs várakozások újra erőre kaphatnak. Egyelőre az EKB azzal számol, hogy az EU-20 átlagában az infláció jövőre eléri a 2%-os célértéket. Ez a feltételezés azonban még azon alapul, hogy az olajár az idei 82 dolláros éves átlag után jövőre 77 dollárra süllyed. Az amerikaihoz képest magasabb infláció és alacsonyabb kamatszint azonban további szigorításra kényszerítheti az EKB-t különösen, ha a FED a júliusi emelést követően újabb kamatemelés mellett dönt.



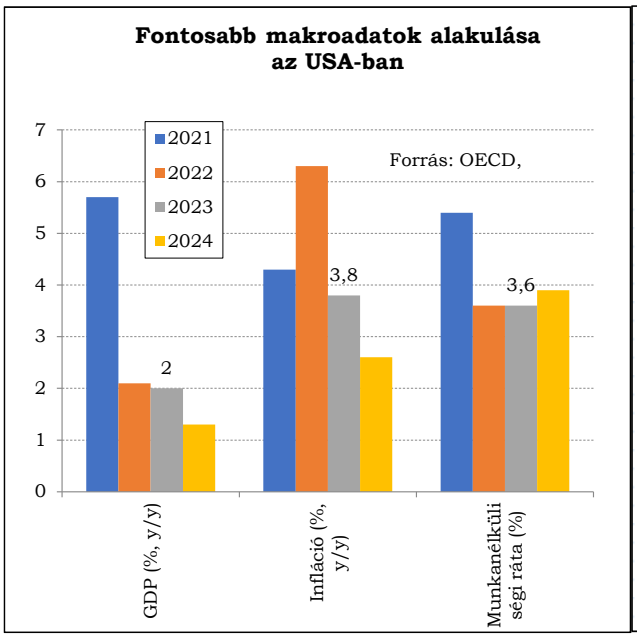


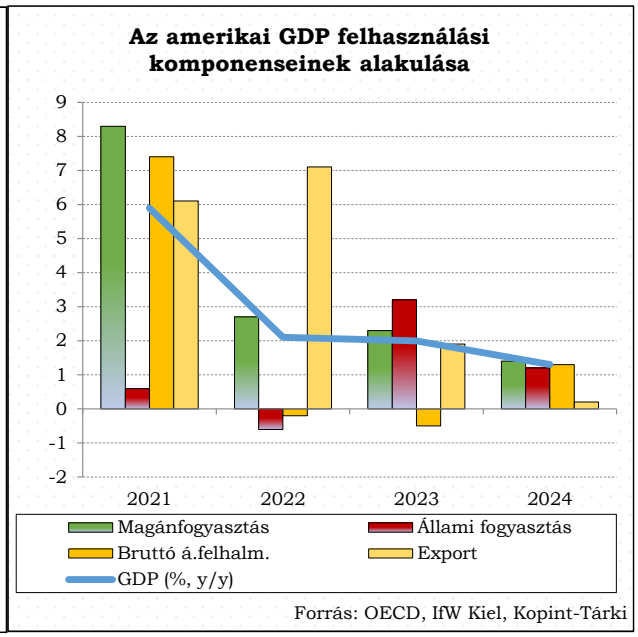
A *Bank of England* 2021 decemberétől kezdődően 14 alkalommal összesen 515 bázisponttal emelte az irányadó (betéti) kamatot, ami idén augusztusra 5,25%-ra nőtt. A korábban elindított monetáris szigorítás ellenére 2023 folyamán a fogyasztói árak 12 havi emelkedése az Egyesült Királyságban több mint százalékponttal meghaladta az eurozóna átlagos szintjét: szeptemberben a „headline" mutató 6,7%-ot tett ki, míg a maginfláció 6,9%-on állt. A többletinfláció a brit gazdaság viszonylag magas földgázfüggősége és a brexit árnövelő hatásai mellett, a viszonylag *erőteljes bérdinamikával* is összefügg. Az elemzők többsége az idén még legalább egy 25 bázispontos kamatemelést valószínűsít, de a továbbra is erős inflációs nyomás tükrében az alapkamat ennél nagyobb növelése sem zárható ki. Még *Svájcban* is a kamatemelés eszközéhez nyúltak, hogy az inflációt a jegybanki célérték (2%) alá szorítsák, de itt a kamatkiigazítás mértéke csak 25 bázispont volt, s a jegybanki alapkamat 1,75%-kal sokkal alacsonyabb. mint a többi fejlett országban. *Japánban* egyelőre kitartanak a laza monetáris politika mellett, noha a szigorítás gondolata itt is kezd felmerülni: nem annyira az infláció mértéke, mint inkább a jen gyengesége miatt. A bizonytalan gazdasági kilátások miatt továbbra sem tartják időszerűnek a kamatkiigazítást. *Oroszország*ban és *Törökország*ban mind a magas infláció, mind a nemzeti valuta árfolyamgyengülése brutális kamatemelésekre kényszerítette a jegybankokat. Ugyanakkor – a feltörekvő országok közül talán egyedüliként – *Kínában* a jegybank a monetáris lazítás mellett döntött, amit elsősorban az utóbbi időben a gazdaság lassulását sugalló előrejelzések indokolnak.

1.4. Az Európai Unió nemzetközi környezete

Erősebb az amerikai gazdaság a korábban vártnál

Az amerikai gazdaság továbbra is vegyes képet mutat. A növekedés az első félévben erőteljesebb volt a korábban vártnál. A második negyedévben különösen a szolgáltató szektor nőtt dinamikusan, illetve a beruházási tevékenység élénkült meg. A magánfogyasztás, amely az első negyedévben még dinamikusan bővült, veszített lendületéből. A nyári hónapokban azonban a magánfogyasztás újra erőre kapott. A lakásépítés meg mindig lefelé mutató trendet követ, de a vállalati beruházások újra emelkedni kezdtek. Egyelőre úgy tűnik, hogy a szigorú monetáris politika és a magas kamatok ellenére az amerikai gazdaság ellenállóbb, mint ahogyan azt még az év elején várták. A magánfogyasztás az év folyamán a pandémia alatt felhalmozott megtakarításokból táplálkozott. Az év egészében – a jelenlegi információk alapján – egy 2%-os GDP bővülés rajzolódik ki, amit jövőre egy 1,3-2%-os növekedés követ. Tehát azok a félelmek, hogy a FED szigorú monetáris politikája recesszióba rántja az amerikai gazdaságot, nem váltak valóra. A magánfogyasztás – az infláció ellenére – az idén 2% felett bővülhet, s jövőre is csak mérsékelten lassul. A beruházások az idén vegyes teljesítményt mutatnak, de jövőre újra megélénkülhetnek. hasonló mondható el az exportra vonatkozóan is. A munkaerőpiac változatlanul robosztus, bár a téli hónapokban a foglalkoztatás mérséklődhet. A szeptemberi adatok szerint 336 ezer új munkahely született, ami duplája a korábban előre jelzettnek. A munkanélküliségi ráta 3,8%-on van, ami teljes foglalkoztatottságot jelent. A fiskális politika a prognózisidőszakban restriktív kurzust követ. A pandémia alatt bevezetett nagyvonalú támogató intézkedések kifutása fékezi a növekedést. Az amerikai államháztártás magas eladósodottsága már elért egy olyan szintet, amikor a konszolidációs intézkedések már nem lesznek megkerülhetők. Az infláció egyértelműen mérséklődik, noha a 3,7%-os augusztusi inflációs ráta valamivel magasabb volt, mint a júliusi adat (3,2%), s szeptemberben sem csökkent tovább az áremelkedés mértéke. A maginfláció is 4,1% -ra mérséklődött szeptemberre. Hogy ez a trend megmarad-e az azon is múlik, hogy az energiaárak utóbbi időben megindult emelkedése milyen irányt vesz.

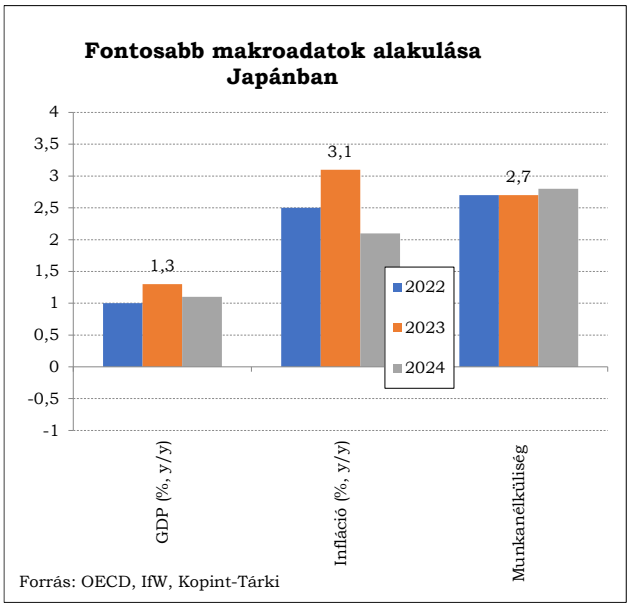


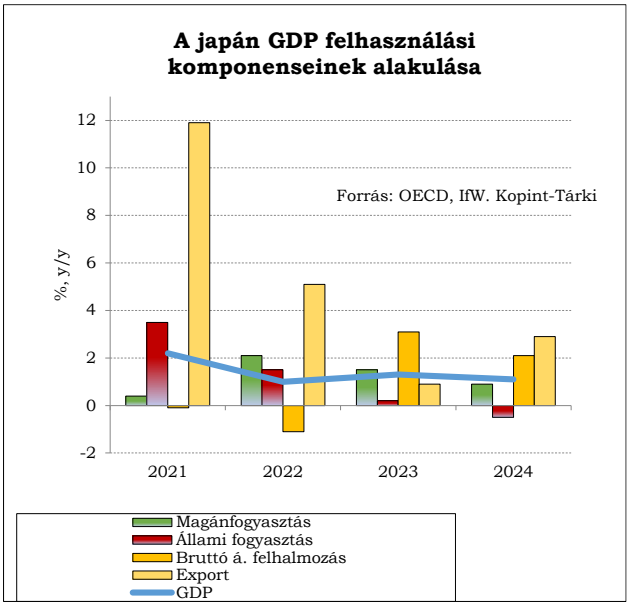


1% feletti növekedés az idén Japánban

A gazdasági növekedés az év első felében Japánban meglepően erőteljes volt. A második negyedévben 1,5%-kal nőtt a GDP. Ez a növekedés elsősorban a nettó export alakulásának volt köszönhető: ugyanis míg az export dinamikusan bővült, az import visszaesett. A hangulatindexek vegyes képet mutatnak: a szolgáltatószektor adatai élénkülést jeleznek, míg a feldolgozóipari indexek inkább lefelé mutatnak. A defláció hosszú évei után – az energiaárak emelkedésének köszönhetően – visszatért az infláció Japánba is: noha ennek mértéke jóval szerényebb maradt, mint Európában vagy Amerikában. Az utóbbi időben, mint másutt a világon, az energiaárak csökkenése mérsékli, míg az élelmiszerárak emelkedése hajtja az inflációt. A maginfláció 2022 eleje óta Japánban is emelkedik. A japán jegybank kitartott a laza monetáris politika mellett: az alapkamat továbbra is negatív. Szeptemberben a japán jegybank elnöke ugyan jelezte, hogy hamarosan véget ér a negatív kamatok időszaka; a bejelentésre az egyébként gyenge jen erősödni kezdett. A szeptemberi kamatdöntő ülésén azonban a rövid távú kamatlábakat -0,1%-on hagyta, és a 10 éves japán államkötvények hozamát a széles körű várakozásoknak megfelelően nulla körül maximálta. A döntést a hazai és globális növekedési kilátások rendkívül nagyfokú bizonytalanságával indokolták. A japán infláció augusztusban 3,2%-ra csökkent az előző havi 3,3%-ról éves összevetésben.

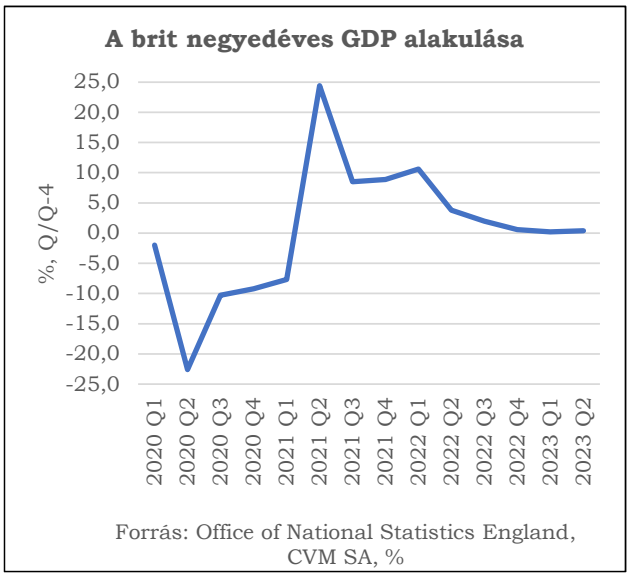
Jelenlegi becslések szerint az idén a japán GDP 1,3%-kal bővülhet, míg jövőre 1% körüli növekedés várható. A magánfogyasztás és a beruházások húzzák a növekedést, az év elején még dinamikusan bővülő export az év második felében lanyhulni fog a kedvezőtlen külpiaci körülmények miatt. A belső kereslet élénkülése az importot is magával húzza. Azok a fiskális intézkedések, amelyek az energiaválság hatásait tompították kifutóban vannak, de a kormány újabb intézkedések és azok pénzügyi kereteinek megteremtésén fáradozik annak érdekében, hogy az éppen megindult növekedést ne fékezzék le újra.

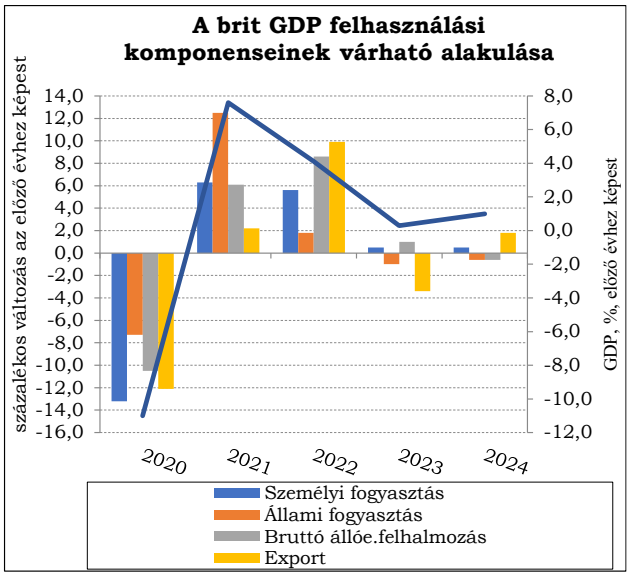




Stagnálás körüli állapot az idén az Egyesült Királyságban

A brit GDP a második negyedévben 0,4%-kal nőtt az előző év azonos időszakához képest, és 0,2%-kal az előző negyedévhez képest. Elemzők becslései szerint a recessziót sikerül elkerülni az idén, de a növekedés mérsékelt marad. Az infláció mérséklődése itt lassúbb, mint másutt, az inflációs ráta szeptemberben még mindig 6% fölött volt, és éves átlagban az idén még 7% fölötti infláció várható, ami a háztartások vásárlóerejét jelentősen mérsékli, s ezáltal a fogyasztást is visszafogja. A háztartások rendelkezésére álló reáljövedelmek messze a COVID-időszak előtti szint alatt mozognak. Az üzleti hangulat vegyes képet mutat: a szolgáltatások esetében optimistábbak a vállalkozók, míg a feldolgozóipar esetében sokkal inkább borúlátóak. A szigorú monetáris politika és a Brexit utóhatásai a beruházásoknak sem kedveznek: így mind az idén, mind jövőre a vállalati beruházások várhatóan visszaesnek. Az állami fogyasztás szintén a negatív tartományban mozog majd. A külső környezet kedvezőtlen alakulása és a Brexit okozta nehézségek miatt az export is zsugorodni fog az idén, élénkülés inkább jövőre várható. Mivel az infláció továbbra is jóval magasabb, mint Európában vagy az USA-ban, a brit jegybank várhatóan hosszabb ideig kitart a monetáris szigorítás mellett, mint más országok. A jelenlegi becslések szerint az inflációs ráta még 2025-ben is a jegybanki célérték fölött mozog majd. A munkanélküliség 4% körül mozog, bizonyos területen továbbra is inkább a munkaerőhiány jellemző. A bruttó államadósság továbbra is a GDP 100%-a felett mozog, s a prognózisidőszakban a fiskális politika restriktív marad.





Lassabb ütemű növekedés Kínában

A kínai gazdaságnak a korábbi évtizedekben megszokott gazdasági növekedése már a múlté, de ez tudatos vállalás, mivel Kína új fejlődési szakaszba lépett a 2015-ben beindított „Made in China 2025" program megvalósítása révén. Nemzetközi szervezetek szakértői 2023-ra 5,1%-os GDP növekedéssel számolnak, ami meghaladja a tavalyi 3%-os növekedést. Jövőre viszont 4,6%-ra lassul a GDP ráta. 2022-ben már nagyobb volt az ország GNI-a, mint a GDP-je, ami azt jelzi, hogy a kínaiak több terméket és szolgáltatást állítottak elő otthon és a nagyvilágban, mint amennyit a hazai és a külföldi cégek az ország határain belül.

Kétségtelen, hogy nem problémamentes a kínai gazdaság helyzete. A gondok egyik csoportja ahhoz kapcsolódik, hogy még mindig nem látható pontosan, hogy az ingatlanpiaci helyzet miként fog rendeződni. Már évek óta nyilvánvaló, hogy egy olyan túlkínálat, finanszírozási problémahalmaz alakult ki, ami állami mentőöv nélkül nem csendesíthető le. Ráadásul a karantén megszüntetésétől várt keresletélénkülés sem következett be. Mind a magánemberek, mind a vállalkozások csak igen óvatosan költekeznek, s ez súlyos gondokat okoz a keresletük kielégítésére specializálódott külföldi szállítóknak is.

A fiatalok, különösen a frissen végzett diplomások körében tapasztalható munkanélküliség is akut problémává vált. Ráadásul ők a nagyvárosokban akarnak elhelyezkedni, vidékre már nem akarnak menni, még azok sem, akik onnan származnak, pedig ott még lenne munkaalkalom.

Kína már 2015-ben stratégiát váltott, s beindította a *„Made in China 2025"* programot, aminek célja, hogy csökkentse Kína külföldi technológiától való függőségét, és elősegítse a kínai cégek globális terjeszkedését, termékpalettájukon az alacsony árfekvésű, tömegtermékek lecserélését továbbá az ipar 4.0 térnyerését. 2022-ben a kínai GDP 17,8 %-át az ún. „Három új gazdaság" állította elő. Ez az elnevezés a digitalizáció fejlődése folyományaként létrejött új iparágak (mint pl. az elektromos autók gyártása), a régiek új üzleti technikákkal való feljavítása (pl. személyre szabott szolgáltatások) és új üzleti modellek (pl. egy ablakos ügyintézés) összességét jelenti.

2023 első félévében tapasztalt gyenge exportteljesítmény ellenére a „hármak" impozáns eredményeket értek el. Az előző év azonos időszakához képest az új energiameghajtású járművek termelése 45,1, exportja 172,4%-kal nőtt. A lítium-ionos akkumulátorok kivitele 78,5, a napelemeké 23,6 százalékkal bővült.

Nemcsak a kínai, hanem az egész világgazdaság számára fenyegető, hogy feléledni látszik a kereskedelmi *hidegháború* réme. Az utóbbi hónapokban az USA egyre határozottabban törekszik arra, hogy megakadályozza Kínát abban, hogy félvezetőket és az azok gyártásához szükséges berendezéseket szerezzen be, és Japán is exportellenőrzést vezetett be 23 olyan termékre, amelyek a fejlett félvezetők gyártásához szükségesek. Válaszul Kína júliusban korlátozásokat vezetett be a gallium és a germánium - a félvezetők gyártásához szükséges ritka fémek – kivitelére.

Figyelemre méltó jelenség, hogy a Világbank által nyilvántartott adatok szerint 2022-ben *Kína bruttó nemzeti jövedelmének (GNI) értéke meghaladta a bruttó hazai termékéét (GDP*), vagyis ebben az évben az országban hazaiak és külföldiek által előállított termékek és

szolgáltatások értéke kisebb volt, mint a kínai termelők és szolgáltatók által otthon és külföldön megtermelt javak és nyújtott szolgáltatások értéke.

Úgy tűnik, a kínai vezetés elérkezettnek látja az időt arra, hogy *nagyobb sebességbe kapcsolja régóta dédelgetett világhatalmi törekvései megvalósítását*. Annak ellenére, hogy Kína az orosz-ukrán háború révén számottevő gazdasági előnyre 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. A kínai béketeremtés prototípusaként is felfogható, hogy március végén sikerült elérniük a hosszú évek óta egymásra ádáz ellenségként tekintő Szaúd-Arábia és Irán békekötését és diplomáciai kapcsolataik helyreállítását.

Kína *külföldi beruházóként* is egyre aktívabb. Számos ázsiai országban megvalósult, illetve folyamatban lévő infrastruktúrafejlesztést célzó beruházása mellett szépen lassan beszivárogtak a cégei több afrikai és latin-amerikai országba is. Az Afrikában kialakított jó államközi kapcsolatok révén sikerült az elektromos autókhoz és a napelemekhez elengedhetetlenül szükséges nyersanyagok kitermelésébe is beszállniuk. Zimbabwében és Namíbiában lítium, a Kongói Köztársaságban és Zambiában kobalt kitermelésére szereztek hosszúlejáratú koncessziókat.

Latin-Amerikai befektetéseik jelentős része is energiával kapcsolatos (az előállítástól az elosztáson át a megújulókkal kapcsolatos technológiákig), és szintén nagy szerepük van az ásványkincseknek, többek között az akkumulátorokhoz nélkülözhetetlen lítiumnak.

A kínai építőipari cégek – amelyek otthon túlkapacitásokkal küzdenek – aktívak a latin-amerikai infrastruktúrafejlesztési projektekben, rendszerint állami tendereken indulnak és nyernek, sokszor amerikai és egyéb nyugati riválisokat maguk mögé utasítva. Ezek jellemzően látványos, jól kommunikálható, stratégiai jelentőségű projektek, amelyek tovább növelik Kína elfogadottságát és a kínai technológiába vetett bizalmat (legyen szó a bogotái metróról, Latin-Amerika legnagyobb naperőművéről a patagóniai sivatagban vagy a chilei 5G-hálózatokról).

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	5,1	4,6
Infláció (a fogyasztói árindex az előző évhez képest, %)	2,9	2,5	0,8	1,9	0,5	1,3
Áru és szolgáltatás export alakulása (az előző évhez képest, %)	1,3	3,06	15,7	-4,0	0,2	5,8
Áru és szolgáltatás import alakulása (az előző évhez képest, %)	0,4	-0,3	7,6	-6,7	2,9	5,3

*= előrejelzés

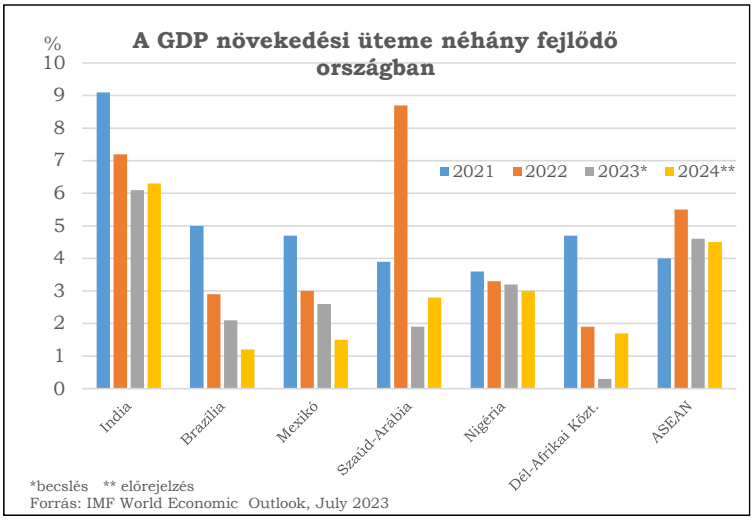
Forrás: OECD Economic Outlook Database

Fejlődő országok

A COVID-19 járvány majd az ukrajnai háború hatására bekövetkezett világgazdasági változások leginkább a fejlődő országokat, közülük is elsősorban a legszegényebbeket sújtják. A gabonaszállítások ellehetetlenülése, az élelmiszer- és energiaárak hirtelen emelkedése, a segélyek megcsappanása és a hitelfelvételi lehetőségek beszűkülése számos ország számára tovább súlyosbították a kihívásokat, növelve az éhezést és a szegénységet. Ráadásul természeti csapások és fegyveres konfliktusok sora is sújtja őket.

A közelmúlt válságai a globalizáció további erősödésének is gátat szabtak. Egyre több világcég dönt a termelés egyes fázisainak olcsóbb bérű országokba történő kihelyezése (off-shoring) helyett arról, hogy a fontosabb elemek gyártása a végtermék felhasználási helyéhez közel, interkontinentális szállítást nem igénylő helyeken valósuljon meg (re-shoring). Ez a törekvés számos, az elmúlt évtizedekben látványos eredményeket elért fejlődő országot érint igen kedvezőtlenül. Ugyanakkor a nagy felvevőpiacok közelében lévő országok, így például Mexikó számára jó lehetőséget teremt arra, hogy hazai munkahelyeken minél többeket foglalkoztassanak, s ezáltal gátat szabjanak a tömeges kivándorlásnak.

A számottevő gazdasági potenciállal rendelkező országok közül 2023-ban és 2024-ben egyaránt India gazdasági növekedése lesz a leggyorsabb. Idénre 6,3, jövőre 6,0 százalékos GDP bővülésre számíthatnak, amiben közrejátszik az is, hogy India elsősorban a re-shoring által nem érintett, az ún. platformmunka révén megvalósítható szolgáltatásokkal vesz részt a globalizációban. Az orosz-ukrán konfliktust illetően India a semlegességet választva igyekszik mindkét féllel fenntartani, sőt minél erőteljesebben tovább fejleszteni korábban kialakított gyümölcsöző gazdasági kapcsolatait. Külön prioritást élvez az Oroszországot, Iránt és Indiát összekötő észak-déli közlekedési folyosó fejlesztése és zavartalan működtetése, ami Oroszország számára lehetőséget teremt exportcikkeinek a világpiacra a hagyományos útvonalak mellőzésével történő eljuttatására.

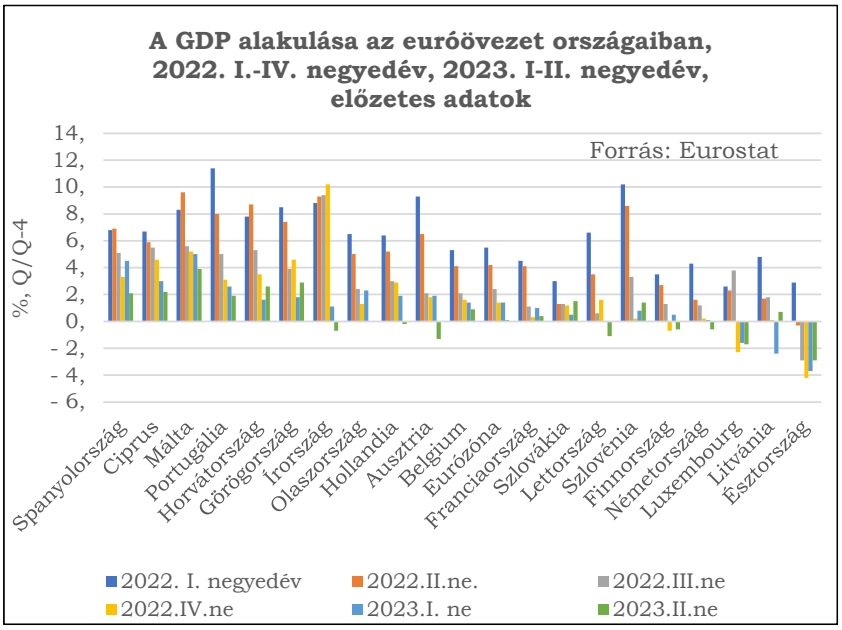


Az utóbbi időben a világgazdasági hírek, elemzések egyre többet foglalkoznak egy országcsoporttal, a BRICS-el. Az öt ország 2010-ben létrejött gazdasági társulását eredetileg az egymás országaiba való befektetések elősegítése céljából hozták létre, majd fokozatosan a „Globális Dél", vagyis a fejlődő országok szószólóinak, támogatóinak szerepét vállalják magukra. A szervezet egyik fontos célkitűzése az USA dollár szerepének mérséklése a világgazdasági folyamatokban. A BRICS 2023. augusztusi johannesburgi csúcstalálkozóján bejelentették, hogy a szervezet 2024 januárjától hat új taggal bővül.

1.5. Az Európai Unió gazdasága

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

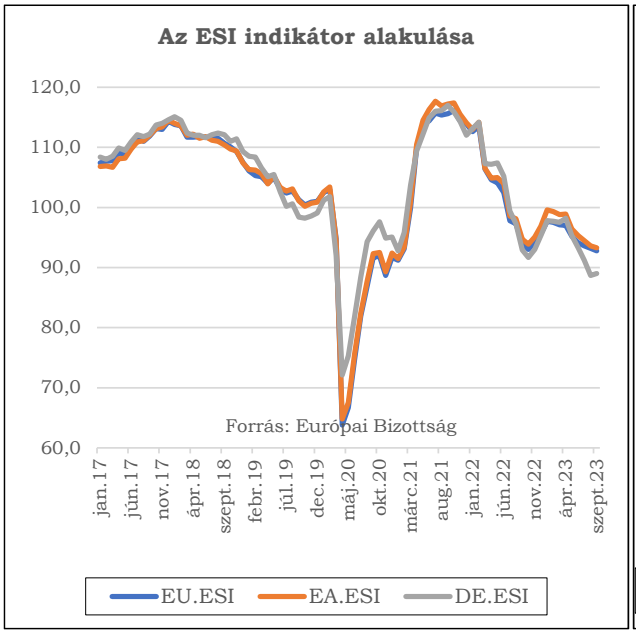
A második negyedévben az EU-20 GDP-je 0,1%-kal bővült az előző év azonos időszakához képest. Nem egy országban negatív növekedés volt tapasztalható, még az általában az átlagnál jóval magasabb növekedési ütemet produkáló Írországban is. A magánfogyasztás stagnált, az állami fogyasztás úgy szintén, míg a beruházások az előző negyedévi 2,3%-os bővülés után csupán 0,7%-kal nőttek. Az EU-27 esetében hasonló trendek rajzolódtak ki, itt a második negyedévben stagnált a növekedés, a magánfogyasztás 0,3%-kal esett vissza, míg az állami fogyasztás 0,2%-kal bővült, s a bruttó állóeszközfelhalmozás 0,6%-kal az előző év azonos időszakához képest.

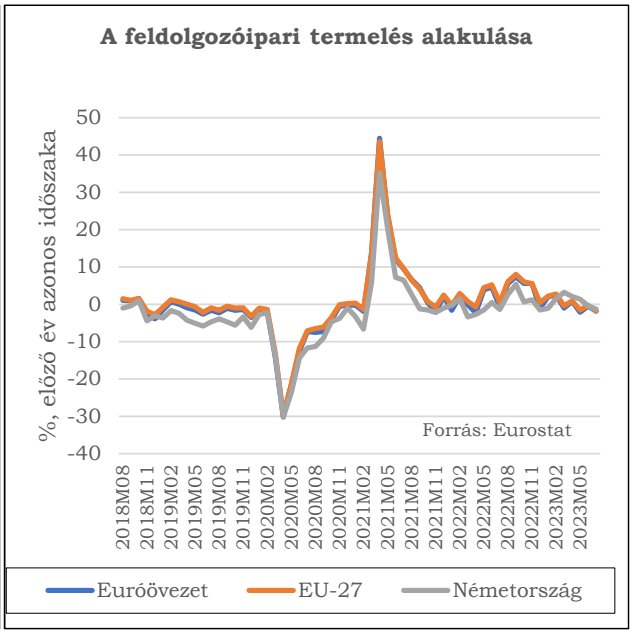


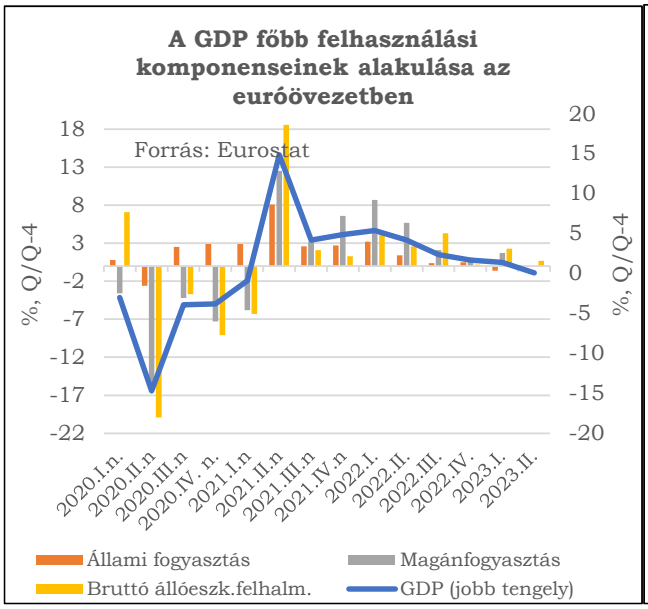
A hangulatindikátorok lefelé mutató trendje is megerősíti a növekedés lassulását feltételező várakozásokat. Idén január óta az ESI hangulatindex csökkenő trendet mutat mind az EU-27-ben, mind az euróövezetben, s a legfrissebb szeptemberi indikátorok is további hangulatrosszabbodást jeleznek. A feldolgozóipar alakulását mutató indikátorok az ágazat gyengélkedésére utalnak, a május-júliusi adatok újabb csökkenést mutatnak, s valószínűleg ez a trend folytatódik. Németországban augusztusban már hatodik alkalommal csökkent az ipari termelés az előző havihoz képest, s várhatóan ez a trend folytatódni fog. Kivételt az autóipar kibocsátása jelentett, ahol növekedés volt tapasztalható. A feldolgozóipari árak is az országok többségében június-augusztus időszakban csökkentést mutattak, ami az infláció mérséklődésén túlmenően a kereslet csökkenésére is utal. Az építőipar kilátásait is rontja, hogy az Európai Unióban az idei második negyedévben a lakásárak nominálisan is elkezdtek csökkenni. Németországban 10%-os volt a csökkenés, Finnországban vagy Svédországban 6-8%-os az egy évvel ezelőtti szinthez képest. Az építőipari kibocsátás tavasz óta a visszaesés és a stagnálás között ingadozik, júliusban ugyan 1%-kal nőtt a kibocsátás az EU-20 szintjén az egy évvel ezelőttihez képest, de ebben benne van a tavaly szeptemberi szintén gyenge teljesítmény is. Júniushoz képest ugyan 0,8%-kal nőtt a teljesítmény, de júniusban

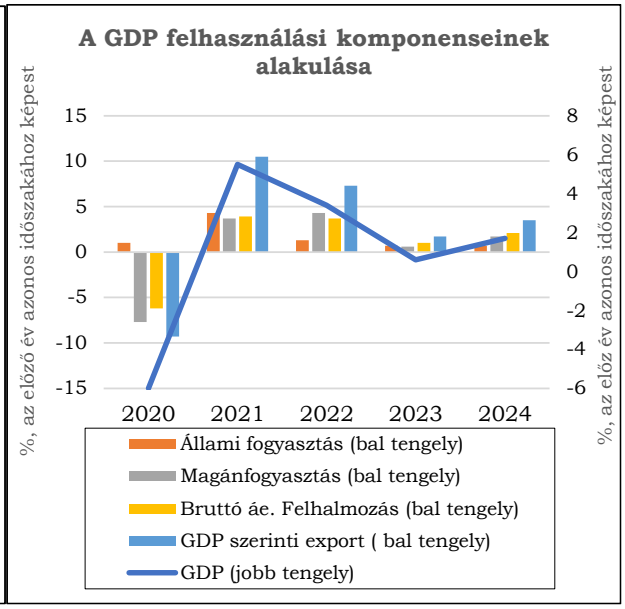
1,8%-os visszaesés volt tapasztalható, tehát inkább korrekcióról mintsem valódi bővülésről beszélhetünk.

A vállalatok hangulatát a lanyha kereslet mellett az egyes területeken még mindig jelentkező kínálati szűkkeresztmetszetek is rontják. A júliusi felmérések szerint az iparban a kapacitáskihasználtság továbbra is a sokévi átlag alatt mozog. A szolgáltató szektorban valamivel jobb a helyzet.





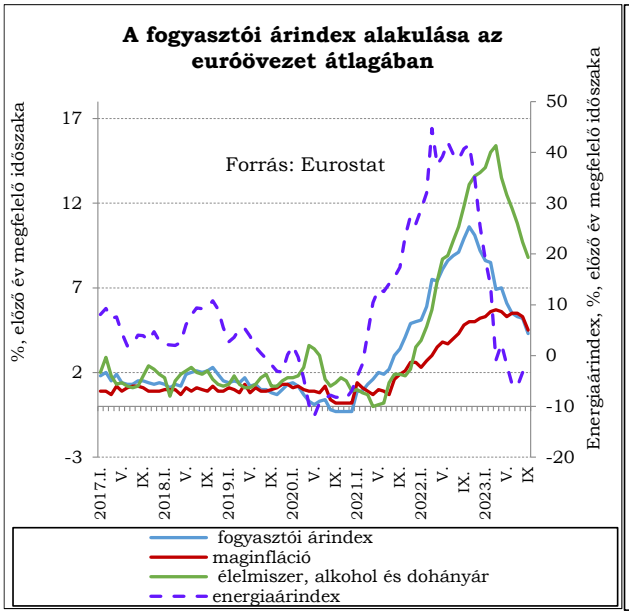


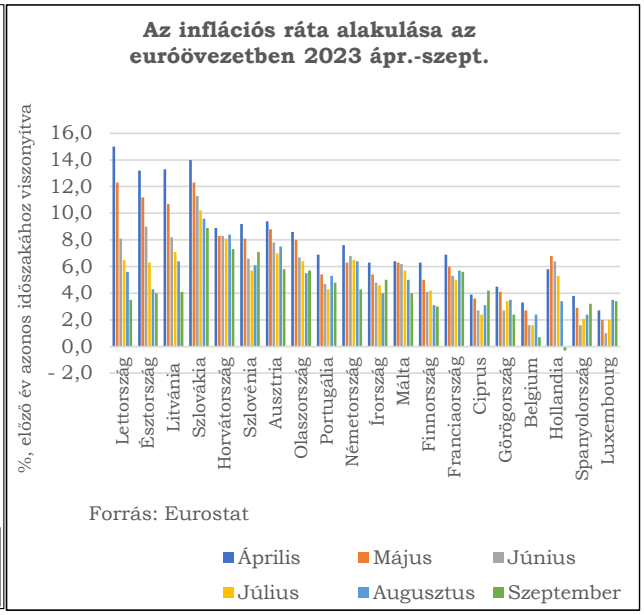


Mind a belső kereslet, mind a külső környezet alakulása abba az irányba hat, hogy a vállalkozások nem készülnek a termelés bővítésére. A magánfogyasztás bővülése már az idei első negyedévben jelentősen lelassult, akárcsak az állami fogyasztói kiadásoké. A jelenlegi előrejelzések szerint az idén – az év egészében – elsősorban a magánfogyasztás és az állami fogyasztás üteme lassul, míg a beruházások és az export mérsékelt növekedést mutat. Ahogy korábban jeleztük az idén az EU-20 GDP-je, csekély mértékben 0,6%-kal bővülhet, jövőre mérsékelt élénkülés – lefelé mutató kockázatokkal – várható. A jövő évi élénkülési előrejelzés azon alapszik, hogy az infláció mérséklődik, így a

magánfogyasztás is élénkül majd, az energiaárak alacsonyabb szinten stabilizálódnak, újabb energiaellátási zavarok nem következnek be, a külső környezetben nem következik be kedvezőtlen változás, s a monetáris politika restriktív jellege enyhül. Az eddig látható folyamatok alapján arra számítunk, hogy jövőre, ha nem is robosztus, de 1,6%-os GDP bővülés várható az euróövezetben.

Az *inflációs ráta* folyamatos csökkenést mutat az euróövezetben. Az év eleji 8,5%-ról augusztusra már 5,2%-ra csökkent. A maginfláció, bár csökkent az utóbbi hónapokban, de augusztusban még mindig 5,3%-on állt, s a szeptemberi előzetes adat is még 4,5%-ot mutat. Az élelmiszerárak továbbra is magasak, 11% felett mozognak, tehát az élelmiszerinfláció még mindig nyomja felfelé az árakat. Az energiaárak tekintetében nagy a bizonytalanság: a most megindult emelkedő trend a tél közeledtével nem fog megállni. Különösen, ha újra gázhiány keletkezik. Erre felkészülve például Németországban eldöntötték, a jelenleg tartalékban lévő lignittüzelésű erőműveket októbertől jövő év március végéig újra üzembe helyezik. Az egyes országok között még mindig nagyok a különbségek: a balti államokban már nagyon lecsökkent az infláció mértéke (4% körülire), ugyanakkor Szlovákiában, Horvátországban – a csökkenés ellenére – továbbra is magas maradt (7-8%). Hollandiában viszont már negatív inflációs rátát mértek szeptemberben. Idén éves átlagban az infláció 5-6% között mozoghat az euróövezetben, s jövőre 2-3% körülire mérséklődhet. Az EU-27 esetében az idei évre 6% feletti infláció, jövőre 2-3% közötti ráta várható. Az euróövezeten kívüli kelet európai országok esetében lassabban csökken az infláció, mint az euróövezeten átlagában.





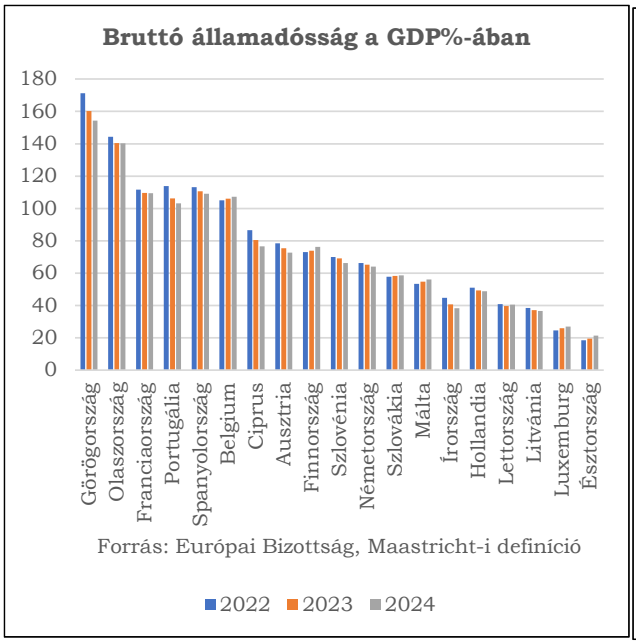
Továbbra is jellemző, hogy a kedvezőtlen gazdasági körülmények ellenére a munkaerőpiaci adatok meglepően jók, az EU-20-ban augusztusban 6,4%, az EU-27-ben 5,9% volt a ráta. És ez a 6% körüli ráta jövőre is fennmarad. A javuló trend általában nem állt meg. A hagyományosan magas munkanélküliségi rátát mutató országokban ugyan maradt a kétszámjegyű munkanélküliség, de a trend itt is enyhe javulást mutat. Egyes ágazatokban továbbra is a munkaerőhiány okoz problémát. Az üres állások aránya mind az iparban, mind a szolgáltató szektorban csökkenést mutat, a foglalkoztatási ráta pedig növekszik. A bérek az utóbbi időben szintén erősebben növekedtek: a második

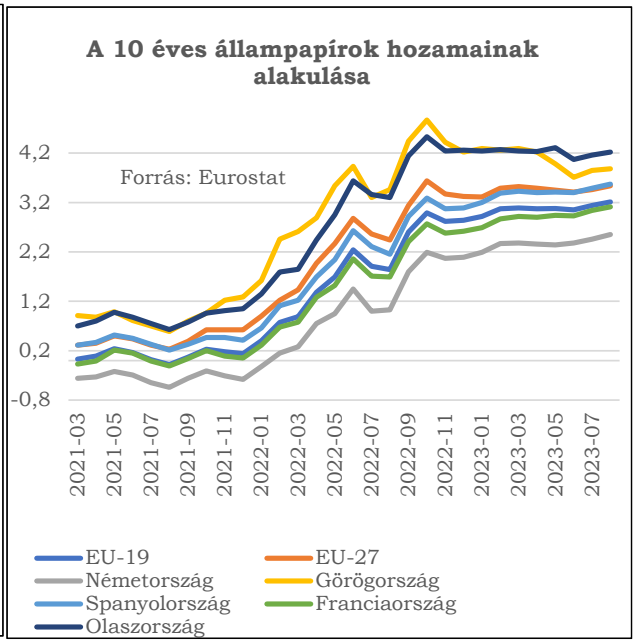
negyedévben a bérköltségek a tavalyihoz képest 5%-kal nőttek az iparban és 5,2%-kal a szolgáltató szektorban az EU-20 átlagában.

Az *államháztartás* helyzete az EU-20 országaiban vegyes képet mutat. A költségvetési egyenleg 2020 óta, amikor a COVID-19 hatásainak csökkentését mérséklő intézkedések következtében a hiány mindenütt elszállt, mindenütt javuló tendenciát mutat, s várhatóan 2024-re visszatér a Maastricht-i keretek közé.

Az államadósság tekintetében már nem ennyire fényes a helyzet. 2022-ben a GDP-arányos bruttó államadósság az EU-20 átlagában 93,2% volt, ami 2024-re 90% körülire csökkenhet. Az egyes országok között nagyok a különbségek: hat ország (Görögország, Olaszország, Franciaország, Portugália, Spanyolország, Belgium) esetében 100% felett van és a prognózisidőszakban marad is a GDP-arányos adósságráta. Különösen Görögország és Olaszország esetében súlyos a helyzet. Mindkét országra a lassú növekedés, a gazdaság strukturális problémái jellemzők, s a szerkezeti gyengeségek miatt az adósságszolgálati terhek kezelése, az államháztartás helyzetének konszolidálása nem lesz egyszerű feladat, s a jövőben is nagyon sérülékennyé teszi mindkét országot.

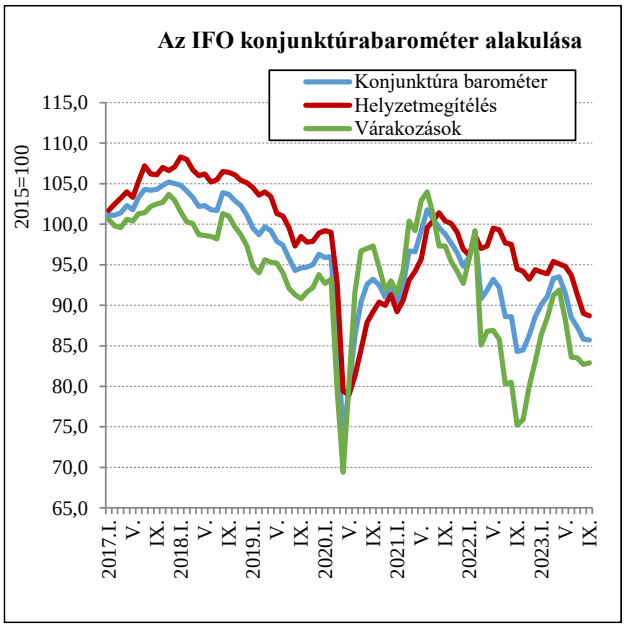
Ennek ellenére az olasz kormány nemrégiben bejelentette, hogy a következő években az eddigieknél jóval magasabb költségvetési hiányt tervez. A bejelentésre az olasz állampapírokkal szembeni hozamelvárások jelentősen megugrottak, mert a piac a magas költségek mellett finanszírozhatatlannak látja az amúgy is magas olasz adósság-állományt. Az EKB a hozamok megugrálásával kapcsolatban jelezte, hogy a jövőben óvatosabban közelítik meg a pandémiás eszközvásárlási program (PEPP) beszüntetését. Egyelőre Olaszország esetében nem került szóba a transzmissziós védelmi eszköz (TPI) aktiválása, amely indokolatlan piaci fordulatok esetében jelent beavatkozást, de, ha az olasz kamatfelárak a német szinthez képest nagyon megugranának, lehet, hogy az EKB az eszköz bevetése mellett döntene.

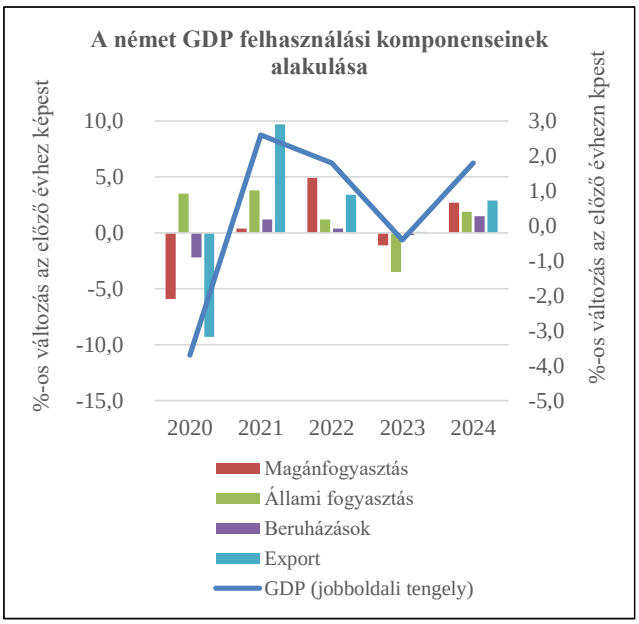




Úgy tűnik mégis recesszióba csúszik a német gazdaság

Május óta enyhén, de folyamatosan csökken az IFO konjunktúraindex, jelezve, hogy a német gazdasági kilátások romlanak. Ágazatonként változó mértékben, de a vállalatok főleg jelenlegi helyzetükkel elégedetlenek, de a kilátások terén sem túl optimisták, bár aszeptemberi index ebben a vonatkozásban négy hónap visszaesés után enyhén javult. Különösen az építőipari vállalatok pesszimisták mind jelenlegi helyzetük, mind a kilátások megítélése vonatkozásában. Németországot Európa betegeként emlegetik, s ennek nemcsak a romló kilátások, a lassuló növekedés, hanem az egyre inkább nyilvánvalóvá váló strukturális problémák az oka. Németországot az alacsony beruházói aktivitás jellemezte az elmúlt években, ami az olcsó energiaimportra támaszkodott és a növekedés forrása az áruexport volt. Az energiaválság és a megújuló energiahordozókra való áttérés megdrágítja a termelési költségeket, a kínai gazdaság gyengélkedése és a kínai exporttól való elfordulás, valamint a gyengébb amerikai kereslet miatt az exportteljesítmény is visszaesik. Így a gyenge első félévi teljesítmény következtében az idei év egészében a német GDP várhatóan kismértékben zsugorodik, idén mind a magánfogyasztás, mind a beruházások visszaesnek, az állami fogyasztás is csökken, csak az export mutat némi bővülést. Itt is elsősorban a szolgáltatásexport az, ami hajtja a növekedést. Miután a lanyha belső kereslet következtében az import is visszaesik, (már az első negyedévben jelentős importcsökkenés volt megfigyelhető), a nettó export támasztja a növekedést. Az idénre várt 0,4%-os visszaesés után jövőre 1,9%-os GDP növekedést jeleznek előre, de ennek megvalósulása sokban függ attól, hogy a külső környezet hogyan alakul, és az inflációt mennyire sikerül megfékezni. Az inflációs nyomás a várakozások szerint hónapról hónapra enyhül, szeptemberben márcsak 4,3% volt az inflációs ráta az egy évvel ezelőttihez képest, s jövőre már csak 2% körüli fogyasztói áremelkedés várható. A munkaerőpiacon a demográfiai okokból kialakuló csökkenő munkaerőkínálat jellemző, ami egyes ágazatokban jelentős feszültségekhez vezet, s végülis a munkaerőhiány is növekedést fékező hatású. Jövőre már a foglalkoztatottak számának csökkenésével számolnak. Az államháztartás továbbra is stabil, a költségvetési hiány már az idén is a Maastrichti kritériumok alatt mozog, s jövőre már majdnem kiegyensúlyozott lesz a mérleg.





1.6. Közép-kelet európai új EU tagállamok

Lengyelországban két egymást követő negyedévben is gazdasági visszaesést regisztráltak, ami azt jelenti, hogy hivatalosan is recesszió van az EU-13 legnagyobb gazdaságában. Ezzel már az első félévben 6 tagállamban van negatív növekedés év/év alapon: Észtországban (–3,4%), Magyarországon (–1,8%), Lengyelországban (–1%), Lettországban és Litvániában (–0,6%), valamint Csehországban (–0,5%). A 2,7%-os román GDP bővülés nem tudta ellensúlyozni ezeket a trendeket, így –0,1%-kal zsugorodott a GDP a tizenhárom új tagállam átlagában a második negyedévben. Mindez azonban nem jelenti azt, hogy a 2023-egészében a térségben a visszaesés lenne jellemző, mivel a bázishatások miatt a második félév már valószínűsíthetően a növekedést hoz a tagállamok többségében.

Az első két negyedév recessziója az orosz energiahordozókról szóló leválási útkeresésről, illetve a magas energiaárakról szólt. Az infláció ugyan valóban magas minden EU-13 tagállamban, azonban a gazdasági visszaesésben nagy szerepet játszik a háztartások fogyasztói szokásainak megváltozása, a megtakarítások növelésére való törekvés, amit egyébként a továbbra is szigorú monetáris politika is ösztönöz. A kormányok a megélhetési válságot összességében megfelelően kezelték, a legsérülékenyebb rétegek számára biztosították a szükséges forrásokat.

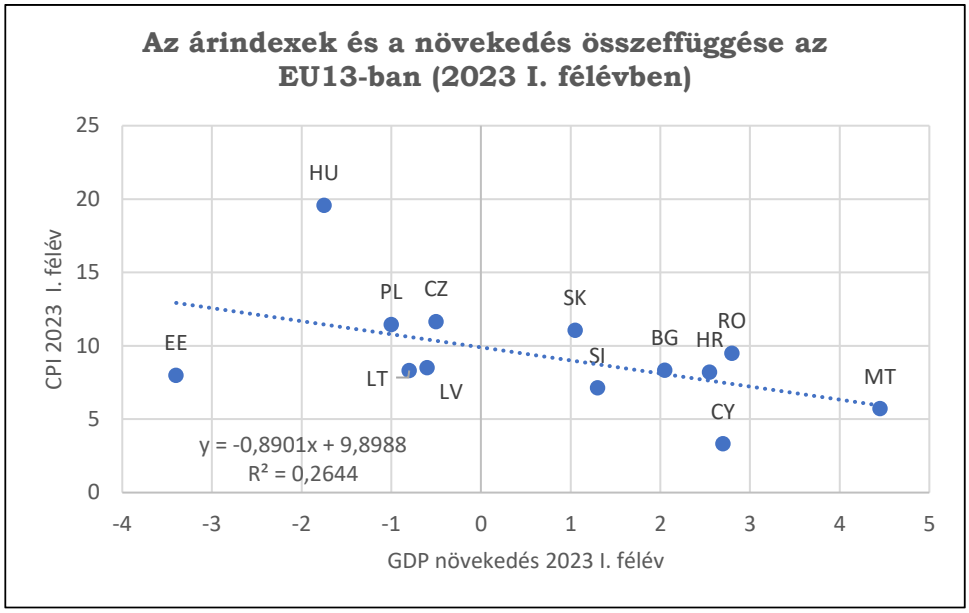
A *román* második negyedéves 2,7%-os növekedés kiemelkedik a régióban, s szinte teljes mértékben ellensúlyozza a lengyel visszaesést. A román gazdaság az energiaár robbanással szemben rendkívül ellenálló volt, igaz ehhez jelentős kormányzati segítségnyújtásra volt szükség. A háztartások fogyasztása stabil maradt (a második negyedévben is 1,5%), a nettó export pedig valamelyest javult is (importcsökkenés miatt). Ugyanakkor a román gazdaság sem tudja elkerülni a lassulást, mivel a rendkívüli állami segélycsomagok megterhelték a költségvetést, a hiány lefaragásán dolgozó bukaresti kormányzat pedig kénytelen növekedési áldozatokat hozni. Emiatt a román növekedés lassulása várható, azonban a recessziót jó eséllyel sikerül elkerülni.

Lengyelország a 2022-es 5%-ot is meghaladó növekedés után jelentős lassulást mutat. A fogyasztás mintegy 2%-kal csökkent a második negyedévben az előző év azonos időszakához képest, és a készletváltozások is negatívan befolyásolták a növekedést. A kormányzat a minimálbér emelését tervezi jövőre, ami azonban az infláció lassulását fékezheti. Jelenleg 10% fölött becsüljük a lengyel inflációt, és nincs kizárva, hogy jövőre is nagyon magas árindexszel szembesülnek majd a háztartások. A lengyel gazdaságot a beruházások mentik meg a nagyobb visszaeséstől, amiben szerepet játszik, hogy az amerikai Intel chipgyártó bejelentette 4,6 milliárd dollár értékben kíván termelési kapacitást kialakítani Wroclaw közelében, az előkészítések pedig már megkezdődtek. Ez lesz Lengyelország történelmének egyik legnagyobb beruházása.

A *cseh* gazdaság továbbra is nehéz helyzetben van. Az orosz energiahordozókról való leválás lassú, és költséges folyamat, a háztartások számára pedig megterhelő. Az energiaszükségletet főleg Oroszországból fedezik, ezek ára pedig jelentősen emelkedett, ami elvonja más fogyasztási javaktól a háztartások diszkrecionális jövedelmét. A lakossági fogyasztás 2,4%-kal esett vissza a második negyedévben, a beruházások stagnálnak, és a legfőbb exportpartnerek is gyengélkednek. Hasonló okokból a *szlovák* gazdaság is lassan növekszik, azonban ott a növekedés fenn tudott maradni annak

köszönhetően, hogy felgyorsították az EU támogatások felhasználását, így a beruházások 12%-kal bővültek a második negyedévben.

A recesszióban lévő országok közül ki kell még emelni *Észtországot*. A Balti állam az elsők között jelentette be teljes leválását az orosz energiahordozókról, és jelenleg a szomszédos országokból, Finnországból és a skandináv államokból szerezi be a kiesett mennyiséget. Tekintve azonban, hogy korábban az energiahordozók szinte 100%-ban Oroszországból érkeztek, a költségnövekedés hatalmas terhet ró az állam és a háztartások számára. Mindemellett az elsősorban szolgáltatásokra épülő export esett jelentősen vissza a partnerországok lassulása miatt, s jelentős külkereskedelmi egyensúlytalanságokat okozott Észtországban, amit a kormányzat szigorított fiskális politikával igyekszik ellensúlyozni. Az egyensúly így is rendkívül kényes, mivel a háztartások számára további megszorítások már komoly politikai kockázatokkal járnak. Mindazonáltal Észtországban az Oroszországgal szembeni szankció támogatása magas és lényegében töretlen. Az észt gazdaság számára a prudens fiskális és monetáris politika, amit a függetlenség elnyerése óta folytattak, most térül meg igazán, mivel adósság tekintetében még mindig az észt kormánynak van az egyik legnagyobb mozgástere az EU-ban (és a világon is).



Az *infláció* az EU-13-ban 12,3% volt az év első nyolc hónapjában, vagyis tovább folytatódik a nyáron megindult lassulás. A maginfláció szinte mindenhol 10% körüli szinten mozog (kivéve Magyarországon, ahol még magasabb, 16%). Az energiaárak megnyugvásával, valamint a bázishatás következtében további mérséklődés várható. A középtávú kilátások azonban inkább kedvezőtlenek. Minden tagállamban a magas infláció jelentős növekedési áldozatokat követelt, a munkanélküliség azonban sehol sem emelkedett érdemben, sőt egyenesen munkaerőhiány van a tagállamokban. Mindez azt vetíti előre, hogy a munkavállalók jó alkupozícióban vannak, és nem kizárt, hogy politikai megfontolásból lesznek kormányok, amelyek jelentős minimálbéremelést hajtanak majd végre. A kamatok csökkenése, mivel a magas kamatszint jelentősen lefojtja a növekedést, minden bizonnyal folytatódni fog, kérdés azonban, hogy a jegybankok mennyire lesznek óvatosak. A fiskális politika – több országban – várhatóan folytatni fogja a vásárlóerő megőrzését célzó támogatási programjait, ami szintén lassítja az infláció normalizá-

lódását. Mindezek az intézkedések valószínűleg azzal fognak járni, hogy az árindex megfeneklik egy olyan ponton, ahonnan a fiskális intézkedések miatt nem fog tudni tovább csökkenni, ez pedig jó eséllyel az inflációs célok felett lesz, ami a szokásosnál magasabb kamatszintek fenntartását vetíti előre, ami pedig a középtávú növekedési kilátások is inkább kedvezőtlenül befolyásolná. Kilábalást a helyzetből egyértelműen a termelékenység bővülésén alapuló növekedés jelentené, ez azonban csupán hosszú távon teljesülhet.

I/1. sz. táblázat

Gazdasági növekedés az Európai Unió tagországaiban

(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	-3,8	3,2	1,8	-0,4	1,4
Franciaország	17,3	2,3	1,9	1,8	-7,5	6,4	2,5	0,8	1,3
Olaszország	12,4	1,7	0,9	0,5	-9,0	8,3	3,7	1,2	1,0
Hollandia	6,0	2,9	2,4	2,0	-3,9	6,2	4,3	0,3	1,6
Belgium	3,4	1,6	1,8	2,3	-5,4	6,3	3,2	1,0	1,3
Luxemburg	0,5	1,3	1,2	2,9	-0,9	7,2	1,4	0,5	2,0
Írország	2,7	9,3	8,5	5,3	6,6	15,1	9,4	-0,8	4,3
Görögország	1,2	1,1	1,7	1,9	-9,0	8,4	5,9	1,7	2,7
Spanyolország	8,4	3,0	2,3	2,0	-11,2	6,4	5,8	2,1	2,1
Portugália	1,5	3,5	2,8	2,7	-8,3	5,7	6,8	2,5	1,9
Ausztria	2,8	2,3	2,4	1,5	-6,6	4,2	4,8	0,7	1,2
Finnország	1,8	3,2	1,1	1,2	-2,4	3,2	1,6	0,0	1,2
Észtország	0,2	5,8	3,8	4,0	-1,0	7,2	-0,5	-0,3	3,1
Szlovákia	0,7	2,9	4,0	2,5	-3,3	4,8	1,8	1,2	2,5
Szlovénia	0,3	4,8	4,5	3,5	-4,2	8,2	2,5	1,2	2,5
Ciprus	0,2	5,7	5,6	5,5	-3,4	9,9	4,9	2,3	2,4
Málta	0,1	10,9	7,4	7,1	-8,1	12,3	6,9	4,2	4,1
Lettország	0,2	3,3	4,0	0,6	-3,5	6,7	3,4	0,5	2,0
Litvánia	0,4	4,3	4,0	4,7	0,0	6,3	2,4	0,0	2,5
Horvátország	0,4	3,4	2,8	3,4	-8,5	13,1	6,2	2,0	2,5
Eurózóna	**85,2**	**2,6**	**1,8**	**1,6**	**-6,1**	**5,6**	**3,3**	**0,6**	**1,6**
Dánia	2,3	2,8	2,0	1,5	-2,4	6,8	2,7	1,5	1,6
Svédország	3,6	2,6	2,0	2,0	-2,2	6,1	2,8	0,9	1,6
Magyarország	1,0	**4,3**	**5,4**	**4,9**	**-4,5**	**7,1**	**4,6**	**-0,5**	**2,5**
Csehország	1,6	5,2	3,2	3,0	-5,5	3,6	2,4	0,0	2,4
Lengyelország	3,9	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,3	0,8	3,0
Románia	1,6	8,2	6,0	3,9	-3,7	5,8	4,7	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**	**0,6**	**1,5**
Új EU-13	**11,3**	**5,0**	**4,9**	**4,0**	**-3,5**	**6,3**	**4,1**	**0,9**	**3,4**
EU-27	**100**	**2,8**	**2,1**	**1,8**	**-5,6**	**5,7**	**3,4**	**0,6**	**1,7**
Emlékeztető tételek									
USA		2,2	2,9	2,3	-2,2	5,8	2,1	2,0	1,3
Japán		1,7	0,6	-0,4	-4,3	2,1	1,0	1,8	1,0
Egyesült Királyság		1,7	1,3	1,6	-11,0	7,6	4,1	0,3	1,3
Kína		6,7	6,8	6,0	2.2	8,1	3,0	5,1	4,6
Oroszország		1,8	2,8	2,0	-3,0	5,6	-2,0	0,8	0,9
Délkelet-Európa									
Szerbia		2,1	4,5	4,3	-0,9	6,7	3,0	1,9	3,0
Törökország		7,4	3,0	0,9	1,8	9,0	2,0	3,5	4,0

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

** A Kopint-Tárki előrejelzése.

EU-14 = A 2004 előtt csatlakozott („régi") EU-tagországok

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

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

I/2. sz. táblázat

Az infláció alakulása az Európai Unió tagországaiban

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

	Súly*	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*
Németország	24,6	1,7	1,9	1,4	0,4	3,2	8,7	6,4	2,1
Franciaország	17,4	1,2	2,1	1,3	0,5	2,1	5,9	6,0	2,4
Olaszország	14,1	1,3	1,2	0,6	-0,1	1,9	8,7	7,2	3,1
Hollandia	4,9	1,3	1,6	2,7	1,1	2,8	11,6	4,0	3,1
Belgium	3,3	2,2	2,3	1,2	0,4	3,2	10,3	3,3	2,5
Luxemburg	0,2	2,1	2,0	1,6	0,0	3,5	8,2	3,2	2,1
Írország	1,4	0,3	0,7	0,9	-0,5	2,4	8,1	5,6	2,9
Görögország	1,7	1,1	0,8	0,5	-1,3	0,6	9,3	3,9	3,0
Spanyolország	9,1	2,0	1,7	0,8	-0,3	3,0	8,3	3,4	2,7
Portugália	1,9	1,6	1,2	0,3	-0,1	0,9	8,1	5,9	3,2
Ausztria	2,7	2,2	2,1	1,5	1,4	2,8	8,6	7,9	3,1
Finnország	1,7	0,8	1,2	1,1	0,4	2,1	7,2	4,9	2,4
Észtország	0,2	3,7	3,4	2,3	-0,6	4,5	19,4	10,0	3,5
Szlovákia	0,8	1,3	2,5	2,8	2,0	2,8	12,1	11,0	5,0
Szlovénia	0,3	1,6	1,9	1,7	-0,3	2,0	9,3	7,7	3,9
Ciprus	0,2	0,7	0,8	0,5	-1,1	2,3	8,1	3,9	2,6
Málta	0,1	1,3	1,7	1,5	0,8	0,7	6,1	5,4	2,8
Lettország	0,2	2,9	2,6	2,7	0,1	3,2	17,2	9,5	2,5
Litvánia	0,4	3,7	2,5	2,2	1,1	4,6	18,9	10,0	3,0
Horvátország	0,4	1,3	1,6	0,8	0,0	2,7	10,7	7,7	3,3
Eurózóna	**85,7**	**1,5**	**1,8**	**1,2**	**0,3**	**2,6**	**8,4**	**5,9**	**2,6**
Dánia	2,0	1,1	0,7	0,7	0,3	1,9	8,5	4,5	2,2
Svédország	3,0	1,9	2,0	1,7	0,7	2,7	8,1	6,4	2,6
Magyarország	1,0	**2,4**	**2,9**	**3,4**	**3,4**	**5,2**	**15,3**	**17,7**	**6,0**
Csehország	1,5	2,4	2,0	2,6	3,3	3,3	14,8	11,0	3,0
Lengyelország	4,3	1,6	1,2	2,1	3,7	5,2	13,2	12,0	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**	**5,8**	**2,6**
Új EU-13	**11,9**	**1,7**	**2,3**	**2,7**	**2,7**	**4,4**	**13,9**	**11,3**	**4,9**
EU-27	**100,0**	**1,6**	**1,8**	**1,4**	**0,7**	**2,9**	**9,2**	**6,5**	**2,9**
***Emlékeztető tételek*[a]									
USA		0,1	1,3	1,5	1,2	4,3	6,3	3,8	2,6
Japán		0,8	0,5	0,5	0,0	-0,2	2,5	3,1	2,1
Egyesült Királyság		2,7	2,5	1,8	0,8	2,6	9,1	7,4	3,5
Kína		1,4	2,0	2,9	2,5	0,8	1,9	0,5	1,3
Oroszország[b]		7,0	2,9	4,5	2,6	5,9	14,0	5,2	5,2
Délkelet-Európa									
Szerbia		3,1	2,0	1,9	1,7	3,6	8,5	12,4	5,9
Törökország		11,0	16,4	15,2	12,3	17,8	63,0	45,0	30,3

a Nem harmonizált árindexek

b December/december

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

** A Kopint-Tárki előrejelzése

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

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

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

I/3. sz. táblázat

Munkanélküliség az Európai Unió tagországaiban

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

	Súly	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	2,9
Franciaország	14,0	9,4	9,0	8,4	8,0	7,9	7,3	7,3	7,1
Olaszország	12,1	11,2	10,6	10,0	9,6	9,6	8,2	7,7	7,7
Hollandia	4,3	4,9	3,8	3,4	3,3	4,2	3,4	3,5	3,3
Belgium	2,4	7,1	6,0	5,4	6,4	6,3	5,6	5,6	5,5
Luxemburg	0,1	5,5	5,6	5,6	5,8	5,5	4,7	5,0	4,8
Írország	1,1	6,7	5,8	5,0	6,7	6,3	4,8	4,1	3,9
Görögország	2,2	21,5	19,3	17,3	15,3	14,8	12,5	11,0	11,0
Spanyolország	10,9	17,2	15,3	14,1	15,2	14,8	13,1	12,0	11,6
Portugália	2,4	9,0	7,1	6,5	6,7	6,6	5,9	6,5	6,3
Ausztria	2,1	5,5	4,9	4,5	6,4	6,2	4,6	5,0	5,0
Finnország	1,3	8,6	7,4	6,4	7,7	7,7	6,7	7,0	6,7
Észtország	0,3	5,8	5,4	4,4	6,8	6,2	6,1	6,2	6,1
Szlovákia	1,3	8,1	6,5	5,8	6,8	6,8	6,3	5,8	5,4
Szlovénia	0,5	6,6	5,1	4,5	4,6	4,8	4,1	3,9	3,8
Ciprus	0,2	11,1	8,4	7,1	7,5	7,5	7,2	6,9	6,4
Málta	0,1	4,0	3,7	3,6	4,0	3,5	3,2	2,9	2,9
Lettország	0,4	8,7	7,4	6,3	7,3	7,6	7,1	6,8	6,5
Litvánia	0,7	7,1	6,2	6,3	7,1	7,1	6,0	6,6	6,5
Horvátország	0,8	11,2	8,5	6,6	6,7	7,7	6,3	6,6	6,1
Eurózóna	**76,8**	**9,1**	**8,2**	**7,6**	**8,0**	**7,7**	**6,7**	**6,5**	**6,3**
Dánia	1,4	5,8	5,1	5,0	5,3	5,1	4,2	4,8	4,7
Svédország	2,5	6,7	6,4	6,8	8,9	8,8	7,4	7,4	7,2
Magyarország	2,2	**4,0**	**3,6**	**3,3**	**4,1**	**4,1**	**3,7**	4,1	3,8
Csehország	2,5	2,9	2,2	2,0	2,7	2,8	2,7	2,8	2,6
Lengyelország	8,0	4,9	3,9	3,3	3,3	3,4	2,7	3,3	3,2
Románia	4,2	4,9	4,2	3,9	5,0	5,6	5,4	5,4	5,1
Bulgária	1,6	6,2	5,2	4,2	5,1	5,3	5,2	4,3	4,0
EU-14	**77,2**	**8,4**	**7,5**	**7,1**	**7,9**	**7,8**	**6,7**	**6,5**	**6,4**
Új EU-13	**22,8**	**5,5**	**4,5**	**4,1**	**4,4**	**4,6**	**4,1**	**4,3**	**4,1**
EU-27	**100,0**	**8,3**	**7,4**	**6,8**	**7,2**	**7,1**	**6,1**	**6,0**	**5,9**
Emlékeztető tételek[a]									
USA		4,9	3,9	3,7	8,1	5,4	3,6	3,6	3,9
Japán		3,1	2,8	2,4	2,8	2,8	2,7	2,7	2,8
Egyesült Királyság		4,4	4,1	3,8	4,5	4,6	3,7	3,7	4,4
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	8,3
Törökország		10,9	10,9	13,7	13,2	12,8	12,9	10,2	10,2

a nem harmonizált munkanélküliségi ráták
b városi munkanélküliség
c ILO, munkaerő-felmérés
d OECD statisztika, munkanélküliek aránya a 15-64 éves munkaerő százalékában
e Szerb Statisztikai Hivatal, munkanélküliek aránya a 15-64 éves munkaerő százalékában
* 2014 januárjától Lettország GMU-ba való belépése miatt az aggregált makrogazdasági mutatók súlyozása megváltozott. Az új súlyok kiszámítása a következőképpen történik Munkanélküliség – az aktív népesség (foglalkoztatottak + munkanélküliek) megoszlása alapján
** A Kopint-Tárki előrejelzése
EU-15 = A 2004 előtt csatlakozott („régi") EU-tagországok
Új EU-13 = A 2004-ben, 2007-ben és 2013-ban csatlakozott új tagországok.
Források: Eurostat-, Nemzeti Statisztikai Hivatalok-, OECD-, Kopint-Tárki adatbázis

II. Magyar gazdaság

A magyar gazdaság elmúlt másfél évét a drasztikus irányváltás jellemezte, a 2022 elején mért kiugró ütemű növekedéstől az idei második negyedévben mért érdemi visszaesésig. A tavaly év elején végrehajtott kormányzati stimuluscsomag nemcsak a belföldi keresletnek, hanem az akkor már világszerte emelkedő, nemzetközi viszonylatban nagyobbrészt kínálati okokra visszavezethető inflációnak is drasztikus lökést adott, így az áremelkedés hazai üteme egészen extrém, az EU-ban sehol másutt nem látott magasságokba emelkedett. Kereslet-visszafogó és költségnövelő hatása révén a magyar infláció – az időközben egyre borúsabbá váló gazdasági környezet mellett – a hazai gazdasági lassulás, majd recesszió egyik fontos tényezője lett. A magyarországi konjunktúra, majd dekonjunktúra hazai összetevőinek jelentőségét aláhúzza, hogy miközben 2022-ben Magyarország felülmúlta a régió többi országát a növekedési ütem tekintetében, addig az idei első félévben a magyar gazdaság szenvedte el messze a legerőteljesebb visszaesést.

Az idei GDP-csökkenés szerkezete csak részben van összhangban az előzetes várakozásokkal. A vártnak megfelelően a GDP-csökkenést a *belföldi felhasználás* (a félév átlagában 6,3%-os) zsugorodása okozta az első félévben. Ez kellően erőteljes csökkenés volt ahhoz, hogy ne csak az építőipart taszítsa válságközeli állapotba, hanem az egyébként nagyobbrészt exportorientált *ipari termelést* is a várakozásokat jócskán meghaladó mértékben süllyedő pályára állítsa. Másfelől viszont az év elején még arra lehetett számítani, hogy az első félévben a gazdasági visszaesés legfőbb húzóereje a *magánfogyasztás* lesz a tetőző inflációból adódó drasztikus reálkereset-csökkenés miatt. A GDP-felhasználás adatai szerint azonban az első negyedévben a fogyasztási kiadások 4,5%-kal estek vissza, ami enyhébb, mint amire a 11%-ot meghaladó reálkereset-csökkenés alapján számítani lehetett. A második negyedévben a fogyasztási kiadások üteme 3,5%-ra mérséklődött, ami ugyan már nincs olyan kiáltó ellentétben a reálkeresetek 4,6%-os csökkenésével, viszont ellentmondani látszik a *kiskereskedelmi forgalom* 11%-ot meghaladó második negyedévi zuhanásának. Egyelőre nincs igazán jó magyarázat az ellentmondásokra, bár többféle hipotézis is felvethető. (Ezek egyike, hogy a második negyedévben a fogyasztási kiadások dinamikáját felhúzta a környező országokét meghaladó magyar infláció miatt külföldön bevásárlók száma).

Ami a belföldi keresletet igazán lehúzta, az nem a fogyasztás, hanem az *állóeszköz-felhalmozás* és a készletváltozás volt. A beruházások esésének a mértéke meghaladta a várakozásokat, részben az állami beruházások masszív visszaesése miatt, részben (az adatok alapján feltehetően) a háztartások beruházói aktivitásának visszafogása miatt, részben pedig mert a beruházások volumene a vállalati szektor jelentős részében is csökkentek, keresleti problémák és költségnyomás miatt.

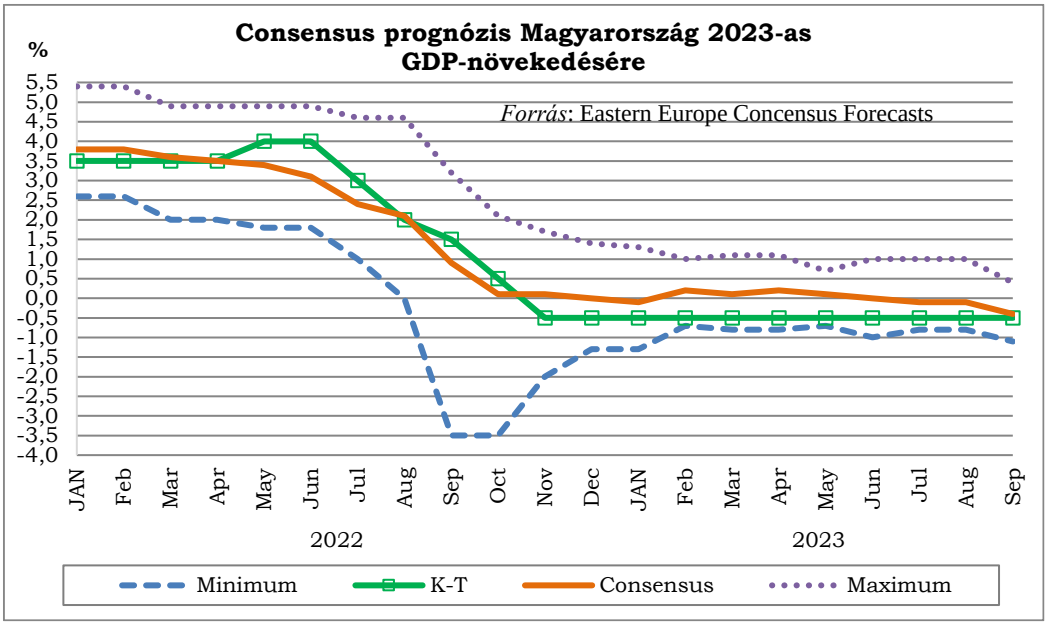
A nettó export nagyjából a vártnak megfelelően – illetőleg a várakozásokat némileg meghaladó mértékben – pozitívan járult hozzá a növekedéshez, de a belföldi kereslet gyorsuló csökkenését csak részben tudta ellensúlyozni.

A jövőbeli kilátásokat illetően egyes tényezők pozitív irányba változhatnak, de a kép ellentmondásos. Bizonyosra vehető, hogy a dezinfláció folytatódik az év további részében (és – lassuló ütemben – jövőre is), és ennek nyomán a hanyatló belföldi kereslet *egyik* összetevőjére, a magánfogyasztásra nehezedő nyomás enyhülni fog a továbbiakban. (Várakozásunk szerint ennek a pozitív hatása késleltetve fog megjelenni a fogyasztásban, így pozitív fogyasztásnövekedést inkább csak jövő év elejétől várunk.) Viszont kérdéses,

hogy ugyanez elmondható-e a belföldi kereslet másik összetevőjéről, a beruházásokról is. Itt egyrészt azzal kell számolni, hogy az állami kereslet minden bizonnyal nyomott marad. Másrészt a dezinfláció egyben a vállalatok költségáthárítási képességét is visszafoghatja. Ez lehet az egyik oka annak, hogy – a GDP-hez kapcsolódó negyedéves jövedelemszámlákból sejthetően – az ún. bruttó működési eredmény, ami a vállalati nyereségességnek egy kiinduló mutatószáma, kedvezőtlenebbül alakulhatott a második negyedévben, mint az elsőben. Vagyis keresleti oldalról a vállalatok beruházási kedve fokozatosan javulhat, de nyereségességi oldalról nem feltétlenül ez a helyzet.

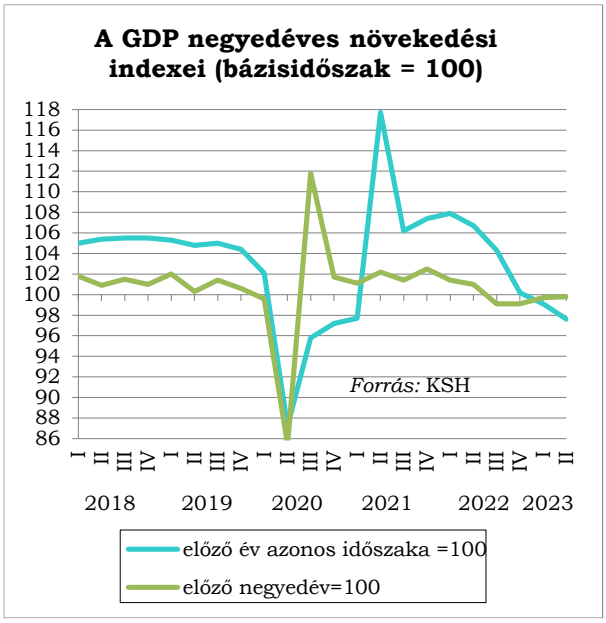
Továbbá, a *külső feltételek* egyre kedvezőtlenebbnek látszanak. Ez vonatkozik az európai (azon belül a német) ipar teljesítményére, a globális energiaárak alakulására (további csökkenés egyelőre nem tűnik valószínűnek, az esetleges emelkedés nem kizárható). A kínai növekedés erős lelassulása keresleti oldalról érinti kedvezőtlenül a világgazdaságot, a tovább éleződő geopolitikai ellentétek pedig a kereslet és a termelési láncok felől egyaránt kockázatot jelent. Ennek következtében komoly az esélye, hogy az ipar nem kap egyhamar lendületet, és a nettó export növekedési hozzájárulása a vártnál nagyobb mértékben gyengül az év további részében.

Összességében, a meredek visszaesés által fémjelzett első félév után a második félév várhatóan a visszaesés mérséklődése jegyében telik, ugyanakkor ez utóbbi mértéke és üteme még mindig bizonytalan. Továbbra is **fenntartjuk a GDP 0,5%-os csökkenésére vonatkozó éves előrejelzésünket**. 2024-re szerény, mindössze 2,5% körüli növekedést feltételezünk.

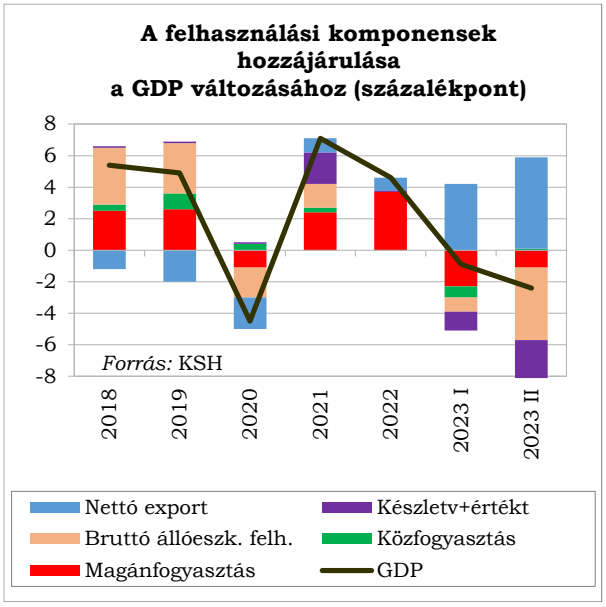


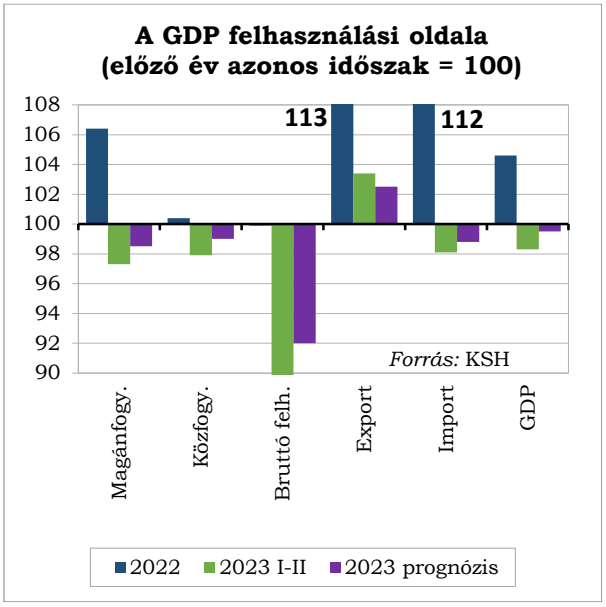
2.1. A GDP és komponensei

A tavalyi első félév kiugró növekedése után a gazdaság lassulni kezdett a háború okozta költségsokk, a monetáris szigorítás nyomán romló finanszírozási környezet, az itthon rekordokat döntő (és a reáljövedelmeket erodáló) infláció, valamint az első negyedévi masszív keresletélénkítés után az állami beruházások kényszerű visszafogása miatt. Ezt követően az idei első és második negyedévében gyorsuló ütemben (rendre 0,9 és 2,4%-kal) csökkent a GDP volumene éves összevetésben. Az *első félév átlagában* a visszaesés üteme 1,7%. A megelőző negyedévhez képest már négy negyedéve tart a csökkenés – ez utóbbi üteme viszont fokozatosan mérséklődik, az idei második negyedévben 0,2% volt.



A belföldi kereslet visszaesése mellett a nemzetközi feltételek is kedvezőtlenebbé váltak. Ugyanakkor, habár ez utóbbi is érezteti hatását, pl. az ipari export gyengélkedésében, a gazdasági visszaesés domináns tényezője a *belföldi kereslet* csökkenése. A **felhasználási oldalon** a ***belföldi felhasználás*** 6,3%-kal csökkent az első félévben. Érdekes módon a belföldi felhasználás legnagyobb komponensénél, a *háztartások fogyasztási kiadásainál*,





a visszaesés nem volt elsöprő: az első negyedévi 4,5%-os csökkenést a második negyedévben 3,5%-os esés követte. Ez meglepően szerény mérték annak fényében, hogy a *reálkeresetek* az első félév átlagában közel 8%-kal estek vissza. A fogyasztássimítás feltevésének ellentmondani látszik a *nettó pénzügyi megtakarítások* meredek emelkedése. Az viszont valószínűsíthető, hogy a háztartások *beruházásai* jelentősen, a magánfogyasztásnál jóval erőteljesebben visszaestek.

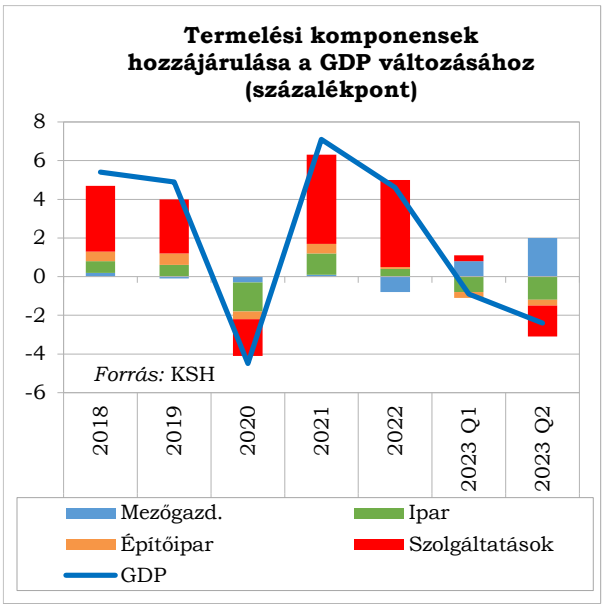
A lakosságnak nyújtott kormányzati transzferek mindkét negyedévben bővültek, így a ***teljes magánfogyasztás*** az első félévben csak 2,7%-kal volt alacsonyabb, mint egy évvel korábban. A belföldi felhasználás csökkenésének domináns tényezője meglepő módon nem a magánfogyasztás, hanem a *bruttó felhalmozás* két összetevője, a ***bruttó állóeszköz-felhalmozás*** és a készletváltozás. E komponensek nem csupán visszaesésük ütemét tekintve, hanem a GDP-csökkenéshez való hozzájárulásuk alapján is a GDP-alakulás legfőbb negatív hajtóereje voltak az első félévben. Az állóeszköz-felhalmozás az első félév átlagában 10,7%-kal, a készletváltozást is magában foglaló teljes felhalmozás 14%-kal zuhant. Egészében véve elmondható, hogy nagyobbrészt a belföldi kereslettől függő – ezért jobbára a háztartási és/vagy állami kereslet komoly hiányától szenvedő – gazdasági ágakban estek vissza a beruházások (pl. építőipar, ingatlanügyletek, szállítás, szálláshely-vendéglátás, állami szolgáltatások), miközben az inkább exportorientált feldolgozóipari beruházások tovább nőttek. Ám ez utóbbi esetében sem homogén a kép, a feldolgozóipari alágak számottevő hányadában is csökkentek a beruházások.

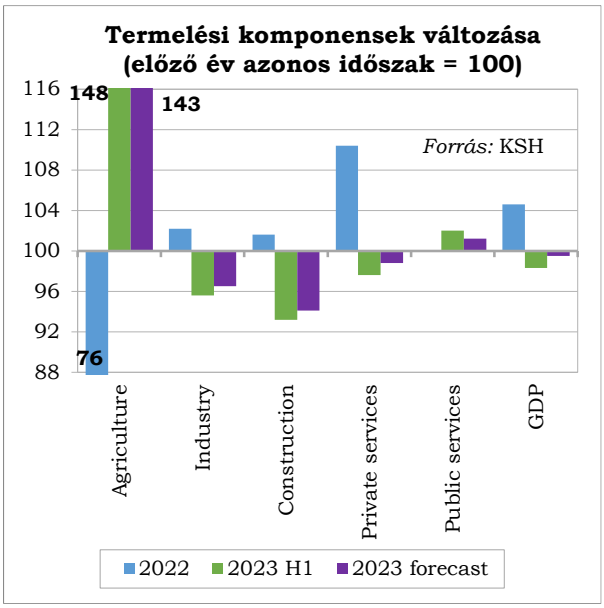
Mindeközben a ***nettó áru- és szolgáltatásexport*** folyamatosan és jelentősen hozzájárult a növekedéshez az idén. A korábbi évekhez képest újdonság, hogy ez a pozitív hatás szinte teljesen az *áru-külkereskedelemhez* köthető. Habár a második negyedévben már az áruexport dinamikája is meglehetősen gyenge volt, a belföldi kereslet zsugorodása miatt az áruimport az első negyedévben alig nőtt, a másodikban pedig már érdemben visszaesett. A szolgáltatás-külkereskedelemben a nettó export növekedési hozzájárulása pedig féléves átlagban ezúttal elhanyagolható volt.

A ***termelési oldalon*** a mezőgazdaság hozzáadott értéke a vártnak megfelelően bővült az első félévben. A belföldi (jelesül az állami) kereslet összehúzódásától szenvedő építőipar féléves csökkenése 6,8%-os volt. Általános meglepetést keltett viszont az *ipar* hozzáadott értékének érdemi, 4,4%-os (ráadásul a második negyedévben gyorsuló) visszaesése az első félévben. Az export iránti külföldi kereslet viszonylagos stabilitására építve az elemzők kisebb-nagyobb fokú növekedést vártak az idén az iparban, ehelyett az exportértékesítés gyengélkedése és a belföldi értékesítés valóságos bezuhanása érdemi termeléskiesést okozott.

A *szolgáltatások* hozzáadott értéke a félév átlagában csupán 1,2%-kal csökkent éves összehasonlításban. Ez a KSH jelentése szerint részben a magánegészségügyi szolgáltatások bővülésének köszönhető. A legnagyobb mértékben a *kereskedelem* hozzáadott értéke csökkent (az első félév átlagában több mint 8%-kal), de érdemi volt a szállítás-raktározás teljesítményének zsugorodása is.

Az év fennmaradó részére vonatkozó kilátásokat nagyban meghatározza a *dezinflációs* folyamat üteme. A reálkeresetek csökkenése szeptembertől kezdve növekedésbe válthat, ez pedig a *fogyasztás* alakulásában is tükröződni fog, habár várakozásunk szerint a magánfogyasztás bővülése az utolsó negyedévben is szerény lesz. Éves átlagban a háztartások fogyasztása 1,5%-kal csökkenhet az idén. Ezenfelül az immár április óta tartó monetáris lazítás lassan a hitelkamatszintekre is kihat, így a finanszírozási környezet is javulhat valamelyest az elkövetkező hónapokban. Ez elvben a fogyasztáson kívül a *beruházási* aktivitást is élénkítheti, ám ez utóbbi kérdéses. Az elérhető nominális adatok alapján feltehető, hogy a bruttó *működési eredmény* – a működés jövedelmezőségének nyers indikátora – csökkent a második negyedévben. A romló jövedelmezőség ronthatja a beruházási hajlandóságot, és gyengítheti a kamatköltségek mérséklődésének esetleges beruházásösztönző hatását. Az állami beruházások a továbbiakban is alacsony szinten maradnak,





Ezért várakozásunk szerint *a belföldi keresleti dinamika javulása szerény marad* az év fennmaradó részében. Az exportkilátások jelenleg meglehetősen bizonytalanok, egyértelmű világgazdasági javulásnak egyelőre semmi jele. Ezért – habár az importdinamika csak az év vége felé fog élénkülni – a nettó export pozitív növekedési hozzájárulása mérséklődhet a továbbiakban.

A termelési oldalon a szolgáltatásoknál és talán az iparban indulhat el a növekedési teljesítmény bizonyos fokú javulása, a belföldi kereslet fokozatos feléledése, illetve – esetleg – a külpiaci keresleti korlátok enyhülése hatására. De feltehető, hogy az ipar még az utolsó negyedévben is csökkenni fog év/éves alapon, míg a szolgáltatások volumene az év végére növekedésbe fordulhat.

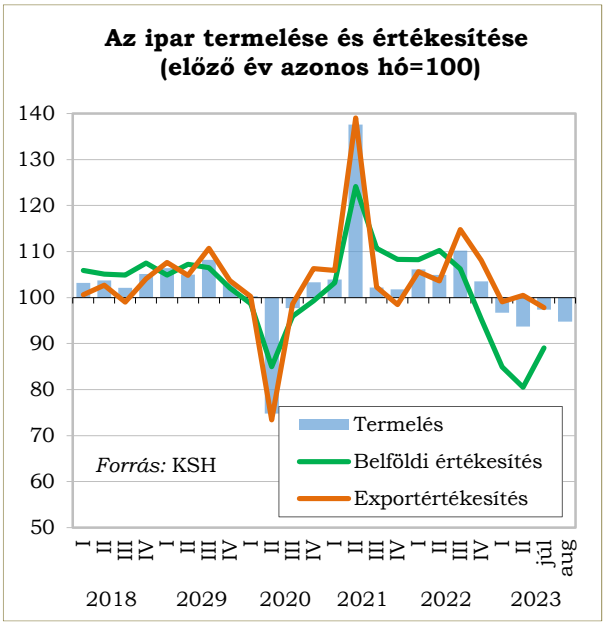
Összeségében, korábbi előrejelzésünket fenntartva, **a GDP 0,5%-os csökkenését várjuk** 2023-ban. E prognózishoz immár nemcsak pozitív, de negatív kockázatok is társulnak. Jövőre visszatérhet a gazdasági növekedés, de ennek mértéke jó eséllyel a **2,5%-ot** sem haladja meg.

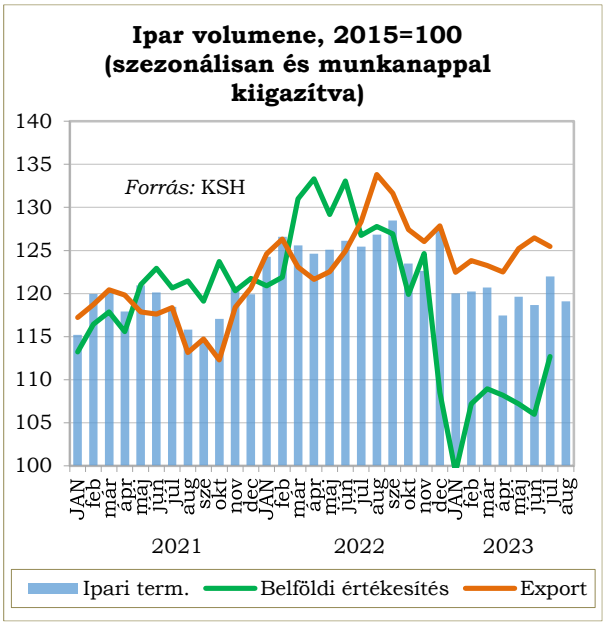
2.2. A GDP termelési oldala

2.2.1. Ipar

Noha a **tavalyi** év közepére egyes energiaigényes ipari ágazatok, mindenekelőtt a vegyipar, nehéz helyzetbe kerültek, az ipari növekedés még az év vége felé is aránylag ütésállónak mutatkozott. Ennek alapján az **idei év** elején még reménykedni lehetett abban, hogy az ipari kibocsátás – ha szerény mértékben is – az idén is nőni tud. A fejlemények gyorsan rácáfoltak erre a reményre. Az ipari termelés az első hat hónap átlagában 4,8%-kal esett vissza. Ezt követően a valamelyest élénkülő belföldi keresletnek köszönhető kisebb júliusi felpattanás után – az előzetes adat szerint – az *augusztusi* romlás gyorsan eloszlatta az esetleges trendváltásra vonatkozó reményeket. Az első nyolc hónap átlagos visszaesése 4,6%-os volt.

A volumencsökkenés főként annak tudható be, hogy a belföldi kereslet zsugorodása a vártnál is jobban megütötte az ipar hazai piacra termelő részét. Ám eközben az exportértékesítés is lényegében stagnált az első hét hónapban. E stagnálás háttere a vártnál markánsabb világgazdasági lassulás, a világszerte elhúzódó monetáris szigorítás, a folytatódó orosz-ukrán háború, illetőleg a Covid-lezárásokat követő meglepően vérszegény kínai fellendülés – mindezek nyomán az EU-27 ipari teljesítménye érdemben gyengült. Az ipar kilábalását nehezíti, hogy habár az energiaárak látványosan csökkentek a 2022. évi csúcshoz képest, még mindig magasabbak – és jó eséllyel tartósan magasabbak is lesznek – mint a háború kitörése előtt, nem is beszélve a 2015-2020-as időszak átlagszintjéről.

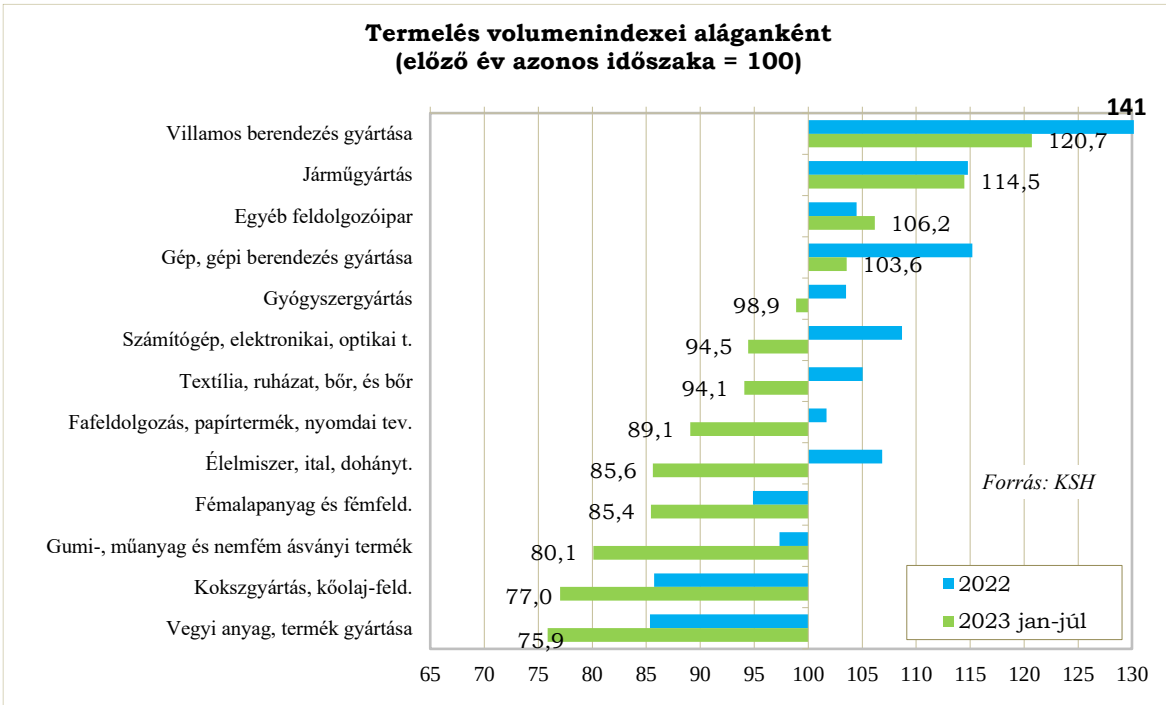




Ágazati bontásban az ipari visszaesés meglehetősen széles körű, kiterjedt a feldolgozóipari ágak több mint kétharmadára, nem beszélve a zuhanó bányászatról és energiaágazatról. Az élelmiszeripar meredek esése (amely összefügg a mezőgazdaság tavalyi beomlásával) folytatódik, habár az ágazat a jelek szerint túl van a mélyponton. A háború és folyományai által (is) gerjesztett energiaválság által erősen sújtott vegyipar egyelőre nem tud lábra állni. Meredek esésben van a gumi-, műanyag- és építőanyagipar, ezen belül is kiemelkedik az építőipari visszaeséstől sújtott építőanyagipar

kibocsátásának a zuhanása. A tavalyi átlagnál alacsonyabb szinten ingadozik az elektronikai ipar kibocsátása.

Az idén már az évek óta húzóágazat szerepét betöltő villamosgépipar dinamikája is lassul, és a szezonálisan kiigazított adatok alapján – a bázis gyors emelkedése miatt – nem biztos, hogy a növekedés kitart az év végéig. Ez főként az ágazati *belföldi értékesítés* kedvezőtlen alakulása miatt van így, de az exportértékesítés növekedése is látványosan lassul. Összességében a szezonálisan kiigazított fixbázisú termelési adatok jelenleg csak az autóiparban és az egyéb feldolgozóiparban adnak okot bizonyos fokú optimizmusra rövid távon.



Az idei év utolsó harmadára vonatkozó kilátásokat illetően valószínűsíthető a belföldi értékesítés bizonyos mértékű feléledése, ám a bázishatás miatt a belföldi értékesítés év/éves alapon még meredek kilábalás mellett is legfeljebb az utolsó negyedévben fordulhat növekedésbe. Bizonytalanabb az exportértékesítés jövőbeli pályája. A fizbázisú exportértékesítés számai enyhe emelkedést mutatnak május-júliusban az első négy hónaphoz képest, de a világgazdasági fejlemények tükrében az ipari export külső feltételeit illetően nem számítunk jelentős javulásra. Ugyanakkor az év vége felé az ipari szektor egy számottevő részénél enyhülhetnek a vállalatokra nehezedő energiaköltségek.

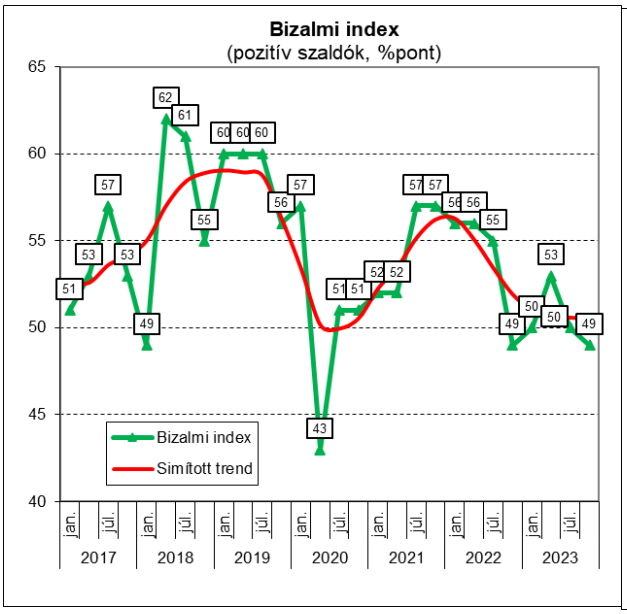
2023-ban számottevő, akár 4%-ot is elérő ipari visszaesést várunk. Ez az előrejelzés valamivel pesszimistább, mint a Magyarországra vonatkozó előrejelzői konszenzus. Jövőre az alacsony bázis miatt termelésnövekedést várunk, bár a világgazdasági kockázatok miatt ennek mértékét jelenleg nehéz megjósolni; jelenleg 4% körüli növekedést valószínűsítünk.

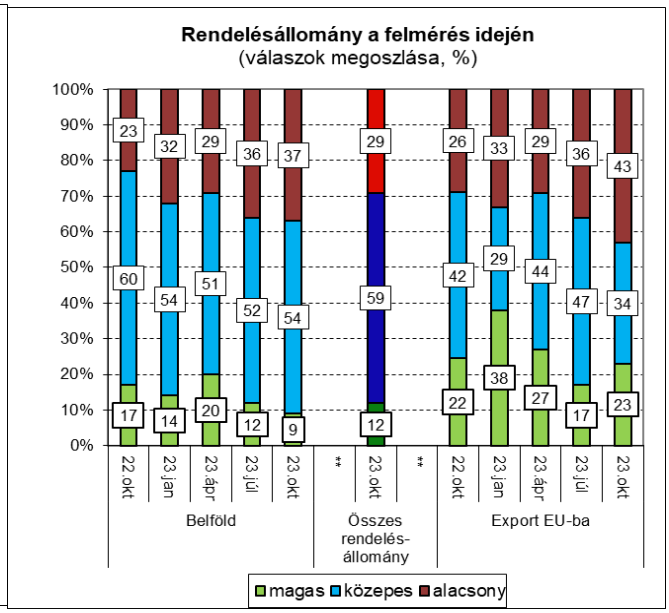
Feldolgozóipari konjunktúrateszt

Július és szeptember között stagnálás jellemezte a hazai feldolgozóipari konjunktúra barométert, valamint bizalmi indexet. Ugyan az 50 pont körüli érték akár pozitív elmozdulásként is értelmezhető az előző negyedévek fényében, azonban nem szabad elfelejteni, hogy a legfrissebb ipari termelésre vonatkozó tényadatok visszaesést mutatnak. Vagyis a stagnálás úgy értelmezendő, hogy a jelenlegi termeléscsökkenés nagy valószínűséggel az idén már aligha fog érdemi növekedéssé változni.

A rendelésállományok tendenciaszerű apadása rajzolódik ki felmérésünkből. A belföldi piacok már egy évnél hosszabb ideje gyengélkednek, míg az exportpiacok kereslete nyáron kezdett igazán romlani, ahogy a partnerországok is konjunkturális gondokkal kezdtek küzdeni. A hazai infláció, és az abból táplálkozó bérnyomás folyamatosan erodálja a hazai vállalatok nemzetközi versenyképességét, amit csak tovább ront az energiaárak drasztikus növekedése, valamint a romló finanszírozási környezet. Nem segít az sem, hogy a monetáris politika globálisan szigorodik, a világkereskedelem volumene megfeleződött, és éppen a gépjárművek kereslete zuhant (lásd bővebben a világkereskedelemről szóló fejezetet), ahol egyébként Magyarországnak komparatív előnye van.

Összhangban a lanyha kereslettel (ami egyébként újra a legfőbb akadályozó tényező a vállalatok számára) a megkérdezettek egyértelműen nem terveznek létszámbővítést a következő hat hónap során. Ennek ellenére az általános munkaerőhiány továbbra is jellemző az ágazatban, de határozott enyhülés mutatkozik. A kapacitáskihasználtság változatlanul 70% körüli, miközben csekély mértékű emelkedés mutatkozik a készletek terén.





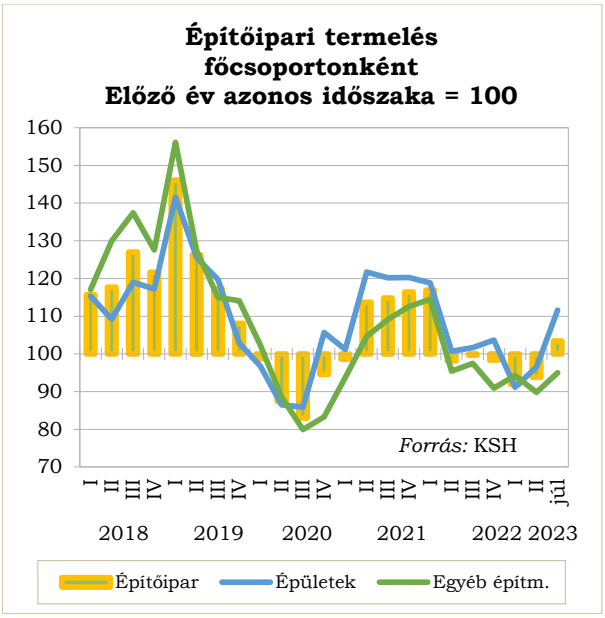
A felmérés alapján az ágazatban működő vállalatok nem tekintenek saját helyzetükre igazán kedvezőtlenül, ami arra utal, hogy megtörtént az adaptáció az általánosan bizonytalan üzleti környezethez. A kilátások azonban egyáltalán nem mondhatók kedvezőnek, a cégek láthatóan kezdenek „belefáradni” az elmúlt évek gazdasági történéseibe. A 2020 utáni visszapattanás hamar erejét vesztette, a magyar gazdaság kilátásait továbbra is inkább gyengének ítélik meg, igaz a tavaly téli mélypontról egyértelmű a pozitív irányú elmozdulás. A konjunktúrateszt alapján a magyar feldolgozóipar számára az idei év valószínűleg már nem tartogat kedvező változásokat, és a rendelésállományok zsugorodása arra enged következtetni, hogy a jövő első negyede is jó eséllyel hasonló hangulatban fog telni. A vállalatok számára adott a feladat, hogy versenyképességüket visszanyerjék a világpiacon és belföldön. Ehhez azonban az általános finanszírozási környezet még nem kifejezetten kényelmes, a munkaerőhiány pedig nagyon hamar visszatérhet.

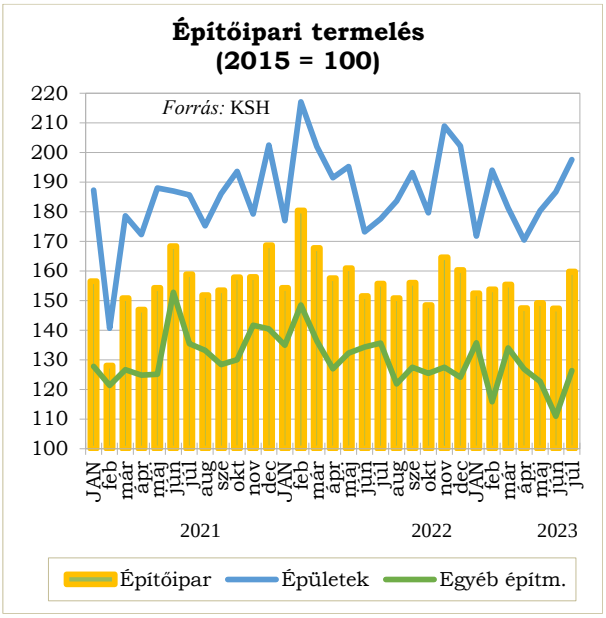
2.2.2. Építőipar

Az idei évet az építőipari kibocsátás visszaesése jellemzi: az első félév átlagában az ágazat teljesítménye 7%-kal, ezen belül a második negyedévben 6,2%-kal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A két főcsoport növekedési pályája eltér: a magasépítésben a csökkenés mértéke számottevően mérséklődött a második negyedévben, miután a második negyedévben a bázis már nem volt kiemelkedően magas. Ezzel szemben a mélyépítésben az első negyedévi 5,7% után 10,2%-os visszaesést regisztrált a KSH. A szezonálisan kiigazított kibocsátás adatai is megerősítik ezt a képet: a mélyépítésben a kibocsátás trendje egyértelműen csökkenő, miközben a magasépítésben – túl a havi kilengéseken – az ereszkedő trend sokkal bizonytalanabb. *Júliusban* érdemi felpattanás volt megfigyelhető mindkét főcsoportban, de ez várhatóan átmeneti lesz. A mélyépítés volumene év/éves alapon júliusban is tovább esett.

Az ágazat számára egyre inkább a keresleti problémák jelentik a növekedés fő akadályát. A *rendelésállomány* idén júniusban 24%-kal volt alacsonyabb, mint egy évvel korábban. Ám itt is elmondható, hogy a visszaesés elsősorban a mélyépítésnek tudható be: ez utóbbi esetében az első hét hónap átlagában a csökkenés mértéke 24%-os, a magasépítés esetében viszont csak kb. 2-3%-os volt. A mélyépítés terén a kereslet beomlása egyértelműen az ***állami beruházásoknak*** a fiskális okokból történt drasztikus befagyasztásának az eredménye. De a megszorítás a magasépítés egy lényeges szegmensét, a lakásépítést is erősen érinti, a lakástámogatások szűkülésén, illetőleg a lakásfelújítási támogatás kivezetésén keresztül.

Az *iBuild* adatbázis szerint az *újonnan indított* építési projektek esetében némileg fordított a helyzet a második negyedévben: a magasépítésben, különösen a nem lakáscélú magasépítésben, csökkent az újonnan indított projektek értéke éves összevetésben, miközben a mélyépítésben érdemi év/éves növekedésre került sor, főleg két kelet-magyarországi útépítési projekt megkezdése miatt. Ez, mint láttuk, ugyan nem tudta megállítani a mélyépítési aktivitás hanyatlását a második negyedévben, de hozzájárulhat ahhoz, hogy a júniusban elért mélypont alá ne süllyedjen – vagy legalábbis jelentősen ne süllyedjen – tovább a mélyépítés volumene.



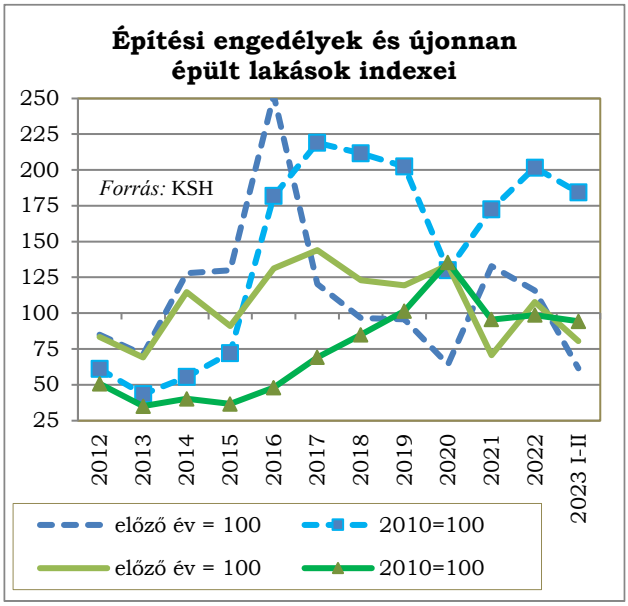


Megjegyzendő, hogy az idei visszaesés meglehetősen tartósnak ígérkezik, így komoly átrendeződést indított el. A vállalati felszámolások, a megindult létszámleépítés (legalábbis a bérstatisztika adatai szerint) a kiépült kapacitások leépítésének kockázatát hordozza magában. **2023-ban** az építőipari teljesítmény **5-6%-kal eshet vissza**, de a visszaesést várhatóan **2024-ben sem követi fellendülés**, hanem valószínűbb a további lassuló termeléscsökkenés vagy jobb esetben stagnálás. E borús kilátásokon egy nagyléptékű támogatási program (pl. lakásfelújítási támogatási program) javíthatna, ám ennek az esélye jelenleg csekély, tekintettel a súlyos fiskális problémákra.

2.2.3. Lakásépítés

A 2022. évi szerény növekedés után az idei első két negyedévben jelentősen visszaesett az újonnan épült lakások száma – a csökkenés üteme az első negyedévben 20,2%-os, a másodikban 18,8%-os volt. A csökkenés mindenekelőtt az üzleti szervezetek által épített lakásoknak tudható be. Az építési bejelentések/engedélykérelmek száma a 2022. évi jelentős bővülés után egészen drasztikusan (az első félév átlagában mintegy 39%-kal) visszaesett.

A kilátásokat illetően az iBuild adatbázis adatai sem biztatóak: a *társasházi lakásépítkezés* területén az újonnan indított építkezések értéke a második negyedévben is csökkent az előző év azonos időszakához képest, habár nem olyan meredeken, mint a nem lakáscélú magasépítkezés esetében.



Jelenleg a lakásépítést mindenekelőtt a kereslet mérséklődése, illetőleg a kedvezőtlen finanszírozási feltételek sújtják. A keresletet sújtja a háztartások jövedelmi helyzetének romlása. 2022-ben megszűnt a Zöld Otthon Program, és azóta sem indult jellegében hasonló támogatási program. A létező lakástámogatásokat 2024-től kezdve – bár némileg felemás módon – szűkíti a kormányzat. Ez visszafogja az újlakás-keresletet is, ami a már bejelentett vagy engedélyt kapott építési projektek elhalasztásához is vezethet. Az ágazati szereplők bármilyen élénkülés csak új támogatási konstrukciók bevezetése esetén képzelhető el a belátható jövőben.

Eközben az anyag- és munkaerőköltségek továbbra is problémát jelentenek a lakásépítési szektor számára, miután az újonnan épült lakások árnövekedése már egy éve elmarad a lakásépítés költségének az emelkedésétől.

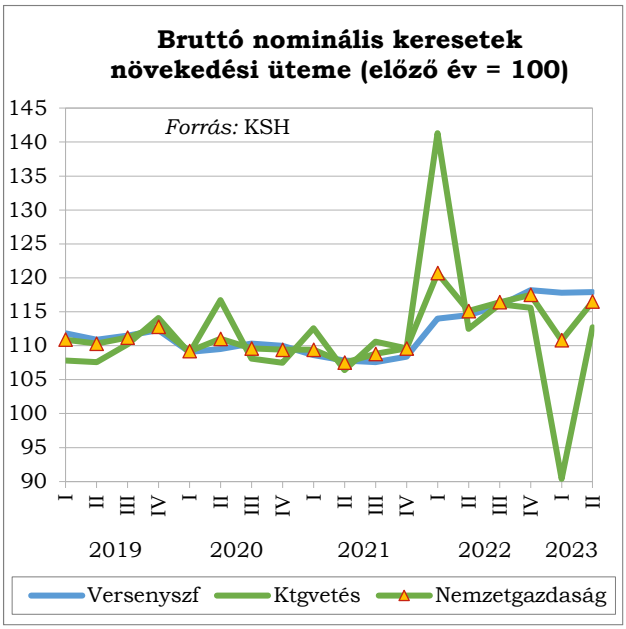
A jelenlegi körülmények között a gyenge lakásépítési aktivitási trend folytatódása várható, a jövő évben is.

2.3. A GDP felhasználási oldala

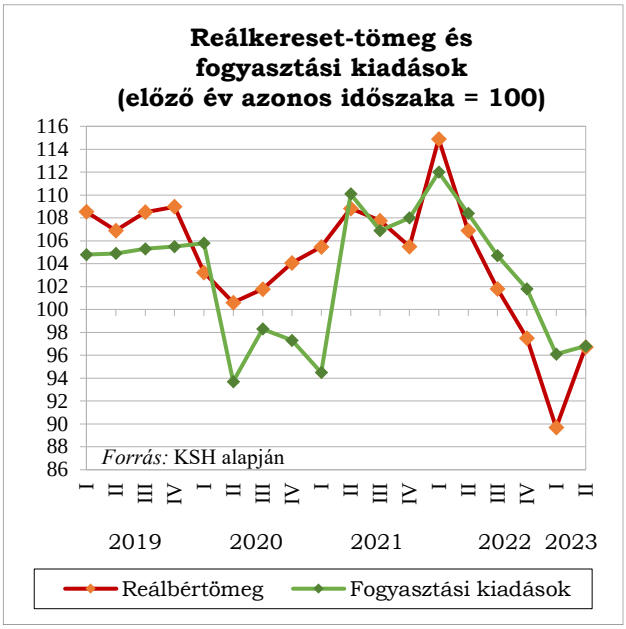
2.3.1. A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai

A **nominális keresetek** dinamikája érezhetően lassult az idei első hét hónapban a tavalyi átlaghoz képest, bár ez alapvetően a tavaly februári fegyverpénz következménye. Ám mindezt másodlagossá teszi az *infláció* drámai megugrása. Az infláció az év eleji tetőzés után még a második negyedévben is meghaladta a 20%-ot. Ennek következtében a reálkeresetek az első hét hónap átlagában is **7,2%**-kal visszaestek. Az esés különösen a költségvetési szférában volt drasztikus. A *mediánkereset* reálértéke (miután ennek szintjét a 2022. évi fegyverpénz legfeljebb csekély mértékben érintette) kisebb mértékben, 5%-kal zsugorodott január-júliusban.

Mivel az alkalmazotti létszám a recesszió mellett is kissé tovább nőtt, a ***nettó reálkereset-tömeg*** visszaesése némileg enyhébb, mint a reálkereseteké: az első hét hónap átlagában a csökkenés **6,6%-os** volt. Ezen belül júliusban már csak 1,5%-kal esett a reálkeresettömeg.



A keresetek csökkenésével párhuzamosan a ***háztartások fogyasztási kiadásainak*** meglepően enyhe visszaesését mérte a KSH: az első negyedévben 4,5%-kal, a másodikban 3.5%-kal maradtak el az előző év azonos időszakában mért szinttől. Figyelemre méltó, hogy az első félév átlagában a 7%-ot meghaladó reálkereset-tömeg-csökkenéssel a vásárolt fogyasztás jóval enyhébb, 4%-os mérséklődése áll szembe. Továbbá, a fogyasztási kiadások és a *kiskereskedelmi forgalom* volumen-csökkenése közti ütemkülönbség szokatlan mértékben kinyílt. Részleges magyarázat lehet a *külföldi költések*, ezen belül a külföldi bevásárlóturizmus megugrása – ezt a kiskereskedelmi adat nem tartalmazza, a fogyasztási adat igen.

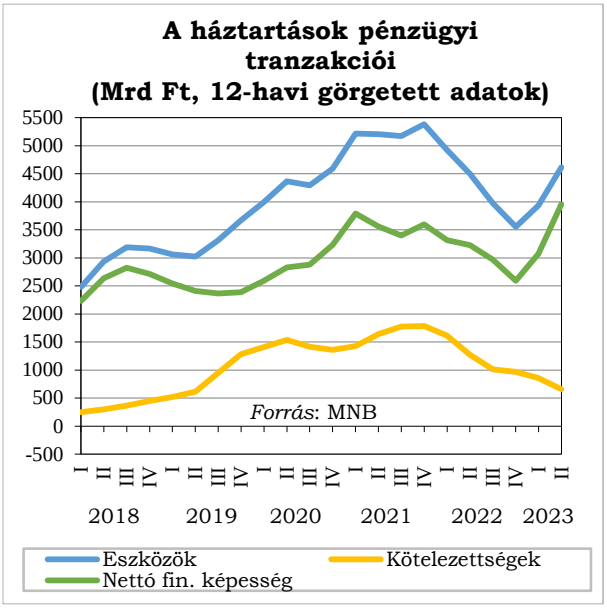


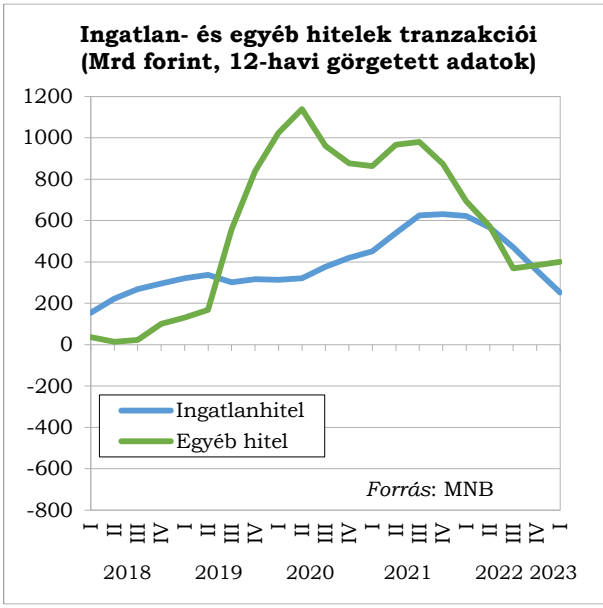
Mivel a háztartások által a kormányzattól kapott természetbeni társadalmi szolgáltatások volumene érdemben bővült az első félévben, a *teljes magánfogyasztás* a félév átlagában mindössze 2,7%-kal csökkent az előző év azonos időszakához képest.

Az év második felében a magánfogyasztás esésének üteme szükségképpen mérséklődni fog, a reálkereset-csökkenés lassulása, majd (az ősz folyamán) növekedésbe fordulása hatására. Feltételezésünk szerint ugyanakkor a fogyasztás késleltetve reagál a kereseteknél végbemenő fordulatra,

így a magánfogyasztás még az utolsó negyedévben is nagyjából stagnálhat, miközben ekkorra a reálkereset feltehetőleg már érdemi növekedést fog produkálni. Így aztán a háztartások fogyasztása az idei év egészét tekintve hozzávetőleg 1,5**%-kal lesz alacsonyabb az idén**, mint 2022-ben.

A háztartások ***nettó finanszírozási képességének*** nominális értéke az idei első és második negyedévben meredeken emelkedett év/éves alapon, a bruttó megtakarítások bővülése és a hitelfelvételi egyenleg folytatódó esése mellett. A második negyedévben a négy negyedéves görgetett nettó finanszírozási képesség nominális szintje minden eddigi rekordot túlszárnyalt. A csökkenő háztartási jövedelmek mellett növekvő nettó megtakarítások értelemszerűen fokozták a belföldi kereslet összehúzódásának a mértékét. A hiteltranzakciók egyenlege mindenekelőtt az ingatlanhitelek esetében csökkent – az egyéb hitelek esetében e csökkenés enyhébb, és az első negyedévben átmenetileg meg is szakadt. A *négy negyedéves görgetett* GDP-arányos ***megtakarítási ráta*** a tavalyi évi 3,9%-ról az első negyedévben 4,6%-ra, a második negyedévben pedig 5,5%-ra emelkedett. (A második negyedév önmagában vett megtakarítási rátája ennél sokkal magasabb, 10%-os volt.





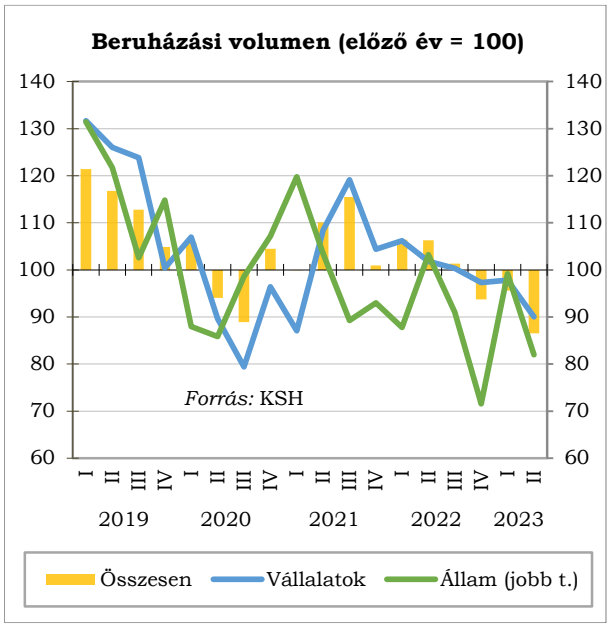
2.3.2. Beruházások

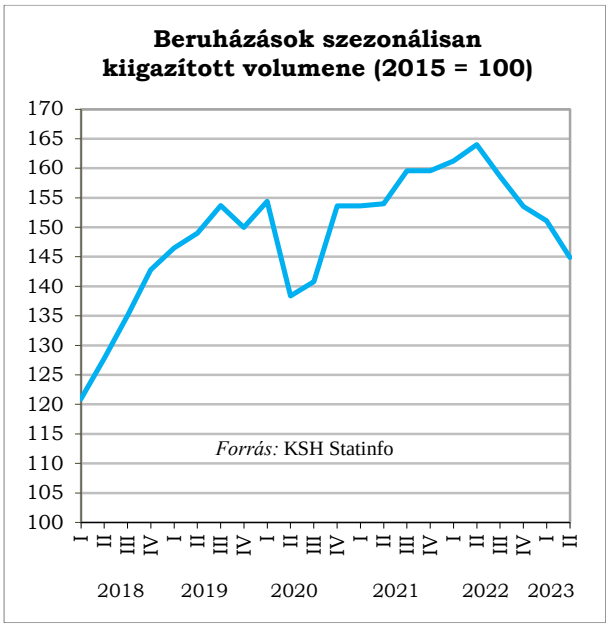
2022 utolsó negyedévétől kezdve a beruházások volumene csökkenésnek indult. és e csökkenés az **idei év** első két negyedévében is folytatódott. Ráadásul a csökkenés üteme az első negyedévi 4,4%-ról a második negyedévben 13,5%-ra gyorsult, így az idei első félévi visszaesés üteme megközelítette a 10%-ot. Mindhárom szektorban – a vállalkozásoknál, a költségvetési szerveknél, valamint a háztartásokat, a nonprofit szervezeteket és a mikro- és kisvállalatokat magában foglaló reziduális szektorban – mindkét negyedévben csökkentek a beruházások éves összevetésben. A *szezonálisan* kiigazított beruházási volumen szintén három negyedéve meredeken csökken, és az idei második negyedévre a Covid-válság óta nem látott mélységbe süllyedt.

A beruházásokat számos tényező hátráltatja. A fiskális helyzet romlása miatt folytatódik az állami beruházások drasztikus visszavágása. Ez az állami megrendelésektől erősen függő ún, kvázifiskális területek egy részét is súlyosan érinti. Ehhez járul az uniós forrásokból megvalósuló beruházások csökkenése. Az idei januári csúcshoz képest némileg mérséklődő, de még mindig magas kamatok miatt a vállalatok beruházási hiteleit is magában foglaló „egyéb" hiteleinél folytatódik az újhitel-felvétel év/éves visszaesése. Továbbá, főként a belföldi piacra orientált vállalatokat a hazai kereslet erős visszaesése is óvatosságra készteti. A magas kamatok, a lakásvásárlási és -felújítási támogatások visszanyesése (a háztartási jövedelmek első félévi visszaesésével párosulva) pedig vélhetőleg a háztartások beruházásainak komoly csökkenéséhez vezetett, bár erre nincsen közvetlen adat.

A visszaesés az első negyedév átlagában kiterjedt a gazdasági ágak mintegy háromnegyedére – esetenként a csökkenés mértéke messze meghaladta a 20%-ot. 5 gazdasági ágban mértek növekedést az első félév átlagában – ezek közül kiemelendő a legnagyobb súlyú nemzetgazdasági ág, a *feldolgozóipar*. Ezenfelül – legalábbis a félév átlagában – nőttek a beruházások két kvázifiskális jellegű ágazatban, az energetikában és a víz-szennyvíz-ágazatban is, miközben a szállításban (a legnagyobb kvázifiskális jellegű nemzetgazdasági ágban) mindkét negyedévben csökkentek a beruházások.

Megjegyzendő, hogy a feldolgozóiparon belül is jelentős a divergencia: a feldolgozóipari alágak több mint felében csökkentek a beruházások a második negyedévben, viszont





dinamikusan nőttek az autóiparban, illetve (bár több projekt fokozatos kifutása miatt lassuló ütemben) a villamosberendezés-gyártásban.

Az év második felére vonatkozó kilátások is viszonylag borúsak. A vállalati szektor egy részének hangulatát javíthatja a belföldi kereslet visszaesésének mérséklődése. Egyes feldolgozóipari ágakban folytatódhat a beruházási hullám. Ám az állami beruházásoknál (beleértve a hazai és uniós finanszírozásúakat) nem várunk lényegi javulást, és jelenleg nem látszik olyan tényező sem, amely a közeljövőben lökést adhatna a lakásberuházásoknak. Lehetséges viszont, hogy az év második felében az abszolút beruházási volumen eléri mélypontját, ami lehetővé teszi majd az év/éves csökkenési ütem mérséklődését.

Összességében a beruházások folytatódó visszaesését várjuk a második félévben, habár az év vége felé az esés üteme mérséklődhet. éves átlagban a **nemzetgazdasági beruházások 7% körüli csökkenésére számítunk**, amit szerény növekedés követhet 2024-ben.

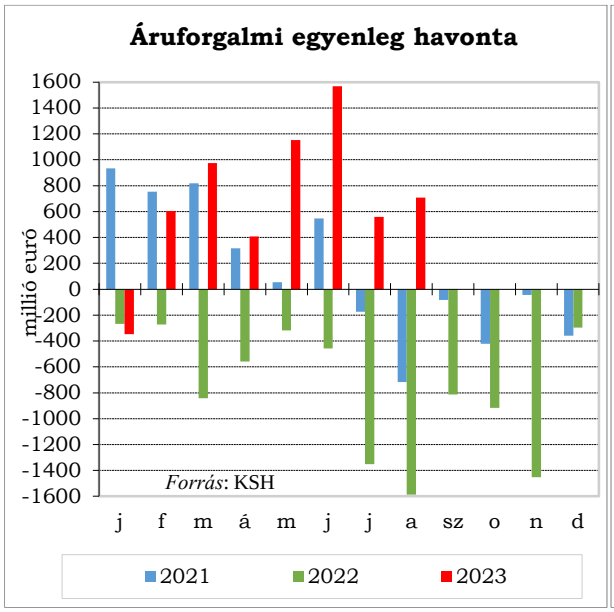
2.3.3. Külkereskedelem

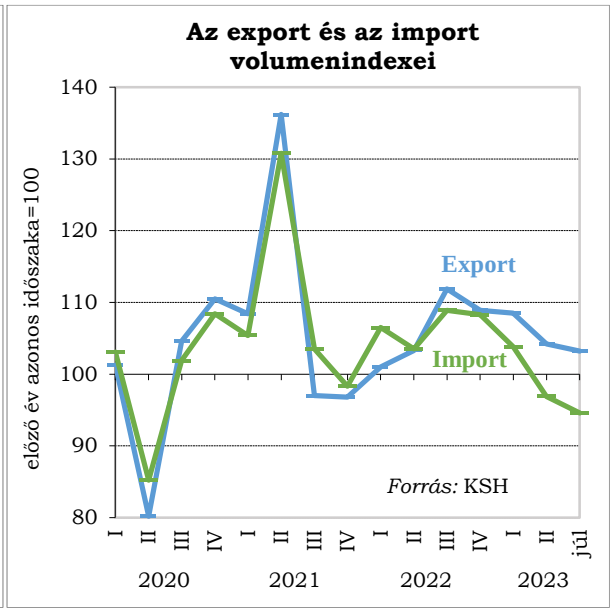
Az idén jóval markánsabbá vált a külkereskedelmi pozíciónak a tavalyi második félévtől megfigyelt javulása. Míg a tavalyi első félévében a keresletösztönző intézkedések által is dinamizált importvolumen növekedési üteme felülmúlta az exportét, addig az idén egyre szélesebb az olló az export és az import volumenindexei között, az előbbi javára. Ugyanakkor ezzel párhuzamosan az export növekedési üteme márciustól kezdve trendszerűen lassul.

Az exportnövekedés hajtóereje a gép- és járműexport – a többi termékcsoportban (az energiahordozókat leszámítva) egyöntetűen *csökken* az exportvolumen. Tehát az exportnövekedés meglehetősen egyoldalú. Ami az importot illeti, a második negyedévben már (az energiahordozókat leszámítva) minden termékcsoportban visszaesett a behozatali volumen a belföldi kereslet zsugorodásának a hatására.

Ehhez társult a *cserearányokban* végbement fordulat: januártól kezdve az exportárindex magasabb az importárindexnél. Vagyis az idén a kivitel gyorsabb volumennövekedésére *ráerősít* a cserearányjavulás. Emiatt a január-augusztusban mért halmozott külkereskedelmi *többlet* 5,6 Mrd euróra (2017-et leszámítva abszolút rekorddal felérő halmozott első nyolchavi értékre) rúgott, szemben az ezzel hasonló értékű *deficittel* egy évvel korábban. Tehát a magyar külkereskedelmi pozíció 2017-től kezdődő romlása az idén látványosan megfordult. Kérdés, meddig tarthat ez a javulás. Az év vége felé a belföldi kereslet esése mérséklődik, ennek megfelelően az import dinamikája is erősödhet. Másrészt az exportvolumen növekedési indexei is erősen lassuló tendenciát mutatnak, augusztusban a növekedés közel kerülhetett a stagnáláshoz. A világgazdasági élénkülésre vonatkozó kilátások nagyon bizonytalanok. Végül pedig a cserearány-javulás üteme is mérséklődhet, ahogy az energiahordozó-import árának csökkenése lassul.

Emiatt valószínűsíthető, hogy a havi külkereskedelmi mérlegek javulása lelassul az év további részében. Jelenleg 2023-ra 6-7 Mrd eurónyi külkereskedelmi többlettel számolunk.



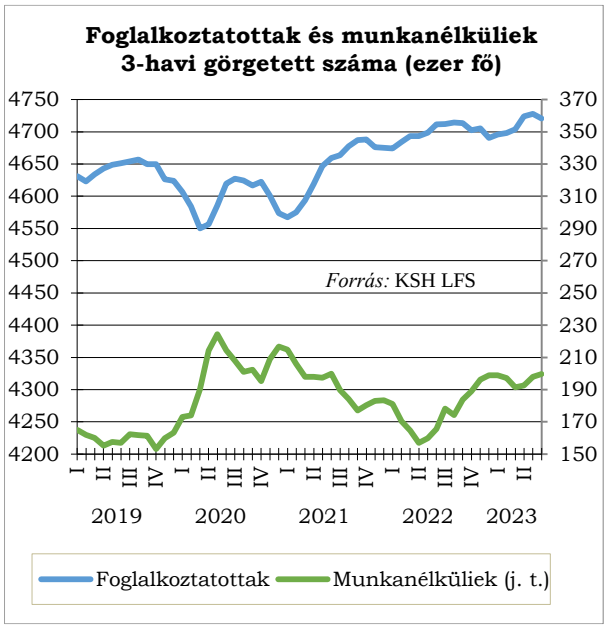


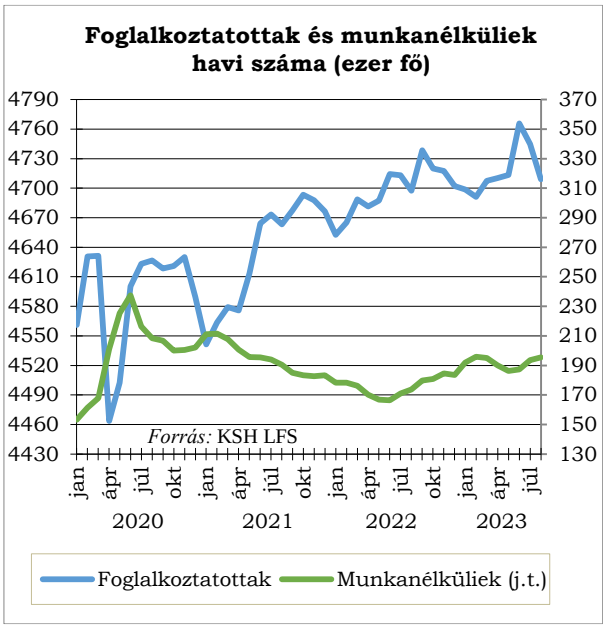
2.4. Foglalkoztatottság, munkanélküliség

A *munkaerő-felmérés* (KSH-LFS) adatai szerint az idei év eddig eltelt részében a foglalkoztatási helyzet a recesszió ellenére is ***valamelyest tovább javult***. A *foglalkoztatottak számának* háromhavi görgetett átlaga tovább emelkedett, június-augusztusban viszont már csak 0,2%-kal nőtt év/éves alapon. Ez a közmunkások számának folytatódó esésével párosult, ugyanakkor a külföldi telephelyen dolgozók száma az idén is emelkedik. Figyelmeztető jel, hogy az *elsődleges munkapiacon* dolgozók száma az első félévben szerény mértékben tovább nőtt, ám június-augusztusban már minimálisan *csökkent*. Szintén figyelemre méltó, hogy havi adatok tanúsága szerint júniusról augusztusra éles, több mint 50 ezer fős csökkenést mértek a foglalkoztatottak számában. Tehát ha késleltetve és viszonylag enyhe formában is, a belföldi kereslet visszaesése végül is gyakorol bizonyos hatást a foglalkoztatásra is.

A háromhavi görgetett *munkanélküliségi ráta* az idei év elejére átlépte a 4%-os küszöböt, ám még június-augusztusban is 4,1%-on állt. Ugyanakkor a *munkanélküliek abszolút száma nő* év/éves alapon, és az év közepére a növekedés üteme felgyorsult. A munkanélküliségi ráta azért stabil ennek ellenére, mert közben az *aktivitási arány* is emelkedik (a második negyedévben már meghaladta a 67%-ot). Ebből következően a *nemdolgozók* száma éves összevetésben még mindig csökken, a munkanélküliek számának emelkedése ellenére. (A potenciális munkaerő-tartalék viszont némileg emelkedett.)

Az év második felében a gazdasági visszaesés először lelassul, majd az év vége felé várhatóan némi növekedésbe fordul. A késleltetett hatás miatt ugyanakkor nem kizárt, hogy a foglalkoztatottság átmenetileg hozzávetőleges stagnálásba fordul. 2024-ben visszatérhet, illetőleg kissé élénkülhet a foglalkoztatás bővülése. Ugyanakkor a foglalkoztatás magas szintje, a még mindig alacsony munkanélküliségi ráta és a változatlanul akut munkaerőhiány körülményei között a foglalkoztatás további emelkedésének korlátosak a lehetőségei. A munkanélküliségi ráta 4-4,1%-os lehet az idén, jövőre pedig némileg csökken.

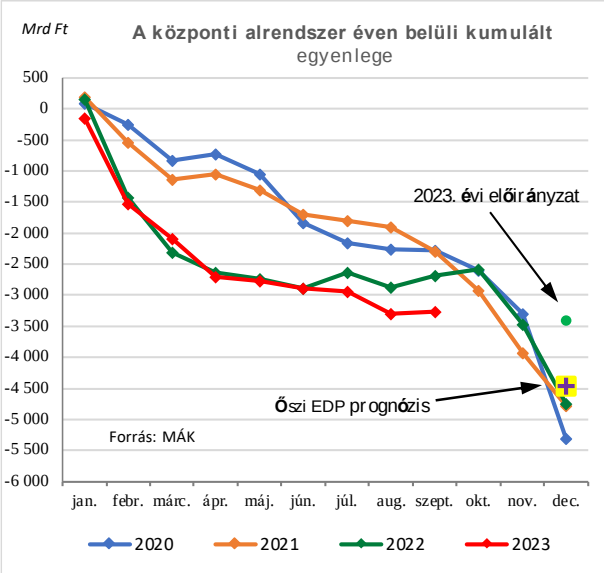


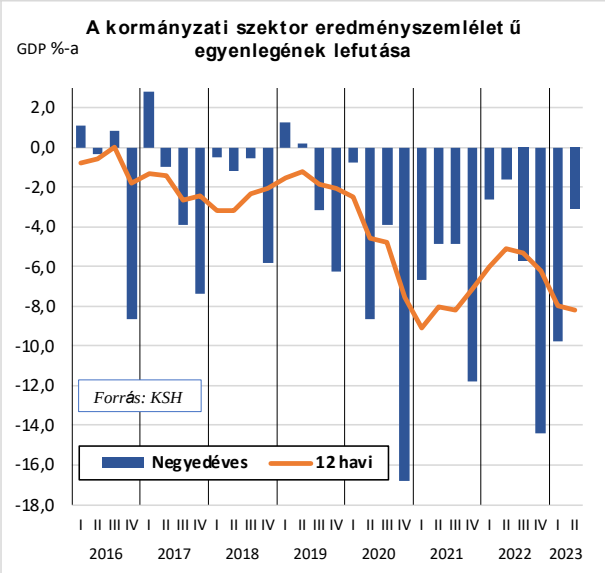


2.5. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok

2.5.1. Államháztartási folyamatok

A **központi alrendszer pénzforgalmi hiánya** szeptember végén 3.265 milliárd forintra rúgott és ezzel elérte az éves előirányzat 96%-át. Ez az összeg mintegy 570 milliárd forinttal volt magasabb a tavalyi 9 havi kumulált deficitnél, miközben a tavasszal módosított 2023. évi költségvetési törvény 1.350 milliárd forinttal kívánta javítani a pénzforgalmi egyenleget. A kormányzati szektor **eredményszemléletű egyenlege** szintén kedvezőtlen képet mutat. Az ESA-hiány 2023 első félévében a GDP 6,3%-a volt. Így a második félév végét megelőző 12 hónapra számított deficit a GDP 8,2%-ára nőtt, ami jócskán meghaladta a 3,9%-os hivatalos hiánycélt.



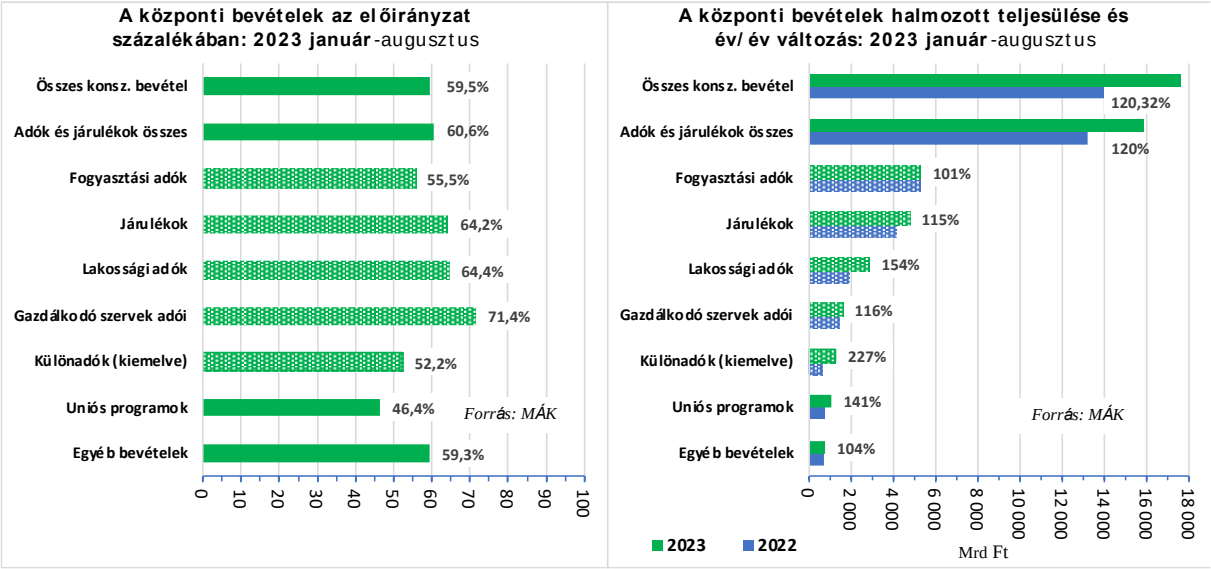


Noha a kormány a nyár folyamán még lebegtette a költségvetési folyamatokba való határozottabb beavatkozás lehetőségét, végül a **hiánycél lazítása** mellett döntött. Az *őszi EDP-jelentésben* a központi alrendszer pénzforgalmi hiányára közölt kormányzati prognózis a 3.400 milliárd forintos törvényi előirányzatról 4.450 milliárd forintra nőtt, és egyúttal az uniós elszámolású hiánycél a GDP 5,2%-ára emelkedett. A megemelt hiánycél formálisan alacsonyabb, mint a 2022. évi érték. Figyelembe véve azonban, hogy a tavalyi deficit a földgázkészletek feltöltésének *egyszeri hatása* nélkül a GDP 4,9%-a volt, az új hiánycél éves összevetésben valójában egyenlegromlást jelent.

A következőkben áttekintjük a főbb bevételi és kiadási tételek idei alakulását *az első 8 hónap* részletes pénzforgalmi adatai alapján.

A központi alrendszer augusztus végi 17.600 milliárd forint összegű **konszolidált bevételei** az előirányzat 59,5%-át tették ki, ami érdemben elmaradt az időarányos (66,7%-os) szinttől. Az elmaradás az előző év azonos időszakával összevetve is jelentkezett: az év első 8 hónapjában a konszolidált bevételek mindössze 20%-kal nőttek szemben az egész évre tervezett közel 26%-os növekménnyel. A bevételi főösszeg döntő hányadát képviselő *adó- és járulékbevételekből* a tervezettnek nem egészen 61%-a folyt be. Ez az arány alacsonyabb volt a megelőző év első 8 havi teljesítésénél is annak ellenére, hogy 2022 első felében az adóbevételeket jelentősen csökkentette a családosok *SZJA-visszatérítése*, míg az újonnan bevezetett *extraprofit adók* nagyrészt a második

félévtől javították az egyenleget. A tavalyinál ugyan kisebb mértékben, a különadók beérkezése idén is aszimmetrikus lefutású, azonban a különadók nélkül számított adóbevételek sem érték el az előirányzat 62%-át se. Ha a bevételeket a különadók kiszűrése mellett korrigáljuk az SZJA-visszatérítés hatásával is, akkor a 2023. évi tervszámokból következő éves növekedési ütemhez képest nagyjából 950 milliárd forint **adóelmaradás** adódik az év első 8 hónapjában.



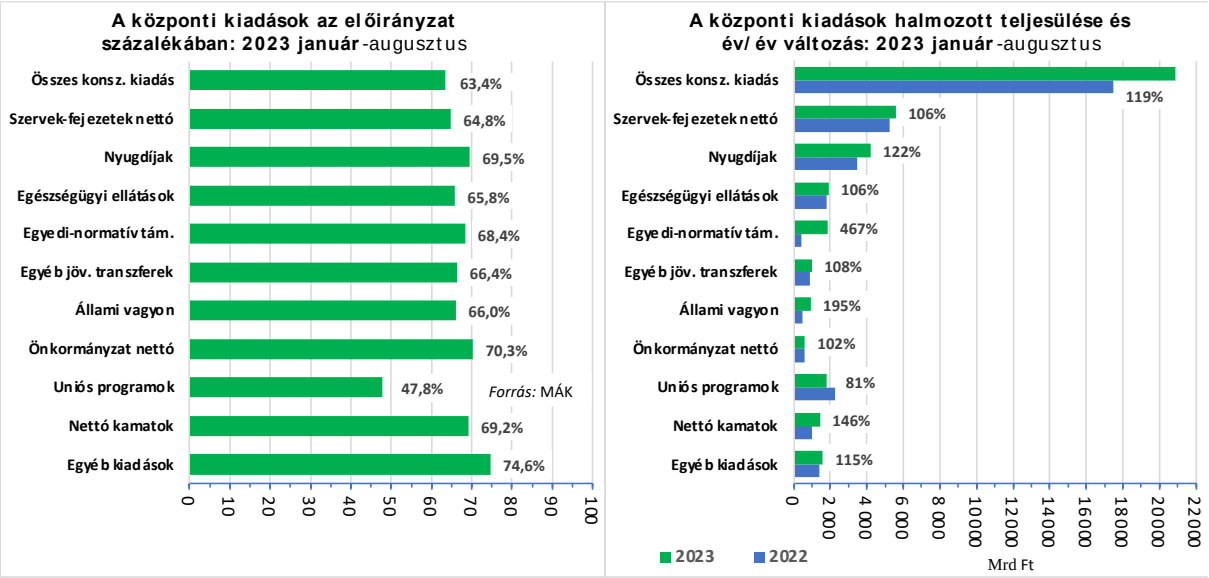
Megjegyzés: A költségvetési számok a központi alrendszeren belüli pénzmozgások főbb elemeitől megtisztított, részlegesen konszolidált pénzforgalmi értékeket mutatják. A központi költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásai, a pénzforgalmi kamatok, valamint az önkormányzatoknak nyújtott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

A leginkább szembeszökő az alulteljesítés a (különadók nélkül számba vett) **fogyasztáshoz kapcsolt adók**, és ezen belül az *általános forgalmi adó* esetében. Az áfabevételek az év első 8 hónapjában csupán 6 milliárd forinttal (0,1%-kal) nőttek az előző év azonos időszakához képest, míg a törvényi előirányzat több mint 16%-os év/év növekménnyel kalkulál. Ez a kiskereskedelmi forgalom lassulása mellett a visszautalások szokatlanul magas arányát is tükrözi. Bár szerényebb mértékben, a fogyasztási adók mellett az *SZJA- és járulékbevételeknél* is elmaradás jelentkezik.

Noha az augusztus végéig befolyt mintegy 1.040 milliárd forint **uniós támogatás** bő 40%-kal meghaladta az előző év azonos időszakában teljesült összeget, ez az éves előirányzatnak csupán a 46%-át tette ki. Az uniós bevételek jelentős része tipikusan az év végén szokott beérkezni, de a Helyreállítási Alap és a 2021-2027-es ciklus forrásainak elhúzódó felfüggesztése miatt az idén is a tervezettnél alacsonyabb uniós transzfer várható. Fontos azonban megjegyezni, hogy az uniós pénzforgalmi bevételek késlekedése közvetlenül nem rontja az eredményszemléletű egyenleget.

A központi alrendszer első 8 hónapban elkönyvelt 20.900 milliárd forint összegű (konszolidált) **kiadásai** az éves tervszámnak mindössze a 63%-át érték el, de kisebb mértékben maradtak el az időarányos szinttől, mint a bevételek. Az előző év hasonló időszakához képest ugyanakkor a kiadások 19%-kal nőttek szemben az egész évre tervezett 16%-kal. A gyorsabb növekedést nagyrészt **átmeneti**, egyedi és szezonális **hatások** magyarázzák; így az egyedi és normatív támogatások között elszámolt lakossági energiaártámogatások fűtési szezonhoz igazodó „orrnehéz" lefutása, az állami vagyonhoz

kapcsolódó kiadásoknál a Vodafon-részesedés megvásárlása, illetve a tavalyi év második felében végrehajtott nyugdíjkorrekciók bázishatása.



Részben az éven belüli lefutás megváltozásával függ össze a *nettó kamatkiadások* időarányos mértéket meghaladó teljesülése is. Figyelembe véve azonban az éves szinten tervezettet jóval meghaladó növekedési ütemet (46% *vs.* 12%), valamint az őszi EDP-jelentésben a kamatkiadásokra vonatkozó megemelt prognózist, ennél a tételnél a tervezetthez képest több mint 200 milliárd forintos (a GDP közel 0,3%-át jelentő) **kiadási túllépéssel** számolunk. A vártnál magasabb fogyasztói áremelkedést kompenzáló kiegészítő nyugdíjemelés következtében a *nyugdíjakra és nyugdíjszerű ellátásokra* fordított kiadások ugyanakkor mintegy 190 milliárd forinttal haladhatják meg az éves előirányzatot. Ennél kisebb mértékű (nagyjából a GDP 0,1%-ára rúgó) túllépés valószínűsíthető az augusztus végéig az előirányzat közel háromnegyedét elérő egyéb elsődleges kiadásoknál is, főleg a *lakástámogatásokhoz* kapcsolódóan.

A legnagyobb kiadási tétel, a **költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai** viszont rendkívül visszafogottan alakultak. Az év első 8 hónapjában a kumulált kiadások csupán 6%-os növekményt mutattak. A kiadási volumen ugyan a jogcímcsoport közvetlen előirányzatának a 65%-át képviselte, de ha a viszonyításként használt tervszámot kibővítjük az *államháztartási tartalékok* szakmai fejezeteknél felhasznált szokásos hányadával, akkor a teljesítés szintje nem érte el az 55%-ot sem. A *Rezsivédelmi Alap* zömmel itt elszámolt, *nem lakossági* támogatási keretének a felhasználási szintje a Magyar Közlönyből kinyerhető adatok szerint *szeptember végéig* még ennél is alacsonyabb, alig 51% volt: ez alapján 250-300 milliárd forintos **megtakarítással** számolunk az év végéig. Feszes gazdálkodás esetén a szakmai fejezetek kiadásainak alacsony teljesülési foka lehetőséget adhat további érdemi megtakarításokra is. Ezt azonban behatárolja az a körülmény, hogy a tételcsoport kiadásai jellegzetesen az év végére koncentrálódnak, amit a számlafizetések ütemezése is erősen determinál.

Augusztus végéig a költségvetés valamivel több mint 1.800 milliárd forintot fordított az **uniós programokra**, ami az előirányzat 48%-ának felelt meg és közel 20%-kal alacsonyabb volt az előző évi első 8 havi kiadásnál. A kormány a jelek szerint a támogatásokat övező bizonytalanságra a projektek lassításával reagált. Bár az uniós

programok csúszása csak korlátozott hatással van az eredményszemléletű egyenlegre, ez mérsékelheti a költségvetésfinanszírozási igényét.

A **Kopint-TÁRKI prognózisa szerint 2023-ban** a kormányzati szektor eredményszemléletű hiánya a **GDP arányában 5,2%** körül alakul, így teljesülhet az ősszel megemelt kormányzati célkitűzés. A költségvetési törvény eredeti hiánycéljának 1,3 százalékpontos túllépése elsősorban az adóbevételek elmaradásával függ össze és kisebb részben a várható kiadási többletek következménye. Figyelembe vettük, hogy az *önkormányzati szektor egyenlege* az őszi EDP-jelentés szerint a vártnál kedvezőbben alakulhat és számoltunk a *nominális GDP statisztikai revíziója* miatti negatív egyenleghatással is. Előrejelzésünket inkább **negatív kockázatok** övezik. A bevételek kiesése az alapesetben feltételezettnél magasabb is lehet, amennyiben a fogyasztási, illetve a jövedelmi dinamika nem javul az év hátralévő részében. Pozitív kockázatot hordoz ugyanakkor a szakmai fejezetek kiadásainak visszafogott alakulása, ami mozgásteret nyújthat a hiány mérséklésére.

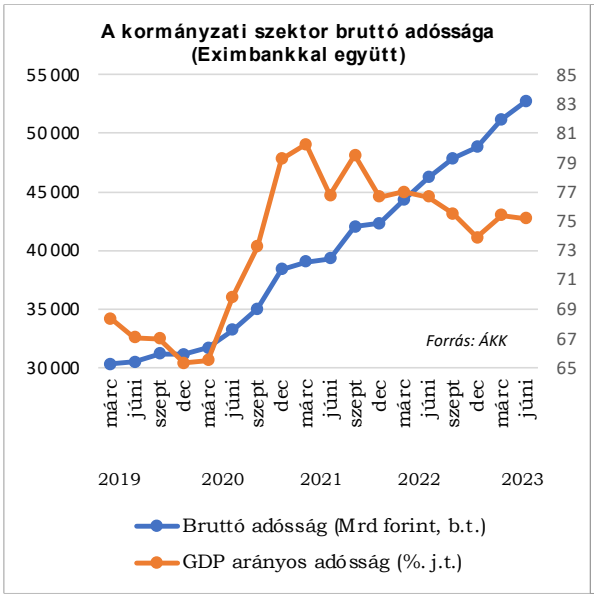
2024-ben a GDP-arányos hiány 3,7%-ra csökkenhet további intézkedések nélkül. A hivatalos hiánycélt 0,8 százalékponttal meghaladó várakozásunk a *bázisévi adóbevétel-kiesés* (ami az előirányzatokba csak részlegesen épült be), a költségvetés makrogazdasági pályájánál *pesszimistább prognózisunk,* továbbá a tervezettnél *magasabb kamatkiadások* hatását tükrözi. A deficit ezen tényezőkből fakadó növekményét részben ellensúlyozzák a jövő évi költségvetés elfogadása óta bevezetett *új intézkedések* (i.e. széndioxid-kvóta adó, útdíjak emelése), valamint az *önkormányzati szektor egyenlegét* javító bázishatás. Miután az EKB zöld utat adott a jegybanktörvény tervezett módosításának, már nem számolunk az MNB veszteségtérítésével. A jövő évi hiány alakulása szempontjából negatív kockázat jelentkezik a központi adóbevételek elmaradása miatti bázishatás és a kamatkiadások nagysága tekintetében. A pozitív kockázat kapcsolódik ugyanakkor a Rezsivédelmi és Honvédelmi Alapok pénzügyi kereteinek a felhasználásához.

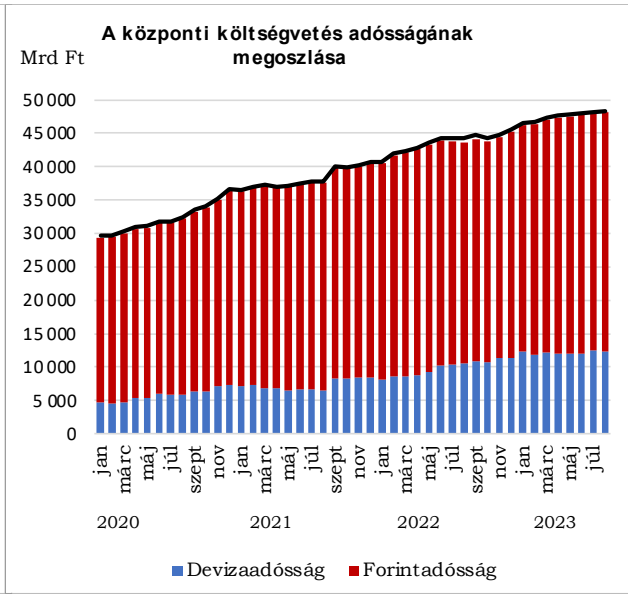
Államadósság

2023 első félévében a **kormányzati szektor bruttó adósságállománya** névértéken közel 3.900 milliárd forinttal emelkedett és így elérte az 52.700 milliárd forintot. A növekmény hasonló mértékű volt, mint az előző év azonos időszakában, miközben mintegy 1.500 milliárd forinttal meghaladta a központi költségvetés adósságának első féléves bővülését. E tekintetben említést érdemel, hogy a 2024. évi költségvetési törvényjavaslathoz mellékelt adósságprognózis szerint a *központi alrendszeren kívüli, de a kormányzati szektorba sorolt* tételek 2023-ban több mint 2.300 milliárd forinttal (a GDP arányában 3,0%-kal) növelhetik az adósságállományt.

A kormányzati szektor **GDP-arányos adóssága** a tavalyi év végi 73,9%-ról június végére 75,2%-ra nőtt, de 1,5 százalékponttal alacsonyabb maradt az előző év azonos időszakában látott szintnél. A folyóáras GDP dinamikus bővülése továbbra is erőteljesen támogatja az adósságráta csökkentését. **Előrejelzésünk szerint** az adósságráta az év végére 71,9%-ra mérséklődhet és 2024-ben 70% körüli szintre csökkenthet. Az *őszi EDP-jelentés* viszont továbbra is 70% alatti adósságrátát vár 2023 végén a nominális GDP pálya lefelé történt korrekciója és a központi költségvetés finanszírozási igényének 700 milliárd forintos megemelése ellenére. A rendelkezésre

álló információk alapján ezt a prognózist nem tudjuk alátámasztani.





A központi költségvetés adósságában a **devizaadósság aránya** 2022 végére elérte a 25%-ot, ami egy év alatt több mint 4 százalékpontos növekedést jelentett. 2023-tól az Államadósság Kezelő Központ a devizaarány felső határára vonatkozó referenciaértéket 30%-ra emelte a finanszírozás rugalmasságának fenntartása érdekében. Az év első 8 hónapjában a devizaadósság részesedése 25 és 27% között ingadozott, az augusztusi záróérték 25,5% volt. A szeptemberi 1,75 milliárd eurós kötvénykibocsátás és a forint árfolyamának folytatódó gyengülése következtében a devizaarány azóta minden bizonnyal emelkedett.

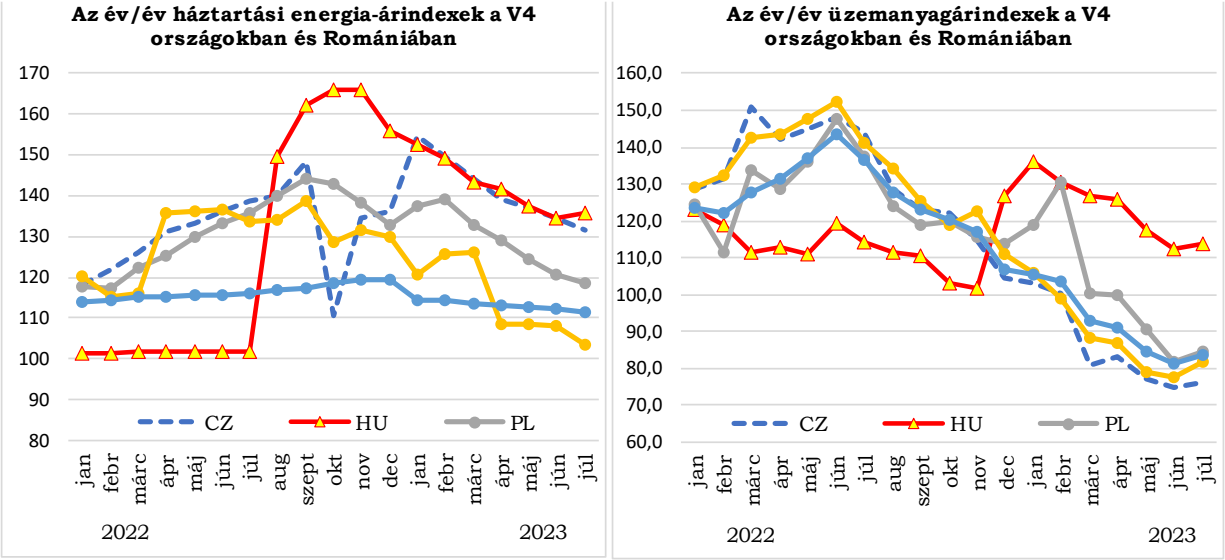
2.5.2. Infláció

2023 első 9 hónapjában a magyar fogyasztói árak 20,9%-kal voltak magasabbak, mint 1 évvel korábban. Ez nem csak az Európai Unió legmagasabb árindexe, hanem világviszonylatban (már ami a konszolidált gazdaságú országokat illeti) a legmagasabbak közé számít. Az év folyamán az év/éves árindex hónapról hónapra csökkent, a januári 26,4%-ról a szeptemberi 12,2%-ra, és feltehetőleg ez a mérséklődés az év fennmaradó részében is folytatódik.

A havi indexek alakulását 2023-ban jelentős mértékben befolyásolja a bázishatás az előző évi extrém ármozgások miatt. Mivel 2022 első felében az áremelkedés még viszonylag mérsékelt (bár gyorsuló) volt, 9,4%-os átlagos árindexszel, a 2023. első félévi indexek ennek megfelelően kimagaslóan volt (23,6%). Tavaly a második félévet viharos áremelkedés jellemezte, amelyhez hozzájárult a sokáig mesterségesen alacsonyan tartott hatósági energiaárak hirtelen, nagyarányú megemelése: augusztusban a háztartási energia, december 6-án pedig az üzemanyagárak felszabadítása.

A késleltetett hatás miatt 2023 első hét hónapjában a magyar energiaár-index lett a legmagasabb az EU-ban. Ez szeptembertől (az Eurostat HICP számítása szerint már augusztustól) kikerül a bázisból, ami jelentősen csökkenti az árindexet az év hátralévő részében. Az üzemanyagok árindexe azonban egész évben (pontosabban 2023 december 6-áig) magas marad, a bázishatás miatt.

A háztartási energia és az üzemanyag árindex a V4 országokban és Romániában



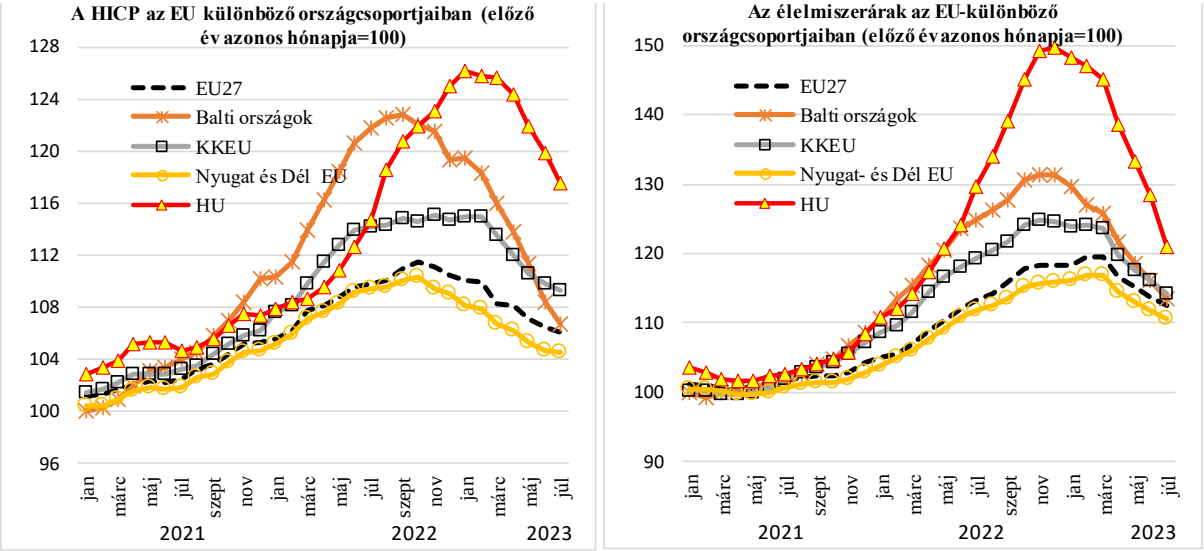
Forrás: Eurostat, Economy and Finance, Prices, [prc_hicp_manr

Az egyes országcsoportok:

- Balti országok (3): Észtország, Lettország, Litvánia
- Közép-kelet-európai országok (6): Csehország, Lengyelország, Szlovákia, Románia, Bulgária, Horvátország
- Nyugat- és dél európai országok (17): Ausztria, Belgium, Ciprus, Dánia, Finnország, Franciaország, Görögország, Hollandia, Írország, Luxemburg, Németország, Málta, Olaszország, Portugália, Spanyolország, Svédország, Szlovénia

2023 első 9 hónapjában kimagasló volt a magyar árindex az élelmiszerek (32%) és az élvezeti cikkek (16,9%) terén is. Az év folyamán mindkét területen csökkent, de még mindig nagyon magas maradt az árindex.

A HICP és az élelmiszer-árindex az egyes európai országcsoportokban

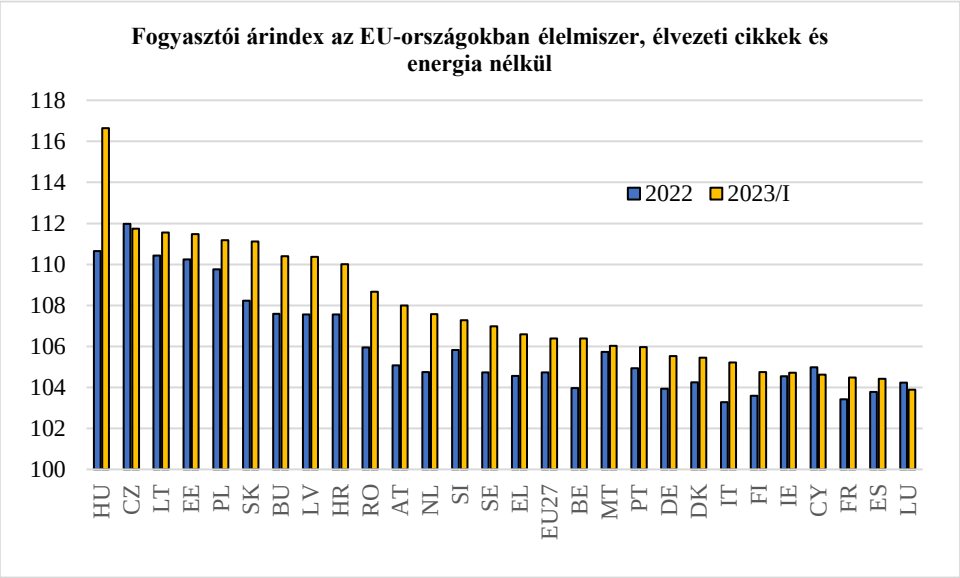


Forrás: Eurostat, Economy and Finance, Prices, [prc_hicp_manr]

Figyelemre méltó azonban, hogy a magyar árindex szinte minden egyéb termék- és szolgáltatáscsoportban a legmagasabb, vagy a legmagasabbak egyike volt 2023 első felében. Az Eurostat által mért 12 HICP kategóriából 9-ben a magyar árindex volt a legmagasabb 2023 első 8 hónapjában (1. élelmiszer, 2. élvezeti cikkek, 5. bútor-háztartási eszközök, 6. egészségügy, 7. közlekedés, 8. kommunikáció, 9. rekreáció, 11. Szállás-vendéglátás, 12. egyéb). Mindössze 3 termékcsoport van, amelyben nem Magyarország az első az inflációs listán.

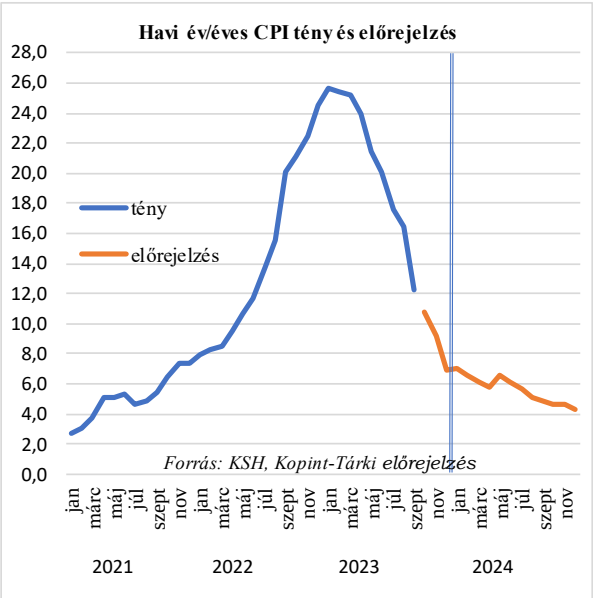
Ez azt jelzi, hogy a magyar gazdaságot az elmúlt másfél évet nem csak egyes termék- és szolgáltatáscsoportok kiemelt áremelkedése jellemezte, hanem egy általánosan erős inflációs tendencia, amely lényegében minden termék- és szolgáltatáscsoportban érvényesült. Ez 2022 folyamán nem választható el a választási költségvetés során kiosztott 2 ezer milliárd forintnyi vásárlóerő kiáramlásától, amely megakadályozta, hogy az amúgy is erős, általános inflációs környezetben gátat szabjon a további áremeléseknek. Ez csak 2022 végén, 2023 első felében következett be, amikor az infláció mérséklődésében, a bázishatás mellett, a kereslet-csökkenés is szerepet játszott. A bolti kiskereskedelmi forgalom volumene 2023 első felében a KSH adatai szerint több mint 10%-kal esett vissza (ezen belül a második negyedévben 11,4%-kal), igaz a szintén KSH forrású GDP adat szerint viszont a háztartások teljes vásárolt fogyasztása[1] az első félévben csupán 4%-kal (ezen belül a második negyedévben 3,5%-kal) esett vissza.

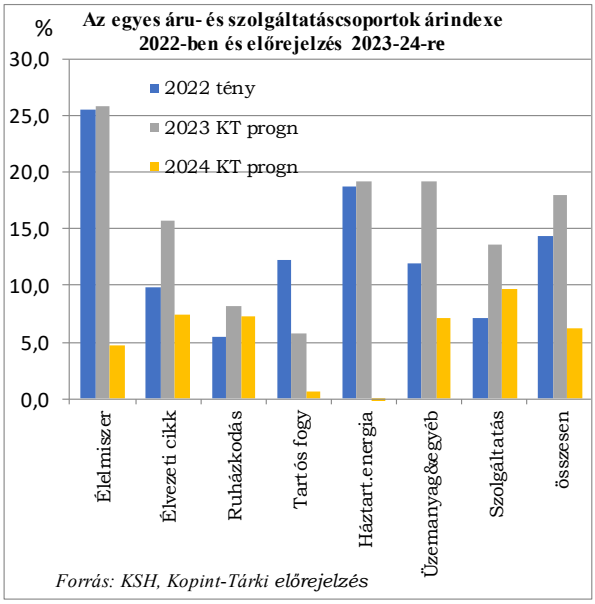
[1] ideértve a nem bolti forgalmú fogyasztást, és a vásárolt szolgáltatások igénybevételét



Forrás: Eurostat, Economy and Finance, Prices, [prc_hicp_manr

2023-ra a Kopint-Tárki 17,7%-os éves átlagos fogyasztói árindexet jelez előre. Ez 0,3 százalékponttal alacsonyabb, mint a júniusi jelentésünkben prognosztizált érték. Ennek oka, hogy a szeptemberi árindex a vártnál alacsonyabb lett, elsősorban az élelmiszerek hó/hó árának enyhe, 0,2%-os visszaesése következtében.





Mint már előző jelentéseinkben is megírtuk, 2023 végére a fogyasztói árindex 10% alá esik, sőt ez már novemberben is nagy valószínűséggel megtörténhet.

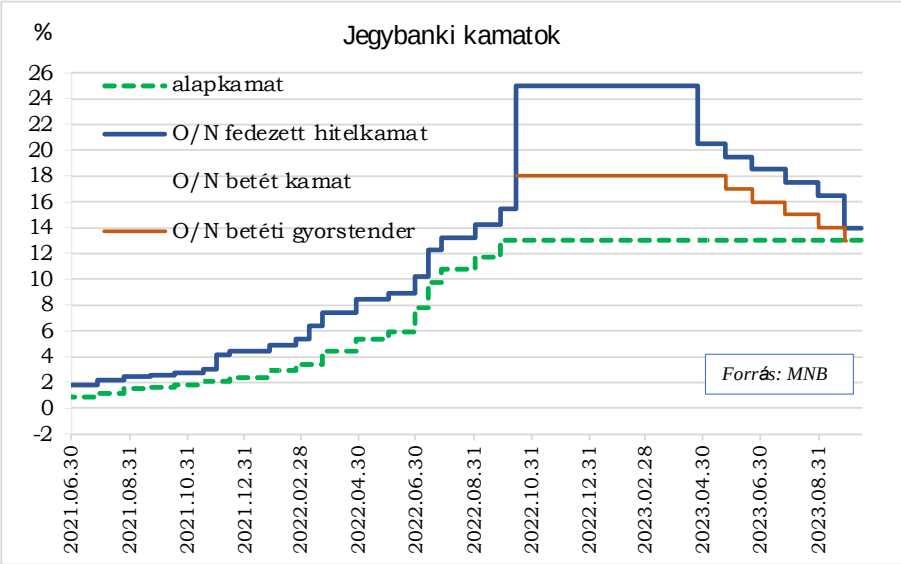
A 2023. évi fogyasztói árindex lefutása tehát az előző évinek a tükörképe lesz, a 2023. januári tengely körül. Csak közben megjárta a 26%-os magasságokat is.

2024-ben 6% körüli fogyasztói árindexet várunk. Lehetne alacsonyabb is, de a kiskereskedelmi különadók 2024. évi további emelése és a csomagolási díj bevezetése, valamint az üzemanyagok adójának a növelése újabb inflációs impulzust fog adni az év elején.

2.5.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok

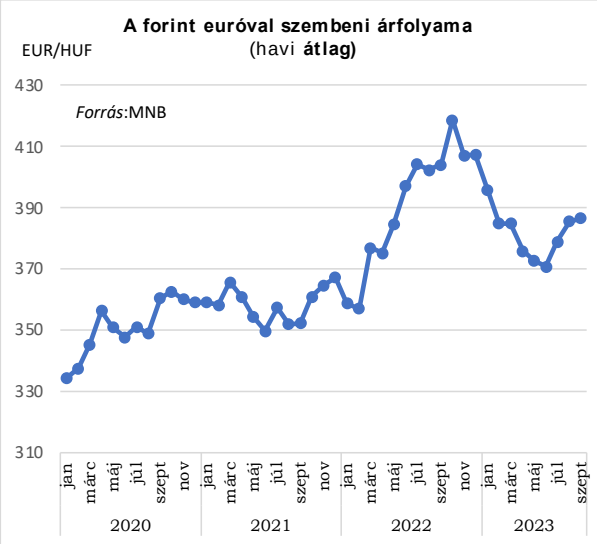
Jegybanki kamatok és árfolyam

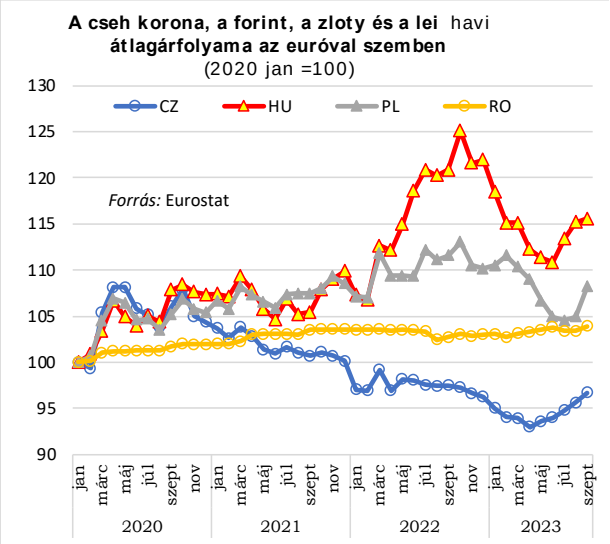
Az infláció fokozatos lassulásával a **jegybank** 2023 májusában hozzáfogott a tavaly októberben rekordnagyságúra felemelt **irányadó ráta** csökkentéséhez. Az irányadó eszköz szerepét betöltő *egynapos betéti tender* kamata szeptember végére 5 lépésben 500 bázisponttal a *13%-os alapkamat* szintjére esett. Ezzel ismét az alapkamat vált az effektív jegybanki kamattá és egyúttal az eszközrendszer is egyszerűsödött. A jegybanki kommunikáció igyekszik hűteni a várakozásokat a kamatcsökkentési ciklus automatikus folytatását illetően. Mindenesetre az elemzői várakozások szerint az alapkamat az év végéig megközelítheti a 11%-ot.



A magas kamatszintnek köszönhetően a **forint euróval szembeni** havi átlagos **árfolyama** 2022 decembere és 2023 júniusa között 10%-kal erősödött és ezzel gyakorlatilag ledolgozta a tavaly elszenvedett leértékelődést. Júliustól azonban ez a trend megfordult és szeptemberre az árfolyam már több mint 4 százalékpontot veszített az első félévében elkönyvelt erősödésből. A szeptemberi átlagosan 386 forint körüli euróárfolyam nagyjából a februárban látott szintnek felelt meg. Míg 2022 folyamán a forint euróval szembeni árfolyamának alakulása látványosan elszakadt a **többi régiós deviza** árfolyammozgásától, 2023 első félévében a forint régión belül is erősödni tudott. A harmadik negyedévben azonban a forint régiós összehasonlításban is gyengült, bár szeptemberben a lengyel jegybank váratlan mértékű kamatvágása megtépázta a zlotyi (és részben a cseh korona) árfolyamát.

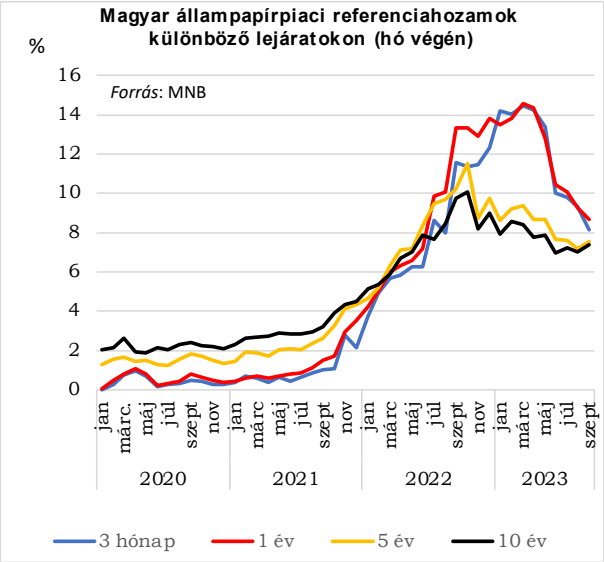
A forint utóbbi időben látott gyengülése egybeesett a befektetői hangulatot befolyásoló belföldi, illetve nemzetközi eredetű hatásokkal, amire az árfolyam jelentős kilengésekkel reagált. Eközben a magyar kamatszint továbbra is vonzó maradt, de a kamatelőny szűkült. Ehhez a nagy jegybankok még folytatódó *kamatemelési ciklusa* is hozzájárult. A piaci hangulatváltozások és a kamatkülönbözet alakulásának az árfolyamra gyakorolt hatását összekapcsolja az a körülmény, hogy a magas kamatszint jelentős mennyiségű **forró pénzt** vonzott be a forint piacára. A kamatelőny csökkenésével párhuzamosan így a forint árfolyamának a kockázatérzékenysége egyre erősebbé vált, és ez az árfolyam gyengülése irányába hat.

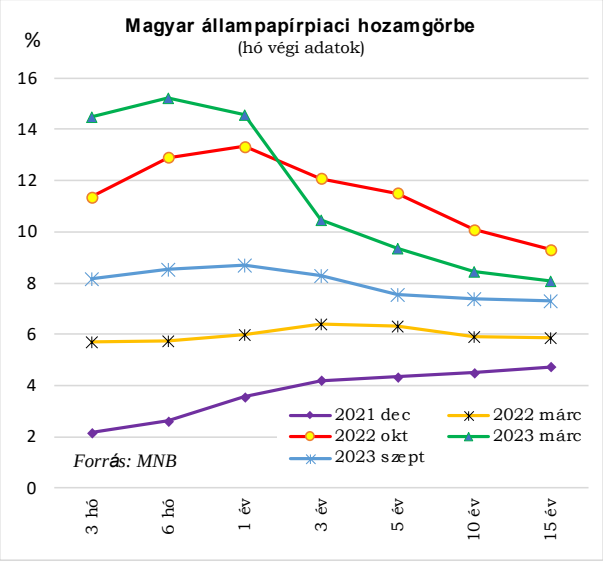




Állampapír-piaci hozamok és hitelkamatok

Az állampapír-piaci **referenciahozamok** a tavalyi meredek emelkedést követően 2023 második negyedévére már gyakorlatilag valamennyi lejáraton csökkenő pályára kerültek. A hozamgörbe rövid oldalán az emelkedés mértéke magasabb volt és hosszabb ideig tartott, de a tetőzést követő hozamesés is gyorsabb volt, mint a hosszú lejáratokon. Ez a mintázat összhangban áll a *hozamgörbe várható elmozdulásaival* egy inflációs hullám leszálló ágában.



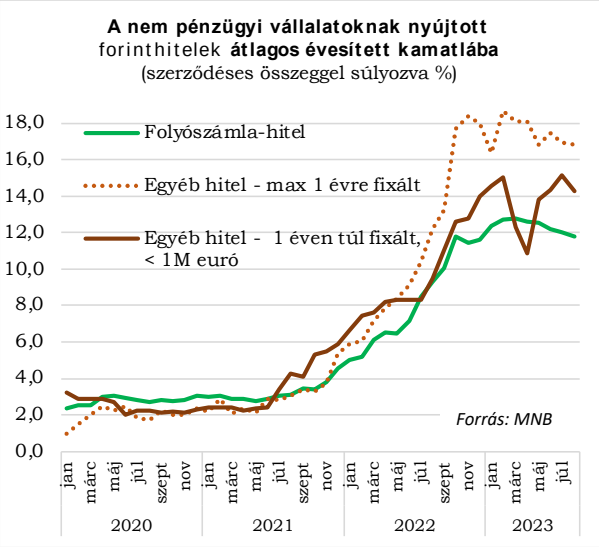


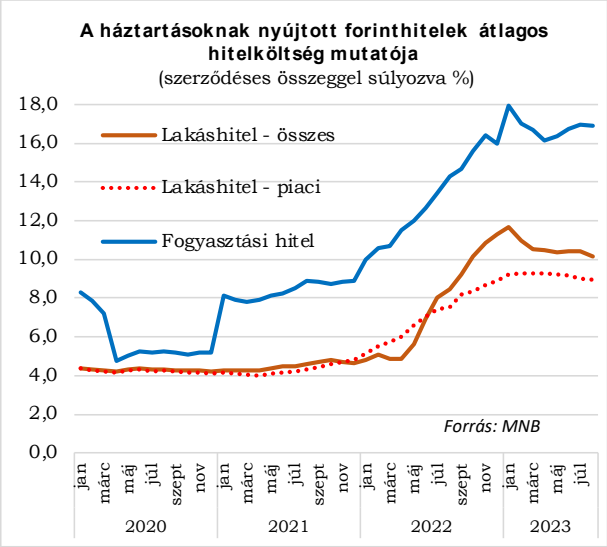
A 3 hónapos és az 1 éves referenciahozamok a 2021 végi értékhez képest 1.200, illetve 1.100 bázisponttal emelkedve *2023 márciusában* 14% felett tetőztek, majd szeptember végéig 5 hónap alatt mintegy 600 bázisponttal estek. Az 5 és 10 éves lejáratokon a hozamok viszont már *tavaly októberben* elérték a tetőpontjukat 11,5, illetve 10,1%-os szintek mellett: 2021 végéhez képest ekkor az 5 éves hozamok 720, míg a 10 éves hozamok 560 bázispontos növekményt mutattak. A következő 11 hónap alatt ingadozások mellett 400, illetve 270 bázispontos csökkenés következett be ezeken a

lejáratokon. A szeptemberig közel 8%-ra mérséklődő 3 hónapos referenciahozam a tavaly nyár végén látott szintjéhez tért vissza, míg a 10 éves hozam valamivel 7% feletti értéke nagyjából a tavaly májusi szintnek felelt meg.

A hozamok esése **júniusban átmenetileg felgyorsult** az állampapírok iránti keresletet ösztönző *intézkedések* következtében. A rövid hozamok mérséklődése várhatóan tovább folytatódik az év hátralévő részében, bár lassabb ütemben. A hosszabb lejáratokon ugyanakkor a csökkenő trend megtorpanni látszik, ami elsősorban a *globális hosszú hozamok* emelkedésével függ össze.

A **forinthitel-kamatok** esetében csak korlátozottan tükröződött a jegybanki irányadó ráta és a hozamok csökkenése. A kamatok jelentős drágulást követően tipikusan az idei év első negyedévében tetőztek, de *augusztusig* még nem csökkentek érdemben 2022 végéhez képest. A forgóeszköz-finanszírozás szempontjából lényeges **vállalati** *folyószámla-hitelek* átlagos kamata augusztusban 11,8% volt: ez alig különbözött a decemberi értéktől, miközben a forgóeszközhitelekre elvárt 12%-os kamatplafon alatt maradt. Az *egyéb vállalati hitelek* nagy volatilitást mutattak. A maximum 1 éves kamatfixálású hitelek kamatlába ugyan 1,2 százalékponttal csökkent decemberhez képest, de így is közel 17% maradt. A legalább 1 éves kamatfixálású, 1 millió euró alatti forinthitelek ennél kedvezőbb, 14,3%-os kamatszintje viszont valamivel magasabb volt, mint 2022 decemberében. Bár az **új vállalati hitelek volumene** 2023 első félévében 5%-kal nőtt az előző év azonos időszakához képest, ezen belül a forinthitel kihelyezés 27%-kal csökkent.





A **háztartásoknak** nyújtott *fogyasztási hitelek* augusztusi 16,9%-os hitelköltség-mutatója 1 százalékponttal csökkent a januári tetőzéshez képest, míg hasonló mértékben haladta meg a 2022 végi szintet. A *lakáshitelek* hitelköltség-mutatója a tavaly decemberi 11,3%-ról 10,1%-ra mérséklődött. A csökkenés a támogatott hitel-konstrukcióknál jelentkezett, ahol a költségek zömét az állam viseli. A *piaci kamatozású lakáshitelek* THM-szintje ugyanakkor 9% környékén stagnált, de csak kismértékben volt magasabb az *önkéntes plafonértéknél*. A megemelkedett hitelköltségek negatív hatása erőteljesebben érvényesült a lakossági szegmensben: az első félévben év/év alapon a **lakossági hitelkihelyezés** közel 50%-kal esett vissza, míg az új lakáshitelek volumene az egy évvel korábbi szint harmadára zsugorodott.

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 REÁLNÖVEKEDÉSE										
GDP összesen	3,7	2,2	4,3	5,4	4,9	-4,5	7,1	4,6	-0,5	2,5
Belföldi felhasználás	2,0	1,8	5,7	7,1	7,1	-2,6	6,3	3,7	-3,7	2,7
Magánfogyasztás	3,6	4,1	4,5	4,1	4,5	-1,8	4,0	6,4	-1,5	2,2
Közösségi fogyasztás	1,3	0,5	3,8	4,3	9,5	3,9	2,5	0,4	-1,0	0,0
Bruttó felhalmozás	-1,6	-3,5	10,1	15,9	12,0	-6,9	13,0	-0,1	-8,0	2,8
ebből: állóeszköz-felhalmozás	4,9	-10,6	19,7	16,3	12,8	-7,1	5,8	0,1	-7,1	2,8
Export[a]	7,4	3,8	6,5	5,0	5,4	-6,1	8,3	12,6	2,5	2,9
Import[a]	5,7	3,5	8,4	7,0	8,2	-3,9	7,3	11,6	-1,2	2,5
TERMELÉSI INDEXEK										
Mezőgazdasági kibocsátás (bruttó)	-2,5	9,4	-4,1	2,6	-0,1	-2,4	-0,7	-18,2	40,0	0,0
Ipari termelés	7,4	0,9	4,6	3,5	5,6	-6,0	9,5	6,1	-4,0	4,0
Kiskereskedelmi forgalom volumene	5,8	4,8	5,6	6,7	6,3	-0,1	3,7	5,0	-7,0	4,0
FOGLALKOZTATÁS, JÖVEDELMEK										
Foglalkoztatottak száma	2,7	3,4	1,5	1,3	0,8	-0,9	0,7	1,3	0,3	0,6
Munkanélküliségi ráta (15-74 éves népesség)	6,6	5,0	4,0	3,6	3,3	4,1	4,1	3,6	4,1	3,8
Bruttó nominális keresetek[b]	4,3	6,1	12,9	11,3	11,3	9,8	8,9	17,4	15,0	10,0
Nettó reálkeresetek[b]	4,4	7,4	10,3	8,3	7,6	6,3	3,6	2,5	-2,5	3,8
ÁRAK, ÁRFOLYAMOK, KAMATOK										
Fogyasztói árindex	-0,1	0,4	2,4	2,8	3,4	3,3	5,1	14,5	17,7	6,0
Forint/euró árfolyam (éves átlag)	310	311	309	319	325	351	359	391	385	385
Dollár/euró árfolyam (éves átlag)	1,11	1,11	1,13	1,18	1,12	1,14	1,18	1,05	1,07	1,08
Rövidtávú kamatok (3 hó), időszak vége	0,80	0,06	-0,01	0,00	-0,01	0,28	2,16	12,32	7,0	5,0
Hosszútávú kamatok (10 év), időszak vége	3,33	3,16	2,02	3,01	2,01	2,08	4,51	8,98	7,0	5,5
FIZETÉSI MÉRLEG										
Folyó fizetési és tőkemérleg a GDP %-ában	6,9	4,5	2,8	2,4	1,1	1,0	-1,7	-6,2	-0,5	1,0
ÁLLAMHÁZTARTÁS										
Államháztartás egyenlege, a GDP %-ában	-1,8	-1,7	-2,4	-2,0	-2,0	-7,5	-7,1	-6,2	-5,2	-3,7
Bruttó államadósság, a GDP %-ában[c]	75,8	74,9	72,1	69,1	65,3	79,3	76,7	73,9	71,9	70,5

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