



Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép 2022. I féléről

Készült a Költségvetési Tanács Titkársága megbízásából

Készítették:

Matheika Zoltán
Oblath Gábor
Palócz Éva


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



Budapest, 2022. szeptember 25.

Készült a KVT/7-1/2022 szerződés alapján

Dr. Palócz Éva Mária
vezérigazgató

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

Tartalom

Összefoglaló	4
1. Makrogazdasági folyamatok 2022-ben.....	6
Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa	8
1.1. A GDP és komponensei.....	9
1.2. A GDP termelési oldala	13
1.2.1. Ipar.....	13
1.2.2. Építőipar.....	16
1.2.3. Lakásépítés.....	18
1.2.4. Turizmus	19
1.3. A GDP felhasználási oldala	21
1.3.1. A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai	21
1.3.2. Beruházások.....	25
1.3.3. Külkereskedelem	28
1.4. A fizetési mérleg és az ország nettó külföldi kötelezettségállományának alakulása.....	31
1.5. Foglalkoztatottság, munkanélküliség	34
2. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok.....	36
2.1. Államháztartási folyamatok	36
2.1.1. Költségvetési folyamatok az EU-ban 2022 első negyedében	36
2.1.2. A magyar költségvetési folyamatok 2022-ben.....	38
2.1.3. Államadósság.....	42
2.2. Infláció	44
2.2.1. Fogyasztói árindex az Európai Unióban	44
2.2.2. Az infláció összetevői.....	45
2.2.3. A magyar fogyasztói árindex jellemzői 2022-ben	52
2.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok	55
2.3.1. Jegybanki kamatok és árfolyam.....	55
2.3.2. Állampapír-piaci hozamok	58
2.3.3. Vállalati és lakossági kamatok	60

Összefoglaló

Míg 2021-ben a világgazdasági folyamatok javultak, ami a magyar gazdaságra is jótékony hatással volt, az idei évre világszerte a fennálló problémák súlyosbodása jellemző, amelyet az Ukrajna elleni orosz támadás és ennek tovagyűrűző következményei tovább tetéznék.

Ezzel együtt az idei első két negyedévben a magyar gazdaság – a növekedési számokat alapul véve – várakozásokat felülmúlóan sikeres volt: a szezonálisan kiigazított GDP-volumen negyedévről negyedévre való emelkedése folytatódott, és a volumen a második negyedévben immár 7%-kal meghaladta a Covid-válságot megelőző negyedéves csúcsszintet.

Az első negyedévi 8,2% után a növekedési ütem csak mérsékelten lassult – 6,5%-ra – a második negyedévben. Az első félév átlagában nagyon dinamikus, a legtöbb elemző várakozásait meghaladó, 7,3%-os év/éves növekedést produkált a magyar gazdaság.

Ugyanakkor a növekedés *szerkezete* meglehetősen sajátos volt. Az elsődleges hajtóerő mindkét negyedévben a *magánfogyasztás* volt, amelynek növekedése az első negyedévi 11,5%-os rekordütem után is csak mérsékelten, 9,4%-ra lassult. A magánfogyasztást pedig nem csupán a jó ütemű növekedésből és a munkaerő-hiányból szervesen adódó ütemes reálkereset-emelkedés táplálta, de még csak nem is a tavaly év végi növekedési és inflációs várakozásokhoz viszonyítva meglehetősen feszítettnek mondható minimálbéremelés. Az igazi lökést egy februárra időzített költségvetési kiadáscsomag adta, amely drasztikus – nagyobbreszt egyszerű elemekből álló – pótlólagos jövedelemkiáramlást eredményezett.

Ehhez az első negyedévben még a közösségi fogyasztás és a bruttó állóeszköz-felhalmozás dinamikus bővülése is társult. Ez utóbbi miatt az első negyedévben a *belföldi felhasználás* egésze is rekordütemben bővült, míg a második negyedévben a közösségi fogyasztás megtorpanása, az állóeszköz-felhalmozás komoly lassulása és a negatív irányú készletváltozás együttes hatására a belföldi felhasználás dinamikája mintegy megfeleződött. Ugyanakkor a belföldi felhasználás robbanásszerű növekedésével párhuzamosan a *külkereskedelmi folyamatok* az első negyedévben komoly mértékben lehűzték a GDP-növekedés ütemét, míg a második negyedévben – a belföldi kereslet mérséklődése és az exportteljesítmény enyhe javulása mellett – a külkereskedelem nagyjából semleges volt a növekedés szempontjából.

A háztartások viharos fogyasztási kedve annak ellenére kitartott az év közepéig – a kiskereskedelmi adatok fényében *majdnem* az év közepéig – hogy az orosz-ukrán háború nyomán még inkább elszabaduló energiaárak, illetőleg az időjárási anomáliák miatt még inkább elszabaduló élelmiszerárak már önmagukban is a közeljövőbeli kilátások markáns romlását eredményezték. Mostanra megkezdődött a fogyasztás visszavágása a háztartások részéről, miközben a vállalati szektort a beszerzési nehézségek, a költségrobbanás, valamint a hazai és nemzetközi kereslet lefékeződése készletberuházási terveik és – számos vállalat esetében – tevékenységük visszafogására. Így várakozásunk szerint a második félévére a növekedési ütem látványos lassulása lesz jellemző. A Kopint-Tárki fenntartja fél évvel ezelőtti – **4%-os** – növekedési prognózisát 2022-re, folyamatosan csökkenő negyedéves növekedési ütemekkel, sőt az év utolsó negyedévében kár negatív növekedéssel. A

magánfogyasztás 5,4%-os, a bruttó állóeszközfelhalmozás 4,8%-os és az importnak (5,1%) az exporténál (4,5%) gyorsabb növekedését jelezzük előre.

A növekedési kilátásokat a kedvezőtlen reálgazdasági impulzusokon kívül tovább árnyékolja az a pénzügyi egyensúlytalanság, amely az elmúlt két és fél évben kialakult. A *költségvetési* hiány már 2020-ban és 2021-ben is különösen magas volt (jóval magasabb, mint az EU-átlaga), 2022 közepére azonban – éppen a már idézett, egyszeri jóléti kiadások miatt – már tarthatatlan mértékű deficit alakult ki. Ennek következtében a kormány a választások után bevételnövelő („extra-profit”-adó, bevezetése, jövedéki adók emelése), valamint kiadáscsökkentési intézkedéseket hozott (részleges rezsiemelés, állami beruházások jegelése). Ezek a lépések mind az aggregált kereslet csökkenésének az irányába mutatnak, ami mind a lakossági fogyasztás, mind a beruházások növekedésének csökkenését, vagy akár zsugorodását eredményezik. Ezzel egyidejűleg az állami kereslet is mérséklődik.

A gyorsan emelkedő inflációra a jegybank határozott *kamatemelésekkel* reagált, ami a banki kamatokba is begyűrűzik. Ezzel 2022 második felére végetért az alacsony hitelkamatokra épülő növekedési korszak, ami mind a háztartások, mind a vállalatok beruházásait visszaveti. Sőt, az emelkedő kamatok a változó kamatozású hitelekkel rendelkező háztartások egy részét ellehetetlenítheti, ami – hozzáátéve a rezsiemelés drasztikus hatását – tovább csökkenti a rendelkezésre álló lakossági jövedelmet. Mivel, mint láttuk, a magánfogyasztás az elmúlt másfél évben a növekedés legfőbb húzóereje volt, ennek a húzóerőnek a kiesése erősen negatívan fog hatni a gazdasági növekedésre.

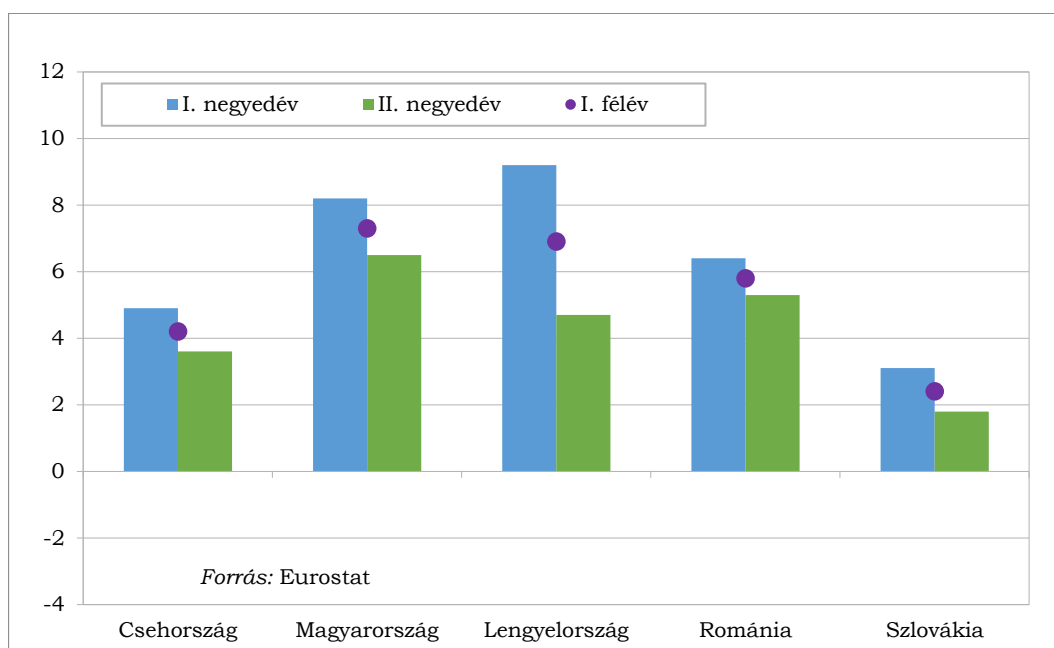
A belföldi felhasználás gyors emelkedése előbb csak csökkentette a külkereskedelmi mérleg jóideje tartó többletét, majd a többlet gyorsuló ütemben emelkedő deficitbe váltott át. A reálfolyamatok mellett ehhez a romló cserearányok is nagyban hozzájárultak, az importált energia árának viharos emelkedés következtében. A fizetési mérleg is romlik, ami a külső finanszírozás nehézségeinek lehetőségét is felvetheti.

Az államadósság gyors emelkedését különösen aggasztóvá teszi az állampapírpiaci hozamok emelkedése, ami Magyarország esetében jóval nagyobb, mint a többi régiós országé. A valuta leértékelődése is nagyobb mértékben sújtja a magyar fizetőeszközt, mint a régió többi nem-euróövezeti ország valutáját. Ezeket a jelenségeket nem csak a romló pénzügyi mutatók magyarázzák, hanem a magyar gazdaságpolitikával szembeni növekvő befektetői bizalmatlanság, ami szoros kapcsolatban van az Európai Bizottsággal való megállapodás bizonytalanságával. Pedig az európai támogatások megérkezése létkérdés a jelenlegi magyar gazdasági helyzetben.

1. Makrogazdasági folyamatok 2022-ben

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

Év/éves GDP-növekedési ütemek 2022 első felében (%)



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

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

Ugyanakkor Magyarországon negyedéves átlagban még így is jó közepes ütemben nőttek a reálkeresetek, a második negyedév jó részében még hatott a februári egyszeri jövedelemkiáramlás, és a rezsicsökkentés részleges eltörlését csak júliusban jelentette be a kormány. Így aztán a háztartások fogyasztási kiadásai még a második negyedévben is 10% körüli ütemben nőttek, ami képes volt 6% fölött tartani a GDP

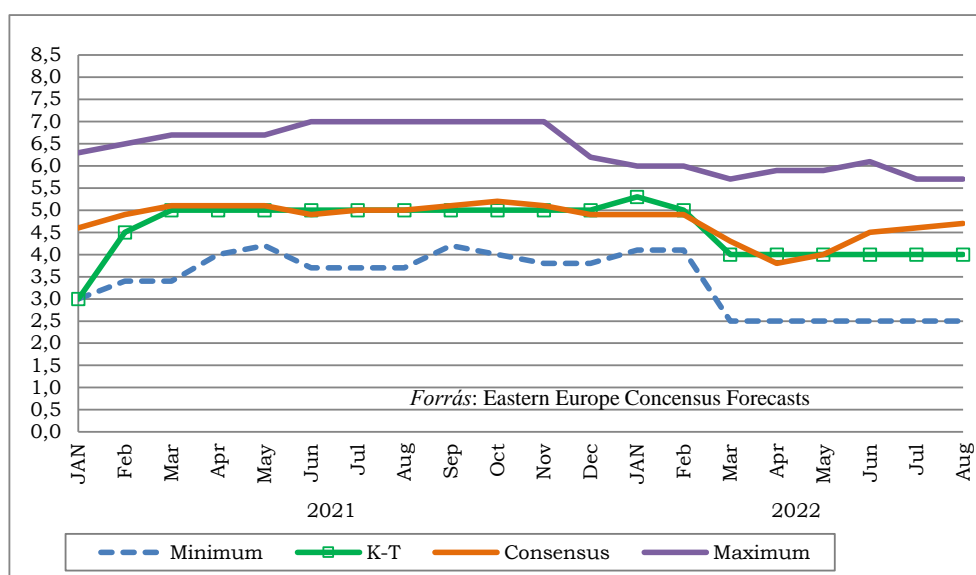
növekedési ütemét a második negyedévben. A termelési oldalon mindez elsődlegesen a *szolgáltatások* erőteljes – az első és a második negyedévben is 10% körüli – év/éves növekedési ütemében tükröződött, az ipar szerény és az építőipar hevesen ingadozó teljesítménye, valamint a második negyedévben már látványosan bezuhanó mezőgazdaság mellett.

Am pontosan a magánfogyasztás lesz az, amelyet a várható negatív folyamatok a legsúlyosabban érintenek majd. A harmadik negyedévben a fogyasztói árindex 15% fölé fog emelkedni, aminek nyomán az eddigi reálkereset-emelkedés megtorpan, az év vége felé pedig csökkenésbe fordul. Szeptembertől kezdve megjelenik a számlákban a részleges rezsiemelés, ami a háztartások rendelkezésére álló jövedelmét jelentősen megcsapolja és fogyasztását drasztikusan csökkenti.

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

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

Consensus prognózis Magyarország 2022. évi GDP-növekedésére (%)



2023-ra drasztikus lassulást – mindössze 1,5% körüli növekedést – feltételezünk, és e prognózishoz jelentős negatív kockázat kapcsolódik.

Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa

(éves változás, százalék)

	Tényadatok					Előrejelzés		
	2020	2021	2022		júl-aug	2022		2023
			I. né.	II. né.		2022 ápr.	2022 szept.	2022 szept.
GDP-aggregátumok reálnövekedése								
GDP összesen	-4,5	7,1	8,2	6,5		4,0	4,0	1,5
Belföldi felhasználás	-2,7	5,8	11,5	6,2		4,3	4,5	-0,6
Magánfogyasztás	-1,9	4,4	11,5	9,4		5,2	5,4	-1,5
Közösségi fogyasztás	3,4	3,9	6,4	0,3		1,5	1,5	0,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-7,0	5,9	13,2	6,1		4,0	4,8	1,0
Bruttó felhalmozás összesen	-6,6	9,6	17,6	2,4		3,6	4,5	1,0
Export	-6,1	10,3	5,2	7,6		4,0	4,5	2,5
Import	-4,0	8,7	8,3	7,3		4,4	5,1	0,0
Ipari termelés	-6,0	9,5	5,6	4,6	4,0 ^e	4,0	4,0	3,0
Fogyasztói árindex	3,3	5,1	8,2	10,6	14,7	8,7	14,0	16,5
Foglalkoztatás, jövedelmek								
Foglalkoztatottak számának növekedése ^a	-0,9	0,7	2,3	1,6	1,1 ^f	0,8	1,2	0,0
Foglalkoztatási ráta ^a	62,1	63,0	63,7	64,0	64,3 ^f	64,1	64,1	64,1
Munkanélküliségi ráta ^a	4,1	4,1	3,7	3,2	3,4 ^f	3,7	3,5	3,5
Termékegységre jutó bérköltség ^b	3,0	-1,4	9,3	5,7		4,3	2,0	7,5
Bruttó nominális keresetek ^c	9,7	8,7	21,0	15,2		12,3	17,0	12,0
Nettó reálkeresetek	6,2	3,4	11,8	5,1		3,3	2,6	-3,9
Megtakarítási ráta a GDP %-ában ^d	6,5	6,5	5,7	5,2		6,5	6,0	5,5
Folyó fizetési és tökemérleg a GDP %-ában	0,9	-0,4	-2,4 ^h			-3,0	-4,0	-2,5
Államháztartás								
Államháztartási egyenleg, a GDP %-ában	-8,0	-6,8	-4,8			-6,5	-6,5	-4,0
Bruttó államadósság, a GDP %-ában	79,6	76,6	77,3	77,5		75,0	77,0	75,0
Rövidtávú hozam (3 hó), időszak vége	0,28	2,16	5,7	6,3	8,0 ^g	6,0	11,0	9,0
Hosszút. hozam (10 év), időszak vége	2,08	4,51	5,9	8,0	8,8 ^g	6,5	10,5	9,5
Nemzetközi feltételek								
Nemzetközi kereskedelem volumene	-8,3	9,3				6,0	5,0	4,4
Brent olajár (\$/hordó, időszaki átlag)	41,8	70,8	100,3	100,9	106,2	100,0	107,0	100,0
GDP-változás az eurózónában, %	-6,4	5,4	5,5	4,1		2,9	2,6	1,3
GDP-vált. az új EU-tagországokban, %	5,6	-3,8	7,1	4,7		3,3	3,1	2,7
Forint/euró, időszaki átlag	351	359	364	386	403	365	389	400
Dollár/euró, időszaki átlag	1,14	1,18	1,12	1,06	1,02	1,12	1,05	1,00

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 egységbéreköltség százalékos változása, évkezdettől kumulált adat

c A megfigyelt munkáltatói kör adatai alapján

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

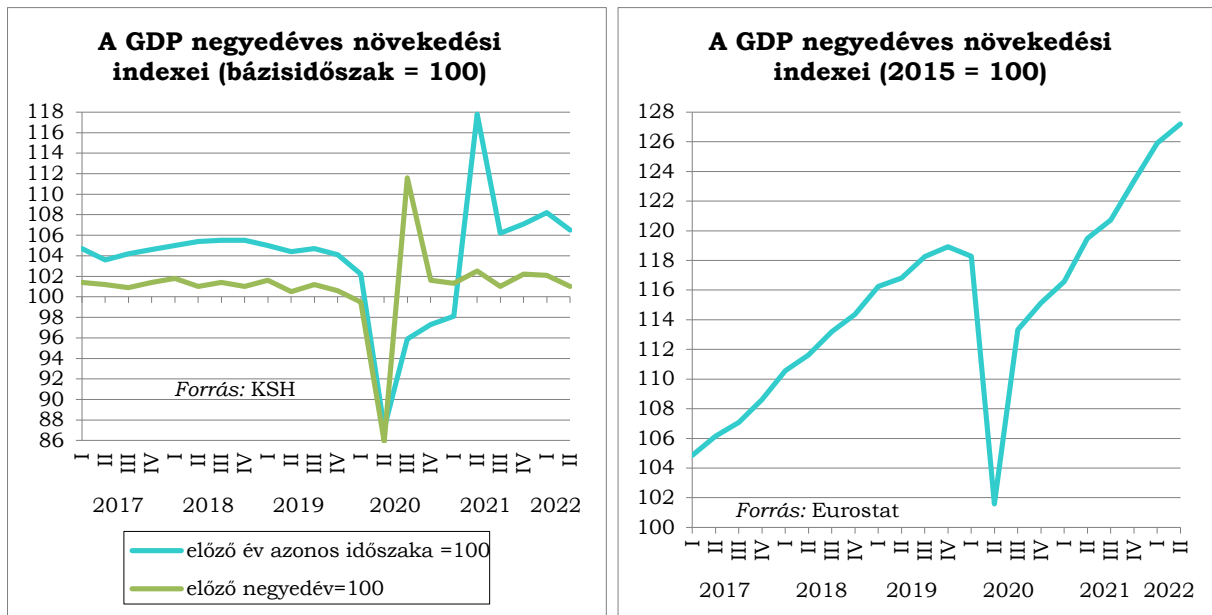
e Július

f június-augusztus

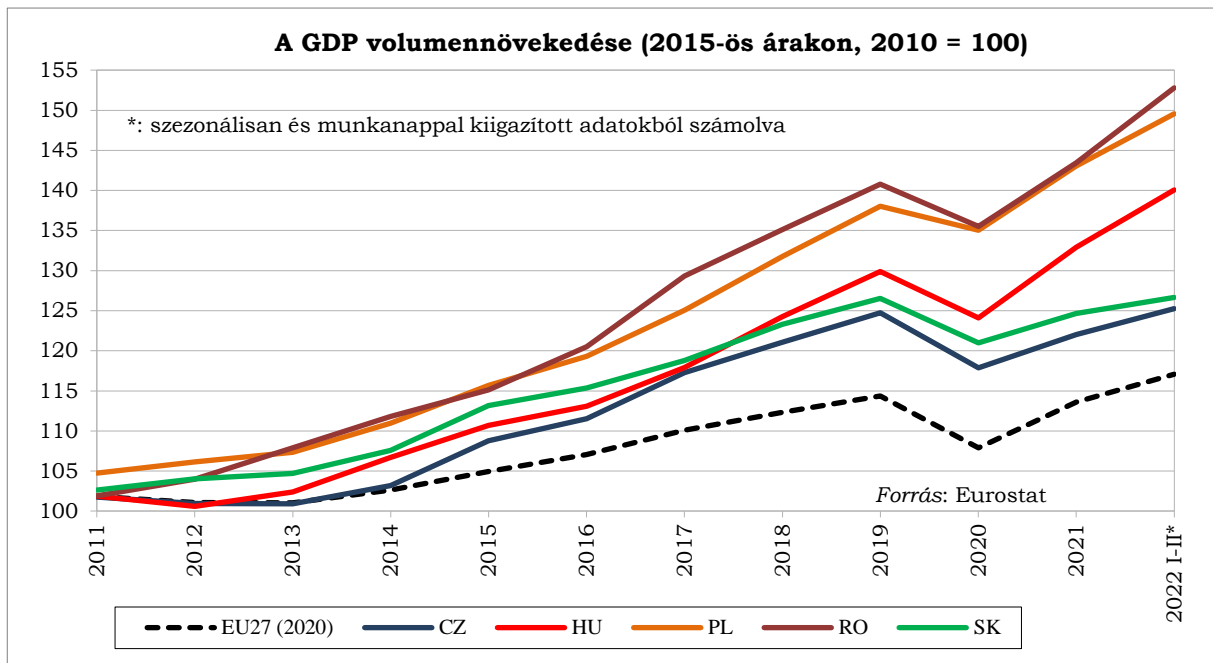
g Augusztus

1.1. A GDP és komponensei

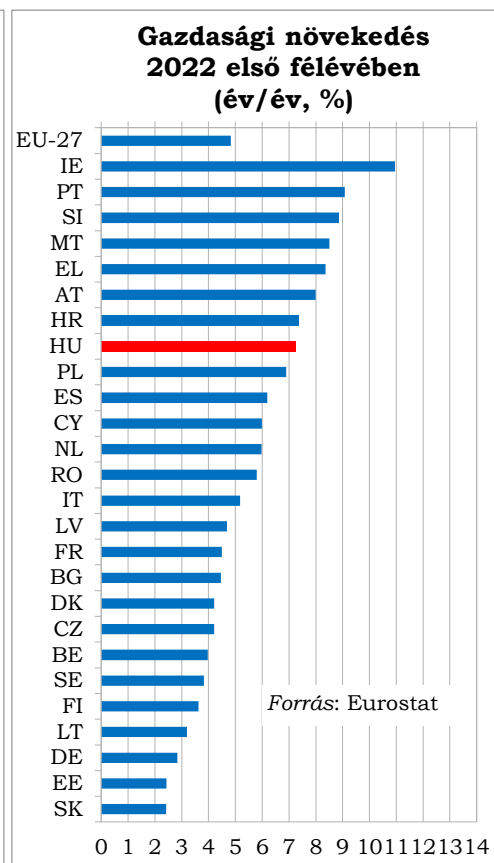
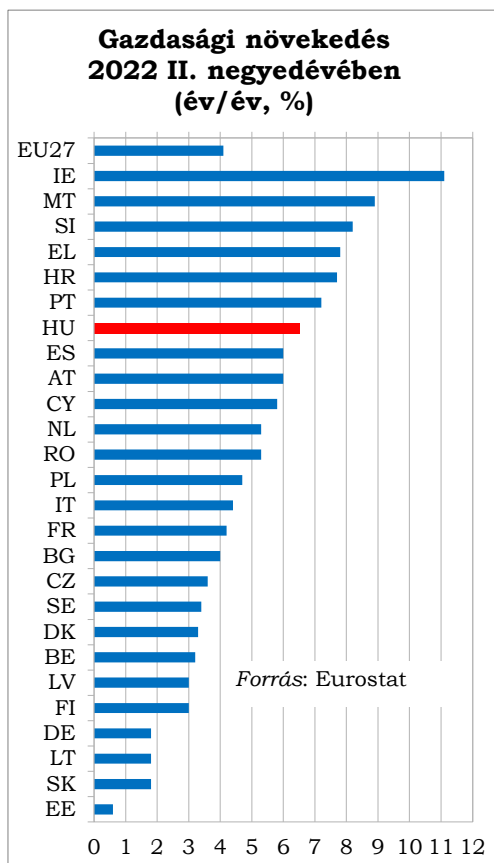
Az első félévben kiugróan dinamikus növekedésre került sor a magyar gazdaságban - habár az elemzők a GDP dinamikus növekedésének a folytatódását várták az idei első negyedévben, a KSH által közölt 8,2%-os ütem szinte általános meglepetést keltett. Ezek után várható volt a növekedés lassulása – a romló nemzetközi gazdasági feltételek, az orosz-ukrán háború, illetőleg a korábbinál is drasztikusabban meglóduló árak és költségek miatt – de a mért 6,5%-os kimondottan jó ütemnek számít az adott feltételek mellett. Az előző negyedévhez képest a GDP az első



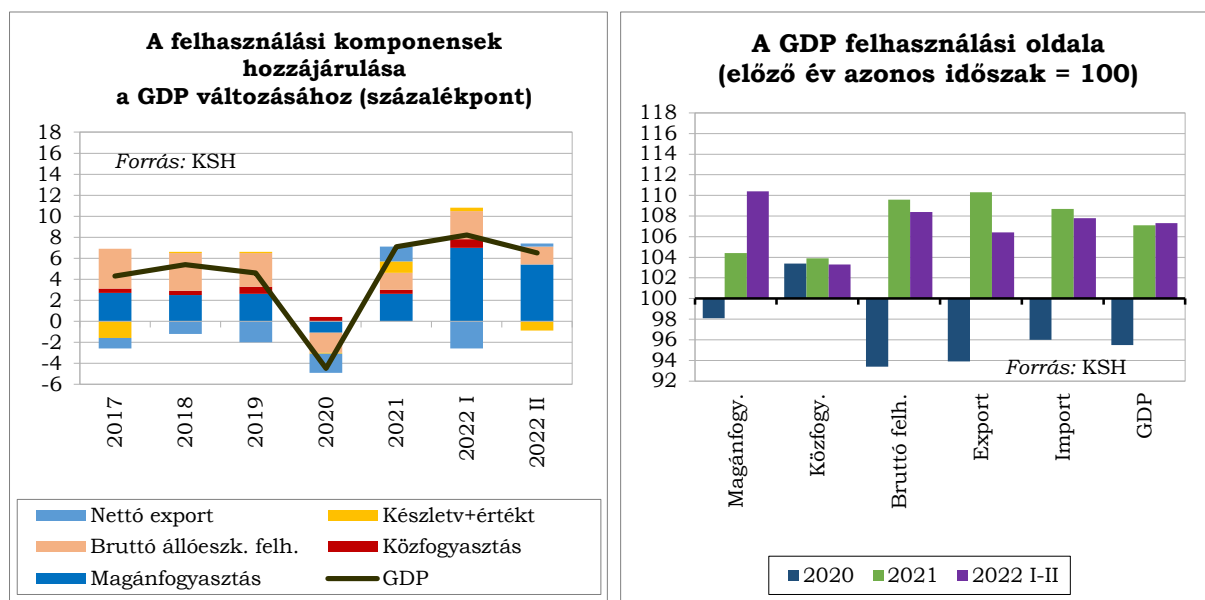
negyedévben 2,1%-kal, a másodikban 1%-kal bővült. Az első félév egészét tekintve az átlagos növekedési ütem 7,3% volt, ami jócskán meghaladta a 4,8%-os uniós átlagot, és a szűken vett régiós versenytársakhoz (visegrádi országokhoz és Romániához) viszonyítva a legmagasabb volt. Az első félév átlagos GDP-szintje – szezonálisan kiigazította adatok alapján – közel 8%-kal magasabb volt, mint a Covid-válságot megelőző 2019. évi csúcshoz. Ez kissé elmarad a lengyel és román halmozott kilábalás mértékétől, de toronymagasan felülmúlja a járvány utáni cseh és szlovák növekedési teljesítményt: e két országban az első félévben a GDP-volumen épp csak hogy meghaladta a 2019-es szintet.



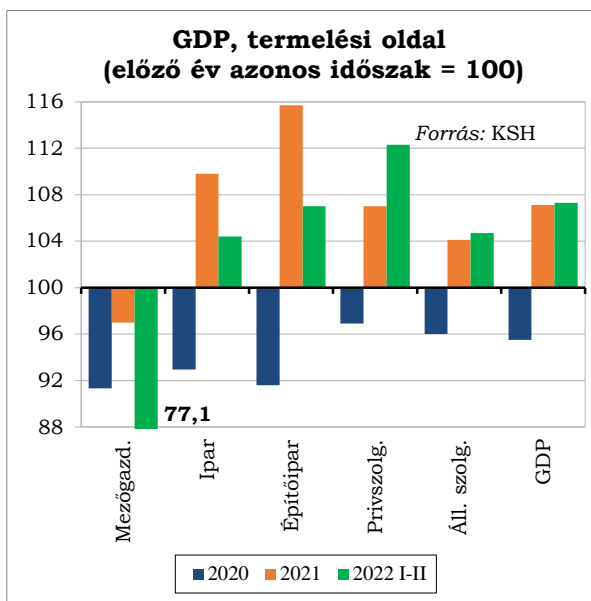
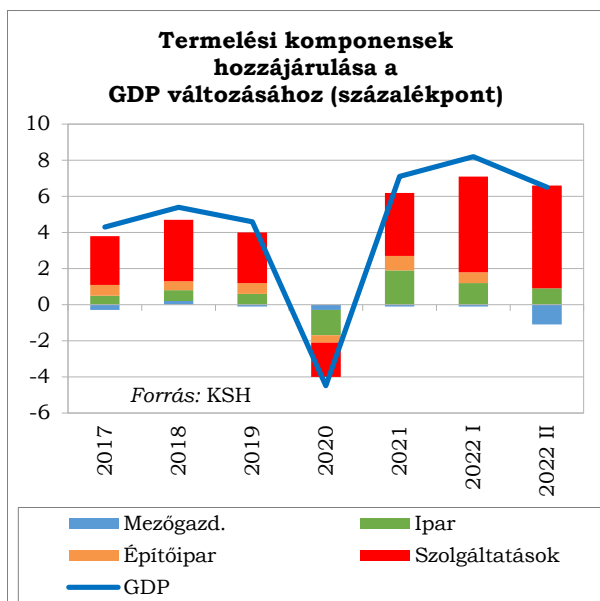
Ha az egész EU-val vetjük össze, a 2021. évi magyar gazdasági dinamika mind az első félév átlagában, mind pedig a második negyedévben a mezőny felső harmadába sorolható: az eddig ismert adatok alapján Magyarország a második negyedévben a hetedik, az első félévben a nyolcadik legmagasabb növekedési ütemet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



A **felhasználási oldalon** az első negyedévet rendkívül féloldalas növekedési szerkezet jellemezte: a még mindig jó ütemben bővülő reálkeresetek, de legfőképpen a kormány idén februárra időzített keresletösztönző intézkedéscsomagja – adóvisszatérítés, 13. havi nyugdíj, a fegyveres testületek tagjainak adott ún. fegyverpénz – a magánfogyasztás dinamikáját sztratoszférikus magasságba emelte. Ehhez társult egyrészt a szintén dinamikus közösségi fogyasztás, másrészt pedig a vártnál jobban teljesítő *bruttó állóeszköz-felhalmozás*. Így aztán a *belföldi felhasználás* dinamikája az első negyedévben példátlan magasságba, 11,5%-ra emelkedett. Ezzel szemben az *áru- és szolgáltatás-külkereskedelem*, ahogy arra ilyen körülmények között számítani lehet, erősen negatív irányba változott, miután az áruimportnak lökést adott a belföldi kereslet megugrása, miközben az exportnövekedést fékeztek a kínálatoldali nehézségek. A második negyedévben némi kiegyenlítődés volt megfigyelhető. A továbbra is erős magánfogyasztás ellenére a belföldi felhasználás dinamikája majdnem megfelelődött, aminek következtében az áruimport növekedési üteme is mérséklődött. Így a második negyedévben a nettó export növekedési hozzájárulása gyakorlatilag zérus volt, miközben a növekedést még mindig hajtotta a belföldi kereslet jó ütemű bővülése.



A **termelési oldalon** a helyzet bizonyos értelemben fordított volt, miután a növekedés a második negyedévben vált igazán féloldalassá. Habár a belföldi kereslet által húzott szolgáltatások vita nélkül a növekedés elsődleges hajtóerejét jelentették, kiugró ütemben nőtt az építőipar, és közel 5%-kal bővült az ipar. Ezzel szemben a második negyedévben két látványos változásra került sor: egyrészt az eddig csak enyhén zsugorodó mezőgazdaság látványos zuhanásba váltott, miután világossá váltak a hőhullámok és a mostanáig szinte példa nélkül állóan súlyos aszály következményei. Ezenfelül az építőipar – a júniusi visszaesés miatt – stagnált a második negyedévben. Az ipar bővülése szerény ütemben folytatódott, de a szolgáltatások a korábbinál is inkább a domináns növekedési tényező szerepét játszották a második negyedévben. A szolgáltatások dinamikája valójában még erősödött is. Ehhez – a még a második negyedévben is nagyon erős kiskereskedelem és szállítás-raktározás mellett – az informatikai szolgáltatások, a megugró befejezett lakásépítések által támogatott



ingatlanügyek, a még mindig a kilábalási szakaszban tartó és tovább gyorsuló művészet-szórakoztatás-szabadidő ágazat, valamint – az oktatás és egészségügy jóvoltából – az állami szolgáltatások javuló dinamikája járult hozzá mindenekelőtt.

Várakozásunk szerint az **év második felében** drasztikus cezúrára fog sor kerülni a növekedési trendekben. Egyrészt a viharos belföldi kereslet lehülését már a június-júliusi kiskereskedelmi adatok is jelzik (az üzemanyagon kívüli forgalom e két hónapban megközelítőleg stagnált). Az inflációs ráta immár beérte, az év további részében pedig a jelek szerint túlszárnyalja majd a keresetemelkedés ütemét, tehát a reálkeresetek növekedése csökkenésbe fordul. A hűvösebbé váló általános gazdasági környezet és az egyidejű fiskális és monetáris megszorítás mellett a rezsicsökkentési rendszer szelektív lazítása – a globális gázárak alakulásától függően további lazítást sem zárhatunk ki – gyors hangulatváltást eredményezett a háztartások körében. Az energiaárak elszaladása a hazai vállalati szektort is megütötte – az energiaigényes iparágakban már van példa átmeneti leállásokra, hasonlóan Nyugat-Európához, és a költségek a szolgáltatási szektorban is sok helyütt kezelhetetlenné válnak. Miután az energiasokk az egész Európai Uniót, azon belül a magyar gazdaság számára kiemelten fontos Németországot is sújtja, egyszerre várunk jelentős lassulást – vagy épp csökkenést – az exportban és az importban. Egyelőre remélni lehet, hogy a kettő kioltja egymást, tehát a nettó export növekedéshez való hozzájárulása a második félév során nagyjából semleges lesz, vagy csak enyhén lesz negatív. Ez azt jelenti, hogy míg az első félévben a belföldi kereslet szárnyalása tartotta nagyon magasan a növekedési ütemet, a második félévben mindenekelőtt a belföldi kereslet összecsuklása eredményez majd nagyon alacsony, a stagnáláshoz közelítő növekedési dinamikát. Összeségében a 7%-ot meghaladó első félévi növekedés ütem ellenére is fenntartjuk **4%-os éves növekedési előrejelzésünket 2022-re.**

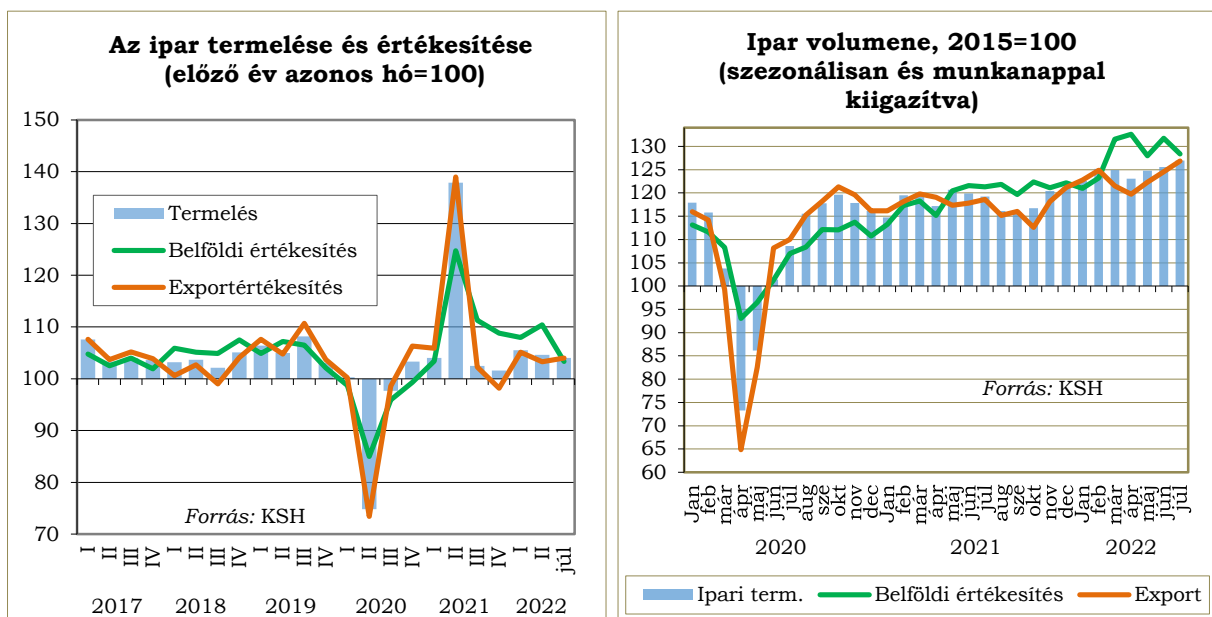
1.2. A GDP termelési oldala

1.2.1. Ipar

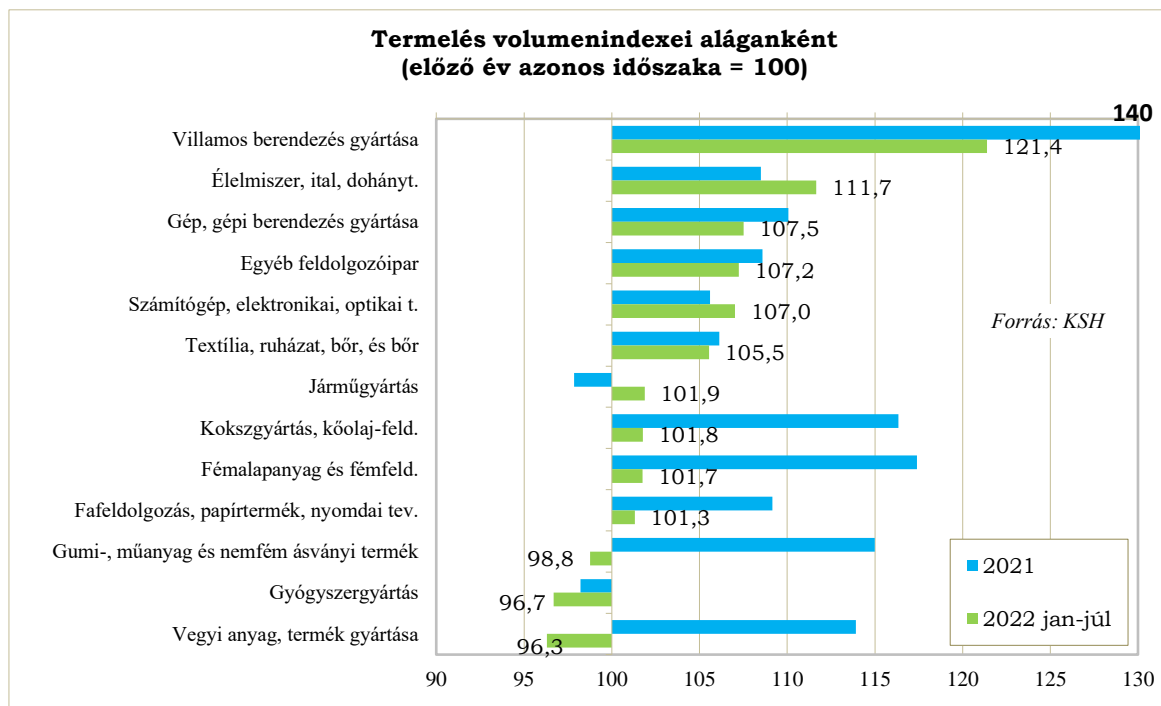
Az elmúlt év lassuló tendenciája az idei első negyedévben átmenetileg megfordult: az első negyedévben az ipari termelés 5,5%-kal bővült, és e növekedésből a belföldi és – bár kisebb mértékben – az exportértékesítés egyaránt kivette a részét. A második negyedévben a növekedési ütem 4,6%-ra mérséklődött,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

Összességében az első hét hónap átlagában az ipari növekedés 4,9%-kal nőtt, miközben a belföldi értékesítés 8,4%-os, az exportértékesítés 4,1%-os növekedést produkált.

A gépipari ágak közül a két kisebb súlyú ágazat, a felfutóban levő akkumulátorgyártás által megtámasztott villamosgépipar, valamint (kisebb mértékben) a szűken vett gépipar növekedése volt dinamikus az idei év első felében. Az elektronikai ipar csak május-júniusban vett némi lendületet, és bizonyos fokig

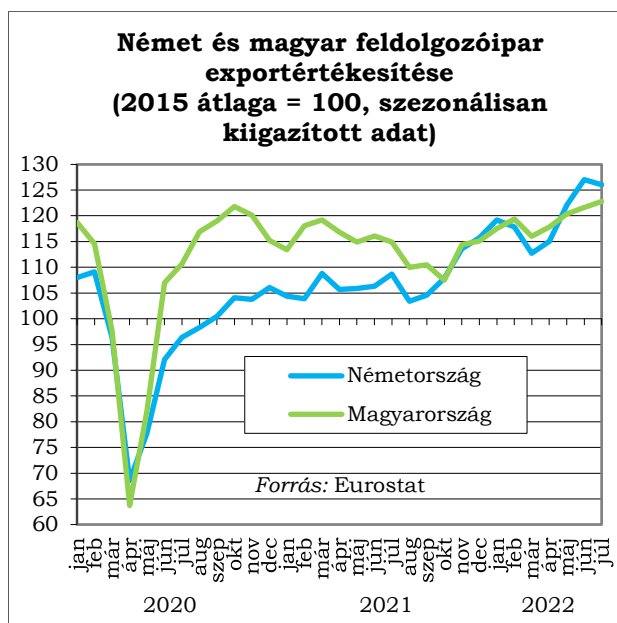


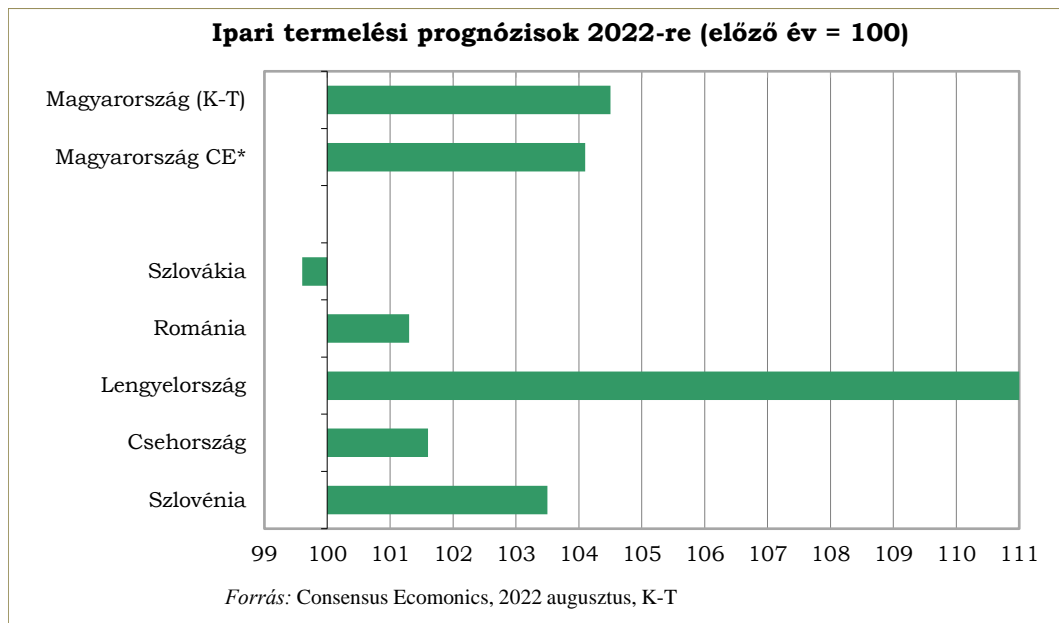
hasonló a helyzet az autóipari kibocsátással is, habár ez utóbbi csak egy júliusi megugrásnak köszönhetően tudott enyhe növekedést felmutatni az első hét hónap átlagában. Ezzel szemben az élelmiszeripar kétszámjegyű növekedést könyvelhetett el. Összességében a 13 feldolgozóipari ág közül 3-ban (szűk vegyipar,



gyógyszergyártás, gumi- és műanyagipar) mértek év/éves csökkenést január-júliusban, ugyanakkor a növekedést felmutató feldolgozóipari alágak több mint felében a halmozott növekedési ütem meghaladta az 5%-ot.

Korábban említettük, hogy a szezonálisan kiigazított feldolgozóipari exportértékesítés enyhe emelkedő tendenciát mutat az idén. Ez az emelkedés ugyanakkor kissé *elmarad* a német feldolgozóipar exportértékesítésének nyári megugrásától. (Általában véve a magyar feldolgozóipar exportértékesítésének növekedési teljesítménye 2020 közepétől kezdve alatta maradt a német feldolgozóiparénak.) Ez azért figyelemre méltó, mert ugyanakkor a rendelésállomány (azon belül is az export-rendelésállomány) kedvezően alakult az első félévben. Ami pedig a BMI-indexet illeti, itt Magyarország kifejezetten kilóg az uniós országok közül: az euró-zóna menedzserindexe immár csökkenést jelez előre, ezzel szemben a magyar BMI júliusban és augusztusban is 57,8 ponton állt. A jelek szerint tehát a kereslet még most is támogatja a növekedést, vagyis egyelőre a kínálatoldali problémák teszik a növekedési pályát bizonytalaná. A világszerte erősödő recessziós aggodalmak, illetőleg az egy





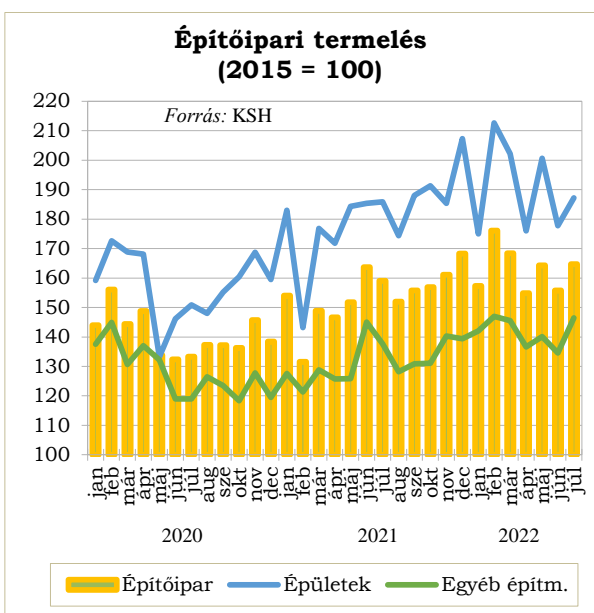
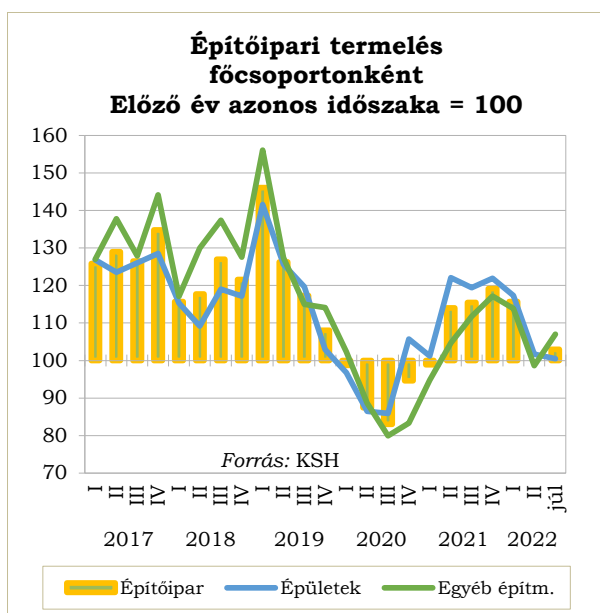
ponton túl elviselhetetlen szintre emelkedő költségek az év második felében már keresleti oldalon is gondokat okozhatnak. Mára egyértelművé vált, hogy az orosz-ukrán háború elhúzódik, és a háború, illetőleg az azt kísérő szankciók globális tovagyrúzó hatásai az orosz gázszállítások drasztikus visszavágásával szintet léptek az EU-ban. Az év fennmaradó részében ezért komoly lassulást várunk az iparban, **2022 egészét tekintve pedig aránylag szerény mértékű, 4,5% körüli ipari növekedést várunk.** Ez régiós összevetésben egyáltalán nem számít rossznak, habár Lengyelország esetében a Consensus Economics elemzői átlagban ennél jóval magasabb növekedésre számítanak.

1.2.2. Építőipar

A Covid-válságot követő növekedési ciklus tavalyi utolsó negyedévi csúcspontja után az idei első negyedévben a növekedési ütem még mindig elérte a 17,5%-ot, a második negyedévben viszont a júniusi visszaesés következtében az ütem hirtelen zérusra esett vissza. Az első félév összesítve 7%-os növekedést hozott, ezen belül még mindig a magasépítés dinamikája volt magasabb – 8,8% – szemben a mélyépítésben mért 5,1%-os ütemmel. Másfelől a magasépítés év/éves növekedési ütemei és a szezonálisan kiigazított havi volumenek egyaránt erőteljesen ingadoztak, miközben a mélyépítésben ilyesfajta kilengésekre nem került sor. (Júniusban az év/éves visszaesés inkább a bázisidőszaki volumen kilengésének tudható be.) Ugyanakkor a szezonálisan kiigazított kibocsátás második negyedévi alakulása is azt sugallja, hogy a mélyépítés ereszkedő pályára állt át. Júliusban az épületek építése nagyjából stagnált, ám a mélyépítés kibocsátása 7%-kal nőtt, és a szezonálisan kiigazított volumen is az első negyedévre jellemző szintre ugrott fel. Kérdés, hogy ez a megugrás a mélyépítésben egy újabb átmeneti irányváltás jele, vagy csak az ereszkedő trend egyszeri megszakítása.

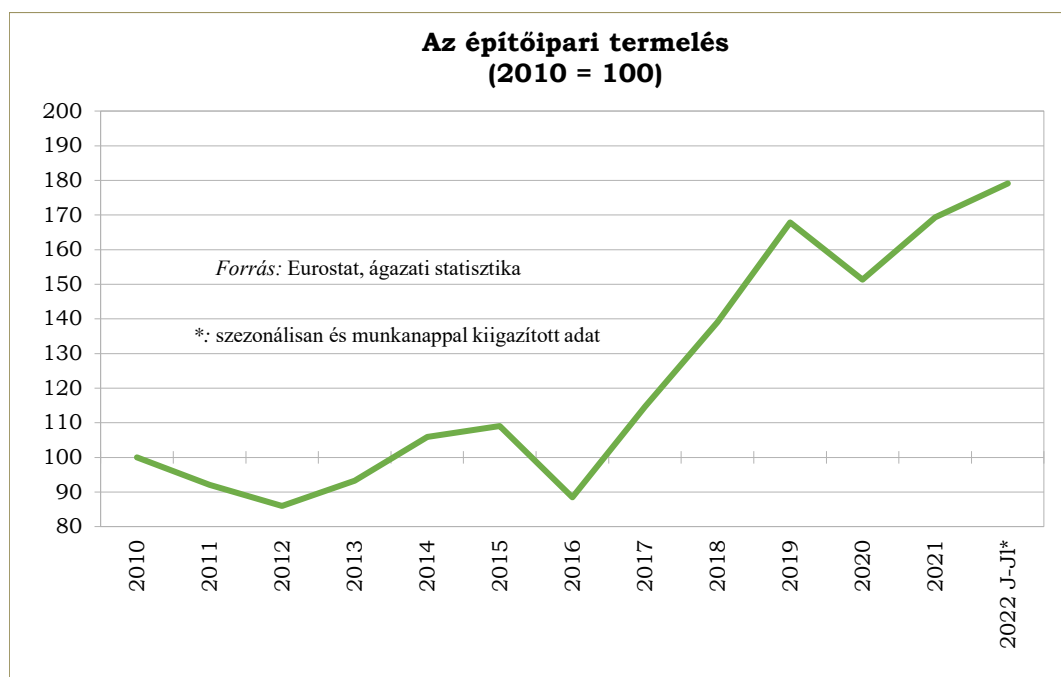
Miközben nemzetközi összehasonlásban a Covid-válságot követő 2021. évi kilábalás kiugró volt Magyarországon, az idei év első félév halmozott növekedését tekintve a magyar építőipar növekedési üteme még mindig az uniós mezőny felső harmadába került. Ezen belül viszont a második negyedévben mért magyar stagnálás lényegesen kedvezőtlenebb volt az EU-átlagnál – még ha az EU egészére is igaz volt, hogy a második negyedévben az építőipari növekedés számottevően lelassult. A kelet-európai tagállamok közül a második negyedévben három ország teljesítménye volt Magyarországnál is kedvezőtlenebb, Lettországnál kétszámjegyű visszaesést, Szlovákiában és Litvániában pedig enyhe visszaesést mértek.

A *rendelésállomány* a mélyépítésben jelentősen meghaladta az egy évvel korábbi szintet az idei első hét hónapban, miközben a magasépítésben az állomány (egy hónap kivételével) folyamatosan csökkent. Az új megrendelések volumene ugyanakkor a nyár elejétől kezdve már mindkét főcsoportban alatta maradt az egy



évvel korábbi szintnek. A költségvetési megszorítások következtében halasztásra kerülő – idén és jövőre is több száz milliárd forintba rúgó – állami beruházások főleg a mélyépítés esetében azt eredményezhetik, hogy az év vége felé a kifutó megrendeléseket egyre kevésbé váltják fel új megrendelések. Ez a későbbiekben érezhetően visszafoghatja az építőipari teljesítményt, hiszen az állami megrendelések súlya a teljes építőipari ágazat kibocsátásában jelentős.

De valójában a negatív irányváltás már a második negyedévben látható: az *iBuild* adatbázis szerint a mélyépítésben *megkezdett* építőipari beruházások értéke rekordot döntött az első negyedévben – két vasúti projektnek köszönhetően – viszont a második negyedévben már csökkent, éppen az elmaradó út- és vasútépítési projektek miatt. A magasépítésben megkezdett beruházások *nominális* értéke nőtt a második negyedévben, ugyanakkor a megkezdett *lakásprojektek* értéke még nominálisan is visszaesett. Összességében az építőipar megkezdett beruházásainak összértéke nominálisan is alacsonyabb volt a második negyedévben, mint egy évvel korábban.



Ugyanakkor a *folyamatban lévő* projektek értéke, sőt szerény mértékben azok volumene is nőtt még év/éves alapon. Iparági várakozások szerint a továbbiakban a magasépítés egyes nem lakáscélú szegmenseiben – a szálloda- és irodaház-építkezésekben – is visszaesés várható.

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

Az év további részében visszafogott ágazati aktivitásra számítunk, a viszonylag kedvező júliusi adat ellenére – az utolsó negyedévben a növekedési ütem jelképes mértékűre csökkenhet. Jelenleg az építőipar **4-4,5%-os** bővülésével számolunk 2022-ben.

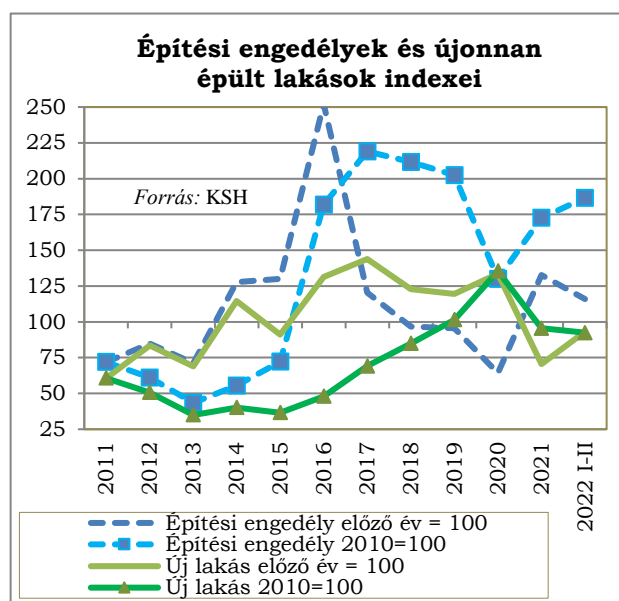
1.2.3. Lakásépítés

2021-ben az átadott lakások számának első negyedévi még élénk bővülése a második negyedévtől kezdve egyre meredekebb – az utolsó negyedévben már zuhanásszerű, 52,6%-os – év/éves csökkenésnek adta át a helyét. E csökkenő trend az idei első negyedévben is folytatódott – habár a csökkenés üteme 26,4%-ra mérséklődött – ám a második negyedévben a csökkenés erőteljes, 26,4%-os növekedésbe váltott. A növekedés alapvetően a természetes személyek által épített lakásoknál mért ugrásnak tudható be – az üzleti szervezetek által befejezett lakások száma csak minimálisan emelkedett. Hogy e növekedés folytatódni fog-e az év második felében, az bizonytalan. Mindenesetre az első félévben a befejezett lakások kumulált száma a második negyedévi emelkedés ellenére 6,8%-kal elmaradt az előző év első félévében befejezett lakások számától.

Az építési bejelentések/engedélykérelmek száma az első után a második negyedévben is bővült, rendre 15,2, illetőleg 16,6%-os ütemben. Az iBuild adatbázis szerint a megkezdett társasházi építkezések értéke a 2021. évi több mint 40%-os növekedés után az idei év első és második negyedévében egyaránt csökkent, méghozzá jelentősen: a második negyedévi nominális 18%-os visszaesés a növekvő árak miatt ennél jóval jelentősebb volumenesezt tükrözhet.

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

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



1.2.4. Turizmus

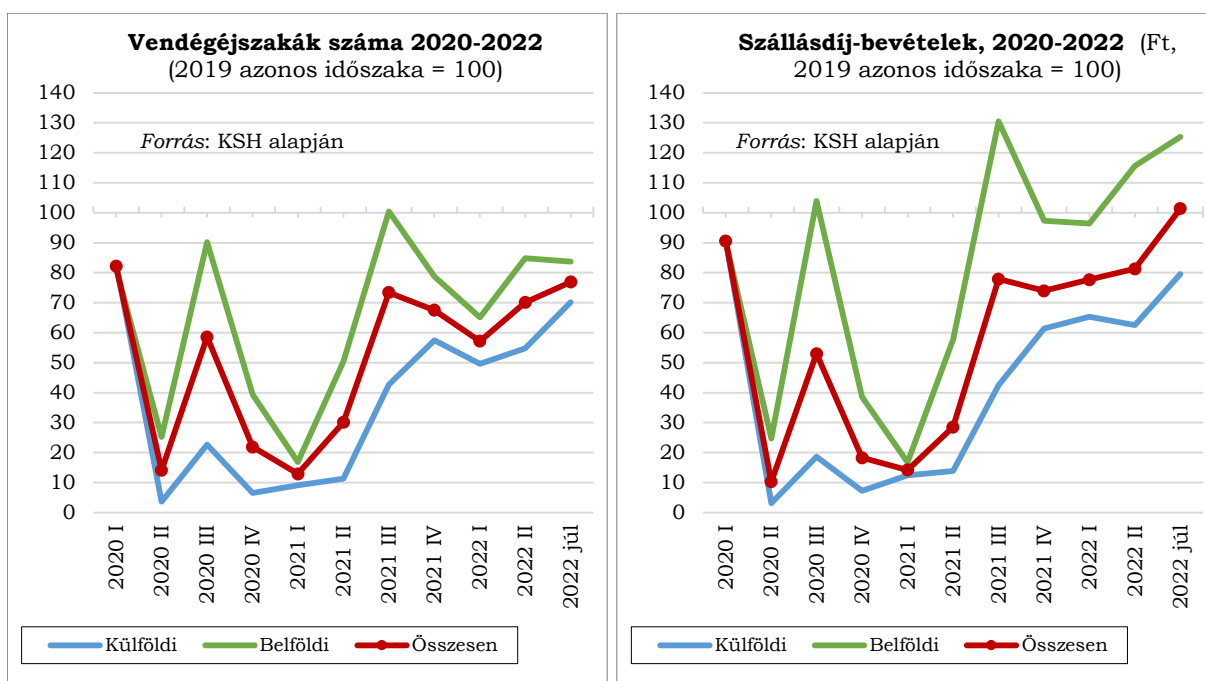
A kereskedelmi szálláshelyeken megforduló vendégek számának a Covid-válságot követő emelkedése 2021 második negyedévéől indult meg – innentől kezdve a KSH erőteljes év/éves növekedést mért. Éves átlagban a 2021. évi növekedés 16%-os volt a járvány-sújtotta 2020-as évhez képest. Hasonló mértékű, 18%-os volt a kereskedelmi *vendégéjszakák* számának éves emelkedése. Ezen belül a belföldi vendégéjszakák száma 12%-kal, a válság által erőteljesebben sújtott külföldi vendégéjszakáké pedig 18%-kal nőtt tavaly.

A növekedés az idén is folytatódott: az első hét hónap átlagában a vendégek száma 143%-kal, a vendégéjszakáké pedig 106%-kal volt magasabb, mint az előző év azonos időszakában. Továbbra is a külföldi vendégéjszakák számának bővülése volt lényegesen magasabb, a hét hónap átlagában 290%-os, míg a belföldi vendégéjszakák száma 155%-kal emelkedett ezzel egyidőben.

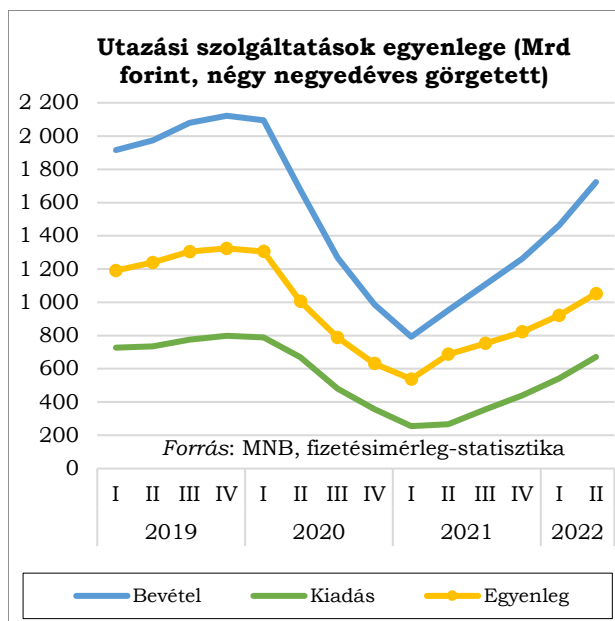
Mindezek következtében a kereskedelmi szálláshelyek szállásdíj-bevétele, illetőleg **összes bevétele** 2021 után az idén is jelentősen emelkedett; az első hét hónap átlagában a nominális szállásdíj-bevétel kb. 143%-kal nőtt, ezen belül a külföldi szállásdíj-bevételek pedig 276%-kal volt magasabb, mint az előző év első hét hónapjában (vagyis több mint 3 és félszeresére nőtt a bázisidőszakhoz képest).

Ez azonban nem ok a túlzott optimizmusra. A turisztikai szektor válságból való kilábalása csak a tavalyi és második negyedévében kezdődött meg, vagy is a bevételek roppant alacsony bázishoz képest többszöröződtek meg. Másrészt figyelemre méltó a vendégéjszakák növekedési ütemének lassulása az idei év folyamán: az első negyedévben a vendégéjszakák száma még mintegy 4,7-szeresére nőtt, a másodikban viszont már csak 69%-kal, júliusban pedig csak 15%-kal.

Ez mindenekelőtt a *belföldi vendégéjszakák* lassulásának tudható be, márpedig – a Covid-válságot megelőző évektől eltérően – a belföldi vendégéjszakák súlya jelenleg jóval magasabb, mint a külföldi vendégéjszakáké. A gazdasági helyzet jelenlegi



romlása egyelőre főképp a belföldi turisztikai keresletet kezdi sújtani: júliusban a belföldi vendégéjszakák száma 6%-kal *alacsonyabb* volt, mint egy évvel korábban. Ez pedig a szálláshely-bevételek, különösen pedig a drasztikusan *megugró költségekhez* viszonyított bevételek alakulását illeti. A szálláshely-szolgáltatási szektort valójában új válság fenyegeti az egyidejű energiaár- és élelmiszerár-robbanás miatt, amellyel a magas infláció, megnövekedett rezsiárak és általánosan romló fogyasztói hangulat nyomán beszűkülő hazai turisztikai kereslet áll szemben.



A külföldiek által támasztott keresletben egyelőre még nem látszik negatív fordulat, ugyanakkor a külföldi vendégéjszakák száma még idén júliusban is csak mintegy 70%-a volt a 2019-es év júliusában mértnek, itt tehát a kilábalástól még messze vagyunk, miközben a belföldi vendégéjszakák száma 2021 harmadik negyedévében már átmenetileg meghaladta a 2019 azonos negyedévének szintjét, és április-júliusban is meghaladta a válság előtti szint 80%-át.

A *folyó fizetési mérleg* turizmushoz kapcsolódó tételének (a szolgáltatásmérlegen belül az „utazás” tétel) bevételi oldalának alakulásában) egyelőre folytatódó javulás érzékelhető, a külföldi vendégforgalom bővülésével összhangban. Mind a bevételi, mind pedig a kiadási oldalon a tavalyi második negyedévtől kezdődően megindult a helyreállítás, ugyanakkor még az idei év második negyedévében is mind a bevételek, mind a kiadások forintértéke jócskán elmaradt még a válságot megelőző értékektől, az időközben végbement áremelkedés ellenére is. Ugyanez elmondható a turisztikai egyenlegről is. A turisztikai mérleg többlete még az idei második negyedévben is a válság előtt csúcs 79%-át tette ki csak, holott ez a nominális, forintban mért többlet. Ráadásul az Európa- és világszerte kedvezőtlen irányba mozgó gazdasági folyamatok miatt a kilábalás lassulni fog, esetleg meg is torpanhat az előttünk álló negyedévekben.

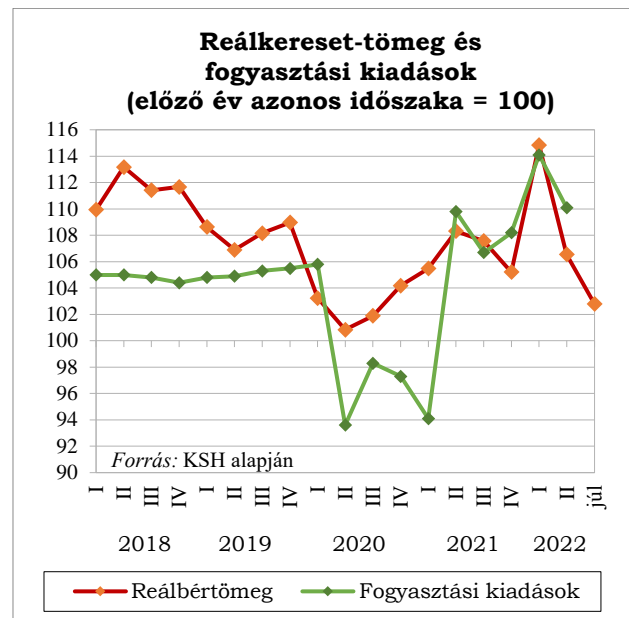
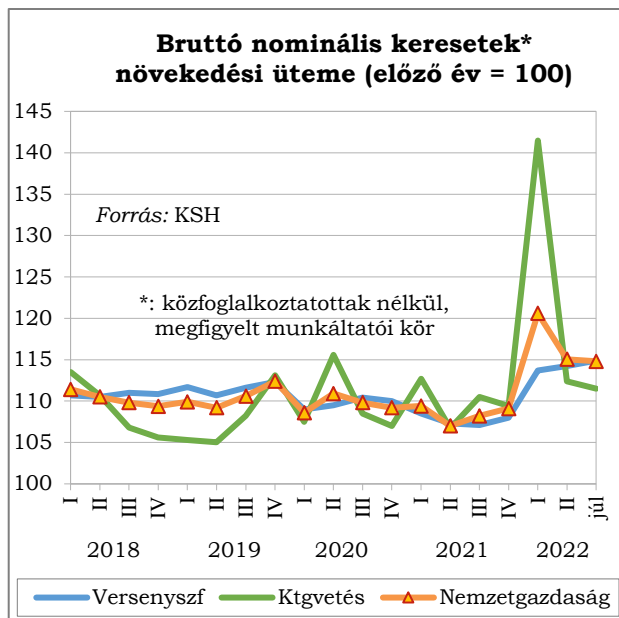
1.3. A GDP felhasználási oldala

1.3.1. A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai

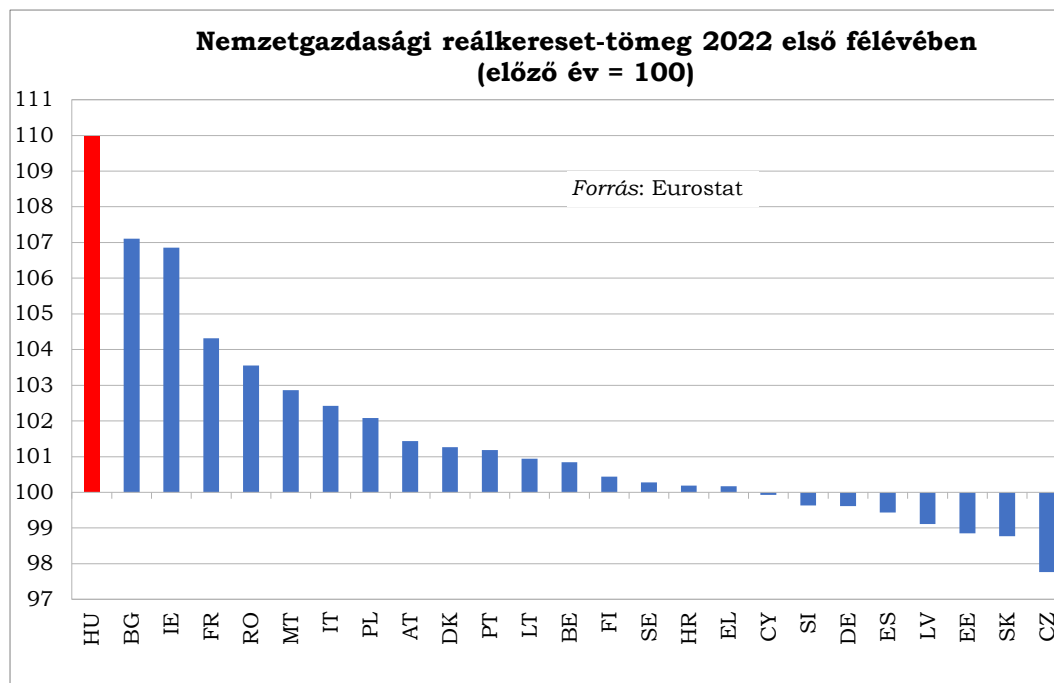
A tavalyi évhez képest az idén a nominális keresetemelkedés magasabb lendületre kapcsolt: még hogyha a fegyverpénz februári kifizetése miatt extrém növekedéstől el is tekintünk, a bruttó keresetek az első hét hónap mindegyikében kétszámjegyű ütemben nőttek. Ezt – az akkor még dinamikus bővülő gazdaság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

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

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



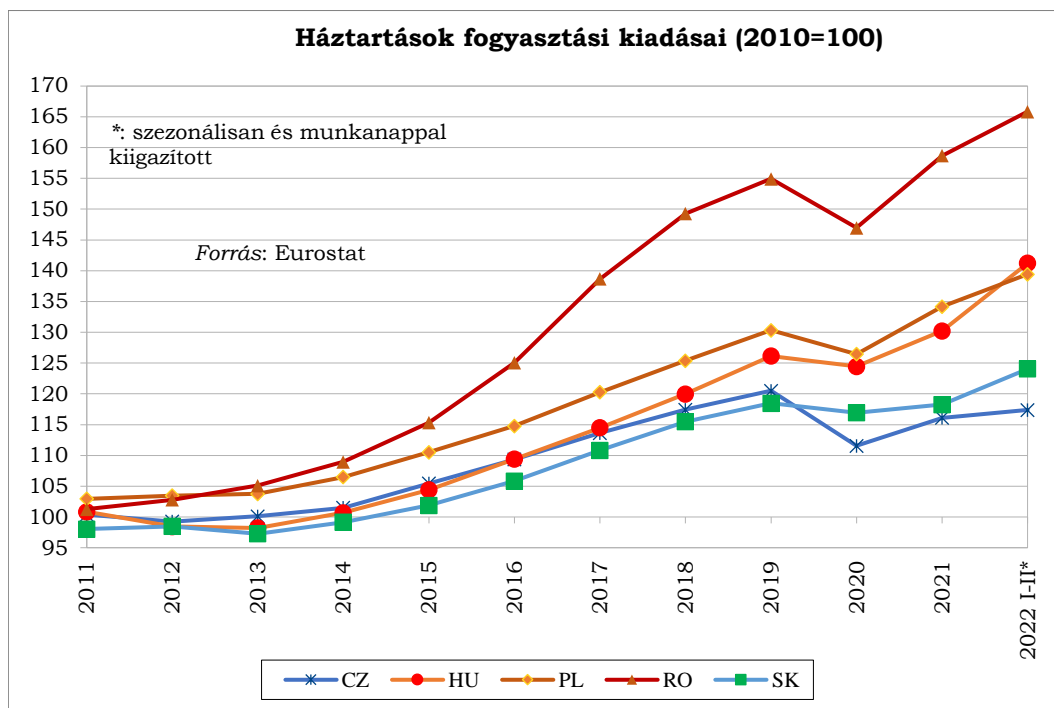
Ha az összehasonlíthatóság kedvéért az Eurostat által közölt, a nemzetiszámla-statisztikából vett kereseti adaton és a harmonizált árindexen alapuló reálkereset-tömeg változást vesszük, akkor 10%-os emelkedést kapunk az első félévre, ami az uniós mezőnyben **messze a legmagasabb ütem volt**. (Magyarország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



A keresetekkel (és az adóvisszatérítés, a 13. havi nyugdíj és más tételek által megdobott háztartási jövedelmekkel) párhuzamosan a **háztartások fogyasztási kiadásainak** növekedése is új lendületet vett. Az első negyedévben a KSH abszolút rekordütemet, 14,1%-ot mért, és még a második negyedévben is 10,1%-kal nőtt a fogyasztási kiadások volumene. Ennek következtében a teljes első félévben a vásárolt fogyasztás 12%-kal bővült, ami szintén abszolút rekord. (Ezzel egyidejűleg a teljes magánfogyasztás 10,4%-kal nőtt.)

Uniós összevetésben a fogyasztási kiadások éves növekedési üteme alapján Magyarország az élmezőnybe került 2022 első félévében. Noha az első negyedévben a magyarországi ütem az 5-ik, a második negyedévben pedig a negyedik legmagasabb volt, az első félév átlagában a harmadik leggyorsabb növekedést produkálta (Szlovénia és Görögország mögött). Az egyszeri tényezők által is fűtött fogyasztásnövekedéssel Magyarország az év közepére a legmagasabb halmozott növekedést érte el 2010-től kezdve a visegrádi országok között, annak ellenére, hogy az elmúlt évtized első felében a magyar fogyasztási dinamika a visegrádi mezőnyön belül is aránylag gyenge volt.

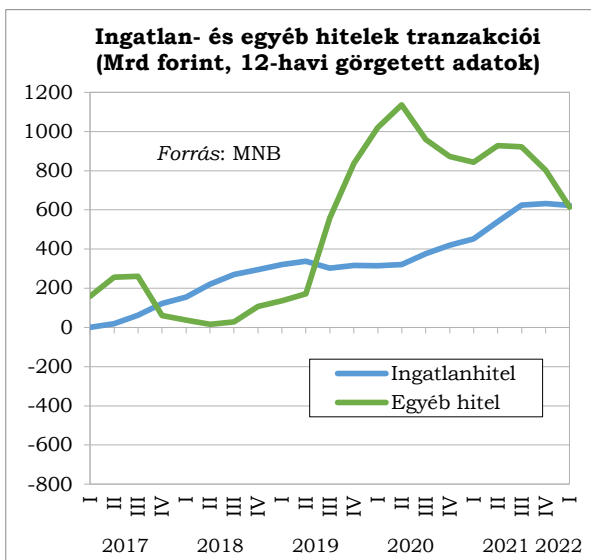
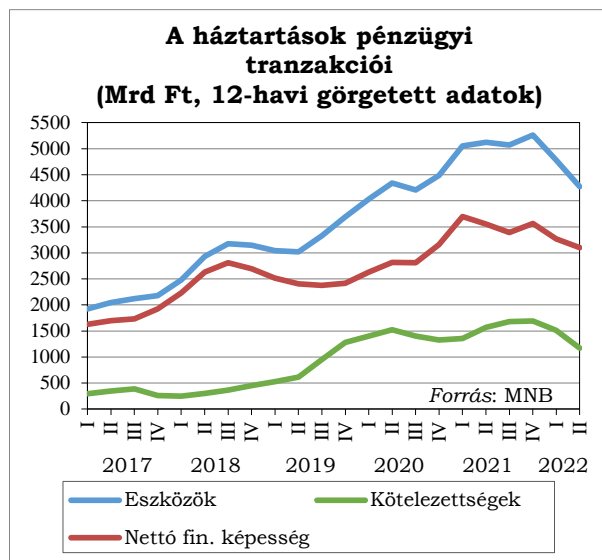
Az év második felében a magánfogyasztás drasztikus lassulása várható – valójában a csökkenésbe fordulás sem kizárható. Az infláció az év vége felé a 20%-ot is átlépheti, miközben a nominális jövedelemnövekedésben további drámai lökés nem várható. A reálkereset-emelkedés lefékeződésével, illetőleg a rezsicsökkentés rendszerének átszabására vonatkozó bejelentés nyomán a háztartások mérséklődő fogyasztási kedve – és képessége – már a nyári kiskereskedelmi adatokban is tükröződött:



júliusban az üzemanyag-forgalom nélküli kiskereskedelem volumene már alacsonyabb volt, mint egy évvel korábban. Eközben – főleg egyes szolgáltatási szegmensekben – a foglalkoztatási helyzet bizonyos fokig romolhat az év vége felé. Ezért, szemben az első félévi közel 8%-os ütemmel, az év egészét tekintve a reálkeresetek dinamikája a 3%-ot sem fogja elérni. Ehhez jön az MNB kamatemelési ciklusa, amely visszafogja a háztartások hitelfelvételi hajlandóságát nemcsak a beruházási, de fogyasztási célú hitelekkel szemben is. A létező hitelállomány után fizetendő törlesztési teher is növekszik, rontva a háztartások vásárlóerejét.

Ennek fényében a háztartások fogyasztása az idei év egészét tekintve jelentősen, jó eséllyel **5,5%-ot** megközelítően bővülhet, de az első félévi ütemet meg sem fogja közelíteni.

A háztartások **nettó finanszírozási képességének** nominális értéke az idei első és második negyedévben is érdemben mérséklődött év/éves alapon, a bruttó megtakarítások és a hitelfelvételi egyenleg párhuzamos esése mellett. Ez azt sugallja, hogy a kiemelkedő – és jelentős részben egyszeri – többletbevételeket a háztartások



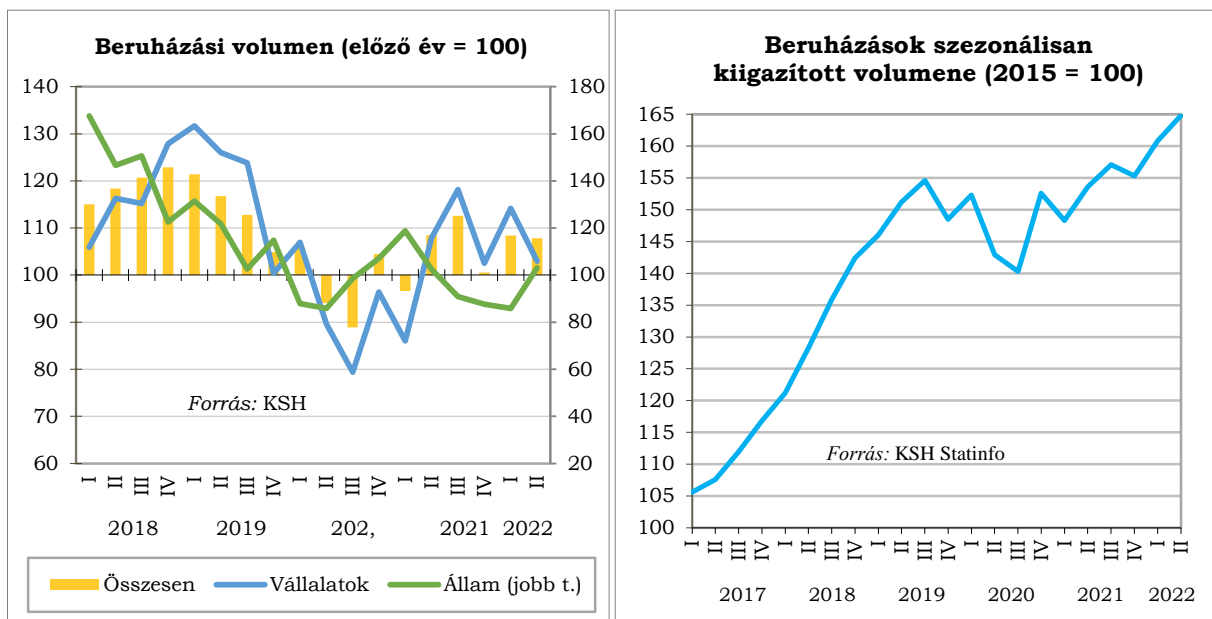
nem bruttó megtakarításaik növelésére, hanem nagyrészt fogyasztásra, kisebb részt pedig – a hitelfelvételi egyenleg megtorpanása tanúsága szerint – hitel-visszafizetésre fordították. Az első negyedévben a visszafizetés a jelek szerint a lakáscélú és az egyéb hitelek érintette – a lakáshitelek egyenlege az új lakáshitelek dinamikus emelkedése mellett is mérséklődött kismértékben, míg az egyéb hiteleknél a hitelfelvételi egyenleg stagnáló újhitel-felvétel mellett esett vissza látványosan. A második negyedévre vonatkozóan még nincs adat a lakáscélú és egyéb hitelfelvétel és -visszafizetés egyenlegéről, de a korábbi tendencia folytatódhatott. (Ugyanakkor júniusban már az *újonnan felvett* lakáscélú hitelek értéke is csökkent, júliusban pedig szinte zuhant év/éves alapon.) Mindenesetre a *négy negyedéves görgetett* GDP-arányos **megtakarítási ráta** a tavalyi évi 6,5%-ról az első negyedévben 5,7%-ra, a második negyedévben pedig 5,2%-ra mérséklődött.

1.3.2. Beruházások

2022 első negyedében a beruházások a tavalyi év végi átmeneti megtorpanás után ismét erőteljesen, 8,4%-kal nőttek, és a növekedés üteme a második negyedévben is csak kismértékben lassult, 7,8%-ra. A *szezonálisan* kiigazított beruházási volumen mindkét ideai negyedévben jelentősen emelkedett, és a második negyedévi volumen immár 6,6%-kal haladta meg a Covid-válság előtti csúcshintet.

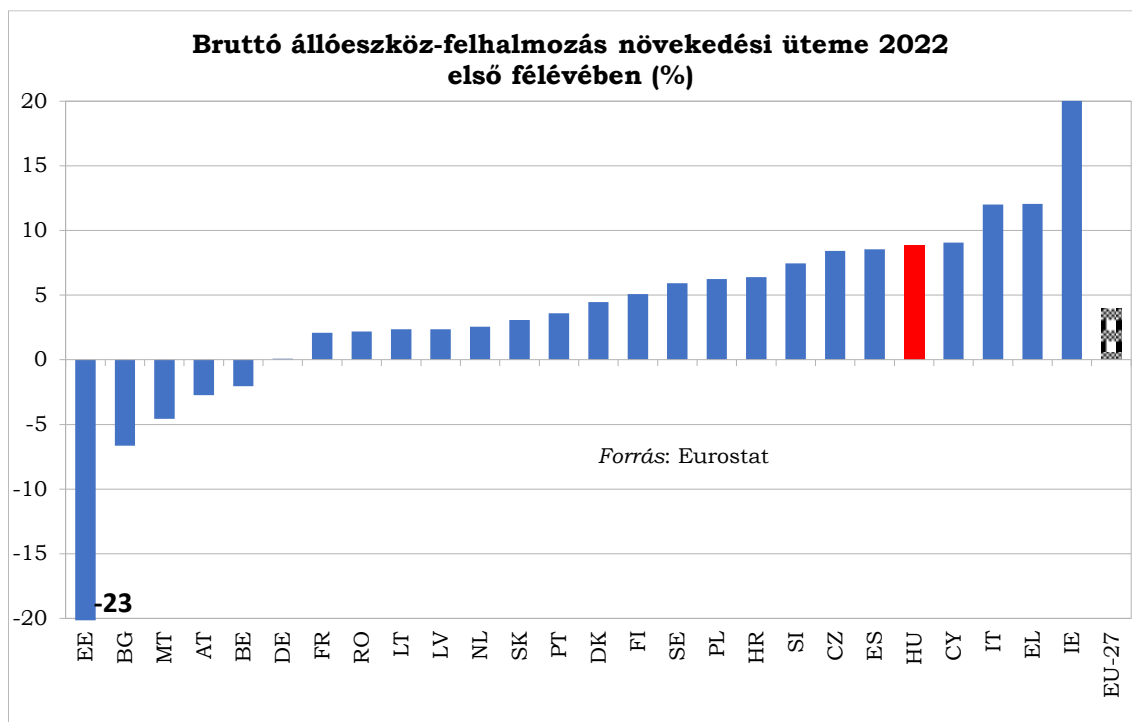
Az ideai javulás tényezői ugyanakkor eltértek az első és a második negyedévben. Az első negyedévben egyrészt a vállalati beruházások nekilendülése – 10% fölötti növekedése játszott szerepet (az MNB szerint ez jelesül a külföldi tulajdonú vállalatok beruházási aktivitásának volt köszönhető) – másrészt a háztartások beruházási aktivitása is nőtt. A második negyedévben viszont a vállalati beruházások dinamikája erősen alábbhagyott, miközben a jelek szerint a háztartások beruházásai vették át az elsődleges növekedési hajtóerő szerepét, ráadásul – három negyedévi meredek esés után – most az állami beruházások is valamelyest bővültek.

A beruházások növekedése már az első negyedévben sem volt egyöntetű az egyes ágazatok tekintetében, ugyanakkor a legnagyobb súlyú ágazat, a *feldolgozóipar* beruházásai közel 20%-kal bővültek, és a második legnagyobb ágazat, az ingatlanügyek beruházásai növekedésbe fordultak. A szállítás-raktározás beruházásainak dinamikája viszont drasztikusan lefékeződött, a kereskedelmi beruházások pedig csökkenésbe fordultak. Ehhez képest a második negyedévben úgy lassult le a vállalati beruházások növekedési üteme, hogy közben a feldolgozóipari beruházások még kissé gyorsultak is. Eközben viszont a harmadik legnagyobb súlyú ágazatban, a szállítás- raktározásban a beruházási dinamika drasztikusan tovább romlott – a beruházási volumen immár közel 12%-kal visszaesett – a kisebb súlyú ágazatok közül pedig a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás ágazat beruházásainak bővülése jelentősen lassult, a szórakoztatás-szabadidő ágazat beruházásai pedig zuhanni kezdtek. Az ingatlanberuházások növekedési üteme eközben tovább gyorsult, aminek révén a háztartási beruházások növekedést hajtó szerepe került előtérbe. Megjegyzendő, hogy a feldolgozóiparon belül is jelentős a divergencia: az



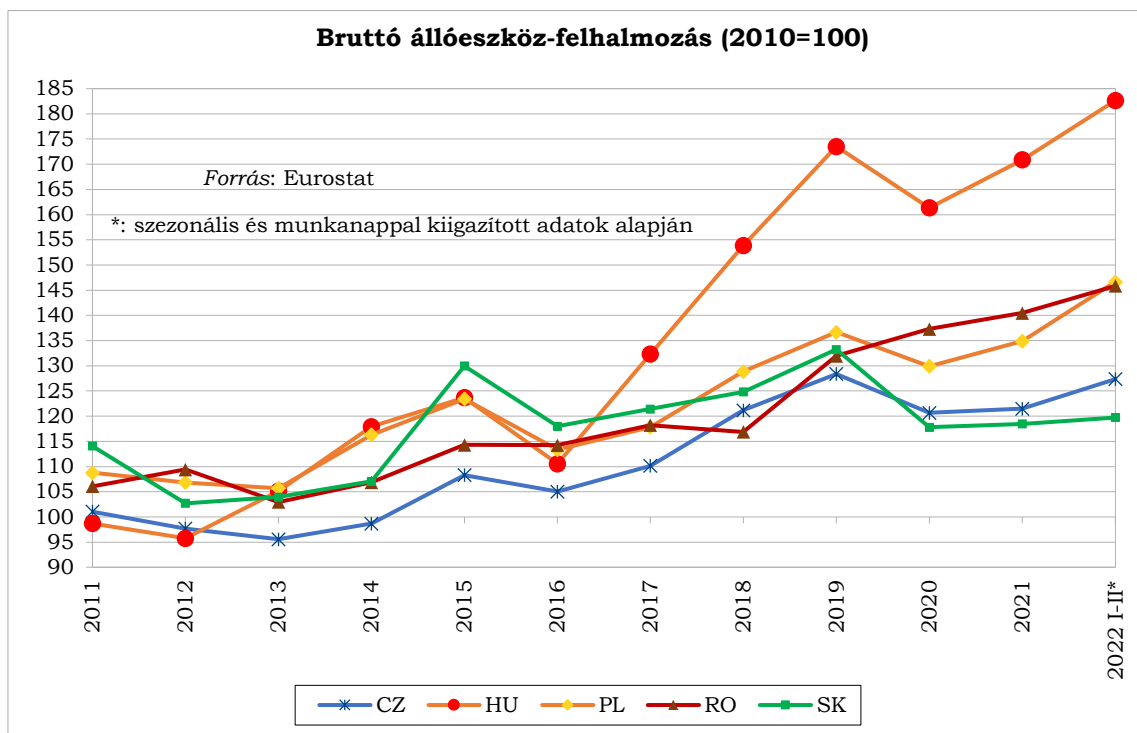
autóipari beruházások mindkét negyedévben visszaestek, ezzel szemben a villamosberendezésgyártásban beruházási boom zajlik (akkumulátorgyárak). A szállítási beruházások lassulásában, majd pedig csökkenésbe fordulásában már az állami infrastruktúrafejlesztések kifutása tükröződik.

Az állami beruházásokon belül a szerepek cserélődtek az egyik negyedévről a másikra: az első negyedévben a közigazgatási beruházások csökkenő trendje átmenetileg növekedésbe váltott, az oktatási és egészségügyi beruházások nagyon meredek esése mellett, miközben a második negyedévben az utóbbi két szektor beruházásai meglódultak, a közigazgatási beruházásoknál pedig visszatért a korábbi csökkenő trend.



Uniói összehasonlításban 2021-ben a beruházásnövekedés (pontosabban: a bruttó állóeszköz-felhalmozás növekedése) alapján Magyarország alapvetően a középmezőnybe tartozott, habár a növekedési ütem némileg meghaladta az EU-átlagot. Az idei első félévben ugyanakkor Magyarország az ötödik leggyorsabb növekedési ütemet produkálta. Vagyis a feldolgozóipar egyes szegmenseiben folytatódó beruházási boom, illetőleg a második negyedévben még lendületes háztartási beruházások uniós összehasonlításban is figyelemre méltó beruházási dinamikát eredményeztek.

Miután a magyarnál is erőteljesebb beruházási dinamikát produkáló négy uniós ország között egy kelet-európai új tagállam sincs, Magyarország beruházásnövekedési teljesítménye régiós összehasonlításban is kiugró volt az idén. Az elmúlt fél évtized egészét tekintve Magyarország továbbra is növekedési bajnoknak számít a beruházásokkal illetően, még hozzá régiós vetélytárs nélkül. (Az más kérdés, hogy a beruházások struktúrája mennyiben volt előnyös az ország hosszú távú versenyképességét illetően.)



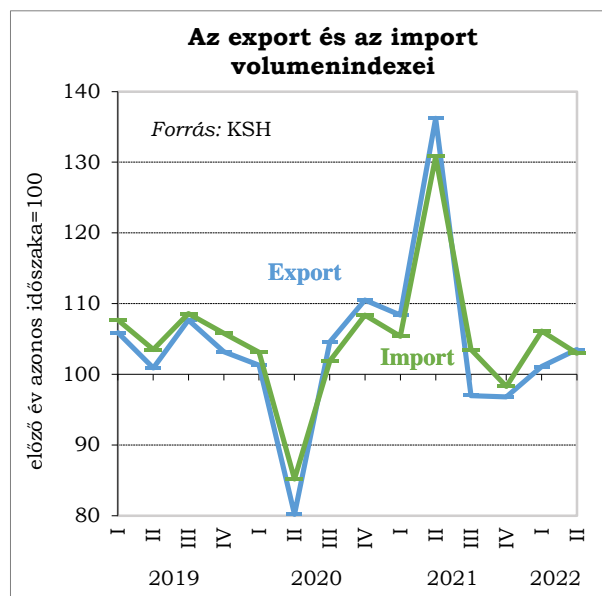
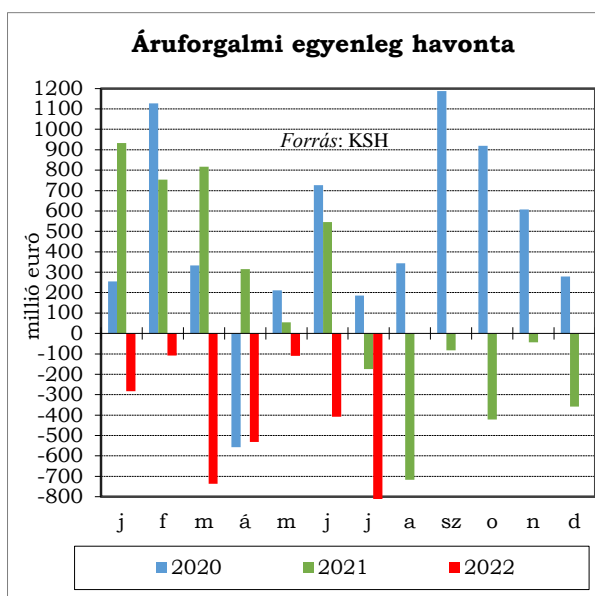
Az év második felére vonatkozó kilátások borúsak. Habár az alacsony bázis miatt az állami beruházások dinamikája akár tovább is javulhatna, ám az idei (és jövő) évre tervezett állami beruházások jelentős szegmensének elhalasztása ezt valószínűtlenné teszi. A vállalati beruházások beruházásai várhatóan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

Megjegyzendő, hogy mind a vállalatok, mind pedig a lakosság körében hirtelen új ösztönzést kapott egy bizonyos fajta beruházás, az energiaátállási és energiatakarékosági beruházás. Ugyanakkor nem számítunk arra, hogy a beruházásoknak e specifikus válfajával kapcsolatos érdeklődés megugrása érdemben befolyásolni tudja a beruházási dinamika erőteljes lassulását az év további részében. Összességében a beruházások nagyon szerény ütemű bővülését várjuk a második félévben, éves átlagban ugyanakkor – a kedvező első félév miatt – pedig a beruházások növekedési üteme megközelítheti az 5%-ot.

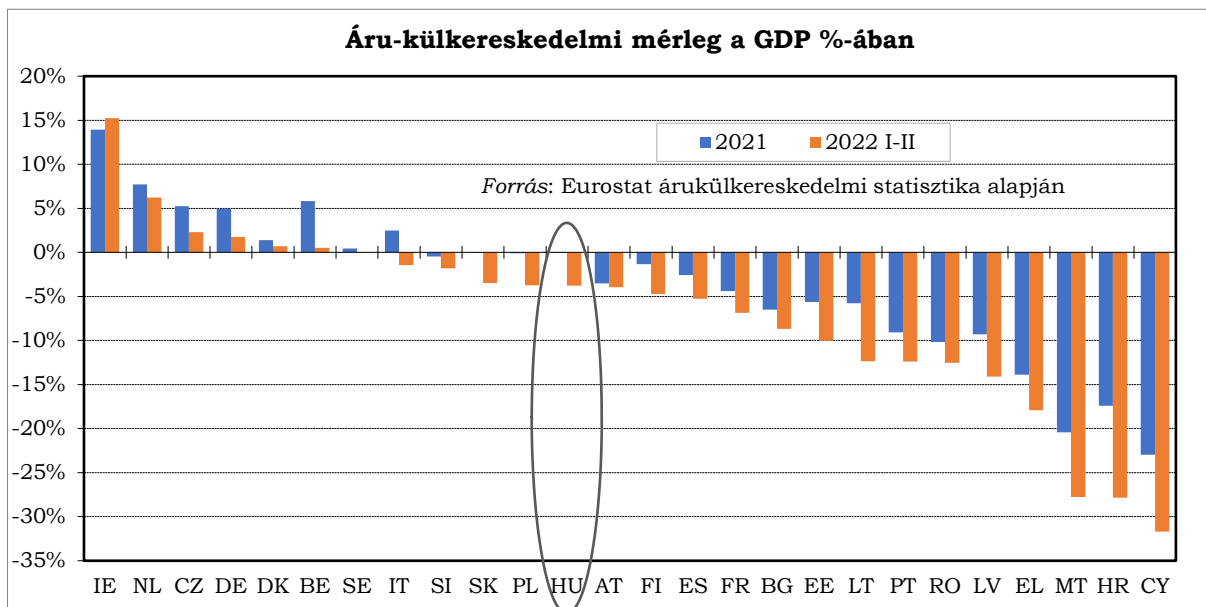
1.3.3. Külkereskedelem

Az idei első hat hónapban a tavalyi év második felének kedvezőtlen trendje folytatódott, mind a volumenváltozást, mind pedig a cserearányt illetően. Az első félév átlagában az áruexport volumene szerény mértékben, 2,5%-kal nőtt, részben a feldolgozott termékeknek, részben pedig a második negyedévben belelendülő gép- és járműexportnak köszönhetően. Ezzel egyidejűleg az importvolumen átlagban 4,6%-kal bővült az első félévben, a feldolgozott termékek, a nyersanyagok és az élelmiszerek gyorsan növekvő behozatala miatt. Megjegyzendő, hogy a második negyedévben javult az export- és importdinamika egyensúlya – az import lefékeződése és az exportnövekedés némi gyorsulása eredményeképpen – így pusztán a volumenalakulás alapján a második negyedévi külkereskedelmi pozíció aránylag kedvezően is alakulhatott volna.

Ám ezt lehetetlenné tette a nagyon erőteljes – az első félév átlagában 6,5%-os – cserearányromlás, az export- és importárak egyaránt drasztikus emelkedése mellett. Emiatt az első hat hónap mindegyikében negatív volt a külkereskedelmi mérleg – a havi deficitek erőteljes ingadozása mellett – és az első félévben mért halmozott külkereskedelmi hiány 2,2 Mrd euróra rúgott, miközben a tavalyi első félévben még 3,4 Mrd eurós többletet mért a KSH. 2008 óta ez lesz az első év, amikor az árukülkereskedelmi mérleg negatív lesz Magyarországon. Az előzetes adatok alapján pedig júliusban rekordszintű, 1,2 Mrd eurónyi hiány keletkezett – még nem ismert, hogy ebben milyen mértékben játszott szerepet az export- és importvolumenek alakulásának újabb negatív fordulata, illetőleg esetleg a gázárak újabb megugrásának hatására súlyosbodó cserearányromlás.

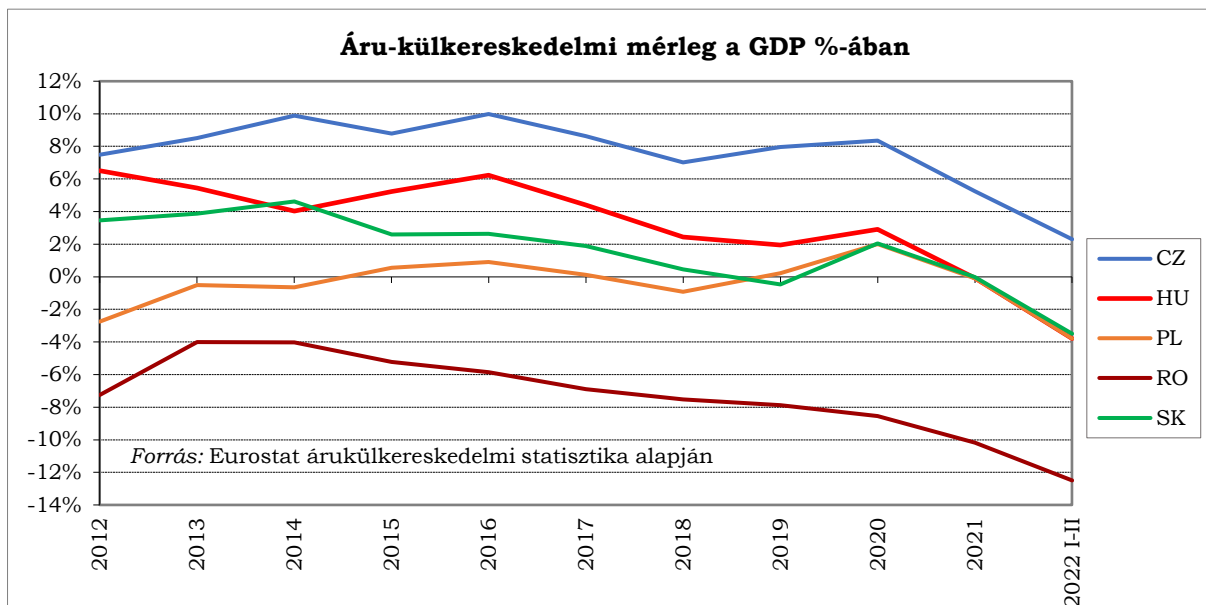


Az Eurostat adatai szerint a 2021. évi hozzávetőleges egyensúly az idei első félévben számottevő – az uniós mezőnyt tekintve nagyjából közepesnek mondható – deficitbe csapott át. Mivel az idei év első fele az EU-tagállamok jóformán mindegyikében a külkereskedelmi mérleg romlása jegyében telt, a magyar helyzet nem kirívó. Ugyanakkor a romlás mértéke – a GDP-arányos külkereskedelmi hiány 3,7%-ponttal volt rosszabb az első félévben, mint 2021-ben – viszonylag magasnak számít az uniós



mezőnyben, még ha ennél jóval drasztikusabb romlásra is jócskán akad példa.

Régiós összehasonlításban már valamivel kedvezőtlenebb a helyzet: itt a magyarországi romlás – a lengyelországgal együtt – jelentősebb, mint a többi három régiós versenytársnál. Ez azért is figyelemre méltó, mert a GDP-arányos hiány

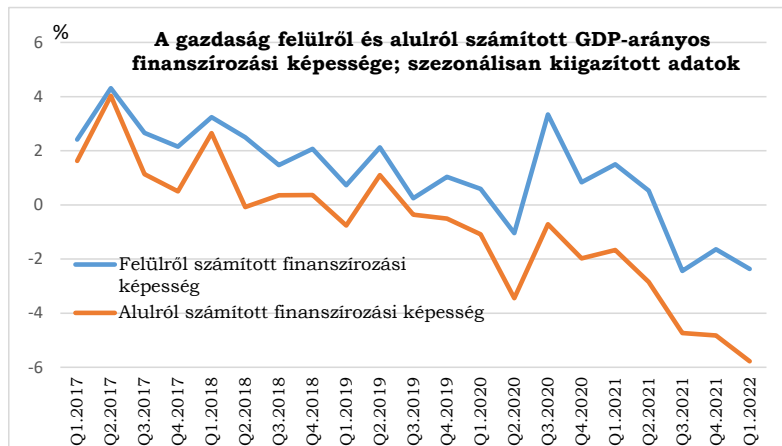


százalékpontos romlását illetően Magyarország már 2021-ben is „élen járt” a térségben. Másfelől a külkereskedelmi mérleg GDP-arányos szintjét illetően a magyar pozíció továbbra is közel átlagosnak mondható.

Az év további részével kapcsolatban egyrészt azzal számolunk, hogy a belföldi kereslet meredek lefékeződése miatt az importnövekedés is lassulni fog, vagy éppen stagnálásközeli állapotba kerül. Ugyanakkor a gazdasági lehűlés és az energiaválság egész Európát érinti, így az exportdinamika is negatív irányba változik. Jelenleg úgy fest, hogy a gázára júliusi felpattanása óta bizonyos fokú mérséklődésre került sor, így a cserearányváltozás – habár erőteljes marad – további romlás helyett inkább minimálisan enyhülhet. Emiatt valószínűsíthető, hogy a havi külkereskedelmi mérlegek az év további részében is negatívak lesznek, habár a kirívó júliusi szinthez képest mérséklődni fog. Jelenleg 2022-re a külkereskedelmi mérleg mintegy 5 Mrd eurónyi hiányával számolunk.

1.4. A fizetési mérleg és az ország nettó külföldi kötelezettségállományának alakulása

2022 első negyedévében folytatódott a gazdaság külső egyensúlyi pozíciójának öt éve tartó romlása, amely az utóbbi időben már nem a többlet lemorzsolódását, hanem külső deficit növekedését jelenti. A folyó fizetési mérleg és az EU-transzferek nagyobb részét tartalmazó tőkemérleg összevont egyenlegeként értelmezett „felülről” számított, valamint a pénzügyi mérleg alapján „alulról” (vagyis a gazdaság külső finanszírozása alapján) számított egyenlegek romló irányzatát az MNB szezonálisan kiigazított adataira támaszkodva mutatja az alábbi ábra.



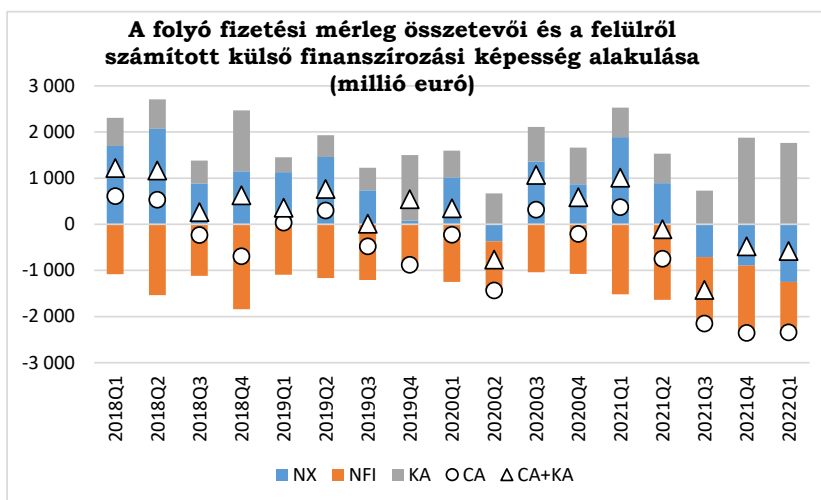
Forrás: MNB

A felülről, illetve alulról számított finanszírozási képesség között táguló rés, az úgynevezett tévedések és kihagyások (NEO) növekvő negatív egyenlege azt jelzi, hogy valamely, az ország finanszírozási képességét kedvezőtlenül befolyásoló folyamat alulméri a statisztika. Ez éppúgy lehet a hivatalosan kimutatottnál nagyobb import, mint a regisztráltat meghaladó tőkekiáramlás, a lényeg azonban az, hogy az ország nettó külső kötelezettség-állományának változását a pénzügyi mérleg alakulása (a narancssárga vonal) befolyásolja. Ennek határozottan lefelé tartó irányzata pedig a nettó külső pénzügyi kötelezettségek gyorsuló felhalmozódását jelzi. 2022 elején az adósság típusú kötelezettségek emelkedtek; az FDI-t tekintve nettó kiáramlás mutatkozott.

A továbbiakban a felülről számított finanszírozási képesség alakulására, azon belül a folyó fizetési mérlegre összpontosítunk, amelynek az áru- és szolgáltatásforgalmi egyenleg (a nettó export) egészen 2021 második negyedéig stabilan pozitív összetevője volt, ám azóta negyedévről negyedévre növekvő deficitet mutat (lásd az ábrán a kék oszlopokat).

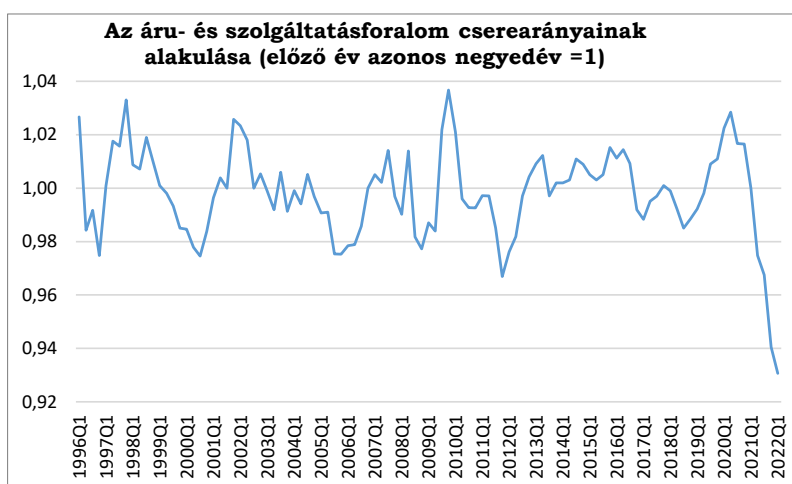
Az idei első negyedévben – az előző év azonos időszakához viszonyítva – több mint 3,1 milliárd eurónyi volt a nettóáru és szolgáltatásforgalom egyenlegének a romlása az előző év azonos időszakához viszonyítva. Ennek mértéke azzal érzékeltethető, hogy a GDP növekménye 5,3 milliárd euró (2 ezer milliárd forint) volt, vagyis a nettó export negatív változása a GDP-növekmény mintegy 55%-ának felelt meg. A romlás az áruforgalom egyenlegében történt (3,7 Mrd euró), a szolgáltatás-egyenleg javult. A

nettó export kedvezőtlen változása alapvetően az elmúlt negyedszázad legnagyobb mértékű, 7%-os év/alapon számított negyedéves cserearányromlásához köthető.



Forrás: MNB

Jelmagyarázat: CA (folyó fizetési mérleg) = NX (áru- és szolgáltatás-egyenleg) + NFI (jövedelem-egyenleg); KA: tökemérleg; CA+KA: felülről számított külső finanszírozási képesség.



Forrás: KSH alapján saját számítás

A nettó exportnak a bázisidőszakhoz (esetünkben az előző év azonos negyedévéhez) viszonyított változása az alábbi formula szerint három összetevőre bontható: árszint-, volumen és cserearányhatásra.

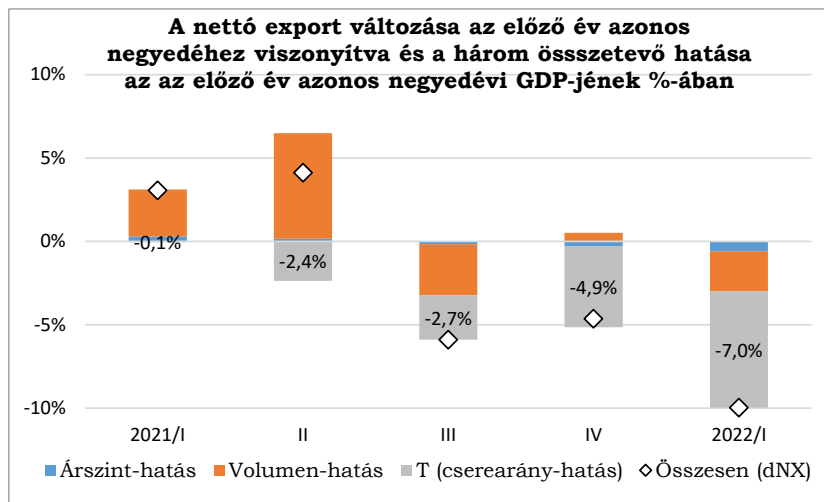
$$(X_1 - M_1) - (X_0 - M_0) = \underbrace{(X_1 - M_1) - \frac{X_1 - M_1}{P_{xm}}}_{\text{Árszint-hatás}} + \underbrace{\left(\frac{X_1}{P_x} - \frac{M_1}{P_m}\right) - (X_0 - M_0)}_{\text{Volumen-változás}} + \underbrace{\frac{X_1 - M_1}{P_{xm}} - \left(\frac{X_1}{P_x} - \frac{M_1}{P_m}\right)}_{\text{Cserearány-hatás}}$$

ahol a kivitelt X, a behozatalt M, a bázis-, illetve tárgyidőszakot 0, illetve 1, az export-, illetve importárindexet Px, illetve Pm, a kettő átlagát pedig Pxm jelöli.

A formula első tagja az átlagos külkereskedelmi árszintváltozás hatását mutatja. A második tag volumenváltozás hatását, vagyis a változatlan áron mért nettó export és

a bázisidőszaki nettó export közötti különbséget mutatja, amely megegyezik a nettó exportnak a GDP volumenváltozásához való hozzájárulásával. Végül a harmadik tag az átlagos külkereskedelmi árindexszel deflált nettó exportnak a változatlan áron mért export és import különbségétől való eltérését mutatja, amely az export és az import közötti árarány- (vagyis a cserearány-) változás hatását fejezi ki. A jelenlegi hazai helyzetet jellemző $P_x < P_m$ esetén az eltérés értelemszerűen negatív, abszolút mértéke azonban nem csupán a két árindex arányán, hanem azon is múlik, hogy a folyó áron mért import értéke mennyivel haladja meg az exportét.

A következő ábra az előző év azonos negyedévének GDP-jéhez viszonyítva mutatja a nettó export és annak összetevőinek az előző év azonos időszakához mért változását.



Forrás: KSH alapján saját számítás

Az ábra jól mutatja, hogy 2021 végén és 2022 elején a cserearányromlás miatti árveszteségnek meghatározó hatása volt az áru- és szolgáltatásforgalom egyenlegének romlására. Az ábrán szürke oszloppal jelölt árveszteségnek az előző év azonos időszak GDP-jéhez viszonyított mínusz 7%-os aránya egyben azt is mutatja, hogy a GDP idei első negyedévi 8,2%-os reálnövekedéséből 7 százalékpontot vitt el cserearányveszteség, így a bruttó hazai reáljövedelem mindössze 1,2%-kal emelkedett).

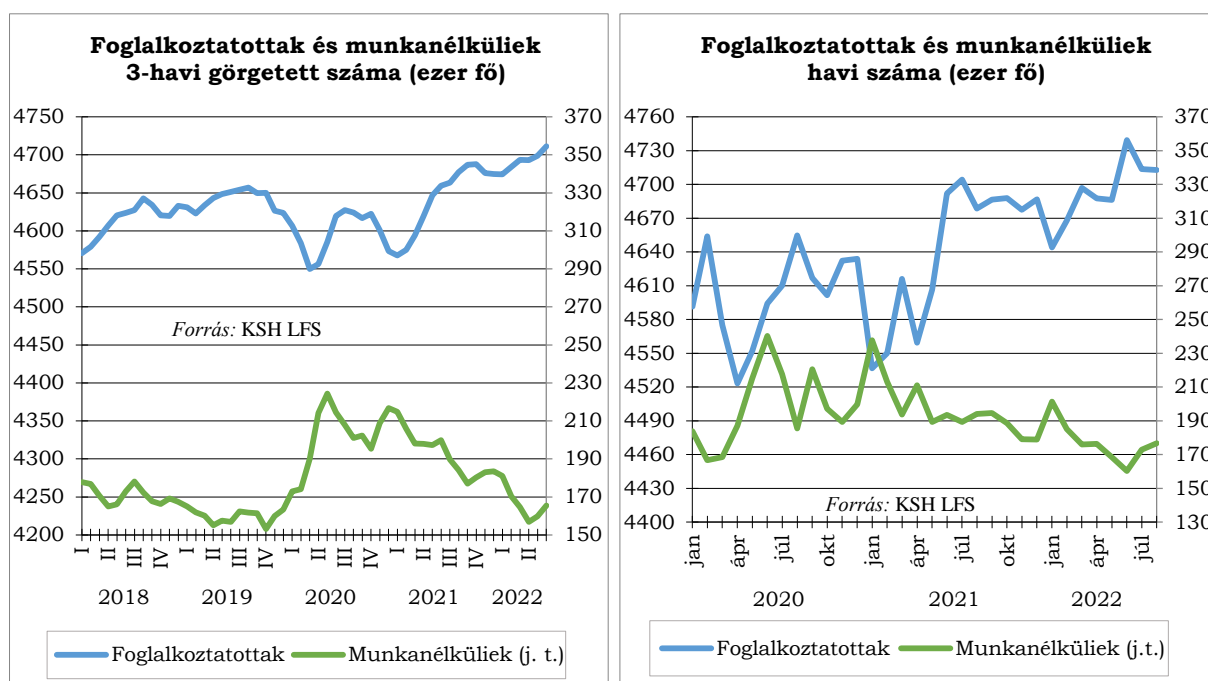
1.5. Foglalkoztatottság, munkanélküliség

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

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

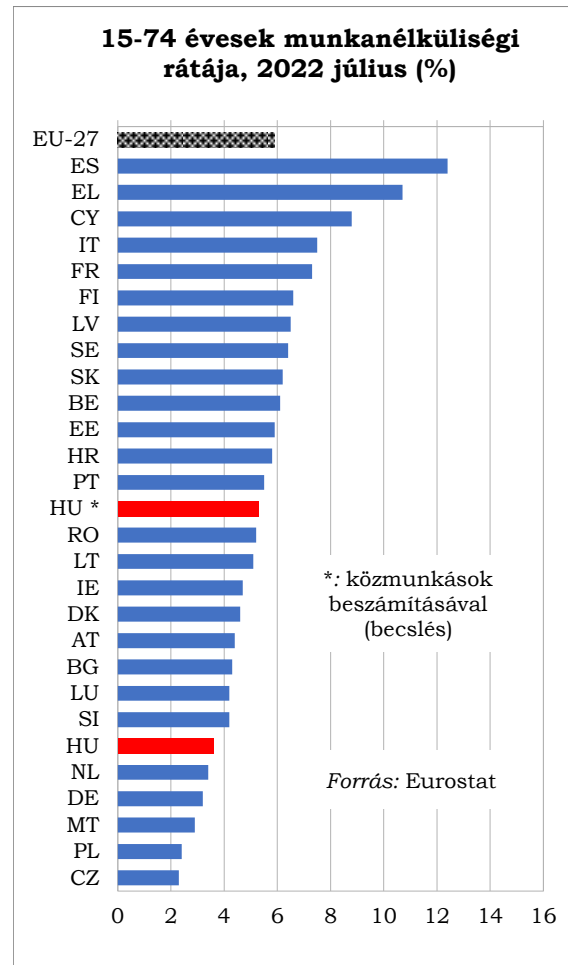
A háromhavi görgetett *munkanélküliségi ráta* a második negyedévben érte el mélypontját, 3,2%-kal, ezt követően kissé emelkedett, június-augusztusban 3,4%-ra. Ez lehet egyszerű szezonális ingadozás, vagy a közelgő rendváltás előjele – az utóbbit sugallja, hogy az Eurostat szerint a szezonálisan kiigazított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

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



közfoglalkoztatottakat, akkor az idei júliusi állapot szerint a magyar munkanélküliség nem a hatodik legalacsonyabb, hanem pontosan a medián pozíciót foglalja el.

Bár eddig inkább a rekordszintű foglalkoztatás a rekordacsony munkanélküliség, valamint az ismét nagyon akuttá váló munkaerőhiány gátolta a helyzet további javulását, az év fennmaradó harmadában erőteljesebb éreztetheti hatását a növekedés lassulása, illetőleg az energiaár-robbanás, amely a vállalkozásokat alkalmazkodásra kényszerítheti. Egyelőre azzal számolunk, hogy az év további részében a foglalkoztatottak száma stagnál, a munkanélküliségi ráta pedig csak minimálisan emelkedik. A kilátások bizonytalanabbak a jövő évet illetően: nagyon csekély növekedés – közben egy vagy két negyedévi GDP-csökkenés – mellett a foglalkoztatás szinten maradása a létező legkedvezőbb eshetőség, de bizonyos fokú romlásra is sor kerülhet.



2. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok

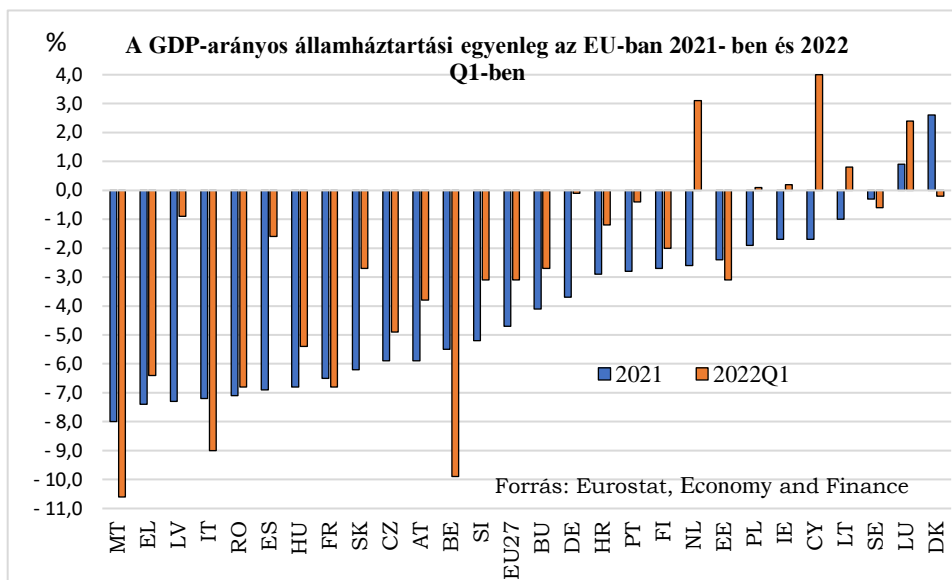
2.1. Államháztartási folyamatok

2.1.1. Költségvetési folyamatok az EU-ban 2022 első negyedében

2021 az EU-ban a mérsékelt fiskális konszolidáció éve volt. Az államháztartások összesített hiánya a GDP százalékában a 2021. évi 6,7%-ról 4,7%-ra csökkent (a járvány előtt, 2019-ben még 0,6% volt).

2022 első negyedében ezek a kedvező fiskális folyamatok folytatódtak. Az EU-27 összesített államháztartási hiánya a szezonálisan kiigazítatlan adatok alapján a GDP 3,1%-ára csökkent, szezonálisan és naptárhatással kiigazítva pedig a 2,2%-ára. Ezek és a következőkben bemutatott adatok mind eredményszemléletben készültek.

Mint az alábbi ábra mutatja, csupán 3 országban romlott jelentősen a fiskális pozíció 2022 első negyedében 2021-hez képest, ezek az országok már a 2021. évi hiány terén is élen jártak (Málta, Olaszország és Belgium). A többi országban jelentősen vagy legalábbis érzékelhetően csökkent a hiány.



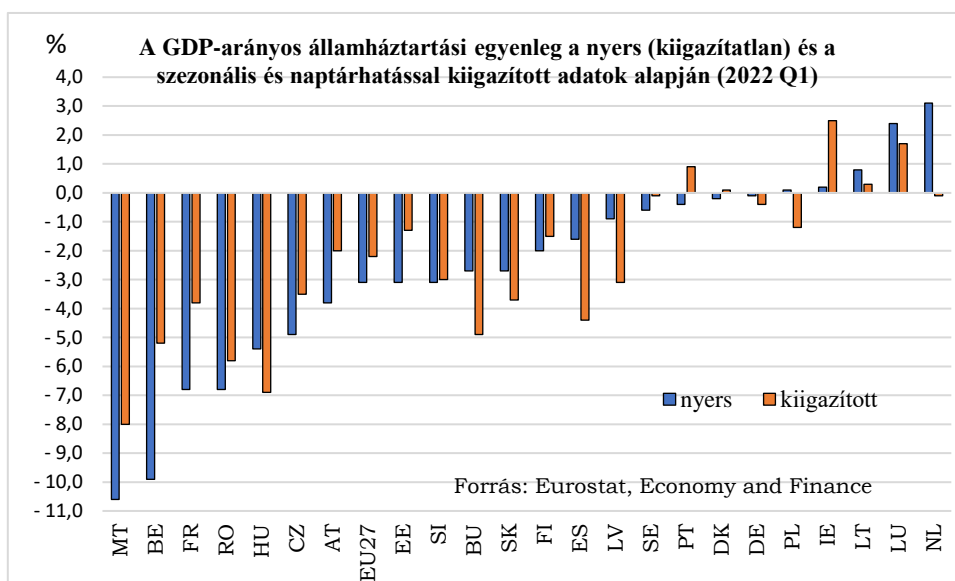
Az ábrán az országok a 2021. évi hiány alapján vannak sorba rendezve, ebből kiolvasható, hogy markánsan elkülönülnek az EU27-től balra és jobbra elhelyezkedő országok. A bal oldali csoportban – néhány kivételtől eltekintve – 2021-ben magas volt a deficit és 2022- első negyedében is többnyire csekély javulás következett be. Kivételt képez Lettország, ahol a 2021. évi magas hiány egyszeri kisiklásnak tekinthető, mivel a lett költségvetés 2021 előtt is nagyon alacsony hiánnyal rendelkezett. A másik kivétel Spanyolország, amely viszont a válság előtt és alatt sem a fegyelmezett fiskális politikával tűnt ki a tagországok között, 2022 első negyedében azonban jelentősen lejjebb tudta vinni az államháztartás hiányát. Figyelemre méltó még Szlovákia kedvező helyezése, amelynek a 2021. évi 6,2%-ról 2022 Q1-ben sikerült a költségvetési hiányt a 3% alá szorítania. Az ábra bal oldalán elhelyezkedő többi országban viszont vagy jelentős mértékben nőtt a hiány vagy szinten maradt, esetleg csekély mértékben, 0,5-1,5 százalékponttal (Ausztriában 2,1 százalékponttal) csökkent.

Magyarország mind 2021-ben, mind 2022 első negyedében a hetedik legmagasabb hiányt mutatta, amely a GDP arányában 2021 Q1-ben csak másfél százalékponttal volt alacsonyabb, mint 2021-ben (6,8, illetve 5,4%).

A fenti ábra jobb oldalán többnyire alacsonyabb és/vagy jelentősen csökkenő deficittel rendelkező országok helyezkednek el, amelyekben 2021-ben is mérsékelt volt a hiány, és 2022 első negyedében a költségvetési deficit minden országban 3% alá került. Egyedül Észtországban emelkedett a hiány kissé, a tavalyi 2,4%-ról 3,1%-ra. 8 országban viszont szufficites vagy egyensúlyi lett a 2022 első negyedévi költségvetés.

A fiskális kiigazítás tehát a válság csitultával nagyon különböző mértékben ment végbe az egyes országokban. Míg 2020-ban, a válság legmélyebb időszakában minden országban (Dánia kivételével) magas hiány alakult ki, 2021-ben a kilábalás differenciáltabban történt, és ez a folyamat 2022 elején is folytatódott. Az egyes országok nagyjából visszaálltak arra a fiskális magatartásra, amelyet a válság előtt is követtek. A fegyelmezett költségvetési politikájú országok többsége visszatért az alacsony hiányhoz, míg a korábban is lazább fiskális politikát követőknél ez lassabban megy. Mindenesetre, 2022 első negyedében a 27 EU-ország közül 17-ben már 3% alatt volt a hiány, s csupán 10 országban, köztük Magyarországon, maradt felette.

Árnyaltabb képet kapunk, ha megvizsgáljuk, hogyan alakult a szezonálisan és naptárhatással kiigazított államháztartási hiány. (Az Eurostat ebben az adatban mind az államháztartási bevételek és kiadásokat, mind a GDP-t kiigazítja). A nyers (kiigazítatlan) és a kiigazított adatok egyes országokban jelentősen eltérnek 2022 első negyedében. A nagyon magas hiánnyal rendelkező országokban (Málta, Belgium, Franciaország), a kiigazított adat jóval kedvezőbb, mint a nyers adat (Olaszországról még nincs információ). Más országokban, mint például Magyarországon a kiigazított hiány magasabb, mint a nyers mutató.



A magyar kiigazított hiány-mutató 2021 első negyedévében a nyers 5,4%-kal szemben a GDP 6,9% volt, az Eurostat adatai szerint. Ennek oka jórészt az, hogy az elmúlt években a költségvetési hiány az első negyedévekben jellemzően alacsonyabb volt, mint az éves hiány időarányos része, mivel a költségvetési költségek jellemzően az év végére koncentráálódtak. 2022-ben ezzel szemben, az április eleji választások miatt ez a költségek átkerült az év első negyedére, ezért a 2022 éveleji fiskális folyamatok jelentősen eltértek a szezonálisan megszokottól.

2.1.2. A magyar költségvetési folyamatok 2022-ben

A 2022. évi költségvetési törvényt a kormány 2021. májusában nyújtotta be és az Országgyűlés 2021. júniusában fogadta el. Olyan időszakban tehát, amikor még a 2021. évi gazdasági folyamatok sem voltak ismertek. Ez a mai turbulens események következtében oda vezetett, hogy ma már szinte egyetlen szám sem egyezik, vagy akár csak hasonlít a törvényben előírtakhoz.

A törvény a kiadások összességét 25.352 milliárd, a kiadásokét 28.505 milliárd forintban jelölte meg. Ezzel a költségvetés hiány 3.152 milliárd forintra csökkent volna (az előző évi 5.101 milliárdos pénzforgalmi hiány után), ami az akkori előrejelzések szerinti GDP 5,9%-át tette volna ki, mivel a törvény 56,361 milliárd forintos nominális GDP-vel számolt, a GDP 5,2%-os volumennövekedése és 3,8%-os GDP deflátor mellett.

2022. első 5 hónapjában az államháztartás központi alrendszerének a pénzforgalmi hiánya már elérte a 2.727 milliárd forintot, az egész évre tervezett hiány 84,8%-át. Ezen belül a februári hiány 1.585 milliárd volt, az előre bejelentett jóléti intézkedések eredményeként. 685 milliárd forintba került a családosok SzJA visszatérítése, 330 milliárdba a 13. havi nyugdíj kifizetése és 250 milliárdba (nettó 150 milliárdba) a rendvédelmi dolgozóknak juttatott fegyverpénz.

Ezzel egyidejűleg az egyéb kormányzati kiadások is nagy lendülettel folytatódtak, a (korábban is indokolhatatlan) turisztikai célú intézkedések, az egyházi és sporttámogatások, a Modern városok és egyéb állami programok terhére, több száz milliárd forint összegben. Ez ellentétben állt azzal, hogy a kormány 2021 decemberében 755 milliárd forint összegű állami beruházás átütemezést-elhalasztást jelentett be, és a költségvetési hiány-előrejelzését az eredetileg előírt 5,9%-ról a GDP 4,9%-ára csökkentette. Ezt azzal indokolta, hogy a 2021. évi gazdasági növekedés adatai alapján a magyar gazdaság újraindulása megtörtént, ezért a fiskális politika is elkezdhet visszafogni; a gazdasági növekedés 2022-ben 5%-ot tehet ki.

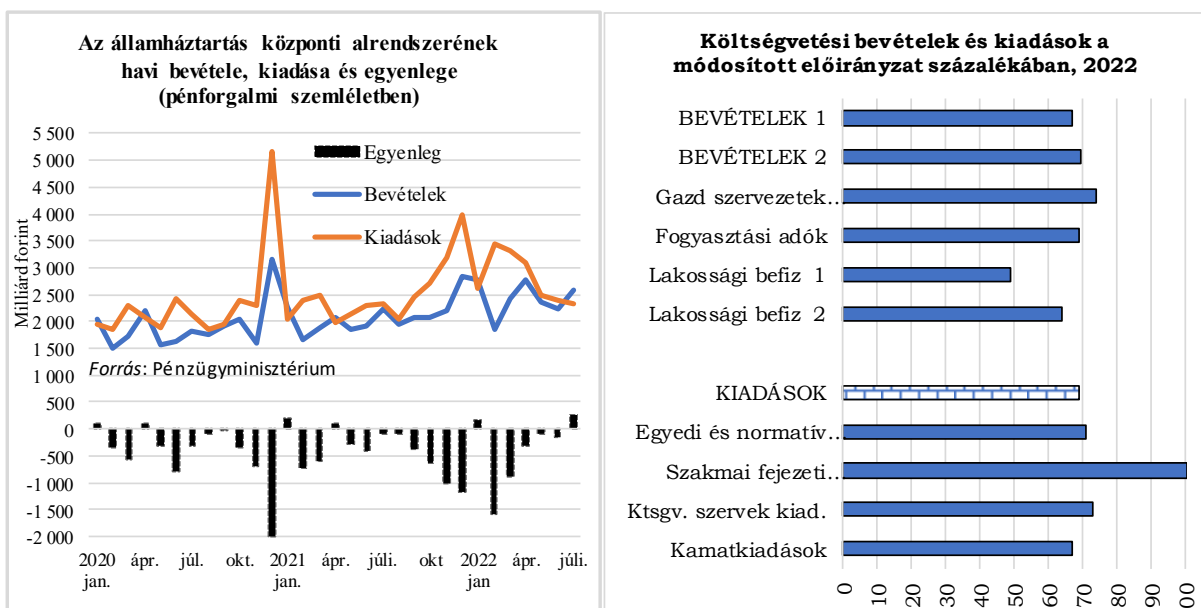
Azóta számos feltétel változott. Elsősorban az Ukrajna elleni orosz katonai támadás forgatta fel a világot és változtatta meg a világgazdasági feltételeket. A katonai konfliktus a nyersanyag- és élelmiszerárak már amúgyis emelkedő trendjét radikálisan felerősítette. A szomszédban zajló háború és az azt övező bizonytalanságok a globális gazdasági növekedés ütemét mérsékelhetik, az inflációt pedig növelik.

A várhatóan magas infláció (és a magas GDP deflátor) már a háború előtt is bizonyossá tette, hogy a költségvetési törvényben előrejelzett nominális GDP nem reális feltételezés. Időközben ugyanis már a 2021. évi nominális GDP (55 ezer milliárd forint) is jócskán meghaladta a 2021. évi költségvetési törvényben várt

szintet (50.904 milliárd forint), s erre rakódik rá a kissé alacsonyabb volumen-növekedés és a jóval magasabb infláció hatása, ami magasabb GDP-deflátort eredményez. Azaz: a 2022. évi költségvetési törvényben előírt 56.361 milliárd forintnál jóval magasabb lesz a folyó áras GDP. 4%-os volumen-növekedéssel és 8-10% körüli GDP deflátorral számolva kb. 60 ezer milliárd forintot. Mint az előző jelentésünkben is megállapítottuk, ez jelentős mozgásteret nyújt a költségvetés számára a GDP-arányos hiány nagyságát tekintve. Ugyanakkor nem mentesít a magas hiány miatt növekvő adósság emelkedő finanszírozási terhei alóla alól.

A magasabb árindex két csatornán keresztül is csökkenti a hiányráta-mutatót. Egyrészt a magasabb árak felpumpálják az adóbevételeket, elsősorban a fogyasztásra rakódó adókat, másrészt megnöveli a hiányráta mutatójában a nevezőben szereplő GDP összegét, így a tört értéke csökken. Igaz, a kiadási oldalon is vannak infláció-követő tételek (pl. nyugdíjfizetés), illetve az adósságemelkedés következtében emelkedő kamatkidadások, azonban a költségvetésnek még így is van döntési lehetősége arra, hogy mely kiadási tételknél követi az inflációt, vagy változatlanul hagyja-e az eredeti előírányt, csökkentve ezzel a hiány.

Ezek után most nézzük meg, hogy mindez milyen mértékben hat a 2022. évi költségvetési egyenlegre, az első héthavi adatok tükrében.



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

2022. első 7 hónapjában a központi költségvetési alrendszer (központi költségvetés, Elkülönített Állami Pénzalapok és Társadalombiztosítási Alrendszer) tervezett bevételeinek 67%-a folyt be (az időarányos 58,3%-kal szemben), úgy, hogy a lakosság SZJA idei befizetéseiből levonásra került az előző évi adóbefizetésből visszautalt 685 milliárd forint a családosok számára. Ha ezt hozzáadjuk az idei befizetésekhez, akkor a Központi alrendszer bevételeinek a teljesülése 69,7%.

A *fogyasztáshoz* kötött adókból a tervezett bevételek 68,8%-a folyt be 2022 első 7 hónapjában. Mivel a tervezet már rég elvesztette a relevanciáját, érdemesebb az adó-bevételeket nem a tervezetthez, hanem az előző évi azonos időszakához viszonyítani. Nos, a növekedés 25%, azaz egynegyedével több fogyasztási adó folyt be 2022. mint 2021 első hét hónapjában. Mivel ez az adónem a legérzékenyebb az inflációs hatásokra, e téren jelentős túlteljesítés várható. Ha ilyen ütemben emelkednének a fogyasztási adóbevételek, a túlteljesítés 2022-ben elérheti az 1.300 milliárd forintot.

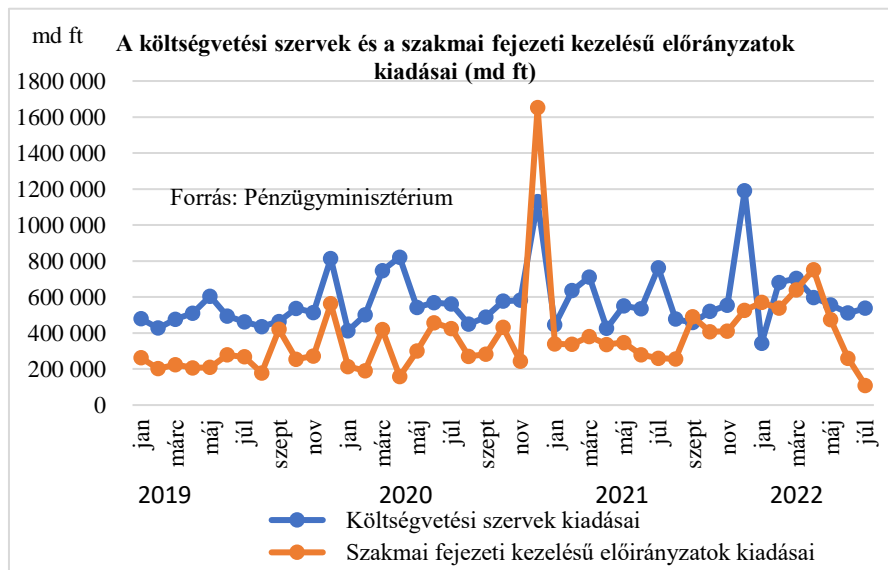
Ugyanakkor kétféle hatás is befolyásolja a bevételek alakulását. A gyorsuló infláció tovább növelheti a nominális bevételeket (a megemelt rezsidíjból kb. 200 milliárd forint plusz ÁFA folyhat be), s ebbe az irányba hat a jövedéki adók emelése is, amelyből a kormány 120-150 milliárd forint plusz bevételt vár. 2022 júliusban a jövedéki adóbevételek az előző havi 100 milliárd forintról 140 milliárdra emelkedtek, tehát már érződik a jövedéki adó-emelés hatása. Másfelől, többek között éppen a magas infláció hatására, a lakossági fogyasztás növekedése mindenképpen csökkenni fog, majd akár negatívba is fordulhat. Az utóbbi ebben az évben még nem valószínű, de jövőre bizonyára megtörténik. Az idei kimenetet az is befolyásolja, hogy az év elején az ugrásszerű fogyasztás-emelkedést egy megismételhetetlen elem gerjesztette, a választások előtti óriási pénzszórtás, ami egyszeri lökést adott a fogyasztásnak. A kétféle hatás eredőjét ma még nehéz megbecsülni, de a plusz fogyasztási adóbevétel mindenképpen meghaladja az 1.000 milliárd forintot.

A *lakossági befizetésekből* a kimutatások szerint a tervezetnek csak a 48,9%-a folyt be az első 7 hónapban. Ennek oka, hogy a családok 2021. évi SzJA befizetésének utólagos visszatérítése a választások előtt (685 milliárd forint) a bevételekből levonásra került. Ha hozzáadjuk ezt az összeget a 2022. évi SzJA-bevételekhez, akkor az idei évre tervezett lakossági befizetések 64%-a teljesült, azaz jóval több, mint az időarányos 58%. Az SZJA visszatérítés figyelmen kívül hagyásával ez az adónem 10,6%-kal többet hozott a költségvetésnek 2022. mint 2021 első hét hónapjában. Kérdés, hogy idén év végén lesznek-e jutalmak, mivel a vállalatok pénzügyi helyzete is romlani fog. Ez emelné a befizetéseket, másfelől a munkanélküliség várható emelkedése éppenséggel csökkenti a jövedelmi adó befizetéseket. Számításaink szerint év végéig a lakossági befizetések, ha nem is pótolhatják a visszafizetett SzJA összegét, de valamennyit behozhatnak abból.

A *gazdálkodó szervezetek* befizetései is jócskán meghaladják a tervezett időarányos részét, és annak szinte minden eleme magas szinten teljesült. A kiskereskedelmi adó júliusban az előző 6 hónap átlagos befizetéseinek a 10-szeresére (27 milliárd forintra) emelkedett. Ezt (is) fizeti meg a lakosság az inflációban. Mindent egybevetve, a gazdálkodási szervek befizetései (a többi extra-adóval együtt), akár 800-1.000 milliárd forinttal meghaladhatják a tervezettet (és legalább a másfélszerese lehet az előző évi bevételeknek a gazdálkodó szervezetektől).

A *kiadások* terén az egész évre tervezett kiadások 68,8%-a teljesült az első 7 hónapban, ez nagyjából megfelel a bevételek időarányos befolyásának. Az első 5 hónapban a legtöbb kiadási tétel terén kisebb vagy nagyobb túllépés volt tapasztalható. 2022 júniusában-júliusában azonban már láthatóak a költségvetési takarékoság jelei, elsősorban a szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok, vagyis az állami beruházások, fejlesztések, karbantartások terén. Júliusban a szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásai mindössze 100 milliárd forintot tettek ki, a

korábbi hónapok átlagosan 400-500 milliárdjaival szemben. Ez hosszabb távon nyilván nem tartható, de már az is sokat segítene a költségvetésen, ha ezeket a kiadásokat havi 300 milliárd alatt lehetne tartani. Amúgy ez a kiadási tétel már júliusra meghaladta teljes évre tervezett összeget.



2022. első 8 hónapjában jelentős összegeket költött a kormány a Helyreállítási és Ellenállóképességi Alapból (RRF) tervezett projektekre is, saját forrásból és saját kockázatra, mivel erről az Európai Unióval még nem született megállapodás. A költségvetési jelentésben az Uniós programok kiadásai soron 2.046 milliárd forint kiadás teljesült az első 7 hónapban, ami majdnem kétszer annyi, mint az előző év azonos időszakában, és a 2022. évre előirányozott időarányos részét is jelentősen meghaladja. Ezeknek a kiadásoknak a nagy része azonban az előző, 2014-2020-as tervezési ciklusban elfogadott programokhoz kapcsolódik, ezért jó eséllyel befolyik majd a költségvetésbe és az ESA-hiányt nem növeli. Az RRF-re 2022 augusztus végéig a kormány 186 milliárd forintot költött, a leszerződött összeg pedig 430 milliárd forint. Amennyiben Magyarország végül elesne az RRF-finanszírozástól, akkor ez is mind a magyar költségvetést terhelné. A 2022. évi költségvetési törvényben az RRF beruházásokra 1.450 milliárd forint van tervezve, de akkor még nem lehetett tudni, hogy a megállapodás megkötése ilyen mértékben kockázatosává válik.

A kiadási oldalon a nyugdíjkiadások azok, amelyek követik az inflációt, itt tehát nincs inflációs nyeresége a költségvetésnek. A Nyugdíjbiztosítási Alap kiadásai az év első hét hónapjában 21%-kal haladták meg az előző évit, amelyben benne van a választások előtt kifizetett 13. havi nyugdíj is (330 milliárd forint). Ha ezt kivesszük az idej nyugdíjkiadásokból, és a tavalyi nyugdíjkiadásokból is a 2021. februári egy heti plusz (13. havi) nyugdíjat, akkor az emelkedés 10,9%. 2022-ben kétszer történt inflációs kompenzációs nyugdíjemelés, de további emelésre lesz szükség az emelkedő infláció miatt.

Ami az idej várakozásokat illeti, nagyon nehéz előrejelzésekbe bocsátkozni. Az információk elszórtak, néha egymásnak is ellentmondanak. Az extra-profit-adóból és a jövedéki adó emeléséből várt bevételek feltehetőleg befolyanak, ez majdnem 1.000 milliárd forint. Nem tudjuk, hogy a rezsiemelés milyen kört érint és milyen

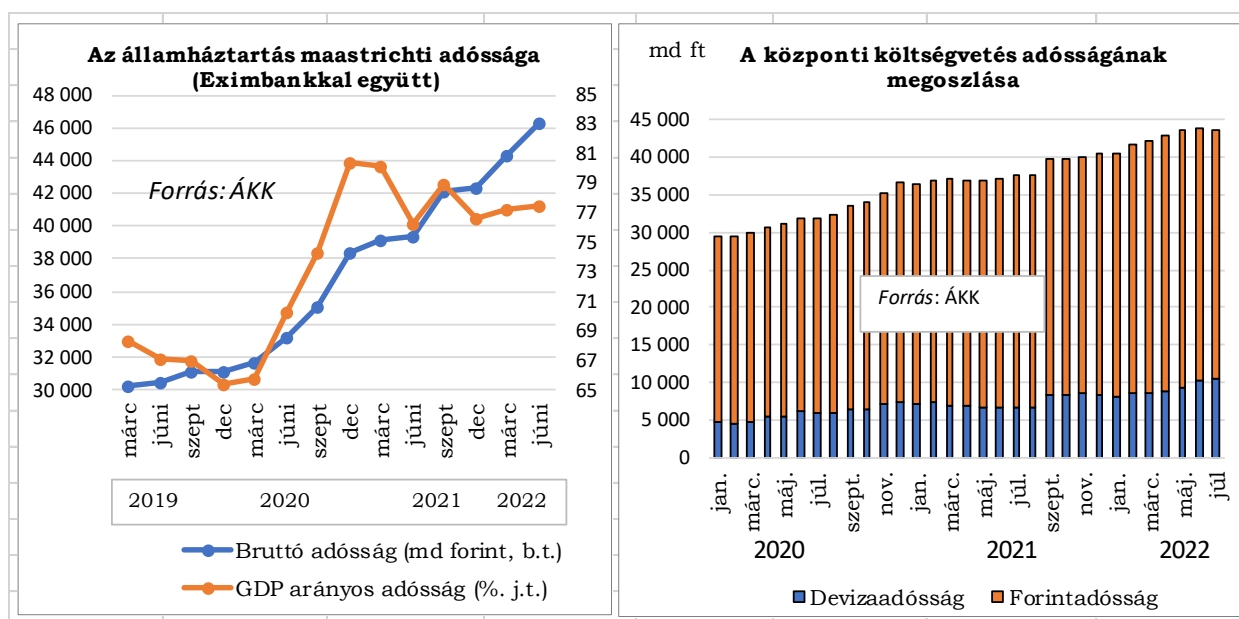
mértékben (mekkora a „túlfogyasztás”), ezért azt sem, hogy a rezsiemelés mekkora kiadástól tehermentesíti a költségvetést, és azt sem, hogy mekkora plusz ÁFA-bevételhez juttatja. A felemelt rezsidíjak ÁFA-tartalma (27%) ugyanis számottevően csökkenti a költségvetéstől várt támogatási igényt. Ma még nem tudhatjuk azt sem, hogy milyen energiaárak várnak a magyar gazdaságra az év hátralévő részében, ami elvileg a költségvetést terhelné, hacsak nem vezet be még durvább rezsiemelést.

Mindenesetre, a pénzforgalmi hiánnyal és a devizaadósság árfolyamváltozások miatti átértékelődésével párhuzamosan emelkedik az államadósság nominális összege.

2.1.3. Államadósság

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

Az Eximbank nélküli államadósság július végére a januári 40.700 milliárdról 44.206 milliárd forintra nőtt. A mintegy 4.000 milliárdos növekmény mögött a forintadósság 1.738 milliárd és a devizaadósság 2.172 milliárd forintos növekménye áll. Az államadósság devizaszerkezete ennek következtében ismét a devizaadósság irányába terelődött át. A devizaadósság aránya a 2021. végi 21%-ról 2022 júniusára 24,5%-ra emelkedett. Ez nagyjából a 2017. évben mért részaránynak felel meg. Azóta – a kormány szándékának megfelelően – sikerült a devizaarányt 20% alá (sőt, 2020 első negyedévében 17,5%-ra) leszorítani, ez pattant most vissza a 25% közelébe. Ebben szerepet játszott a devizában denominált állampapírok átértékelődése a forint jelentős leértékelődése következtében.

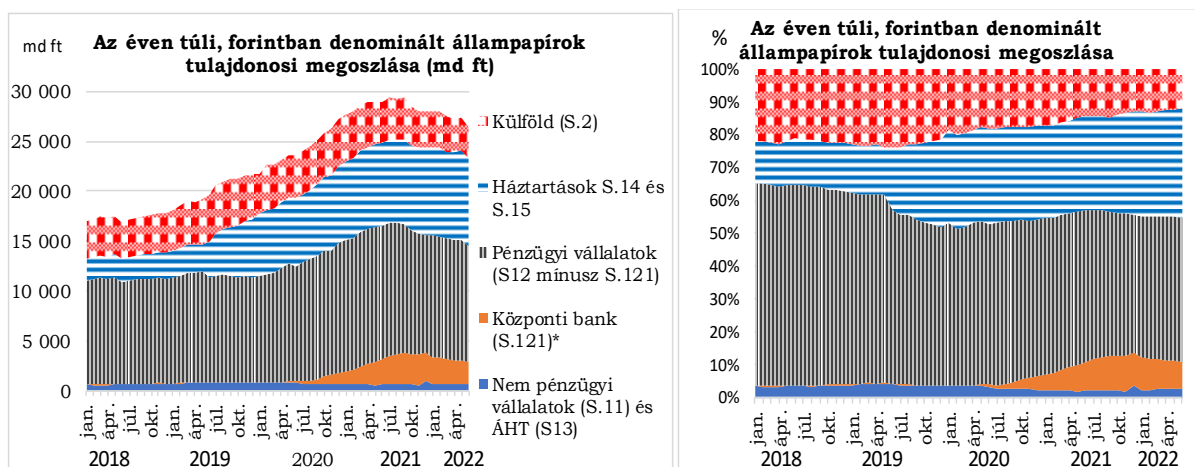


Az állampapírok tulajdonosi megoszlását tekintve figyelemre méltó, hogy az állampapírok 71%-át kitevő, éven túli lejáratú, forintban denominált állampapírok terén tovább nőtt a háztartások részaránya. 2022 januárjában megközelítette a 30%-ot, 2022 júniusában pedig elérte a 33,3%-ot.

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

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

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



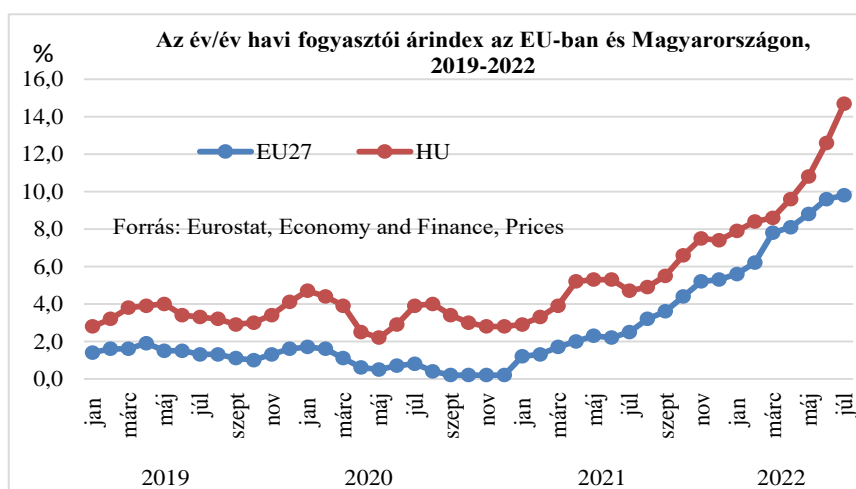
2.2. Infláció

2.2.1. Fogyasztói árindex az Európai Unióban

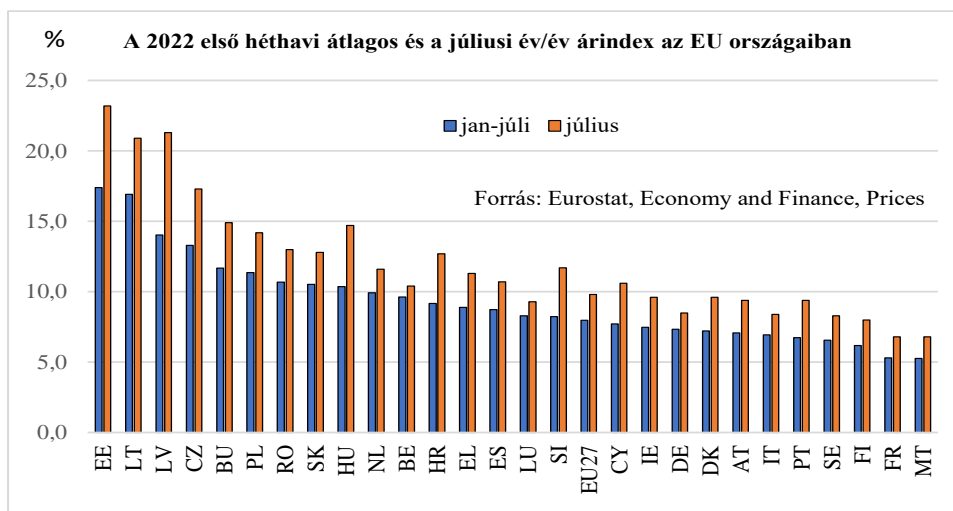
2021 második felétől a világgazdaság kilátásait egyre inkább a globális inflációs folyamatok árnyékolják be. A COVID-válságból való kilábalás viszonylag gyors növekedést és kereslet-emelkedést hozott, miközben a kereslet nem állt hasonló ütemben helyre. Az akadozó alkatrészellátás, logisztikai problémák,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

Az Ukrajna elleni orosz katonai agresszió tovább növelte a globális árnyomást, különösen a szénhidrogének és a gabonatermékek piacán. Oroszország és Ukrajna a világ gabonaexportjának kb. egyharmadát mondhatja magáénak. Mivel a harcok kimenetele bizonytalan és a háború elhúzódik, ez beláthatatlan következményekkel járhat a világpiaci élelmiszerárakra. A kőolaj-, földgáz- és gabonaeladásokat pedig az oroszok stratégiai fegyverként használják, ami ezeknek a termékeknek a világpiaci árát sokszorosára emelte.

Az EU-ban a HICP fogyasztói árindex 2020 legvégén kezdett eltávolodni a nulláról (ahová a COVID-járvány miatti lezárások és gazdasági visszaesés miatti keresletcsökkenés következtében került), majd folyamatos emelkedés után 2021 augusztusában lépte át a 3%-ot. Azóta is töretlenül emelkedik, 2022 júliusára megközelítette a 10%-ot, igaz a júliusi emelkedés már enyhébb volt, mint a megelőző hónapokban. Magyarországon már a 2010-es évek közepétől kezdve meghaladja a fogyasztói index az európai átlagot. Igaz, csak 1,5-3 százalékponttal, de az alacsony szinteket tekintve ez számottevő különbséget jelent. 2022 márciusától azután a két trend elvált egymástól, mivel a magyar száguldó inflációt az EU átlaga már lassabb ütemben követte.



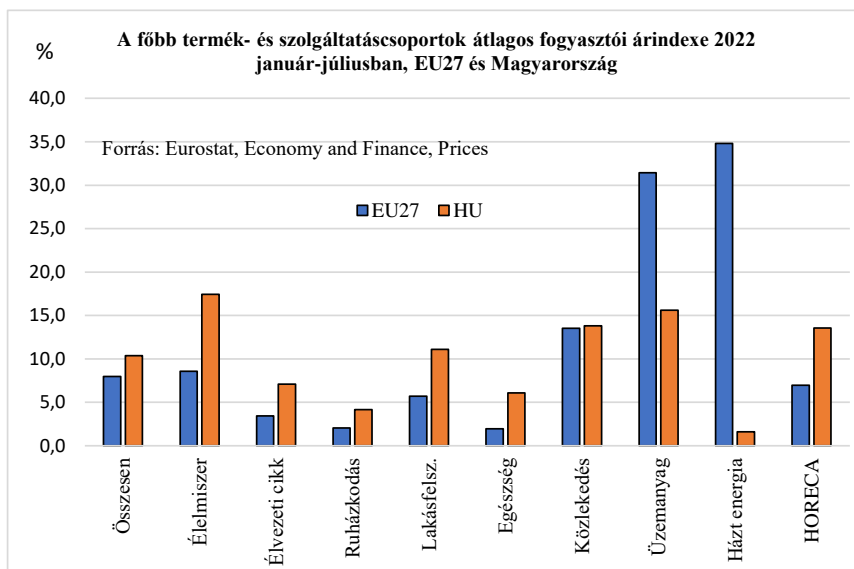
A következő ábra figyelemreméltó és nehezen megmagyarázható jelenségre hívja fel a figyelmet. 2022 első hét hónapjában (és júliusban is) az EU inflációs ranglistájának az első kilenc helyét kizárólag új tagországok, vagy ha úgy tetszik, kelet-közép-európai országok foglalják el. Az első 3 helyet a balti országok, a következő 6-ot pedig a Visegrádi 4-ek, Románia és Bulgária. Az utóbbi években aligha volt olyan gazdasági mutató, amely ilyen feltűnően tükrözte volna a regionális dimenziókat. Hasonló a helyzet, ha a júliusi fogyasztói árindexet vizsgáljuk. Ugyanez a 9 ország vezeti a rangsort, legfeljebb annyi a változás, hogy Magyarország az első héthavi átlag 9. helyéről a júliusi árindex sorrendjében az 5-6. helyre zárkózott fel, Bulgáriával holtversenyben 14,7, illetve 14,9%-os havi év/éves árindex-szel. Ráadásul ezekben az országokban a legnagyobb a különbség a héthavi átlagos és a júliusi árindex között, ami azt jelzi, hogy az év folyamán kimagasló ütemben emelkedett az árindex (és emelkedik mind mai napig)



A furcsa jelenség magyarázata érdekében, vizsgáljuk meg az egyes áru- és szolgáltatás-csoportok áremelkedését, országonként.

2.2.2. Az infláció összetevői

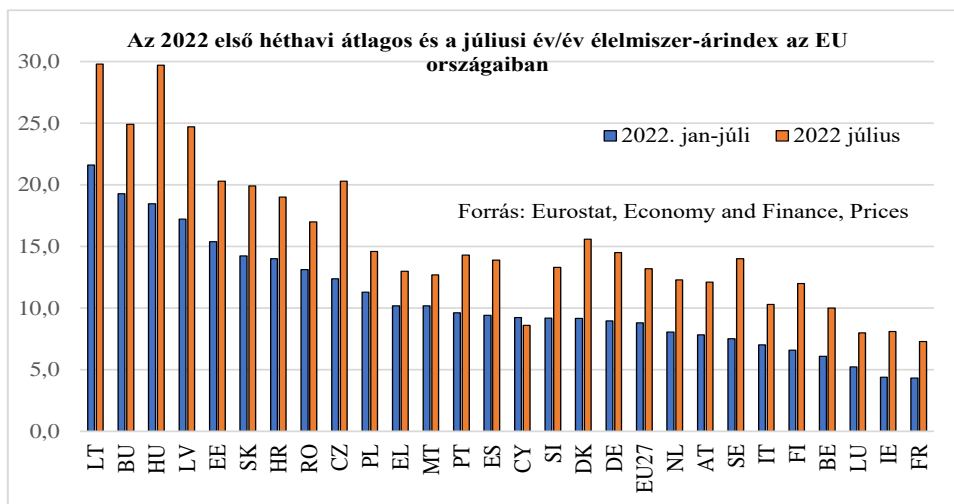
2022-ben a világméretű infláció két fő forrása az élelmiszerek és az energiahordozók árának a masszív emelkedése. Az EU27 első héthavi átlagosan 8%-os árszint-emelkedése mögött az üzemanyagok 31,6, a háztartási energia 34,8, és az élelmiszerek 8,8 százalékos áremelkedése áll. A többi termék- és szolgáltatáscsoport ára mérsékeltebben nőtt, de mindegyik csoportban a korábbinál magasabb volt az árindex (kivéve a kommunikációt, amelyben az árak az EU27-ben stagnáltak, az egyes országokban pedig pár százalékkal nőttek vagy éppenséggel csökkentek 2022 első hét hónapjában. A következőkben az élelmiszer- és az energiahordozók, azaz az üzemanyagok és a háztartási energia árváltozására fókuszálva elemezzük az EU inflációs folyamatait és annak regionális vonatkozásait.



Élelmiszerek

Az élelmiszereknek nem csak a globális áremelkedésben van kitüntetett szerepük, hanem méginkább az inflációban élenjáró országok magas árindexében.

Az EU27 élelmiszer-áremelkedésének a rangsorában az első 10 helyen kelet-közép-európai országok állnak (most már Horvátországgal kiegészülve), kimagasló élelmiszer-áremelkedéssel. Bár egyetlen EU-ország sem úszta meg 2022 első hét hónapját 5% alatti (és a júliust 10% alatti) élelmiszer-áremelkedéssel, a közép-kelet-európai 12-22%-os héthavi és 17-30%-os júliusi élelmiszer-árindexe messze meghaladja az EU átlagát. Érdeemes észrevenni, hogy a júliusi 30%-ot közelítő magyar élelmiszer-áremelkedés a legmagasabb az EU-ban (Litvánia mellett).



A közép-kelet-európai országok magas inflációjában tehát az élelmiszerek áremelkedése kiemelkedő szerepet játszott. Különös tekintettel arra, hogy az élelmiszerek ezekben az országokban jóval nagyobb súlyt képviselnek a fogyasztói kosárban, mint az EU átlagában, vagy a nyugat-európai országokban.



A fenti ábrán valamennyi közép-kelet-európai ország az EU átlagától balra helyezkedik el, azaz az átlagnál magasabb az élelmiszerek részaránya a fogyasztói kosárban. Igaz, ebben a csoportban néhány dél-európai ország (Spanyolország, Portugália és Olaszország) is van, a többi azonban kelet-közép-európai ország. Romániában a háztartások jövedelmük majdnem 30%-át költik élelmiszerekre, de Magyarországon is mintegy 20%-át. A legfejlettebb nyugat-európai országokban ez a részesedés alig haladja meg a 10%-ot. Ez szorosan összefügg a jövedelmi szintekkel, hiszen minél alacsonyabb az átlagos háztartási jövedelem, annál nagyobb része fordítódik az élelmiszerek vásárlására.

A magas kelet-közép-európai árindex tehát részben az átlagnál magasabb élelmiszer-áremelkedéssel magyarázható és az élelmiszereknek a fogyasztói kosárban elfoglalt magas részarányával.

Mely típusú élelmiszerek ára emelkedett kimagaslóan? Lényegében mindegyiké.

A következő oldalon található ábra a 2022. júliusi év/éves élelmiszer-árindexeket mutatja, de lényegében ugyanezt az eredményt kapnánk a 2022. első héthavi adatok átlaga alapján, csak a szintek jóval alacsonyabbak. Az országok rangsora azonban legfeljebb 1-1 helyezéssel különbözik a héthavi átlagos és a júliusi index alapján.

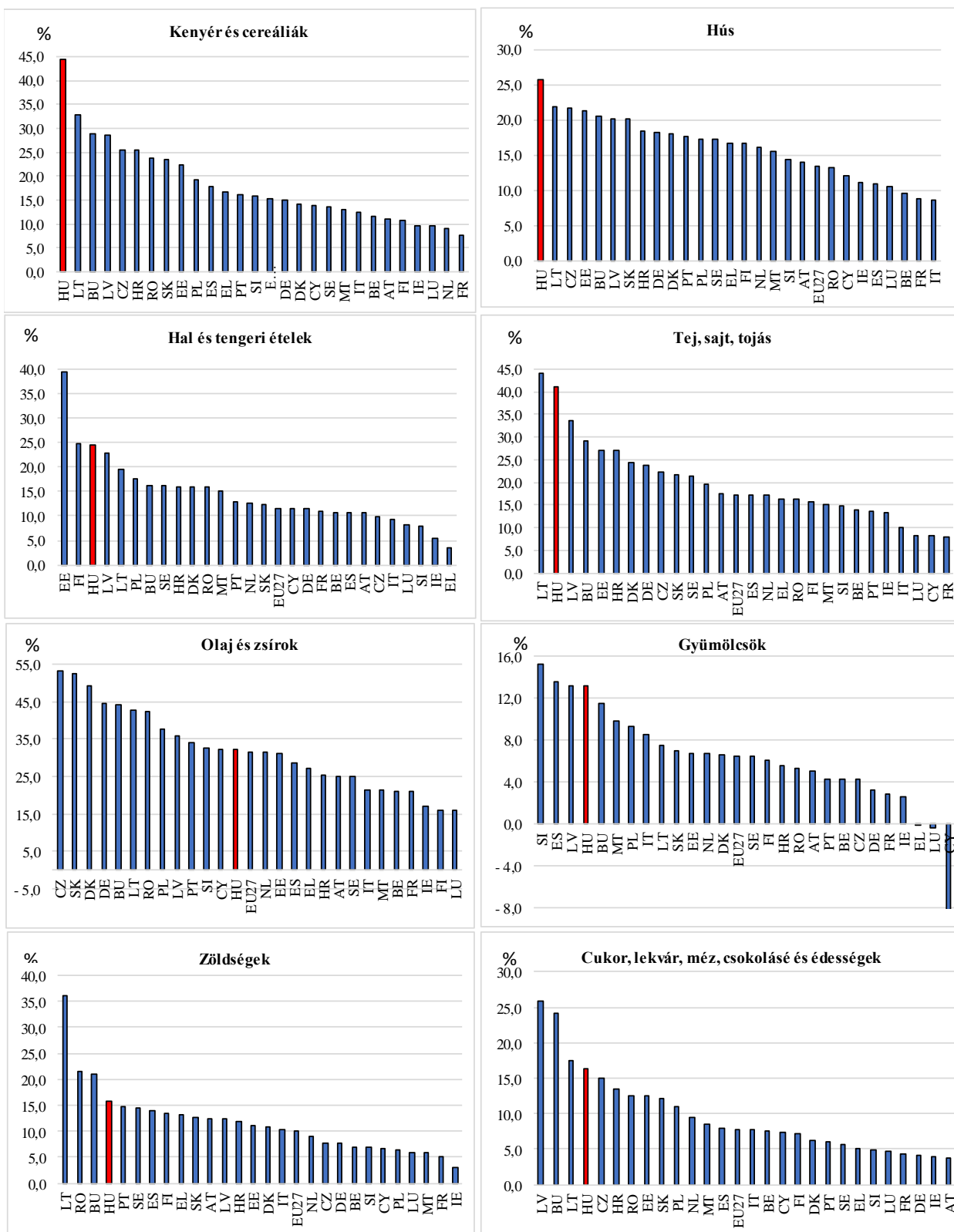
Magyarország pozícióját a piros oszlopok jelzik, és egyértelműen megállapítható, hogy a magyar árindex minden termékcsoporthoz képest a legmagasabbak között van, ha nem a legmagasabb.

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

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

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

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



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

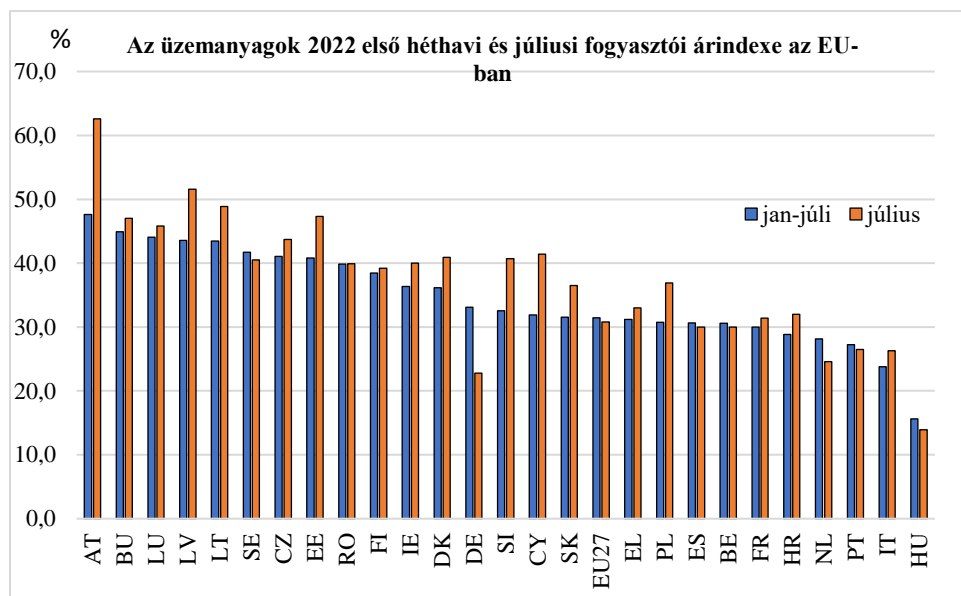
- A hal és tengeri ételek terén a harmadik (!) helyen, az első héthavi emelkedés itt 16,7%, ami szintén a harmadik helyre volt elegendő. Ez az árucsoportnak ugyan kis súlyt képvisel a magyar fogyasztói kosárban (0,171%, bár ez magasabb, mint a marhahúsé), ugyanakkor jelzi az élelmiszer árak emelkedésének általános jellegét. Nehéz ugyanis olyan indokot felhozni, amely magyarázná, hogy miért kerültek a halféleségek majdnem 25%-kal többre 2022 júliusában, mint 1 évvel korábban. Az árfolyam gyengülése (a hal-termékek nagy része import) sem indokol ekkora áremelkedést.
- Tej, sajt, tojás: az első héthavi emelkedés szintén a második legmagasabb, 24,7%.
- Olajok és zsír: ez az a termékcsoporthoz, amelyben a magyar áremelkedés nem jár az élen. A héthavi átlag 23,9%, szintén a 13. helyen áll. Az olaj árstopos termék.
- Gyümölcsök, zöldségek, cukor, lekvár, méz, csokoládé és édességek: 4. legmagasabb árnövekedés 2022 júliusában, és a héthavi átlagok rendre a következők: gyümölcsök 10,7% (4.hely), zöldségek 15,3% (8. hely), cukor és egyéb 8,8% (7. hely). A zöldségek és a cukorféleségek terén tehát az év folyamán a magyar áremelkedés előrébb lépett az EU-rangsorban, azaz megelőzött 3-4 országot január és július között. Az utóbbi azért is figyelemre méltó, mert a cukor szintén árstopos termék (egyúttal hiánycikk). Igaz, az édességeket 2022 júliustól megemelt népegészségügyi termékadó (NETA) terheli, aminek következtében az év/éves árindexe júliusban az előző havi 10,6%-ról 16,3%-ra ugrott fel. A cukorféleségek súlya a fogyasztói kosárban kb. 2%, ennek tehát már érezhető hatása van az általános árindexre. A népegészségügyi termékadó emelése más termékekre is kiterjed, pl. tézstafélék, ezért hatása az inflációra szélesebb, mint egyedül a cukrozott termékeké.

A magyar élelmiszerárak emelkedése annyiban tűnik ki az európai és még a régiós trendekből is, hogy a havi adatok alapján az áremelkedés *sebessége* az év folyamán lényegesen magasabb, mint bármelyik más EU-országban. A júliusi árindex nem csak az egyik legmagasabb volt, hanem az eltérés a júliusi és a héthavi átlagos árindex között Magyarországon messze a legnagyobb az EU-országok között. Különösen jelentős volt az árak megugrása júliusban, amikor a kiskereskedelmi láncokra az extra adó bevezetésre került. Ez egyrészt azt jelzi, hogy az extra-adó kivetése az élelmiszer-kiskereskedelmi láncokra óriási hiba volt, mivel a kereskedők kénytelenek az adó terhét a fogyasztókra terhelni, ami tovább növeli a már most is veszélyesen gyors ütemű áremelkedést. Másrészt az édességek megemelt NETA-adója is árgerjesztő hatással van. Harmadrészt azt a következtetést is le kell vonni, hogy – amint az várható volt – a 7 élelmiszer-árstopja nem gátolta meg az élelmiszerek áremelkedését, hanem szétterítette azt az árstop által nem érintett termékek széles körében. Ez akár még tolvagyűrűző hatást is megindíthatott, amennyiben a kereskedők, ha már úgylis széles körben árat emelnek az adóteher miatt, az input-árakkal nem magyarázható módon, akkor ez a magatartás átterjedhet az indokoltnál több termékre is.

Üzemanyagok

Az üzemanyagok árstopja 2021 novemberében került bevezetésre, ezért a magyar árak emelkedése 2022 első hét hónapjában még viszonylag magas volt, de jócskán elmaradt a többi EU-országtól. Kérdés, hogy a befagyasztott hatósági árak meddig

maradhatnak fenn, mivel a független benzinkutak tartalékaik végét járják. Emellett az üzemanyag hiány egyre aggasztóbb, mivel a benzinkutak igyekeznek minél kevesebb üzemanyagot eladni, ami a részükről érthető kármentési lépés, ugyanakkor egy tökéletesen anti-piaci magatartás.



Az üzemanyag hatósági ár nélkül a magyar fogyasztói árindex legalább 2 százalékponttal magasabb lett volna 2022 első hét hónapjában. Az üzemanyagok részaránya a fogyasztói kosárban 6,46%, és a 480 forintos magyar fogyasztói ár kb. 35%-kal alacsonyabb, mint a környező országokban alkalmazott ár. A forint árfolyamának folyamatos gyengülése mellett ez a különbség töretlenül nő. 2022 augusztusában a különbség forintban kifejezve már 40%.

Az egyes országok között ma is jelentős árkülönbségek tapasztalhatóak az üzemanyagok árában, attól függően, hogy a kormányok milyen árcsökkentő lépéseket tettek (pl. ÁFA- vagy jövedékiadóadó-mérséklés formájában).

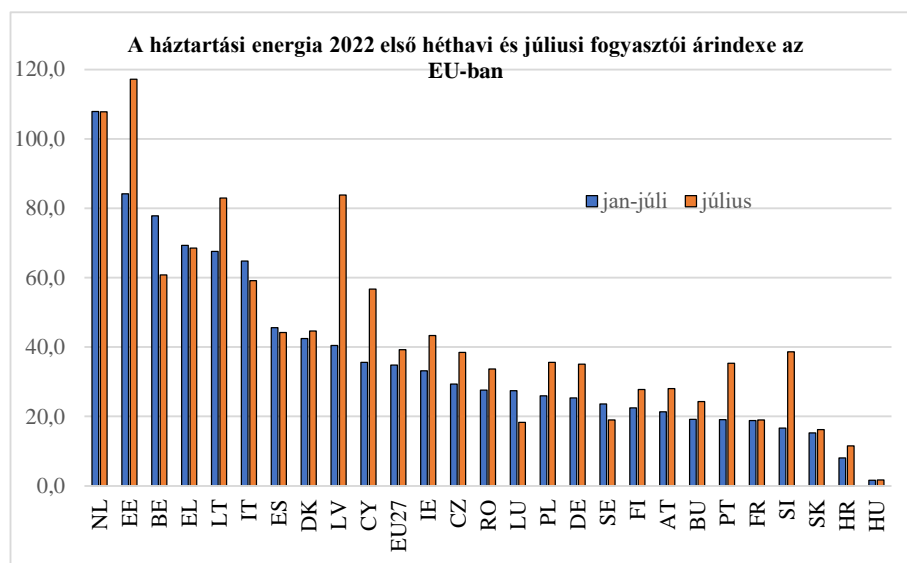
Ha viszont a magyar üzemanyagárak legalábbis korlátozott mértékben tükröznék a világpiaci árakat, akkor ezzel Magyarország 2022 júliusában az inflációs rangsorban nem az 5. helyen állt volna, hanem a 4. helyen, közvetlenül a balti országok mögött. És akkor még nem vettük figyelembe a háztartási energiaárak befagyasztásának a hatását, ami augusztustól már a múlté.

Háztartási energia

A háztartási energia-árak - Magyarországon kívül – minden EU-országban jelentősen emelkedtek, az emelkedés mértéke azonban országonként eltérő volt (3.QQ8. ábra). Számos tagország ugyanis már az energiaválság előtt is különböző árszabályozást és állami beavatkozást alkalmazott a lakossági villamosenergia és gázárakban.¹ Az

¹ European Agency for the Cooperation of Energy Regulators (ACER): ACER Annual Report on the Results of Monitoring the Internal Electricity and Natural Gas Markets in 2020 - Energy Retail Markets and Consumer Protection Volume https://extranet.acer.europa.eu/Official_documents/Acts_of_the_Agency/Publication/ACER%20Market%20Monitoring%20Report%202020%20E2%80%93%20Energy%20Retail%20and%20Consumer%20%20Protection%20Volume.pdf

ACER jelentése összefoglalja a beavatkozás mértékét és módját: a skandináv országok, Németország, Ausztria, Csehország és Görögország kivételével a tagországok mindegyike alkalmazott valamilyen beavatkozást a lakossági villamos- és gázárakba. Ezek lehetnek rászorultság vagy a fogyasztás nagysága alapján, illetve árszabályozás vagy adómérték szabályozás formájában. Ami az érintett háztartások számát és arányát illeti, az ACER adatai szerint a villamosenergia piacán a háztartások 100%-a csak Magyarországon, Szlovákiában, Cipruson és Máltán részesül – különböző mértékű - ártámogatásban. A gázárak támogatásában pedig a háztartások 100%-a Magyarország mellett csak Lengyelországban, Szlovákiában, Lettországon és Bulgáriában részesül. Más országokban a fogyasztóknak jellemzően csak egy bizonyos része kap energiaár-támogatást.



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

A háztartási energia a balti országokban nem részesül ártámogatásban, és jórészt ez magyarázza ezeknek az országoknak a vezető helyét az EU-inflációs rangsorában, bár nem kizárólag, mivel –mint láttuk - a balti országok az élelmiszerek áremelkedésében is élenjártak, noha jellemzően nem olyan mértékben, mint Magyarország.

Magyarország 2022. augusztusától megszüntetni a „rezsicsökkentésnek” nevezett intézkedést és bizonyos fogyasztási limitek felett jelentős áremelést vezet be. Ennek hatását ma még nem lehet kalkulálni, mert nem ismeretes, hogy a limit feletti fogyasztása mekkora. A gázárak hétszeresére és a villamosenergia-árak kétszeresére emelése azonban további 2-3 százalékpontos emelkedést fog okozni a fogyasztói árindexben, és ezzel Magyarország az év végére akár meg is előzheti a balti országokat az inflációs rangsorban.

2.2.3. A magyar fogyasztói árindex jellemzői 2022-ben

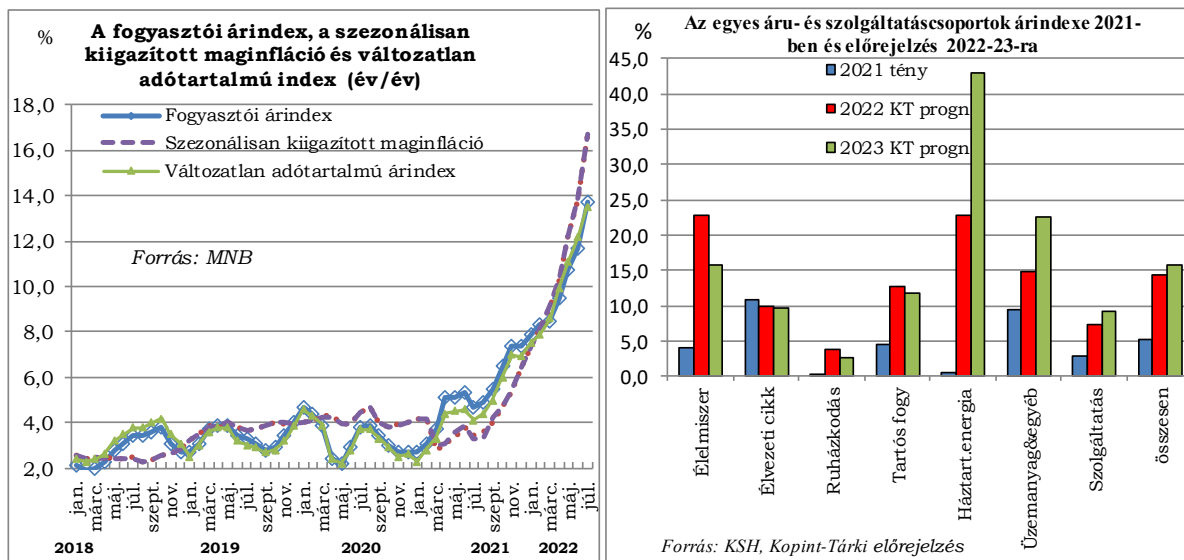
A KSH adatai szerint 2022 első hét hónapjában a magyar átlagos fogyasztói árindex 10% volt (ellentétben az Eurostat által más módszertan alapján (HICP) számított 10,4%-kal. Az infláció éven belüli lefolyását és a főbb termékcsoportok áremelkedését az előző fejezetben bemutattuk.

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

Figyelemre méltó, hogy a maginfláció, amely 2021-ben 1-2 százalékponttal elmaradt az átlagos inflációtól, 2022 első februárjára felzárkózott ahhoz, és azóta gyorsuló ütemben haladja meg a tényleges fogyasztói árindexet. 2022 júliusában a maginfláció már 16,7%-ot mutatott (a havi árindex 13,7% volt). A 3 százalékpontos különbség a maginfláció „javára” az árindex további emelkedésének trendjét jelzi előre (az üzemanyagok és a háztartási energia emelése nélkül is).

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

1. Nem lehet előrejelezni, hogy az élelmiszerárak viharos emelkedése mikor áll meg, illetve fordul meg. Mivel a választások előtti pénzosztogatás elmúlt, a lakossági jövedelmek elinflálódnak és a költségvetési megszorítások is csökkentik a háztartások rendelkezésére álló jövedelmét, a lakossági kereslet csökkenni fog, ami korlátot szab a keresleti indított áremeléseknek. A költségoldali inflációs nyomás azonban nem fog megszűnni.
2. Csak 2022 októberére lesz ismert, hogy a háztartási energiaárak emelése milyen hatással lesz a fogyasztói árindexre.
3. Bizonytalan, hogy a kormány 2022 október 1. után kivezeti-e az üzemanyagok hatósági árát – amint azt az MNB 2022 júliusi Inflációs jelentése sugallta –, és ha igen, akkor milyen ütemben: azonnal vagy fokozatosan.



2022-re a jelenleg rendelkezésre álló adatok alapján **14,5-15%-os fogyasztói árindexet** jelezünk előre, felfelé mutató kockázatokkal, ami azt jelenti, hogy

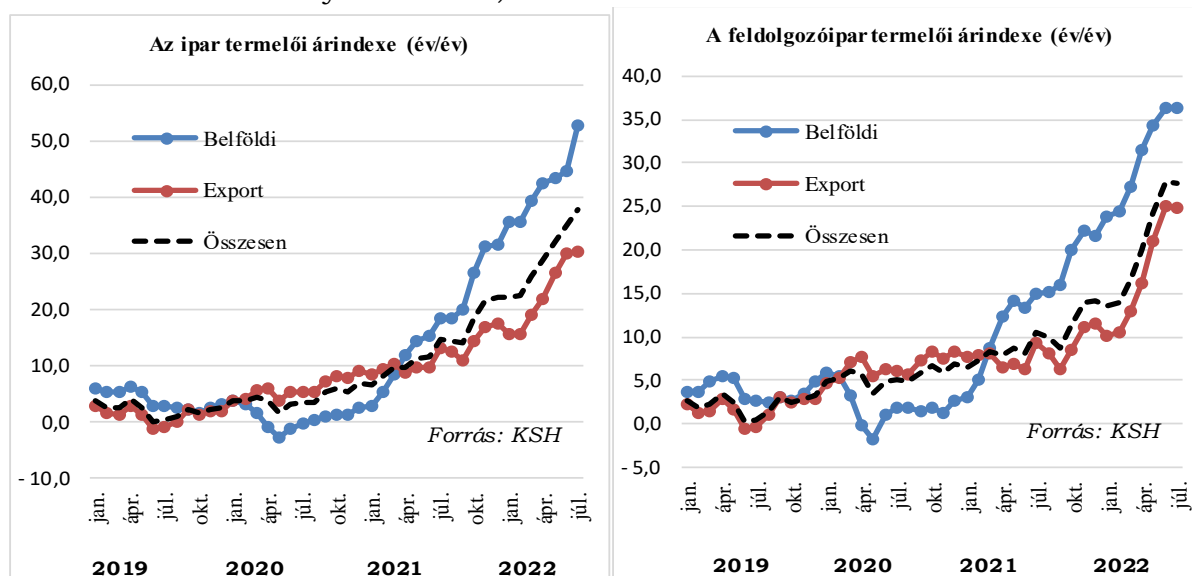
szélsőséges esetben az éves árindex 2022-ben megközelítheti a 20%-ot is. Ennél nagyobb biztonsággal állítható, hogy 2023. évi fogyasztói árindex meg fogja haladni a 2022. évit. A háztartási energia áremelése ugyanis egészen az utolsó negyedévig emelni fogja az árindexet (az „alacsony” bázis miatt) és feltehetőleg hasonló várható a sokáig alacsonyan tartott üzemanyagárak esetén. Ezt a hatást pedig az élelmiszerárak akkor sem tudnák kompenzálni, ha a viharos emelkedés megszűnik, netán visszafordul.

Termelői árak

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

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

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

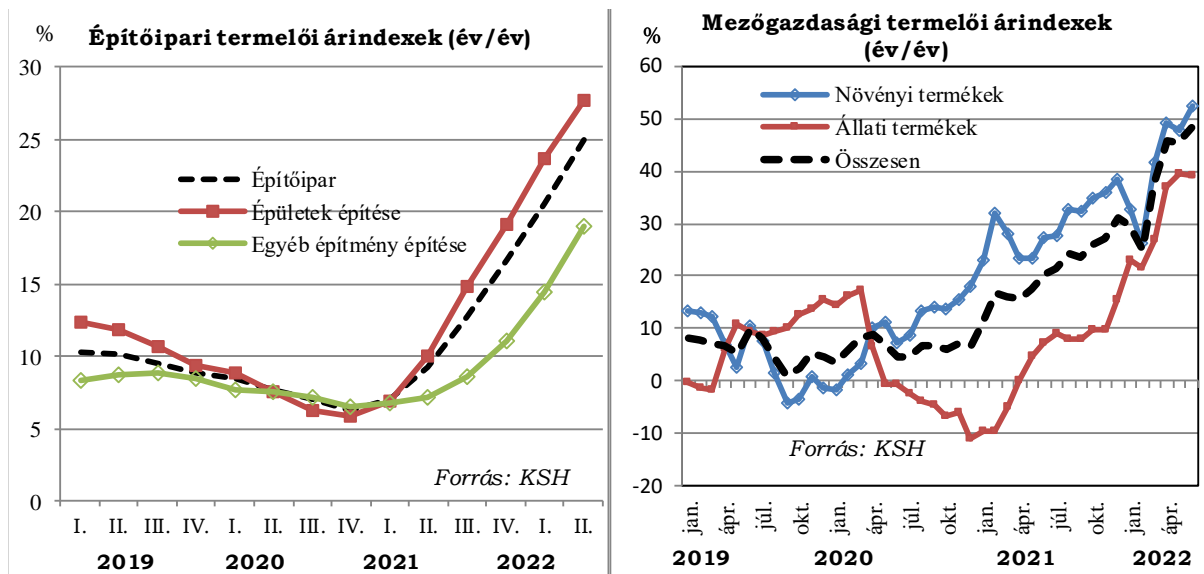


Az *építőipar* termelői árindexe 2020 közepe-vege óta meredeken ível felfelé, és 2022 második negyedévében már megközelítette a 25%-ot. Ezen belül az épületek építése 28%-kal az egyéb építmények építése 19%-kal volt drágább 2022 második negyedévében, mint egy évvel korábban. Az építőipari szakértők jelzései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

majd megállhat, amennyiben az állami, vállalati és lakossági beruházási célú kereslet csökken.

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

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



2.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok

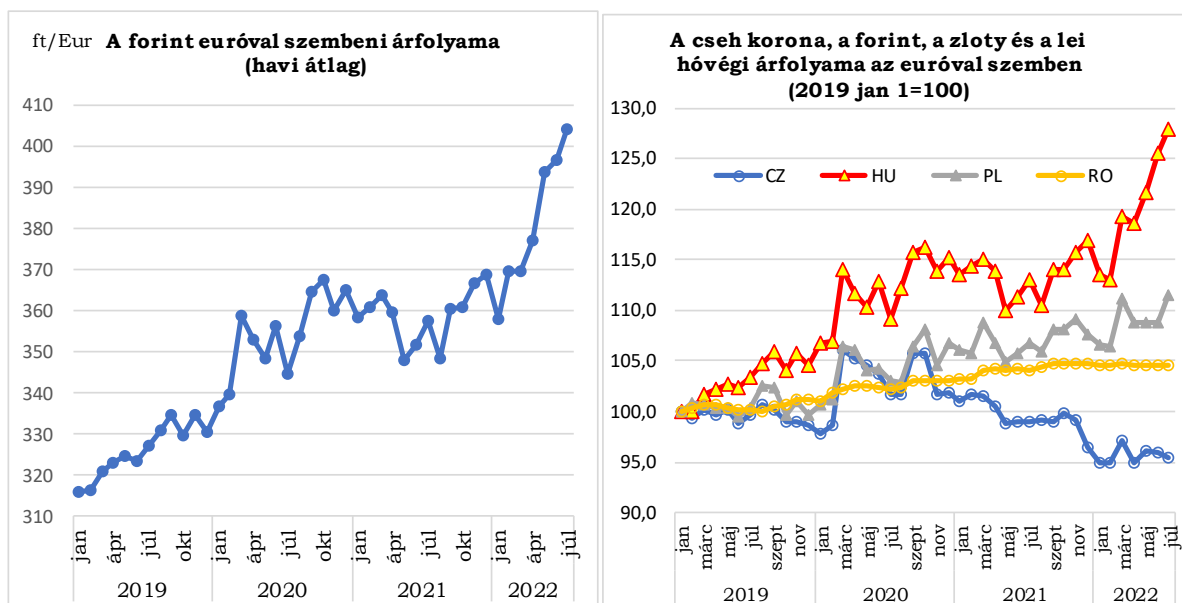
2.3.1. Jegybanki kamatok és árfolyam

A 2019. évi számottevő, majd a 202. évi jelentős gyengülés után 2021 folyamán a forint átlagos euró-árfolyama viszonylag stabilná változott: 2022 januárjában pontosan azon a szinten állt (358,11 ft), mint 2021 januárjában (358,51 ft).

2022-ben februártól azonban beszakadt az árfolyam, és – különösen a nyári hónapoktól – zuhanórepülésben tartott a 400 ft feletti szint fölé, ahol jelentésünk idején is tartózkodik. Már ezt megelőzőn, többször például március folyamán, is járt az árfolyam 400 forint közelében, jellemzően nem lépte át azonban ezt a lélektani hatást.

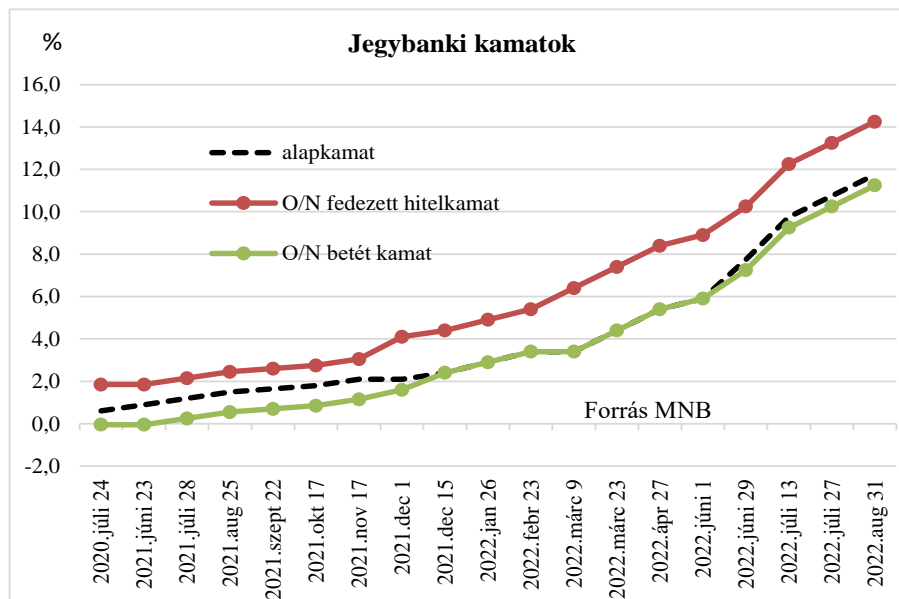
A forint gyengülése nem választható el az orosz katonai támadás hatásától, azonban inkább csak közvetve magyarázható a háborúval. Ezt bizonyítja, hogy a többi régiós deviza egyáltalán nem, vagy alig gyengült a háború hatására. A háború által szintén közvetlenül érintett (szomszédos) román valuta árfolyama ugyanakkor stabilan tartja magát, mivel a jegybank folyamatos intervencióval menedzseli az lej árfolyamot, amit a devizatartalékok magas szintje tesz lehetővé. De a lengyel valuta is csak mérsékelten reagált az orosz agresszióra: zloty árfolyama január- július között csupán 4,7%-kal gyengült, míg a magyar forint 12,7%-ot veszített értékéből az euróval szemben.

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



körülmények között súlyos kockázat A magyar gazdasággal szembeni bizalmatlanság jelent meg a Fitch Rating legutóbbi, augusztus 12-diki leminősítési figyelmeztetésében, amikor is a korábbi BBB besorolást negatív kilátásokra változtatta. Ebben az is kifejeződött, hogy a hitelminősítők egyre kevésbé látják esélyesnek az EU-val való megállapodást, legalábbis az előírt határidőig, év végéig. Igaz, a Fitch korábban, júliusban optimistán nyilatkozott az EU-megállapodás megkötésének esélyéről. Magyarország mindhárom fő hitelminősítőnél két kategóriával a befektetésre ajánlott besorolás alatt van, ami az államadósság finanszírozását drágítja, az elvárt hozamokat megemeli.

A jegybank az egyre emelkedő fogyasztói árindexekre és részben a forint árfolyamgyengülésére a kamatkondíciók szigorításával reagált. A 2021 júniusban kezdődő jegybanki kamatemelési ciklus az első három hónapban, amikor a jegybank 3 alkalommal 30 bázispontos alapkamat-emelést hajtott végre. Ezt azonban szeptemberben és októberben csupán 15 bázispontos emelés követte. A forint gyors gyengülését és az egyre magasabb havi árindexeket tapasztalva, novemberben a jegybank visszatért az alapkamat 30, 2022 januárjától az 50 bázispontos majd áprilistól a 100-185-200 pontos emeléséhez. A forint árfolyama valamennyi kamatemelésre, egy rövid erősödést követően, mérsékelten reagált.



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

A jegybank magatartásából az olvasható ki, hogy az infláció emelkedésére és az árfolyam gyengülésére a Monetáris Tanács nagyon visszafogottan reagált, eleinte még szem előtt tartva a növekedési szempontokat is. Ezt a mérsékelt magatartást támasztotta alá az jegybank inflációs előrejelzése is, amelyek egészen 2022 júniusáig jócskán alulbecsülte a várható árindexet, jobban, mint a független elemzők. A fordulópontot a júliusi Inflációs Jelentés jelentette, ami már határozottan felhívta a figyelmet a gyorsuló infláció valószínűségére. A júniusi 185

pontos alapkamat-emelés szakítást jelentet a jegybank korábbi óvatos kamatpolitikájával, amikor még a kamatok *optimális* szintjének szükségességét hangsúlyozta, nyilván a gazdasági növekedés szempontjait is szem előtt tartva. Június végén azonban változott a stratégia és a kommunikáció a monetáris célját 110%-ban az infláció elleni harc jegyében határozta meg.

Ezt tükrözik a kamatszintek emelése mellett a Monetáris Tanács 2022 augusztusi ülésén eldöntött likviditás-szűkítő lépések is. Ennek elemei: a kötelező tartalékráta (1%-ról 5%-ra) emelése, a rendszeres diszkontkötvények és a hosszú lejáratú betéti eszköz bevezetése. Mindhárom eszköz kamata az alapkamathoz igazodik. A jegybank ezektől a lépésektől a banki likviditás csökkenését várja, a válság alatt a bankszektorba pumpált 9.500-9.700 milliárd forintnyi likviditás legalább a felének a kiszívását.

Ma még nehéz eldönteni, hogy a kamatemelések és a likviditásszűkítő lépések milyen hatással lesznek a banki hitelkamatok alakulására, és ezzel a vállalatok hitelellátottságára.

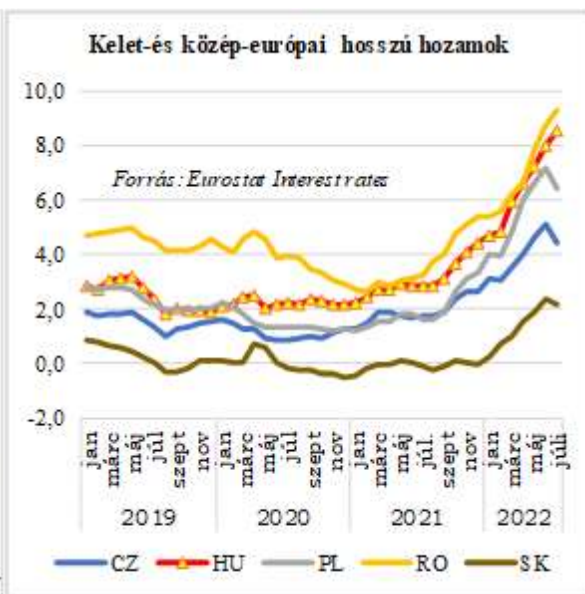
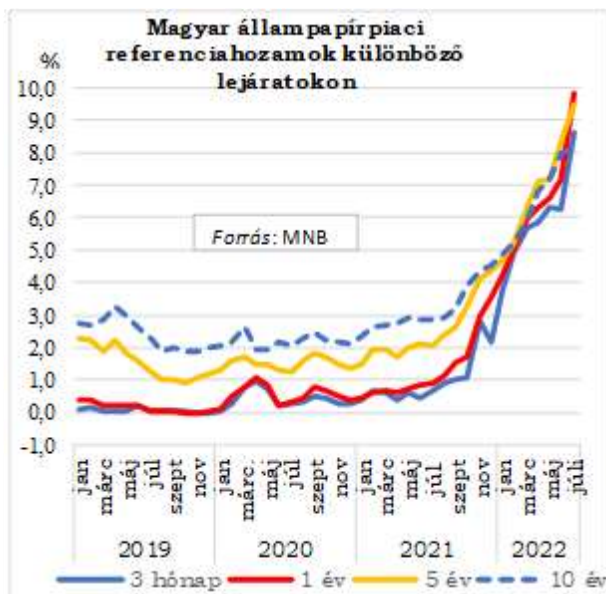
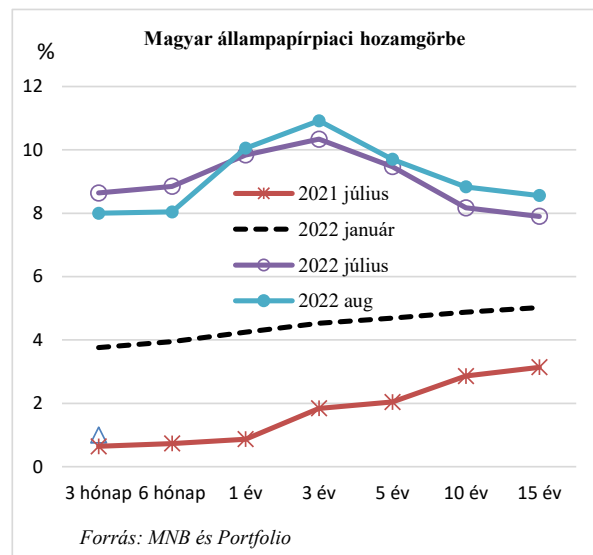
2.3.2. Állampapír-piaci hozamok

2022 első hét hónapjában a magyar állampapír-piaci hozamok ugrásszerű emelkedéssel reagáltak a jegybanki kamatszint emelkedésére, valamint a magas költségvetési hiányra és az emelkedő államadóságra és annak növekvő finanszírozási szükségletére. Az MNB adatai szerint a legjelentősebb emelkedés a rövid hozamok terén történt; a 3 hónap és 3 év lejárat közötti papírok hozama több, mint megduplázódott 2022 január és június között. A 3 éves papírok hozama júliusra átlépte a 10%-ot (10,34%, a januári 4,53%-kal szemben). Júliusra több mint kétszeresére emelkedett az 1 és az 5 éves papírok hozama is, az előbbi esetében 4,25%-ról 9,84%-ra az utóbbinál 4,68%-ról 9,47%-ra.

Augusztusban tovább emelkedtek a hozamok és a hónap utolsó napján már az 1 éves papír hozama is 10% fölé emelkedett, 10,05%-ra, a 3 éves papíré pedig 10,92%-ra. Az 5 éves papír hozama augusztus 31-én már 9,7 % volt.

A konvergencia-kritérium alá eső 10 éves papírok hozama a 2022 januári 4,88%-ról júliusra 8,17%-ra, majd augusztus utolsó napjára már 8,387%-ra emelkedett. A hozamemelkedés tehát 2022 nyár végén is töretlenül folytatódik.

Ezzel a hozamgörbe 2022 folyamán lényegesen átalakult. Míg korábban, még 2022 januárjában is, a hozamok a lejárat hosszával többé kevésbé párhuzamosan emelkedtek, 2022 júliusára és augusztusára egy harang-alakú hozamgörbe alakult ki, amelyben a középlejáratú hozamok a legmagasabbak, a rövid és a hosszú hozamok pedig magasabbak. Ez a mintázat 2022 augusztusában még erősödött is, júliusához képest.



A következő hónapokban további hozamemelkedésre kell felkészülni, ami súlyosan veszélyezteti az államadósság finanszírozását.

A 10 éves állampapírok magyar átlaghozamának emelkedése kiemelkedik a régiós folyamatokból és abban is különbözik tőlük, hogy míg a másik 3 V4 ország 10 éves állampapírpiaci hozama 2022 júliusában mérséklődött a júniusi szinthez képest, a magyar hozamok továbbra is rendületlenül emelkedtek. A hozamok szintjében is jelentős a különbség. Az euróövezet-tag szlovák állam még 2022 júliusában is 2,14%-on tudott 10 éves állampapírt értékesíteni, igaz ez is számottevő emelkedés a korábbi negatív hosszú hozamokhoz képest. A cseh 10 éves állampapír hozama júliusban 4,4% volt, alig több, mint a fele a magyarénak. Lengyelország 10 éves állampapírpiaci hozama 2022 júliusában 6,37% volt, 2,14 százalékponttal alacsonyabb, mint a magyar hozam. A román hosszú hozam kissé meghaladja a magyart, ahogyan az a korábbi években is jellemző volt.

2.3.3. Vállalati és lakossági kamatok

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

A vállalatok forgóeszköz-finanszírozását tekintve különösen hűsbavágó a *folyószámla-hitelek* átlag-kamatának jelentős emelkedése: a nem-pénzügyi vállalatok körében a 2022 januári 4,89%-ról júliusra 8,15%-ra. Különösen aggasztó, hogy a júliusi kamatszint júniushoz képest, egyetlen hónapban 1,26 százalékponttal emelkedett, ami augusztusra és a további hónapokra nézve is borús képet fest, különös tekintettel a további jegybanki kamatemelésekre. Az *egyéb* vállalati hitelek terén, amelyek jellemzően beruházási-fejlesztési célokat szolgálnak, a kamatláb emelkedése csekélyebb volt, 2022 júliusában 5,88%, ami éppen a kétszerese az előző év júliusának. Ezen belül az 5 éven túli lejáratú beruházási hitelek átlagos kamatlába júliusra 5,76%-ra emelkedett, ami szintén a duplája az előző évnek. Minden lejáraton emelkednek az évesített átlagos kamatlábak a nem-pénzügyi vállalatok számára, ami a vállalatok hitelfelvételi képességét a közeljövőben számottevően korlátozni fogja.

A háztartásoknak nyújtott *fogyasztási hitelek* átlagos hitelköltség-mutatója szintén viharosan emelkedett, 2022 júliusában már elérte a 13,5%-ot. Ilyen magas a fogyasztási hitelek kamata utoljára 2017 második felében volt. A *lakáshitelek* átlagos hitelköltség-mutatója kevésbé emelkedett, de 2022 júliusában ez is átlépte az 8%-ot, az év eleji 4,2% után. Ez már az a kamatszint, amely mellett a lakossági ingatlan-finanszírozás kifejezsen kockázatosnak minősül.

A lakáscélú hitelek összege az év első felében havi 100 milliárd forint felett volt, de júliusban 100 milliárd forint alá csökkent (91,8 milliárd forint). A közeljövőben a lakossági ingatlanhitel-felvét további csökkenésére lehet számítani.

Az elmúlt években felvett hitelek túlnyomó része 10 éves kamatfixálás mellett kötött, a régi hitelek jelentős része azonban változó kamatozású. Ezért az emelkedő lakáshitel-kamatok súlyos veszélyt hordoznak magukban, a nemfizető hitelek aránya jelentősen emelkedhet a közeljövőben, ami súlyos társadalmi kockázatot rejt magában.

