

# **MAKROGAZDASÁGI ELEMZÉS ÉS ELŐREJELZÉS A KÖLTSÉGVETÉSI TANÁCS RÉSZÉRE**

MAGYAR GAZDASÁGKUTATÓ ZRT.

2022. MÁJUS 2.

# Tartalomjegyzék

<b>1. Vezetői összefoglaló.....</b>	<b>3</b>
<b>2. Nemzetközi Környezet.....</b>	<b>16</b>
2.1. A globális konjunktúra alakulása .....	16
2.2. Munkaerőpiac.....	21
2.3. Monetáris kondíciók alakulása .....	25
2.4. Pénzügyi folyamatok .....	28
2.5. Az infláció alakulása .....	36
2.6. Fiskális politika.....	39
<b>3. A magyar gazdaság jelenlegi helyzete.....</b>	<b>44</b>
3.1. GDP 44	
3.2. Munkaerőpiac.....	50
3.3. Infláció.....	55
3.4. Pénzügyek .....	57
3.5. Adósságfinanszírozás.....	65
<b>4. Makrogazdasági előrejelzés.....</b>	<b>71</b>
4.1. Feltévéseink alakulása .....	71
4.2. A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés .....	75
4.3. A 2022-es költségvetés.....	84
4.3.1. Bevételek .....	86
4.3.2. Kiadások.....	89
4.3.3. Kamategyenleg.....	92
4.3.4. Egyenleg és államadósság.....	92
4.4. 2023–2024. évi költségvetés .....	94
4.4.1. A 2023–2024-es költségvetést befolyásoló intézkedések.....	94
4.4.2. A 2023-as költségvetési előrejelzés.....	95
4.4.3. A 2024-es költségvetési előrejelzés.....	98
4.5. Külső egyensúly .....	99
<b>5. Kockázati forgatókönyvek.....</b>	<b>104</b>
5.1. Első alternatív pálya: elhúzódó háborús helyzet .....	105
5.2. Második alternatív pálya: gyors békekötés, stabilizálódó energiaárak .....	112
<b>6. Az IMF, az MNB, a PM és a Magyar Gazdaságkutató Zrt. előrejelzéseinek     összevetése.....</b>	<b>117</b>



7. Táblázat .....	126
-------------------	-----



# 1. Vezetői összefoglaló

Az Európai Unióban és az euróövezetben egyaránt növekedett a gazdaság teljesítménye 2021 utolsó negyedében: az Európai Unió esetében 4,9 százalékkal, míg az eurózónánál 4,7 százalékkal nőtt a gazdasági teljesítmény. Az unió nagy gazdaságai közül Németország (1,8 százalék) alacsonyabb növekedést tudott elérni, mint az EU, míg Franciaország (5,4 százalék) és Olaszország (6,2 százalék) magasabbat. A visegrádi országok közül Csehországban (3,6 százalék) és Szlovákiában (1,2 százalék) alacsonyabb volt a konjunktúra, mint az Unióban, Lengyelországban viszont jelentősen magasabb (7,6 százalék). Az Európai Bizottság szerint várhatóan minden uniós gazdaság tovább fog növekedni 2022-ben és 2023-ban is, Közép- és Kelet-Európában is erőteljes lesz a bővülés. Az Egyesült Királyságban a gazdasági konjunktúra mértéke 6,6 százalékos volt. Az USA gazdasága éves alapon 5,5 százalékkal növekedett, míg Japáné 0,4 százalékkal, tehát a gazdasági növekedés mértéke előbbi esetében jelentősebb, utóbbiában enyhébb volt, mint az eurozónában vagy az Európai Unióban.

Erőteljesen kezdte az idei évet az USA munkaerőpiaca, nőtt a foglalkoztatás, illetve csökkent a munkanélküliség, azonban a foglalkoztatottak száma továbbra sem éri el a válság előtti szintjét, amelynek oka az alacsonyabb aktivitás. Gyorsult emellett a béremelkedési ütem is, viszont a fokozódó infláció miatt a reálbérek az első negyedévben 2,4 százalékkal csökkentek. A foglalkoztatottak száma a tavalyi negyedik negyedévben az EU egészében is emelkedett és elérte a válság előtti szintjét, 10 tagországban azonban ez még nem történt meg. A bővülés elsődlegesen azokban az ágazatokban következett be, amelyeket a járványhelyzet súlyosabban érintett. A munkanélküliségi ráta ennek köszönhetően 6,5 százalékra csökkent az EU-ban, amely kedvezőbb, mint a 2019 negyedik negyedévi 6,8 százalék.

A történelmi csúcsra emelkedő infláció ellenére sem szigorított kamatkondícióin az EKB, illetve nemkonvencionális eszközei közül is csak egyik eszközvásárlási programját vezette ki márciusban. A Federal Reserve ezzel szemben márciusban már emelte irányadó rátáját, illetve ugyanebben a hónapban le is zárta eszközvásárlásait. A régiós bankok az emelkedő inflációra válaszul az idei év

elején tovább folytatták a tavalyi év során megkezdett szigorításaikat. A régiós jegybankok előrejelzései alapján a pénzromlás üteme a következő hónapokban tovább gyorsulhat és csak az előrejelzési horizont végére térhet vissza az inflációs cél közelébe.

A globális inflációs folyamatokat alapvetően meghatározó világpiaci olajár a januári nyitó, 76,08 dolláros értékről március végére 100,28 dollárra növekedett, mely 41,7 százalékos emelkedést jelent.

Az USA-ban 2022 januárjában 7,5, februárban 7,9, márciusban pedig 8,5 százalékos emelkedést tett ki éves szinten az infláció. Az EU esetében a januári 5,6 százalékos infláció februárra 0,6 százalékponttal emelkedett, majd ezt követően márciusra már 7,8 százalékosra ért el. Az eurózónában a januári 5,1 százalékos infláció a következő hónapra 5,9 százalékosra ért el, majd ezt követően márciusban 7,4 százalékosra volt az értéke. A visegrádi országokban a vizsgált időszakban alapvetően hasonló képet festett az infláció: Csehországban először a januári 8,8 százalékosról 10,0 százalékra emelkedett az infláció, majd tovább nőtt a mutató értéke, így márciusban már 11,9 százalékosra ért el. Lengyelországban először a januári 8,7 százalékosról a következő hónapra 8,1 százalékra mérséklődött, majd márciusban 10,2 százalékra növekedett. Szlovákiában végig emelkedő tendenciát mutatott a pénzromlás, az idei év első három hónapjában rendre 7,7, 8,3 és 9,6 százalék volt a mértéke.

Az összes vizsgált ország – USA, Egyesült Királyság, Japán, Kína, Németország és Franciaország – 10 éves állampapírjainak hozama 2022 első negyedévében emelkedő trendet mutatott és mindegyik a pozitív hozam tartományban zárt.

A világ vezető devizái közül az euró, a jüan és a font erősödött a dollárhoz képest, a svájci frank és a jen pedig kismértékben gyengültek. A február végén kitört orosz-ukrán háború hatására megnőtt a devizák volatilitása és nagyobb árfolyamváltozások jöttek.

A világ legfontosabb tőzsdéi – az FTSE 100 kivételével – mínuszban zárták az idei január eleje és március vége közötti időszakot. A DAX árfolyama 11 százalékkal, a DJI árfolyama 6 százalékkal, a STOXX árfolyama 8 százalékkal, a Nikkei árfolyama 5 százalékkal, a Shanghai Composite árfolyama pedig 10 százalékkal maradt a

nyitó érték alatt, miközben az FTSE záró árfolyama 0,1 százalékkal meghaladta azt.

Az IMF áprilisi fiskális monitora szerint a koronavírus-járványra adott korábban nem látott mértékű fiskális intézkedések bekorlátozták a kormányzatok mozgásterét, hogy az orosz-ukrán konfliktus gazdasági hatásait mérsékeljék. Ezzel együtt is a fejlett országokban a költségvetési hiányok mérséklődését mutathatnak. Ezzel együtt is az eurózónában vagy Kínában a GDP-arányos költségvetési hiány a válság előtti szintje fölött, az USA-ban pedig akörül alakulhat a következő években. Emiatt pedig a koronavírus-járvány nyomán megugrott államadósságok GDP-arányosan az euróóóna esetében csak lassan csökkenhetnek, Kína esetében tovább emelkedhetnek, míg az USA-ban magas szinten stagnálhatnak.

A koronavírus-járványt követő kilábalás, illetve a bázishatás következtében: 2021 negyedik negyedévében a nyers adatok alapján 7,1, míg a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint 7,0 százalékkal bővült a magyar gazdaság az egy évvel korábbi szintjéhez képest. Az előző negyedévhez viszonyítva pedig szintén jelentős, 2,0 százalékos GDP-bővülés figyelhető meg. Termelési oldalról a legtöbb nemzetgazdasági ág hozzájárult a növekedéshez, a legjelentősebben a szolgáltatások, 4,6 százalékponttal. A szolgáltatások hozzáadott értéke 8,2 százalékkal bővült egy év alatt, amelyen belül kiemelkedett a szállítás, raktározás (20,3 százalék), illetve az információ, kommunikáció (14,1 százalék) hozzáadott értékének növekedése. A mezőgazdaság hozzáadott értéke 7,3 százalékkal mérséklődött egy év alatt, 0,2 százalékponttal visszavetve ezáltal a GDP növekedését. Az ipar növekedése 2,1 százalék, ezen belül a feldolgozóiparé 1,9 százalék volt, az építőipar hozzáadott értéke pedig 21,3 százalékkal bővült éves alapon a negyedév során. Az ipar és a feldolgozóipar rendre 0,4 és 0,3 százalékponttal, míg az építőipar 1,3 százalékponttal támogatta a GDP-bővülést.

Felhasználási oldalon a negyedik negyedévben a háztartások tényleges fogyasztása 7,1 százalékkal, a fogyasztási kiadások pedig 8,2 százalékkal nőttek, ezzel rendre 4,1 és 3,8 százalékponttal segítve a bruttó hazai termék növekedését.

A fogyasztás bővülésében komoly szerepet játszott a reálberek emelkedése mellett a bázishatás is, ugyanis 2020 negyedik negyedévében a koronavírus-járványból fakadó bizonytalanság, illetve a korlátozó intézkedések hatására számos lakossági fogyasztási kiadás elhalasztásra került. A bruttó állóeszköz-felhalmozás 3,2 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban, így 0,9 százalékponttal segítve a GDP bővülését. 2021 negyedik negyedévében az export volumene 2,6 százalékkal, míg az importé 2,0 százalékkal bővült, így a külkereskedelmi mérleg összességében 0,5 százalékponttal támogatta a gazdaság növekedését. A szolgáltatások külkereskedelmének a növekedéshez való hozzájárulása 0,8 százalékpont volt, míg az áruk 0,3 százalékponttal visszavetették azt a negyedév során. A negyedik negyedévben a külkereskedelmi egyenleg –328,0 milliárd forintot jelzett, amely az előző év azonos időszakában mérténél 641,3 milliárd forinttal volt alacsonyabb. A háztartások aggregált bizalmi indexe a negyedik negyedévben a szezonálisan kiigazított értékek alapján továbbra is negatív értéket vett fel (–15,4 indexpont). A mutató mind az előző negyedévhez képest, mind pedig 2020 negyedik negyedévéhez képest javult.

2021 negyedik negyedévére a hazai munkaerőpiac kilábalta a koronavírus-járvány okozta gazdasági válságból, a foglalkoztatottak száma 36 ezer fővel haladta meg a 2019 végi szintjét. Tovább emelkedett az aktivitás is, amelynek eredményeként a munkanélküliek száma 2021 utolsó negyedévében csak 4 ezer fővel 186 ezer főre tudott csökkenni, amely 3,8 százalékos munkanélküliségi rátát jelent. Az idei év elején a január-februári adatok alapján tovább folytatódott a munkaerőpiac bővülése. Az alkalmazotti statisztika alapján is elérte már a foglalkoztatás a koronavírus előtti szintjét, amely elsősorban a versenyszféra bővülésének köszönhető, miközben a közfoglalkoztatottak száma tovább csökkent az elmúlt időszakban. A foglalkoztatás növekedésével és a kilábalás folytatódásával párhuzamosan ismét megjelent a munkaerőhiány jelensége a magyar gazdaságban, bár ennek mértéke még nem érte el a 2018 végén tapasztalt csúcsát sem az üres álláshelyek, sem a teremtett új munkahelyek száma alapján. Viszont a közszférában, ahol a koronavírus-járvány sem okozott javulást, új csúcsra, 3,4 százalékra emelkedett az elmúlt időszakban az üres álláshelyek részaránya. 2021 negyedik negyedévében 9,5 százalékkal nőtt a bruttó átlagkereset, amelyen

belül a közsféra bérdinamikája volt a jelentősebb, az egyes területek érintő bérfelvezetések nyomán, míg a versenyszférában a fokozódó munkaerőhiány szerepét kell kiemelni. Az emelkedő infláció ellenére is 2021-ben a reálberek átlagosan 3,4 százalékkal nőttek. Az idei év elején a minimálbér és a garantált bérminimum 20-20 százalékos emelése nyomán a bruttó átlagkereset 13,7 százalékkal nőtt éves alapon, amely a tovább gyorsuló pénzromlással együtt is 5,4 százalékos reálbér-növekedést jelent.

2022 első negyedében tovább folytatódott az árak emelkedése a magyar gazdaságban: a hazai infláció januárban 7,9, februárban 8,3, míg márciusban 8,5 százalékot tett ki. Az inflációs folyamatokat alapvetően meghatározták az elszabaduló energiaárak, amely a legtöbb termék- és szolgáltatáscsoport áremelkedésében komoly szerepet játszott.

2022 első negyedében az élelmiszerek ára átlagosan 11,5 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest, amelyhez leginkább a baromfihús 19,5, a burgonya 28,2, illetve a kenyér 23,6 százalékos átlagos áremelkedése járult hozzá. Az egyéb cikkek, üzemanyagok ára átlagosan 8,9 százalékkal növekedett 2022 első negyedéve során. Az emelkedés elsősorban a megugró üzemanyagáraknak köszönhető (átlagosan 17,5 százalék), amely a növekvő olajárakból, a kereslet-kínálati egyensúlytalanságokból és a bázishatásból fakad. Az árak ennél nagyobb mértékű növekedését visszafogta a kormányzat által bevezetett üzemanyagár-plafon.

A jegybank inflációs alapmutatói közül a szezonálisan kiigazított maginflációs mutató és az indirekt adóktól szűrt maginfláció 2022 januárjában egyaránt 7,4–7,4, februárban 8,1–8,1, márciusban pedig rendre 9,0 és 9,1 százalékon alakult.

A magyar jegybank Monetáris Tanácsa 2022 első negyedében a magas inflációs környezet miatt kamatdöntő üléseinek mindegyikén emelt irányadó rátáján és többször változtatott a kamatfolyosó szélességén is. Emiatt az alapkamat 200 bázisponttal 4,4 százalékra, az overnight betéti kamatot szintén 200 bázisponttal 4,4 százalékosra, az egynapos fedezett hitelkamatot 300 bázisponttal 7,4 százalékra növekedett. Az áprilisi MT ülésen Monetáris Tanács aztán további 100 bázisponttal 5,4 százalékosra emelte az alapkamatot és 8,4 százalékosra emelte a



kamatfolyosó felső szélét. Az egyhetes betéti eszköz kamata jelenleg az alapkamatnál 105 bázisponttal magasabb 6,45 százalékos szintű.

A jegybank 2021. december 31-éig 3 494,4 milliárd forint összegben vásárolt állampapírokat. A monetáris transzmisszió e formája következtében a bankok jelentős mértékű forrásokhoz jutottak.

A háztartások 2021 negyedik negyedévében jelentős mértékben (352,2 milliárd forinttal) növelték az állampapír megtakarításaikat, ezen belül is a hosszú lejáratú papírok iránt mutatkozott nagyobb kereslet. A háztartások forint készpénzállománya 209,8 milliárd forinttal 6079,1 milliárd forintra, a hitelintézeteknél elhelyezett betétállományok értéke 808,3 milliárd forinttal 12902,9 milliárd forintra emelkedett. A háztartások felvett hitelállománya 222,6 milliárd forinttal 11411,0 milliárd forintra bővült. Összességében a háztartások nettó pénzügyi vagyona 2099,0 milliárd forinttal 63063,8 milliárd forintra nőtt.

A vállalati hitelek állománya 177,7 milliárd forinttal (10352,9 milliárd forintra) növekedett 2022 februárjának végére, míg a lakossági hitelek állománya 101,4 milliárd forinttal 9372,4 milliárd forintra nőtt a 2021. novemberi hitelállományához képest. A lakossági hiteleken belül kevésbé növekedett a fogyasztási hitelek állománya, mint a lakáscélú hiteleké. Előbbi 2,6 milliárd forinttal 4205,8 milliárd forintra, míg utóbbi 90,0 milliárddal 4651,1 milliárd forintra nőtt.

Magyarország befektetői megítélése kedvezőtlenebbé vált: 2022. első negyedévében 49 bázisponttól 97 bázispontra nőtt az 5 éves CDS felár, jelentősen emelkedett a 10 éves állampapírhozam (3,62 százalékról 5,24 százalékra), a forint turbulensebb devizapiacra gyengült a svájci frankkal (357-ről 359 forintra) és az euróval (369-ről 370 forintra) szemben, továbbá gyengült a dollárral szemben (325-ről 332 forintra).

Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 2021 negyedik negyedévének végén 42 414 milliárd forint volt, amely a GDP 76,8 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 80,1 százalék után.

Az elmúlt időszakban mindhárom nagy nemzetközi hitelminősítőnek volt meghirdetett időpontja a kockázati besorolás módosítására, megerősítésére. Egyikük sem változtatott a magyar államadósság kockázati megítélésén. A magyar államadósság besorolása jelenleg az alábbi: a Moody's-nál Baa2 stabil kilátású, a S&P-nél BBB stabil kilátású, míg a Fitch-nél is BBB stabil kilátású. Tehát a magyar állampapírok kockázati besorolása a három nagy nemzetközi hitelminősítő intézetnél a befektetésre javasolt kategória második szintjén van.

A magyar államadósság devizaaránya jóformán stagnált, hiszen a 2021. december végi 20,6 százalék után 2022 februárjának végén 20,7 százalékot tett ki. Ez az arány megfelel a 2022. évi finanszírozási tervben meghatározott 10–25 százalékos sávellőírásnak. A cél az, hogy a devizaarány mérsékelt maradjon (az árfolyamkockázat kisebb az alacsonyabb devizaarány mellett), de a kedvező devizapiaci kibocsátások se maradjanak kihasználatlanul.

Magyarország továbbra is megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, hiszen a rövid lejáratú devizatartozás szintjénél jelentősen magasabb (1,44-szoros) a jegybanki devizatartalékok szintje.

Az orosz-ukrán háború és az ennek kapcsán gyorsan változó gazdasági helyzet miatt fontos hangsúlyozni, hogy előrejelzésünk a március 25-éig elérhető adatok figyelembevételével készült. Alappályánk számol az orosz-ukrán háború gazdasági hatásaival, ugyanakkor a két alternatív pálya is alapvetően a háború hatásait járja körül. Az első alternatív pályán a háború és a kapcsolódó szankciók hatásai súlyosabbak (nagyobb mértékben visszaeső külső kereslet, töredezetten ellátási láncok, magasabb infláció) lesznek, míg a második alternatív pálya úgy számol, hogy a háború hatásai kisebbek az alappályán vártnál.

A magyar gazdasági növekedést az elmúlt negyedévekben alapvetően a koronavírus utáni gyors újraindulás határozta meg: a gazdasági teljesítmény korán, 2021. II. negyedévében elérte a koronavírus előtti szintjét. A negyedik negyedéves adatok alapján idénre 6 százalékot megközelítő gazdasági növekedést valószínűsítettünk volna, ám az orosz-ukrán háború, illetve az ehhez kapcsolódó szankciók gazdasági hatásai jelentősen rontották várakozásainkat. A háború

hatásait figyelembe véve a gazdasági növekedés mértéke 2022-ben 3,9, 2023-ben 4,7, míg 2024-ben 4,2 százalék lehet.

A növekedés egyik legfontosabb támasza a fogyasztás lehet. Ezt a reálbérek emelkedése mellett nagyban segítik a kormányzati transferek, a magas foglalkoztatás, illetve a 25 éven aluliak SZJA-mentessége. A reálbérek emelkedése várakozásunk szerint nemcsak 2022-t jellemezheti, de a munkaerőhiány miatt a többi évben is jelen lehet. A fogyasztás szempontjából kockázatot jelent a magas infláció, illetve a koronavírus esetleges újbóli felbukkanása. A háztartások fogyasztási kiadásainak volumene így idén 3,9, jövőre 3,8, 2024-ben pedig 4,4 százalékkal bővülhet.

A beruházásokra a háború okozta bizonytalanság, illetve a növekvő kamatkörnyezet alapvetően negatív hatást gyakorol, míg az új uniós költségvetési ciklus forrásai, illetve az állami támogatások segítik az investíciókat. Szintén felfelé húzhatja a beruházási volument a koronavírus alatt elhalasztott beruházások pótlása. Az alapanyaghiány azonban lassíthatja és megdrágíthatja a fejlesztéseket. Így összességében a beruházási volumen idén 6,0, jövőre 5,7, 2024-ben pedig 3,2 százalékkal bővülhet, ám itt fontos külön is hangsúlyozni a bizonytalanságot.

Az export alakulását idén több tényező is befolyásolja. Az export növekedését segíti a magas beruházási ráta mellett a járműgyártás tavalyi alacsonyabb teljesítménye, mely jó alapot nyújt egy érdemi bővüléshez. A turizmus tavaly még nem érte el a vírus megjelenése előtti szintjét, azaz itt szintén van tér a növekedésre. Ugyanakkor az orosz-ukrán háború mérsékli a külső keresletet, nehezíti a szállítást, illetve további szakadásokat idéz elő az ellátási láncokban, azaz összességében mérsékli a kivitelt. Az import oldalt az export alakulása mellett a belső kereslet (fogyasztás, beruházás) volumenváltozása határozza meg. Az export volumenbővülése becslésünk szerint 2022-ben 4,6, 2023-ban 5,9, míg 2024-ben 7,6 százalék lehet. Az import a három évben rendre 5,1, 4,7, illetve 5,6 százalékkal bővülhet, azaz a nettó export a gazdasági növekedést csak a jövő évtől tudja felfelé húzni. Ugyanakkor a külkereskedelem esetében fel kell hívni a

figyelmet az árhatásra is: az energiaárak emelkedése rontja a cserearányt, így negatív hatással van a folyó fizetési mérleg egyenlegére.

Előrejelzésünk szerint a foglalkoztatottak száma lassuló ütemben de tovább növekedhet. A lassulás oka egyrészt az orosz-ukrán háború okozta gazdasági bizonytalanság, amely a növekedési kilátásokat is visszaveti, másrészt pedig a negatív demográfiai folyamatok. A foglalkoztatottak száma ezzel együtt is idén éves alapon 38 ezer fővel növekedhet, amely ütem jövőre 21, míg 2024-ben 17 ezer főre mérséklődhet. Az aktivitás további fokozódása miatt a munkanélküliségi ráta is csak lassan csökkenhet a tavalyi 4,1 százalékról idén 3,8 százalékra, míg a következő két év során 3,5 százalékig eshet. Ezzel együtt is a munkaerőhiány fokozódhat, mivel a vállalatok részéről egyre nagyobb igény mutatkozhat a képzett munkavállalók iránt, míg az alacsony képzettségűek csak nehezen tudnak majd elhelyezkedni, az ő foglalkoztatásuk érdekében képzési programokra van szükség a közfoglalkoztatás mellett. Az idei évben 13,8 százalékkal nőhet az átlagbér a munkaerőhiány és a minimálbér, illetve a garantált bérminimum 20-20 százalékos emelése nyomán, amely a 9,3 százalékos várható infláció mellett is 4,1 százalékos reálbér-növekedést jelent. A következő évek bérdinamikáját elsősorban a gazdasági helyzet határozza meg, azonban mivel a munkaerőpiacon a munkavállalói oldal érdekérvényesítési képessége változatlanul erős maradhat, így arra számítunk, hogy a következő két évben is 10 százalék körül emelkedhet az átlagkereset, amely a várakozásaink szerint mérséklődő infláció mellett 4-5 százalékkal növeli a reálbért.

Az infláció az elmúlt időszakban elsősorban az energiaárak növekedése miatt világszerte emelkedésnek indult. Márciusban az eurózóna inflációja 7,5, míg Magyarországé 8,5 százalék volt, miközben például a balti országok pénzromlási üteme meghaladta a 10 százalékot. A magas inflációhoz az energiaárak emelkedésén kívül hozzájárult a szállítási költségek növekedése, az ellátási láncok szakadozása miatt kialakult termékhiány, illetve a bérdinamika is. Ugyanakkor az orosz-ukrán háború szintén az infláció gyorsulásának irányába hat: az ellátási láncok tovább szakadoznak, az energiaárak tovább emelkednek, a szállítás további nehézségekbe ütközik majd. Bár a jegybank kamatemelésekkel mérsékli az inflációt, ezek hatása természetesen a külső tényezők miatt korlátozott.

Összességében a pénzromlás üteme 2022-ben 9,3, 2023-ban 6,4 míg 2024-ben 4,5 százalék lehet, tehát éves átlagban az előrejelzési horizont végéig nem tér vissza a jegybanki célsávba.

Fontos hangsúlyozni, hogy korlátozott hatása ellenére az infláció leküzdéséhez mégis elengedhetetlen a monetáris kondíciók szigorítása, a forint erősítése. Ennek fő eszköze jelenleg az egyhetes betéti kamat, a jegybank ezzel tud gyorsan reagálni a piaci folyamatokra, a váratlan eseményekre. Mivel a jegybanknak az elmúlt időszakban többször is reagálnia kellett váratlan fejleményekre, ezért a jövő vonatkozásában is nehéz előrejelzést adni a kamatfolyamatokra, hiszen a várakozások gyorsan módosulhatnak. A jegybanki kommunikáció alapján az alapkamat, melynek szerepe az elmúlt időszakban visszaesett, fokozatosan felzárkózik az egyhetes betéti kamathoz. Ennek megfelelően a jegybanki alapkamat az idei év végén 6,8, 2023 végén 5,0, 2024 végén pedig 4,0 százalékot tehet ki. A kamatcsökkentés feltétele azonban az infláció tartós mérséklődése, enélkül lazítás még csak fel sem merülhet.

A költségvetés 2022-ben a GDP 4,2 százalékának megfelelő hiánnyal zárhat, szemben a költségvetési törvényben előrejelzett 5,9, valamint a Pénzügyminisztérium által 2021 decemberében bejelentett 4,9 százalékos deficitcélal. Folytatódhat tehát a költségvetés konszolidációja, amely eredményeképp az ESA-hiány az előrejelzési horizont végén már a maastrichti 3 százalékos kritérium alá mérséklődhet. A GDP-arányos bruttó államadósság az idei évben 72,5 százalékra csökkenhet. A költségvetés alakulására kockázatot jelent az orosz-ukrán háború elhúzódása, az európai uniós források beérkezésének üteme, illetve a koronavírus-járvány újabb hullámának kitörése.

Kivetítésünk alapján 2023-ban a kormányzati szektor ESA-hiánya a GDP 3,2 százalékát teheti ki, szemben a Pénzügyminisztérium által várt 3,5 százalékos deficittel. Az államadósság csökkenése is folytatódhat: jövőre a GDP 67,7 százalékán alakulhat, amely 4,8 százalékpontos mérséklődésnek felel meg. Előrejelzésünk alapján 2024-ben a GDP-arányos hiány 2,3 százalék, a GDP-arányos államadósság pedig 64,0 százalék lehet.

A folyó fizetési mérlegen belül az áruk és szolgáltatások (szezonálisan kiigazított) egyenlege 2021 negyedik negyedévében az előző negyedévhez képest 436 millió euróval –478 millió euróra javult. A jövedelemkiáramlás mértéke kismértékben emelkedett, továbbá az EU-transzferek beáramlása jelentősen erősödött negyedéves bázison.

Idén az exportnövekedés kevésbé jelentős, 4,5 százalékos lehet, jövőre 5,9 százalékos emelkedést prognosztizálunk. Az importnál a keresleti és kínálati hatásokat is elemezve, a fogyasztás, a beruházások, valamint az export importigényének jelentős emelkedése miatt 5,1 százalék lehet idén a növekedés, míg jövőre a növekedés 4,8 százalékos. Ennek következtében tehát a külkereskedelmi egyenleg idén az előző évhez képest alacsonyabb lesz.

Összességében a 2022. évre –2,5 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet prognosztizálunk, míg a mutató 2023-ban –1,0 százalékra javulhat. Az romló külkereskedelmi egyenleg mellett a folyó fizetési mérleg egyenlege a tavalyi szintjénél (GDP arányos –3,1 százalék) kedvezőtlenebbül alakulhat idén majd pedig jövőre kismértékben kedvezőbbben (–4,8 százalék illetve –3,2 százalék).

Idén is két kockázati forgatókönyvet határoztunk meg az alappályán felül, amelyek középpontjában most az orosz-ukrán háború áll, habár ki kell emelni, hogy a koronavírus-járvány sem tűnt el teljesen, újabb variánsok is felbukkanhatnak. Az Ukrajnában zajló háborúval kapcsolatban a legfontosabb bizonytalansági tényező, annak várható időtartama. Emiatt kérdéses, hogy az energiaárak mikorra stabilizálódhatnak, illetve milyen szankciók meghozására kerül még sor és azok hogyan hatnak a magyar gazdaságra. A háború időtartama befolyásolja azt is, hogy a gazdasági kapcsolatok mikor rendeződhetnek a háborúban álló felekkel.

Az első alternatív pálya esetében azzal számoltunk, hogy a háborús konfliktus elhúzódik, így a szankciók fennmaradnak, amelynek eredményeként a globális energiaárak és élelmiszerárak tartósan magas szinten ragadnak. A második alternatív pálya ezzel szemben gyors békekötéssel és így a szankciók fokozatos feloldásával számol. Ennek köszönhetően a piaci bizonytalanság csökken, amely visszafogja az árfolyamatokat, így enyhül a kamatemelési nyomás a

jegybankokon, ami a gazdasági növekedésre is pozitívan hat. Vagyis amíg az első alternatív pálya az alappályán kedvezőtlenebb gazdasági környezetet vetít előre 2024-ig, addig a második alternatív pálya mentén a magyar gazdaság gyorsabb ütemben bővíthet.

Az első alternatív pályán így a növekedés idén és jövőre érdemben lassabb lehet, mint az alappályán: 2,1, illetve 3,6 százalékos, amely ütem viszont 2024-re az alacsonyabb bázis miatt 4,5 százalékra gyorsulhat. A második alternatív pálya ezzel szemben 2022 és 2023 vonatkozásában az alappályánál gyorsabb 4,9, illetve 5,1 százalékos GDP-bővülést tartalmaz, amely szintén a bázishatásból kifolyólag 2024-ben az alappályán becsült szint alá, 4,0 százalékra lassulhat. Az infláció mind a két alternatív pályán végig a jegybanki cél fölött, sőt a toleranciasávon kívül alakulhat. Azonban mivel az infláció jelentős részét a háborús helyzet eredményezi, a második pálya mentén alacsonyabb szinten tetőzhet és gyorsabb ütemben is mérséklődhet a pénzromlás üteme. Számszerűen amíg az első alternatív pályán idén 10,7 százalékos áremelkedés következhet be, amely a következő két év során csupán 6,7 százalékig lassulhat, addig a második pályán az ideai 9,0 százalékos infláció 2024-re 4,2 százalékra mérséklődhet. Az eltérő gazdasági helyzet pedig kihatással van a költségvetési egyenlegre is. Az első alternatív pályán a költségvetési hiány az alappályán regisztrálnál magasabban, idén a GDP 5,2 százalékán alakulhat, amely 2024-re mérséklődhet a maastrichti 3 százalékos kritérium alá 2,5 százalékra. Az államadósság ezzel együtt is mérséklődhet, idén a GDP 74,3, 2023-ban a 69,1, 2024-ben pedig a 63,9 százalékára. A második alternatív pálya mentén a magasabb gazdasági növekedés fegyelmezettebb fiskális politikát tesz lehetővé, így ezen scenárió mentén az ideai hiány is csak a GDP 4,0 százalékát teheti ki, amely már jövőre a maastrichti küszöb alá, 2,9 százalékra, 2024-re pedig 2,3 százalékra mérséklődhet. Ez kedvező hatást gyakorol az államadósságra is, amelynek GDP-arányos mértéke idén 71,7 százalékra a következő két évben pedig 63,2 százalékra mérséklődhet.

Összességében tehát az látható, hogy a magyar gazdaság növekedése a háború hosszától függetlenül biztosított, azonban annak mértékét az erőteljesen befolyásolja. Ezen felül a jegybanki cél feletti infláció az előrejelzési horizonton végig fennmaradhat, bár a célhoz való visszatérés sebességét erősen befolyásolja a

konfliktus. Ehhez hasonlóan a költségvetési helyzet is jelentős mértékben függ a háború alakulásától, annak függvénye, hogy mikorra térhet vissza a hiánymutató a maastrichti küszöbérték alá. Ugyanakkor az államadósság-pályát a helyzet kevésbé befolyásolja, az a háború hosszától függetlenül mérséklődhet, az eltérést csupán az jelenti, hogy a csökkenés oka az alacsonyabb hiány vagy a gyorsabb nominális növekedés a magasabb áremelkedés eredményeként.





## 2. Nemzetközi Környezet

### 2.1. A globális konjunktúra alakulása

Éves alapon a szezonálisan és naptárhatás szerint kiigazított adatok alapján 2021 negyedik negyedévében az Európai Unió GDP-je 4,9 százalékkal emelkedett, ami 0,7 százalékponttal meghaladja a harmadik negyedéves növekedést. Az euróövezetben 0,6 százalékponttal magasabb a növekedés mértéke, így az utolsó negyedévben 4,7 százalékot tett ki. Negyedéves alapon az EU-ban a harmadik negyedéves 2,2 százalékos növekedést a negyedikben 0,5 százalékos követte, míg az eurózóna bruttó hazai terméke előbb 2,2 százalékkal, majd a következő negyedévben 0,3 százalékkal emelkedett.

Az EU-ban a negyedik negyedéves bővüléshez legnagyobb mértékben, 2,98 százalékponttal, a háztartások fogyasztási kiadásai járultak hozzá. A kormányzati kiadások növekedési hozzájárulása 0,59 százalékpontot tett ki, míg a beruházásoké 1,74 százalékpontot. Ezzel szemben a külkereskedelmi forgalom 0,42 százalékponttal fékezte a konjunktúrát. Az eurózóna növekedéséhez a háztartások fogyasztása 2,86 százalékponttal, a beruházások 1,58 százalékponttal, a kormányzati kiadások pedig 0,57 százalékponttal járultak hozzá, míg a nettó export 0,30 százalékponttal mérsékelte a gazdasági növekedést.

Az EU-tagországok közül 2021 utolsó negyedévében a legnagyobb növekedést Szlovénia (10,5 százalék), illetve Írország és Málta (10,0-10,0 százalék) tudta elérni.

Az Európai Unió legnagyobb gazdaságai közül Németország bruttó hazai termékének emelkedése a negyedik negyedévben 1,8 százalékot tett ki, amely 1,1 százalékponttal alacsonyabb a harmadik negyedévben mérténél. A harmadik negyedévhez viszonyítva a német GDP 0,3 százalékkal visszaesett, szemben az előző negyedéves 1,7 százalékos bővüléssel. Franciaországban az éves alapon mért növekedés 5,4 százalékot tett ki 2021 utolsó negyedévében, ez az előző negyedévhez képest 1,9 százalékponttal nagyobb bővülést jelent. Negyedéves alapon mérve, a harmadik negyedévben 3,1 százalékos bővülést tapasztalhatunk, míg a negyedikben 0,7 százalékos. Az olasz gazdaság konjunktúrája éves alapon a harmadik negyedéves 3,9 százalékos mértéket követően 6,2 százalékra

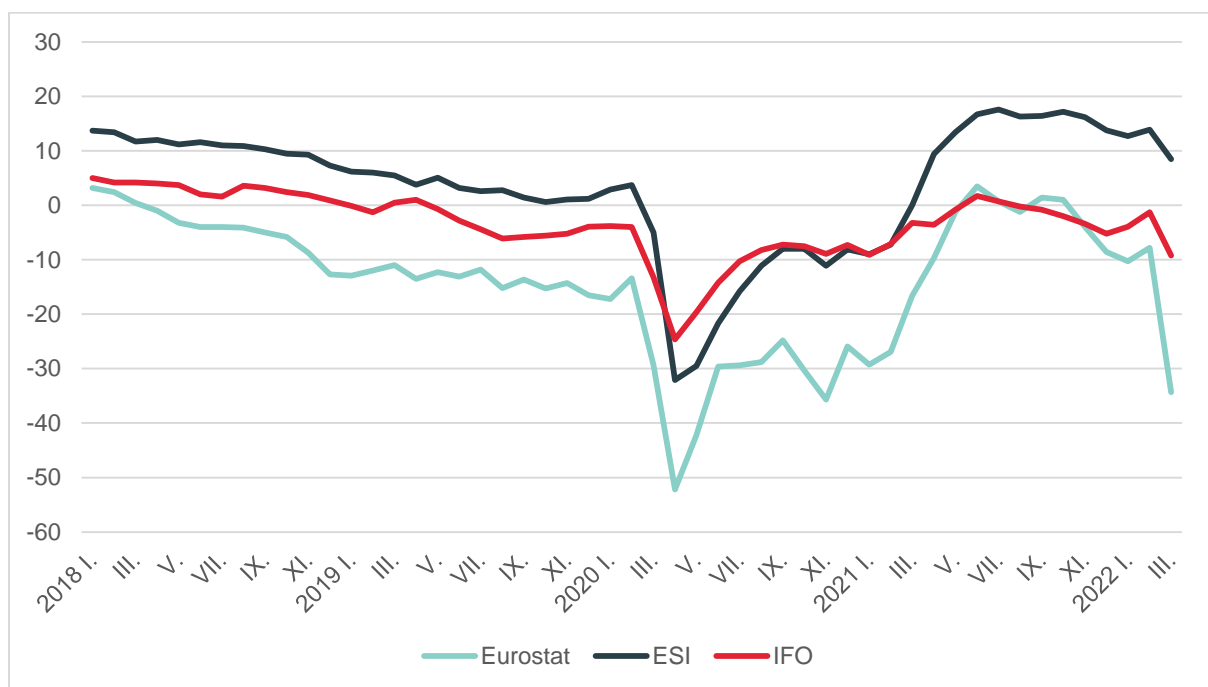
fokozódott. Negyedéves alapon 0,6 százalékos volt a bővülés mértéke, amelyet a harmadik negyedév 2,5 százalékos növekedése előzte meg.

A visegrádi országok közül Lengyelország az európai uniós átlagtól nagyobb növekedést ért el, míg Csehország és Szlovákia gazdasága kisebbet, így az egyes országok közötti eltérések jelentősek. A negyedik negyedévben éves viszonylatban Csehország GDP-je 3,6 százalékkal emelkedett, amely megegyezik a harmadik negyedévben mérttel. Negyedév/negyedév alapon a cseh növekedési ráta 0,8 százalék volt, amely 0,9 százalékponttal alacsonyabb az előző negyedévben mértnél. A lengyel gazdaság 2021 utolsó negyedévében éves alapon 7,6 százalékkal növekedett, míg a harmadik negyedévben 5,5 százalékkal. Negyedéves alapon a harmadik negyedévben 2,3 százalékkal bővült a lengyel gazdaság, az utolsóban pedig 1,7 százalékkal. Éves alapon a szlovák konjunktúrája a harmadik és a negyedik negyedévben is 1,2 százalékot tett ki, mellyel a legkisebb növekedést érte el az EU tagországok között mindkét negyedévben. Negyedéves alapon a harmadik negyedéves 0,4 százalékos növekedést a negyedikben 0,3 százalékos követte.

Az Európai Unió gazdasági hangulatváltozását mérő főbb mutatók alapvetően hasonló pályát írtak le 2021 októberétől 2022 márciusáig. Az Eurostat euróövezeti bizalmi indexe 2021. októberben 1,0 ponton állt, majd novemberre 5,0 bázisponttal -4,0 pontra esett vissza. A következő hónapban további 4,6 bázisponttal csökkent az értéke, így -8,6 indexpontot ért el, míg januárban már -10,3 ponton állt. Februárban valamelyest javult a mutató, 2,5 bázisponttal emelkedett, márciusban viszont kiugró mértékben, 26,5 bázisponttal csökkent, így -35,3 bázisponton állt a mutató az utolsó vizsgált hónapban. Az euróövezet gazdasági-hangulat indexe (ESI) az októberi 17,2-es értékről novemberre 1,0 bázisponttal 16,2-re, decemberben pedig 2,4 bázisponttal 13,8-ra mérséklődött. Ez év januárjában további 1,1 bázisponttal 12,7-re csökkent, majd februárban 13,9 pontra javult az értéke. Márciusban 5,4 bázisponttal ismét visszaesett a mutató, így 8,5 pontot ért el. A német gazdaság üzletihangulat-változását kifejező Ifo-indikátor mértéke a múlt év októberében -2,0 bázisponton állt, míg novemberben -3,4, decemberben -5,2 bázispontot ért el. 2022

januárjában javult az értéke, -3,9 ponton, februárban pedig -1,3 bázisponton állt a mutató, márciusban viszont -9,2 pontig csökkent az értéke.

**1. ÁBRA: A KÖVETKEZŐ 12 HÓNAP ÁLTALÁNOS GAZDASÁGI HELYZETÉRE ÉS A GAZDASÁGI HANGULATRA VONATKOZÓ BIZALMI INDEXEK 2018. JANUÁR ÉS 2022. MÁRCIUS KÖZÖTT**



Megjegyzés: az Eurostat- és az ESI-indikátorok az eurózónára, az Ifo mutatója a német gazdaságra vonatkozik. Forrás: Eurostat, Ifo

Az Európai Bizottság téli előrejelzésében kiemelte, a koronavírus-járvány újbóli fellángolása tavaly ősszel, illetve az omikron variáns exponenciális terjedése hatalmas terhet rótt az egészségügyre, illetve hozzájárult a munkából való távolmaradás fokozódásához számos uniós tagállamban. Mindemellett, a logisztika és az ellátási lánc terén fellépő akadályok, beleértve az egyes félvezetők és fémárak jelentős hiányát, továbbra is nehezítik a termelést, csakúgy, mint a megemelkedett energiaárak, illetve vártnál jóval erősebb infláció nyomást gyakorol a háztartások vásárlóerejére.

Az előrejelzés szerint az Európai Unió bruttó hazai termékének növekedése 2022-ben 4,0, 2023-ban pedig 2,8 százalék lesz, míg az őszi előrejelzésben rendre 4,3 és 2,5 százalékot prognosztizáltak. Az eurózónát tekintve 2022-ben 4,0, 2023-ban

2,7 százalékkal fog növekedni a GDP. Ezzel szemben az őszi előrejelzésben még rendre 4,3 és 2,4 százalékot vártak.

A német gazdaság az őszi előrejelzésükben megadott értéknél 1,0 százalékponttal alacsonyabb mértékben, vagyis 4,6 százalék helyett 3,6 százalékkal növekedhet 2022-ben. A prognózis szerint az unió legnagyobb gazdaságának várható növekedési üteme 2023-ban 2,6 százalékos lesz, amely már 0,9 százalékponttal meghaladja az őszi előrejelzésben megadott értéket. Franciaország esetében idei évre 3,6 százalékos, 2023-ra pedig 2,1 százalékos növekedést vár a jelentés, míg Olaszországban az idén várható 4,1 százalékos bővülés után 2,3 százalékra számít 2023-ban.

A visegrádi országok közül a leggyorsabb növekedést 2022-ben Lengyelország vonatkozásában várják, 5,5 százalékot, míg a legalacsonyabbat Csehországban, 4,4 százalékot. Magyarországon és Szlovákiában egyaránt 5,0 százalékos bővülést vár a Bizottság. A 2023-as évben Csehországban 3,9 százalékot, Lengyelországban 4,2 százalékot, Magyarországon 3,2 százalékot, míg Szlovákiában 5,1 százalékot prognosztizálnak. Az őszi előrejelzéshez képest Csehország esetében 2022-re nem változtatta várakozásait a Bizottság, 2023-ra viszont 0,7 százalékponttal növelte. Lengyelország esetében 2022-re 0,3 százalékponttal növelte, 2023-ra pedig 0,2 százalékponttal csökkentette az előrejelzett növekedés mértékét a prognózis. Szlovákia vonatkozásában 2022-re vonatkozó előrejelzését 0,3 százalékponttal csökkentette, 2023-ra pedig 0,7 százalékponttal növelte. Magyarországot illetően 2022-re a Bizottság 0,4 százalékponttal csökkentette az előrejelzését, 2023-ra pedig változatlanul hagyta.

Az Egyesült Királyság gazdasága az előző év azonos negyedévéhez képest 2021 harmadik negyedévében 6,9 százalékkal, a negyedikben pedig 6,6 százalékkal növekedett. Negyedéves alapon az előző negyedéves 0,9 százalékos bővülést követően a negyedik negyedévre 1,3 százalékkal nőtt a bruttó hazai termék.



Az USA gazdasága a harmadik negyedéves 2,3 százalékos bővülést követően évesítve<sup>1</sup> a negyedik negyedévben 6,9 százalékkal növekedett. Éves alapon rendre 4,9 és 5,5 százalékos emelkedést mértek, tehát a növekedés mértéke meghaladta az Európai Unióét mindkét negyedévben. Az amerikai gazdaságpolitikai döntéshozatalban gyakrabban használt negyedévek közötti összehasonlítás szerint 2,5 százalékkal növekedtek, így a növekedéséhez 1,76 százalékponttal járultak hozzá. Ezen belül a termékek fogyasztása 1,1 százalékkal emelkedett, melynek következtében növekedési hozzájárulása 0,28 százalékpont volt, a szolgáltatások fogyasztása pedig 3,3 százalékkal emelkedett, így 1,48 százalékponttal járult hozzá a növekedéshez. A beruházások 36,7 százalékkal emelkedtek, amellyel növekedési hozzájárulásuk 5,82 százalékpont lett, míg a kormányzati fogyasztás 2,6 százalékkal visszaesett, így 0,46 százalékponttal fékezte a növekedést. A nettó export a kivitel 22,4 százalékos, illetve a behozatal 17,9 százalékos emelkedése következtében 0,23 százalékponttal fogta vissza a GDP bővülését.

A szezonálisan kiigazított adatok alapján a japán gazdaság 2021-ben a harmadik negyedévben 1,2 százalékkal, a negyedik negyedévben pedig 0,4 százalékkal emelkedett. Negyedéves alapon az előző negyedéves 0,7 százalékos csökkenést a negyedik negyedévben 1,1 százalékos növekedés követte. Az éves alapon mért negyedik negyedéves 0,4 százalékos növekedés úgy alakult ki, hogy a magánkereslet 0,8 százalékponttal, a külkereskedelmi mérleg pedig 0,2 százalékponttal növelte, míg az állami kereslet 0,5 százalékponttal mérsékelte a teljes GDP-t. A magánkeresleten belül a magánfogyasztás növekedési hozzájárulása rendre 0,8 százalékpont volt, míg a nem lakáscélú beruházás nem befolyásolta a GDP növekedését. Az állami fogyasztás 0,5 százalékpontos mérséklődése úgy alakult ki, hogy az állami fogyasztás 0,2 százalékponttal növelte, az állami beruházások pedig 0,7 százalékponttal visszavették a GDP emelkedését.

---

<sup>1</sup> Az évesített növekedés a negyedéves növekedési ráta felszorzásából adódik, miközben a Magyarországon gyakrabban használt éves növekedési ráta az egymást követő években lévő két negyedév gazdasági teljesítményét viszonyítja egymáshoz.

**1. TÁBLÁZAT: AZ ELMÚLT NEGYEDÉVEK GDP-NÖVEKEDÉSE (SZEZONÁLISAN  
KIIGAZÍTOTT ADATOK ALAPJÁN\*, ÉV/ÉV INDEX, SZÁZALÉK)**

	2021. I.	2021. II.	2021. III.	2021. IV.
<b>Euróövezet</b>	-0,9	14,6	4,1	4,7
<b>Európai Unió</b>	-0,9	14,0	4,2	4,9
<b>Ausztria</b>	-4,1	12,7	5,2	5,6
<b>Csehország</b>	-2,3	8,7	3,6	3,6
<b>Franciaország</b>	1,7	19,0	3,5	5,4
<b>Hollandia</b>	-2,0	11,0	5,3	6,4
<b>Lengyelország</b>	-1,1	10,9	5,5	7,6
<b>Magyarország</b>	-1,3	17,6	6,5	7,0
<b>Németország</b>	-2,8	10,4	2,9	1,8
<b>Olaszország</b>	0,1	17,7	3,9	6,2
<b>Románia</b>	-0,4	12,7	8,0	3,9
<b>Spanyolország</b>	-4,1	17,8	3,5	5,5
<b>Szlovákia</b>	0,2	10,0	1,2	1,2
<b>Egyesült Királyság</b>	-5,0	24,5	6,9	6,6
<b>Egyesült Államok</b>	0,5	12,2	4,9	5,5
<b>Japán*</b>	-1,8	7,3	1,2	0,4

\* A táblázatban szereplő japán adatok szezonálisan nem szűrt idősorokon alapulnak.  
Forrás: Eurostat; Office for National Statistics, Government of the United Kingdom; US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis; Economic and Social Research Institute Cabinet Office, Government of Japan.

## 2.2. Munkaerőpiac

Az idei év első két hónapjában erősen teljesített az USA munkaerőpiaca, közel 1,3 millió új, nem mezőgazdasági álláshely jött létre, amely ütem megegyezik a 2021 elején mérttel. Márciusban viszont csak 431 ezer fővel nőtt a nem mezőgazdasági foglalkoztatottak száma, amely kismértékben elmarad az elemzők által várt 490 ezer fős bővüléstől és az egy évvel korábbi 700 ezer fő feletti növekedéstől. Az adatok így a gazdasági lassulásra utalnak. A foglalkoztatási ráta ezzel együtt is 60,1 százalékra emelkedett márciusra a decemberi 59,5 százalékról, amely ugyanakkor 1,1 százalékponttal elmarad a koronavírus-járvány megjelenését megelőző szintjétől. A munkanélküliségi ráta ennek köszönhetően 3,6 százalékra mérséklődött az év harmadik hónapjában, amely negyedéves

alapon 0,3, míg éves alapon 2,4 százalékpontos csökkenést jelent. Fontos ugyanakkor kiemelni, hogy a koronavírus előtti munkanélküliség elérése úgy következett be az USA gazdaságában, hogy az aktivitási ráta még mindig 1,0 százalékponttal elmarad az akkor mérttől. Vagyis azok egy jelentős része, akik a járvány megjelenésekor kiléptek a munkaerőpiacról még nem tértek vissza. Az USA munkaerőpiacának másik problémája, hogy hiába az év első 3 hónapjának átlagában hiába nőttek 5,4 százalékkal éves alapon az átlagos órabérek, ez a 8,0 százalékos infláció hatását is figyelembe véve 2,4 százalékos reálbér-csökkenést jelent.

A foglalkoztatottak száma 2021 negyedik negyedévében az Európai Unióban éves alapon 2,6, míg negyedéves alapon 0,6 százalékkal bővült a szezonálisan kiigazított adatok alapján. Az eurózóna esetében a két adat rendre 2,8, illetve 0,6 százalékot tett ki. Ennek köszönhetően a negyedik negyedévre a foglalkoztatottak száma mindkét gazdaságban már meghaladta a koronavírus-járvány előtti szintjét, az EU-ban 0,4, míg az euróövezetben 0,3 százalékkal. Az Európai Unió esetében az ágazatok közül éves alapon a művészet, szórakoztatás, szabadidő ágazatban nőtt leggyorsabb ütemben a foglalkoztatottak száma éves alapon 12,2 százalékkal, de 9,8 százalékos bővülést regisztráltak a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás ágazatban is. Mindkét ágazat jelentős visszaesést ért el a koronavírus-járvány idején, ugyanakkor amíg előbbi ágazatban ezzel a foglalkoztatás már elérte a válság előtti szintjét, utóbbi esetében még mindig 9,6 százalékkal elmarad attól. Éves alapon dinamikus nőtt még a foglalkoztatottak száma az információ, kommunikáció (7,5 százalék), az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység (5,1 százalék), illetve a szakmai, tudományos, műszaki tevékenység (4,5 százalék) ágazatokban. Ezzel szemben a kereskedelemben csak 1,8, az építőiparban pedig 1,2 százalékos bővülést regisztráltak, míg a feldolgozóiparban stagnálást, a mezőgazdaságban pedig közel 10 százalékos visszaesést mértek. A tagországok közül a negyedik negyedévben éves alapon csak Bulgáriában, Szlovákiában (egyenként 0,1 százalék), illetve Lettországon (2,4 százalék) mértek visszaesést. A legnagyobb tagországok közül Németországban 2,5, Franciaországban 1,9, Olaszországban 2,3, Spanyolországban pedig 4,2 százalékkal nőtt a foglalkoztatás egy év alatt. A foglalkoztatottak száma

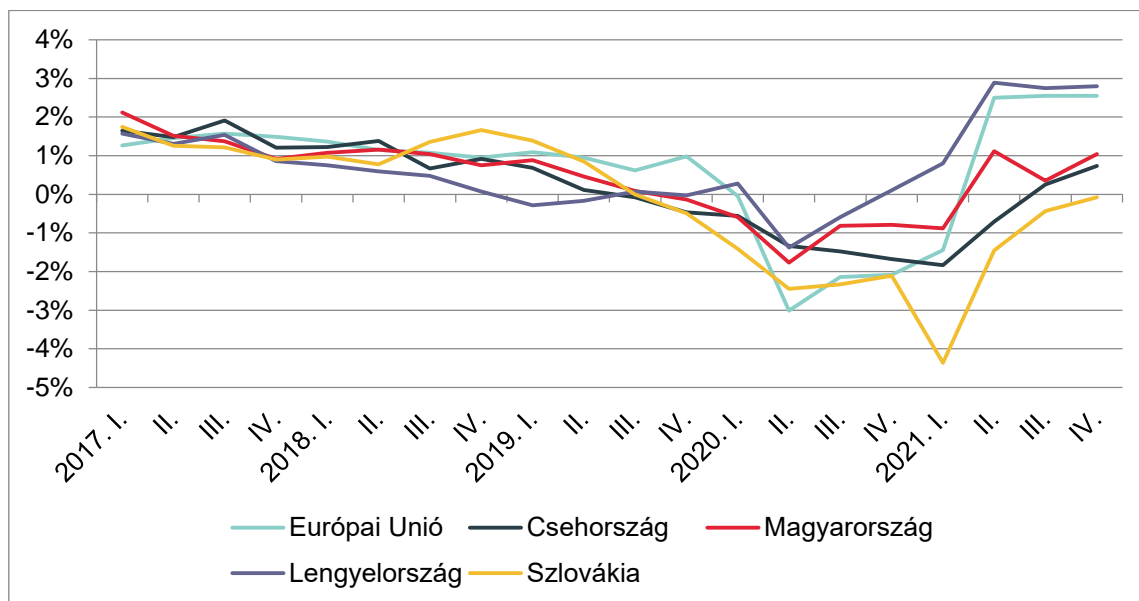
a 15-64 éves korosztályban ezzel együtt is 10 tagországban elmaradt még a 2019 negyedik negyedévében mért szintjétől. Legnagyobb mértékben Lettorszáiban (5,1 százalék), Bulgáriában (3,3 százalék), Észtországban (2,3 százalék), illetve Szlovákiában (2,2 százalék).

A munkanélküliségi ráta a 15-74 éves korosztályban az Európai Unióban 2021 negyedik negyedévére 6,5 százalékra csökkent a megelőző negyedévi 6,8, illetve az egy évvel korábbi 7,5 százalékról. Az eurózóna esetében a munkanélküliek részaránya 7,2 százalék volt, a negyedéves alapú mérséklődés itt is 0,3, míg az éves 1,0 százalékpont volt. Ennek eredményeként a munkanélküliségi ráta már mindkét gazdaságban alacsonyabb volt, mint 2019 negyedik negyedévében, a koronavírus-járvány kitörését megelőzően. A tagországok közül a negyedik negyedév során csak 4 országban nem csökkent a munkanélküliségi ráta: Lettorszáiban, Litvániában és Szlovéniában egyaránt minimálisan, 0,1 százalékponttal rendre 7,3, 7,0, illetve 4,6 százalékra nőtt, míg Romániában 0,4 százalékponttal 5,8 százalékra. A legalacsonyabb rátát Csehországban (2,1 százalék), Lengyelországban (3,1 százalék), illetve Máltán (3,2 százalék) regisztrálták, míg az álláskeresők aránya a 10 százalékot már csak Spanyolországban (13,6 százalék) és Görögországban (13,0 százalék) haladta meg. A legnagyobb uniós államok közül Németországban 0,1 százalékponttal 3,1 százalékra, Franciaországban 0,4 százalékponttal 7,5 százalékra, míg Olaszországban szintén 0,4 százalékponttal 9,0 százalékra csökkent 2021 negyedik negyedévében a munkanélküliségi ráta.





**2. ÁBRA: A FOGLALKOZTATÁS VÁLTOZÁSA A VISEGRÁDI ORSZÁGOKBAN ÉS AZ EURÓPAI UNIÓBAN (15-64, SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)**



Forrás: Eurostat

A visegrádi országok közül Csehországban a foglalkoztatottak száma a negyedik negyedévben éves alapon 0,7, míg negyedéves alapon 0,2 százalékkal növekedett. Ezzel együtt is a foglalkoztatottak száma 2021 végén még 1,0 százalékkal elmaradt a koronavírus-járvány megjelenését megelőző szintjétől. Ennek ellenére a 15-64 éves korosztályban a foglalkoztatási ráta (75,0 százalék) Csehországban a legmagasabb a visegrádi országok közül, míg a munkanélküliségi ráta 2,3 százalék a legalacsonyabb, amely az előző negyedévhez képest még csökkent is 0,3 százalékponttal. Lengyelországban a foglalkoztatottak száma 2021 negyedik negyedévében az előző negyedévhez képest 0,4, míg a megelőző év azonos időszakához képest 2,8 százalékkal nőtt. Ennek eredményeként a foglalkoztatás a lengyel gazdaságban 2,9 százalékkal meghaladta a válság előtti szintjét. A foglalkoztatási ráta ezzel együtt is csupán 71,2 százalékos, amely nem csak a cseh, hanem a magyar adattól (73,8 százalék) is elmarad a régióban. A munkanélküliségi ráta Lengyelországban 2021 negyedik negyedévében 3,1 százalékon állt, amely 0,1 százalékpontos csökkenést jelent a megelőző negyedévhez képest. Szlovákiában 2021 utolsó 3 hónapjában ugyan negyedéves alapon 0,4 százalékkal nőtt a foglalkoztatottak száma, azonban ez a megelőző évi szintjétől így is

0,1 százalékkal, míg a válság előtti szintjétől 2,2 százalékkal elmaradt. Ez abból a szempontból is problémát jelent, hogy a 15–64 éves korosztály foglalkoztatási rátája a visegrádi országok közül a legalacsonyabb, 70,3 százalék, míg a munkanélküliségi ráta a legmagasabb 6,6 százalék, amely mutatószám egy negyedév alatt csupán 0,1 százalékponttal tudott mérséklődni.

Az Európai Központi Bank márciusban publikált előrejelzése szerint a foglalkoztatottak száma a 2021-es 1,1 százalék után 2022-ben 1,4 százalékkal bővíthet, amely ütem 2022-ben 0,7, míg 2023-ban 0,6 százalékra lassulhat a gazdasági bővüléssel mérséklődésével párhuzamosan. Ennek eredményeként a munkanélküliségi ráta idén még 0,4 százalékponttal 7,3 százalékra mérséklődhet, azonban a következő két év vonatkozásában a jegybank már csak 0,3 százalékpontos további csökkenést valószínűsít. Lassulást vár az EKB a munkatermelékenység esetében is, az idei 2,3 százalékos bővülés jövőre 2,1, míg 2024-re 1,0 százalékra mérséklődhet. Mindeközben a feszesebbé váló munkaerőpiac, valamint a magasabb infláció nyomán a munkavállalók keresetnövekedése 2022-es 3,6 százalékos szintről csak 2,9 százalékig lassulhat a következő két év során.

### **2.3. Monetáris kondíciók alakulása**

Nem változtatott az irányadó rátáján az Európai Központi Bank az idei év elején lezajlott ülései keretében, így az alapkamat az eurózónában változatlanul 0 százalék, az egynapos betéti kamat  $-0,5$ , az egynapos hitelkamat pedig 0,25 százalék. A kamatkondíciók annak ellenére sem változtak, hogy az infláció az övezetben hónapról hónapra újabb történelmi csúcsokra emelkedett és már minden tagországban érdemben a jegybank 2 százalékos célja felett alakult. Márciussal ugyanakkor az EKB lezárta a Pandémiás vészhelyzeti vásárlási programját (PEPP), amelyet a koronavírus-járvány okozta piaci turbulenciák kezelésére vezetett be. A vásárlások befejezését követően ugyanakkor az állományt nem kezdte el leépíteni, az előretékintő iránymutatás alapján azt legalább 2024 végéig folyamatosan megújítja. A kivezetés okozta sokk megelőzése érdekében az eszközvásárlási program (APP) keretét áprilisban 40, májusban pedig

30 milliárd euróra emelte és júniustól tér vissza a korábban is alkalmazott havi 20 milliárd eurós vásárlási ütemhez. Az APP a jegybank a harmadik negyedévvél tervezi kivezetni és ezt követően egy kis idő elteltével kezdi majd meg a kamatemeléseket fokozatosan. Az ECB márciusi előrejelzése szerint a 2021-es 2,6 százalékos infláció az eurózónában idén 5,1 százalékra gyorsulhat, azonban már jövőre 2,1 százalékra mérséklődhet és 2024-ben is 1,9 százalékon alakulhat. A lassulás okaként az energiaárak mérséklődését jelölik meg, ugyanakkor ennek okát az előrejelzésben érdemben nem fejtik ki.

A januári ülése keretében még nem, azonban márciusban már 25 bázisponttal a 0,25–0,5 százalékos sávba emelte alapkamatát a Federal Reserve. A márciusi kamatdöntést követő kommentárban a Fed a munkaerőpiaci folytatódó bővülését és így a munkanélküliség mérséklődését emelte ki, valamint hogy a kereslet-kínálati egyensúlytalanságok miatt, amelyek a járványhelyzethez kötődnek, illetve az energiaárak emelkedésének köszönhetően az infláció magasan alakult. Ebben a helyzetben érte az USA gazdaságát az orosz invázió okozta nagymértékű bizonytalanság, amely tovább erősítette az árnyomást és mérsékelte a gazdasági aktivitást. A Fed márciusra lezárta eszközvásárlási programját, míg a márciusi ülésén már az eszközállomány várható leépítésére tett utalást a közleményben. A márciusban kiadott dot-plot alapján a döntéshozók többsége jelentős kamatemelést vár a jegybank részéről az idei év során, a legtöbb válaszadó év végére az 1,75–2,0 százalékos sávba várta az irányadó rátát. A várakozások szerint innen 2023-ban 2,5–3,0 százalékos sávba emelkedhet az irányadó ráta, majd hosszabb távon a 2,25–2,5 százalékos sávba korrigálhat. A döntéshozók 2022-ben a márciusi előrejelzés szerint 4,3 százalékos inflációt várnak, amely 2024-ig is csak 2,3 százalékra mérséklődhet, vagyis középtávon meghaladhatja a jegybanki 2 százalékos célt. A GDP növekedés ezzel szemben idén 2,8 százalékot tehet ki, amely a következő két év során fokozatosan 2,0 százalékra lassulhat.

Februári és márciusi ülésén is egyaránt 25 bázisponttal összességében 0,75 százalékra emelte az alapkamatot a Bank of England (BoE). A februári ülésen a 9 döntéshozóból 4, míg a márciusin 1 szavazott ennél nagyobb 50 bázispontos lépésre. Az infláció az Egyesült Királyságban már az orosz-ukrán háború kitörését megelőzően is magas volt, januárra 5,5 százalékra nőtt a világpiaci energiaárak

növekedése nyomán, amellyel együtt is a jegybank az inflációs nyomás enyhülésére számított 2021 áprilisi 7 százalékos feletti tetőzés után. A háború kitörése ezzel szemben az energiaárak és más nyersanyagárak, köztük az élelmiszerek árának emelkedését okozta, valamint a globális ellátási láncok sérülését. Ez pedig a globális inflációs nyomás erősödését vonja maga után, amelynek köszönhetően az infláció a második negyedévben 8 százalékos fölé emelkedhet és esetlegesen még tovább is az év hátralévő részében. Az emelkedő pénzromlás pedig mérsékli a gazdasági aktivitást a háztartások reál jövedelmének csökkentése nyomán. A BoE emellett februári ülésén döntést hozott arról, hogy megkezdje az eszközállományának leépítését, az állampapírok esetében csak a lejárató kötvények meg nem újítása révén, míg a vállalati kötvények esetében ezen felül értékesíteni is kívánja a korábban megvásárolt, de még lejárat előtti kötvényeket leépítve ezzel a teljes állomány legkorábban 2023 végére.

Februári ülésén 75, majd március végi ülésén 50 bázisponttal összesen 5,0 százalékosra emelte alapkamatát a Cseh Nemzeti Bank. A döntés ugyanakkor nem volt egyhangú, mindkét ülésen két döntéshozó (a hétből) a kamatok tartására szavazott. A jegybank értékelése szerint az év elején, az orosz-ukrán háború kitörését megelőzően az infláció 11 százalékos fölé emelkedett, meghaladva ezzel az előrejelzést. Emögött az élelmiszerek vártnál gyorsabb növekedése húzódtott meg, amelyet a háború tovább fokozott, de az energia és az üzemanyagárak is az előrejelzettnél nagyobb mértékben járultak hozzá a pénzromláshoz. Összességében tehát a belső és külső inflációs nyomás is jelentős a cseh gazdaságban. A jegybank várakozásai szerint az infláció a következő hónapokban tovább emelkedhet és az idei év hátralévő részében is tartósan nagyon magas szinten alakulhat.

A Lengyel Nemzeti Bank januári és februári ülésén egyaránt 50-50, míg márciusi ülésén 75, áprilisi ülésén pedig 100 bázisponttal összesen 4,5 százalékosra emelte irányadó rátáját. A jegybank értékelése szerint az év elején a gazdasági környezet még kedvezően alakult azonban a nemzetközi kereskedelem zavarai, valamint az emelkedő energiaárak, illetve az Ukrajnával szembeni orosz katonai agresszió okozta bizonytalanság visszatetette a gazdasági kilátásokat. A jegybank értékelése szerint a magas nyersanyagárak, valamint a kereskedelmi zavarok a globális

ellátási láncokban, kiegészülve egyes országokban az emelkedő munkaerőköltséggel okozzák a magasabb inflációs rátákat. Lengyelországban az infláció márciusra 10,9 százalékra gyorsult, az energiaárak, az élelmiszerárak, valamint a villamos energia, a földgáz és a hőenergia szabályozott árainak emelkedése nyomán, amelyet tovább fokozott az erőteljes belső kereslet. A jegybank márciusi előrejelzése szerint a lengyel infláció a második negyedévben 12 százalék felett tetőzhet, amely csak az előrejelzési horizont végére, (2024 negyedik negyedév) közelítheti meg a 2,5 százalékos inflációs cél körüli  $\pm 1$  százalékpontos toleranciasáv felső szélét.

Januári ülésén 25, majd februári és áprilisi ülésén egyaránt 50–50 bázisponttal összesen 3,0 százalékra emelte irányadó rátáját a Román Nemzeti Bank. Emellett januárban tovább szélesítette a kamatfolyosót az alapkamathoz képest a  $\pm 1$  százalékpontos sávba, így a betéti kamat áprilisig 2, míg a hitelkamat 4 százalékra emelkedett. A kötelező tartalékráta szintjét ellenben nem módosította az idei ülésein a jegybank. Az emelés indokaként a várakozások ellenére tovább emelkedő inflációval indokolta a jegybank, amelynek mértéke februárra meghaladta a 8,5 százalékot. A jegybank előrejelzése szerint az infláció a következő hónapokban meredeken tovább emelkedhet és a februári előrejelzésben közölt, a második negyedév végére várt 11,2 százalék felett tetőzhet elsősorban az üzemanyagárak és az élelmiszerárak emelkedése miatt. A legfrissebb inflációs jelentés alapján a pénzromlás üteme 2023 utolsó negyedévében térhet vissza Romániában a 1,5–3,5 százalékos toleranciasávba.

## **2.4. Pénzügyi folyamatok**

Az Európai Központi Bank hitelezési felmérése szerint 2022 első negyedévében az euróövezeti bankok a vállalkozásoknak nyújtott hitelekre vonatkozóan a hitelfeltételek szigorítását jelezték. A szigorítást a bankok a gazdasági kilátások általánosan magas bizonytalansága, az ellátási lánc zavarai, a magas energiaárak következtében megnövekedett kockázatok és a banki csökkenő kockázati tolerancia következményeinek tulajdonították. A bankok 2022 első negyedévében a cégek hitelkeresletének folyamatos növekedését jelezték. A



cégek forgótőke-finanszírozási igénye erős pozitív hatást gyakorolt a hitelkeresletre, ami a kínálati szűk keresztmetszetek és a növekvő inputköltségek miatti megnövekedett forgótőke-szükségletet tükrözte. A hitelkereslethez pozitívan járultak hozzá a tárgyi beruházások iránti igény, bár mérsékeltebben mértékben, mint az előző negyedévben.

2022 első negyedévében a lakossági hitelek hitelfeltételeit illetően a bankok a lakáshitelek vonatkozásában enyhe szigorításról számoltak be, a fogyasztási hiteleknél viszont enyhítésről tudósítottak. A lakáshitelek esetében a magasabb hitelezési kockázatok és az alacsonyabb banki kockázati tolerancia járult elsősorban hozzá a szigorításhoz, míg a fogyasztási hiteleknél lazítást a bankoknak ezen hitelfajták vonatkozásban megemelkedett kockázati toleranciája magyarázta. 2022 első negyedévében összességében a háztartások hitelkereslete mindkét hitelkategóriában nőtt. A lakáshitel-keresletet elsősorban az alacsony általános kamatszint hatására emelkedett, míg a fogyasztási hitelkereslet a tartós fogyasztási cikkek iránti kereslet növekedése eredményeként bővült.

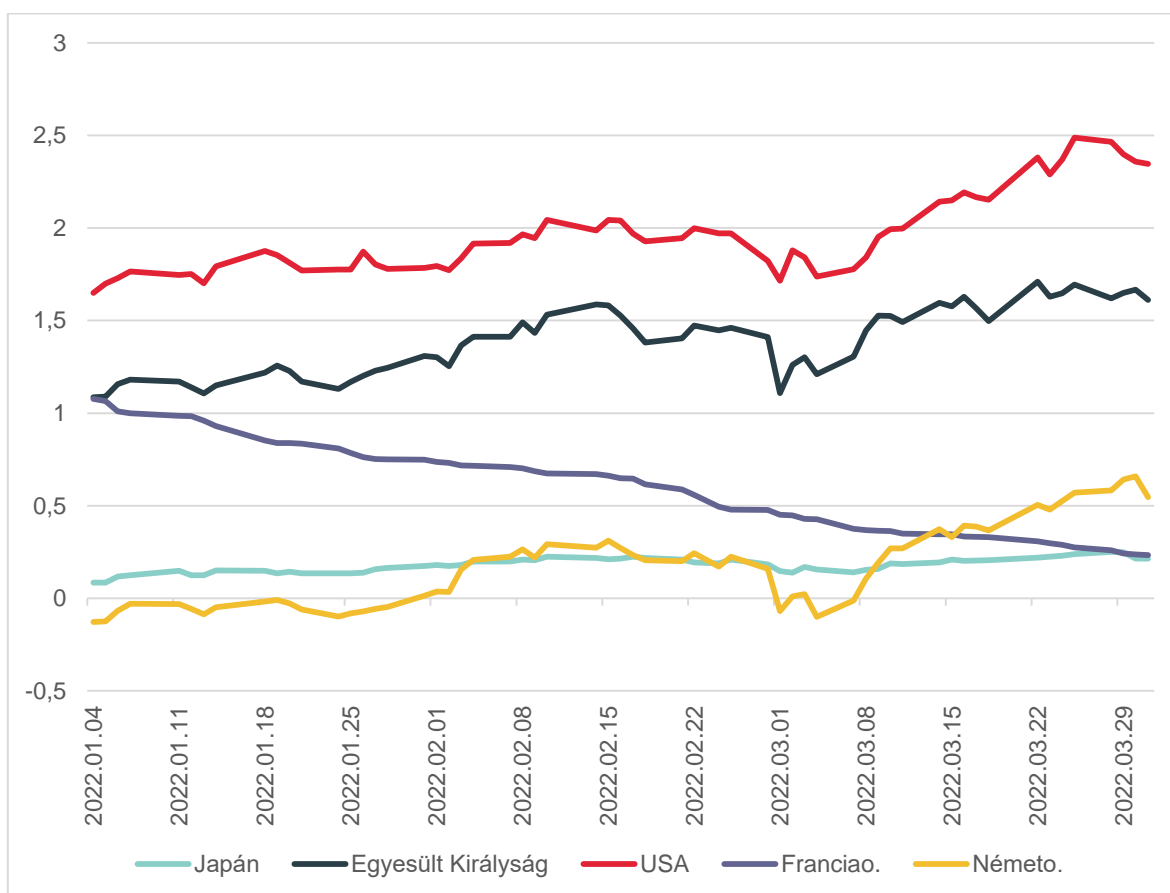
2022 második negyedévében a bankok a vállalatoknak nyújtott hitelek hitelfeltételeinek lényegesen erősebb szigorítására számítanak, ami valószínűleg az ukrajnai háború bizonytalan gazdasági hatását és a kevésbé alkalmazkodó monetáris politikára való felkészülést tükrözi. 2022 második negyedévében a bankok a cégeknek nyújtott hitelek iránti kereslet további növekedésére számítanak, döntően a rövid lejáratú hitelkereslet várt emelkedése következményeként. 2022 második negyedévében a bankok a lakossági hitelezési feltételek mérsékelt szigorítására számítanak. Emellett a bankok a lakáshitel-kereslet csökkenésével és a fogyasztási hitelek iránti kereslet változatlanságával kalkulálnak.

A tárgyalt időszak vonatkozásában a 10 éves amerikai államkötvények hozamainak alakulása, jelentős ingadozások kíséretében, alapvetően három szakaszra bontható. Február utolsó hetéig enyhe emelkedő trend volt látható, majd következett, egy, mintegy egy hétig tartó csökkenő hozam trend, amit újabb emelkedő szakasz váltott fel. A márciusi záró (2,35 százalék) érték 0,7 százalékponttal volt a nyitó érték (1,65 százalék) felett, ami 42 százalékos

növekedésnek felelt meg. 2022 első negyedévének időszakában a hozamszint maximális és a minimális értékei között a különbség 0,8 százalékpontot tett ki, ami 51 százalékos kilengési mértéknek felelt meg.

A japán hozamszint fő vonalaiban hasonlóan alakult az amerikaihoz. Az év első másfél hónapjában a 10 éves japán állampapír hozamok is emelkedő trendet mutattak, amit egy, mintegy három hétig tartó hozam csökkenési időszak váltott fel. Március második hetétől 29-éig újra emelkedés volt láthat, amit március 30-án újabb esés követett. A vizsgált időszak során a hozamok végig a pozitív tartományban tartózkodtak. A január – március közötti periódust tekintve a záró érték (0,21 százalék) 0,13 százalékponttal haladta meg a nyitót (0,08 százalék), ami azt jelentette, hogy a hozamszint a vizsgált periódus végére a nyitó érték több mint két és félszeresére nőtt. A maximális érték majdnem 0,17 százalékponttal volt a minimum felett, a kilengések amplitúdója több mint háromszoros volt.

**3. ÁBRA: A TÍZÉVES ÁLLAMPAPÍRPIACI HOZAMOK ALAKULÁSA 2021. JANUÁR 4-TŐL 2021. MÁRCIUS 31-IG (SZÁZALÉK)**



*Forrás: Refinitiv*

Az Egyesült Királyság 10 éves papírjainak hozamait illetően a vizsgált periódust tekintve szintén három – ingadozásokkal tarkított - szakaszt különböztethetünk meg. Február közepéig emelkedő trend érvényesült, ezt március elejéig tartó csökkenő tendencia váltotta fel, majd újabb, március utolsó hetéig tartó növekedési hullám következett. A vizsgált negyedév utolsó hetét újra csökkenő hozamszint jellemezte. A záró hozam (1,6 százalék) 0,5 bázisponttal volt magasabb a nyitónál (1,1 százalék), ami azt jelentette, hogy a vizsgált időszak során a brit hozamszintek mintegy 49 százalékkal nőttek meg. A kilengések során a hozamok maximális és minimális szintjei közötti különbség mintegy 0,6 százalékpontot tett ki, ami 58 százalékos amplitúdónak felelt meg.

Franciaországban a 10 éves állampapírhozamok alakulása a vizsgált időszakban hasonló képet mutatott a brit hozamszintéhez, és – erős ingadozásokkal kísérve – szintén három periódusra bontható. Február közepéig emelkedő trend érvényesült, ezt március elejéig tartó csökkenő tendencia követte, majd újabb, március utolsó előtti vizsgált napjáig elhúzódó növekedési hullám következett. A vizsgált negyedév utolsó napját csökkenő hozamszint jellemezte. A hozamszint a vizsgált időszakban végig a pozitív tartományban tartózkodott. A záró érték (0,99 százalék) 0,76 százalékponttal haladta meg a nyitó (0,23 százalék) szintet. A hozamok maximális és minimális mértéke közötti különbség 0,84 százalékpontot tett ki, ami több mint négyszeres kilengési mértéket jelentett.

Németországban a hozamgörbe alakulása szinte teljesen megfelelt a franciának, ugyanolyan jellemzőjű trend időszakokat azonosíthattunk. Az viszont eltérés volt, hogy a német hozamok január végéig, illetve március első hetében döntően a negatív tartományban tartózkodtak. A záró érték (0,55 százalék) mintegy 0,68 százalékponttal volt a nyitó érték (-0,13 százalék) felett. A hozamgörbe legnagyobb és legkisebb értéke közötti különbség a vizsgált időszakban mintegy 0,8 százalékpontot tett ki.

Láthattuk tehát, hogy az összes vizsgált ország 10 éves állampapírjainak hozama 2022 első negyedévében emelkedő trendet mutatott és mindegyik a pozitív hozam tartományban zárt.



A világ vezető devizái közül az euró, a jüan és a font erősödött a dollárhoz képest, a svájci frank és a jen pedig kismértékben gyengültek. A február végén kitört orosz-ukrán háború hatására megnőtt a volatilitás és nagyobb árfolyamváltozások jöttek. Tekintettel a háború elhúzódásának kockázatára, a jövőben is komoly árfolyam alakító tényezőként kell számolni vele.

A svájci frank árfolyamának alakulását a vizsgált időszakban erősödési és gyengülési időszakok hektikusan váltották egymást. Egészében leginkább stagnáló trend körvonalazható, aminek eredménye ugyanakkor az lett, hogy a vizsgált időszak záró árfolyama (0,923 frank) minimálisan meghaladta a nyitót (0,919 frank), a gyengülés mértéke tehát elhanyagolható nagyságú (0,003 frank) volt. A deviza árfolyamának alakulását csak kismértékű ingadozások tarkították, a legnagyobb és a legkisebb árfolyamérték közötti különbség 3 százalékot tett ki, ami 0,03 franknak felelt meg.

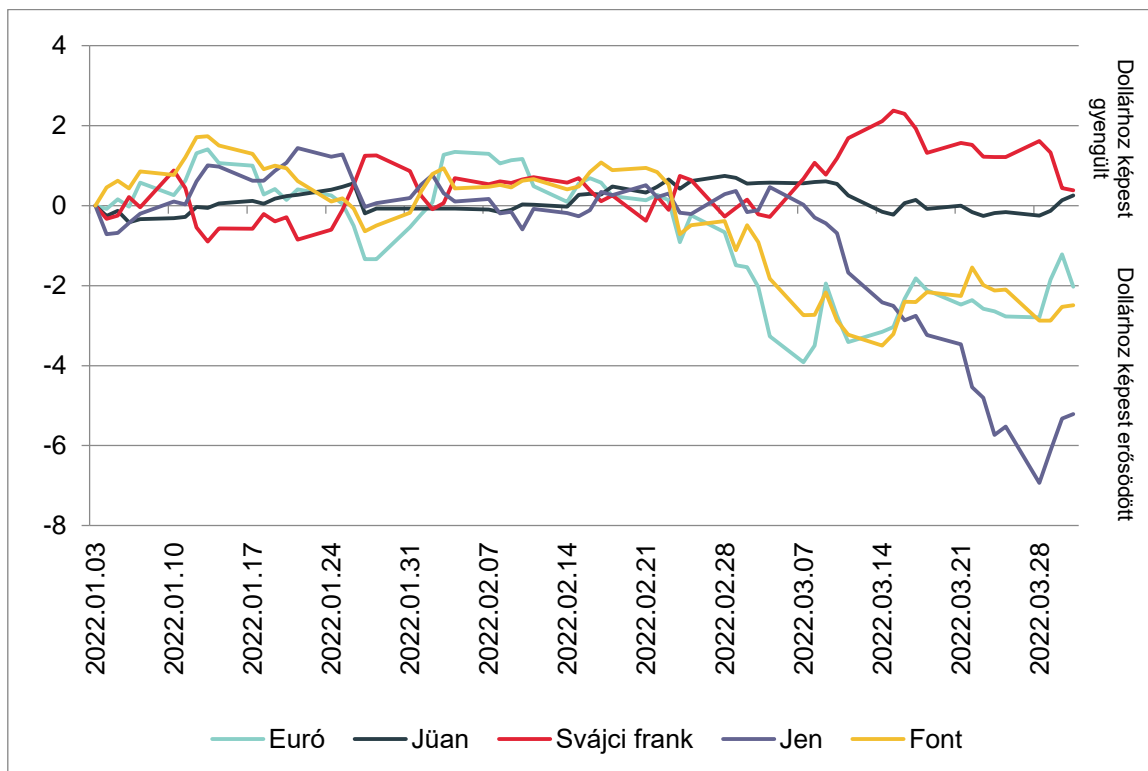
A font árfolyamának alakulásánál a vizsgált időszakban három erősödési és három gyengülési periódus különböztethető meg. Gyengült a brit deviza január első felében, majd január végétől február utolsó hetéig, illetve március harmadik hetében is. Az előző időszakok között, vagyis január második felében, február utolsó hetétől március közepéig, illetve március utolsó hetében döntően erősödés látszott. A nyitó (1,347 font) és záró árfolyam (1,314 font) közötti különbség 0,034 fontot tett ki, ez 2 százalékos erősödést jelentett. A brit deviza maximális és minimális árfolyama közötti különbség 5 százalékos kilengést mutatott a dollárhoz képest, ami 0,07 fontot jelentett.

A jüan árfolyamának alakulását tekintve a vizsgált időszakban erősödési és gyengülési időszakok hektikusan váltották egymást. Egészében nagyon kismértékű erősödési trend körvonalazható, aminek eredménye az lett, hogy a záró érték (6,34 jüan) 0,02 jüannal maradt a nyitó (6,36 jüan) alatt, ami azt jelentette, hogy ez a deviza 0,3 százalékos erősödést mutatott a dollárhoz képest. A kilengések amplitúdója a vizsgált időszakban a kínai fizetőeszköz esetében 1 százalék volt, ami mintegy 0,1 jüant jelentett.

Az euró árfolyamát a dollárhoz képest a vizsgált időszak egészét tekintve a jüanéhoz hasonló hektikussággal jellemezte. Egészében kismértékű erősödési

trend volt látható, aminek eredménye az lett, hogy a záró érték (1,11 euró) 0,02 euróval maradt a nyitó (1,13 euró) alatt, vagyis az euró kismértékű, 2 százalékos, erősödést mutatott a dollárhoz képest a vizsgált periódus eleje és vége között. Az euró maximális és minimális árfolyama közötti különbség 6 százalékos volt, a deviza árfolyama tehát 0,06 eurós kilengést mutatott a dollárhoz képest.

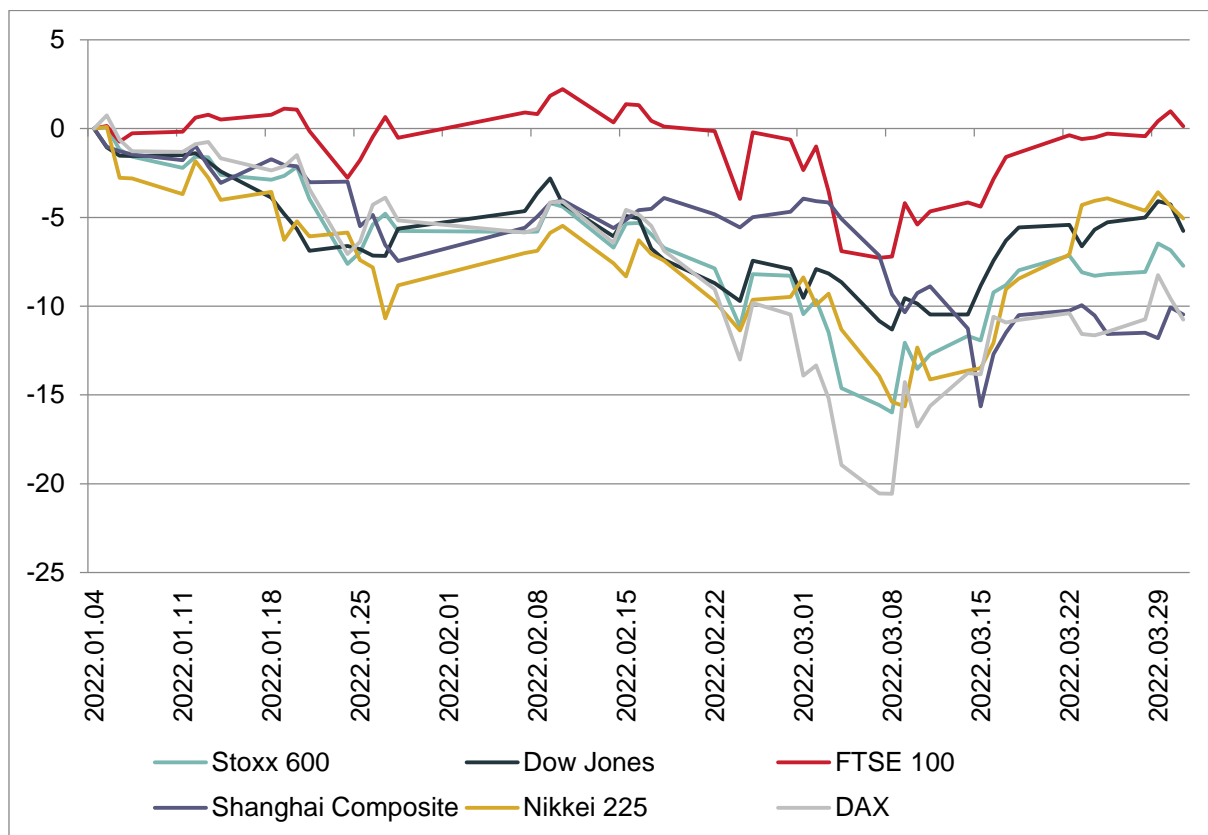
**4. ÁBRA: A DOLLÁR FŐBB DEVIZÁKKAL SZEMBENI ÁRFOLYAMVÁLTOZÁSA 2022. JANUÁR 3-HOZ KÉPEST (%)**



Forrás: Refinitiv

A jen dollárhoz viszonyított árfolyamát szemlélve a vizsgált időszakban három szakasz különíthető el. Az év első két hónapja során ingadozásokkal kísért, alapvetően csökkenő trend körvonalazódott, ezt március utolsó hetének közepéig gyengülési tendencia váltotta fel, majd március 28-tól újabb erősödés jött. Mindezek eredményeként a japán deviza gyengüléssel zárta a tárgyalt időszakot, a nyitó (115 jen) és a záró árfolyam (121 jen) közötti eltérés 6 jen volt, ami 6 százalékos gyengülést jelentett. A legnagyobb és legkisebb árfolyamérték közötti különbség ennél a devizánál 9 százalékot tett ki, ami 10 yent jelentett.

**5. ÁBRA: A FONTOSABB TŐZSDEINDEXEK ALAKULÁSA 2022. JAN. 4-ÉHEZ KÉPEST**  
(%)



*Forrás: Refinitiv*

A fenti ábrán jól látható, hogy a vizsgált tőzsdéknél alapvetően csökkenő árfolyam trend volt megállapítható az év első negyedében. Az összes vizsgált tőzsde – az FTSE 100 kivételével – mínuszban zárta az idei január eleje és március vége közötti időszakot.

A japán (Nikkei 225) tőzsdeindex alakulását az idei év első negyedében vizsgálva két periódus különíthető el. Március első hetének végéig ingadozásokkal tarkított csökkenő tendencia zajlott, majd trendfordulás ment végbe és a negyedév végéig emelkedő tendencia dominált. Mindezek eredményeként ez a börze 1 480 ponttal, vagyis 5 százalékkal a nyitó érték (29 302 pont) alatt fejezte be a tárgyalt negyedét, vagyis a záró árfolyam értéke március végén 27 821 pont volt. Az említett periódusban a maximális és minimális indexérték közötti különbség 4 615 pontot tett ki, ami mintegy 19 százalékos kilengésnek felelt meg.

A kínai tőzsdeindex a vizsgált időszakban jelentős ingadozásokkal kísért csökkenő árfolyamérték tendenciát mutatott. Egészében a nyitó értékhez (3 632 pont) képest 380 pontos csökkenéssel zárt (3 252 ponton), ami 10 százalékos visszaesésnek felelt meg. A maximális és a minimális érték közötti különbség 568 pontot tett ki, ami majdnem 19 százalékos amplitúdónak felelt meg.

A 600 legnagyobb európai tőzsdei cég részvényét tömörítő Stoxx 600 index árfolyama, hasonlóan az előzőekben tárgyalthoz, az idei év első két hónapjában csökkenő tendenciát mutatott, amit azután emelkedő trend váltott fel. A vizsgált időszak egészében végbement folyamatok eredményeként a Stoxx 600 8 százalékos, mintegy 38 pontos csökkenéssel zárta a negyedévet (456 ponton), annak elejéhez (494 pont) képest. A kilengések mértéke az elemzett időszakban több mint 19 százalékot mutatott, ami a maximális és minimális érték közötti különbség tekintetében mintegy 79 pontot tett ki.

A DAX (frankfurti tőzsde) indexének mozgása a vizsgált időszakban kétféle tendenciát mutatott. Március elejéig hullámzással kísért csökkenés volt jellemző, ezután viszont egy szerényebb emelkedéssel jellemezhető szakasz következett. Az előzőek eredményeként a záró érték (14 415 pont) 1 738 ponttal, 11 százalékkal volt a nyitó értéknél (16 153 pont) alacsonyabb. A maximális és a minimális indexérték közötti különbség 3 440 pontot tett ki, ami 27 százalékos amplitúdót jelentett. Ennek a tőzsdének az árfolyamindexe mutatta a többihez képest a legnagyobb mértékű ingadozást.

A New York-i Dow Jones tőzsdeindex mozgását a vizsgált időszakban – hasonlóan a korábban tárgyalt tőzsdékéhez - két szakaszra oszthatjuk. Március első hetének végéig csökkenő trend volt tapasztalható, majd a tőzsdeindex emelkedésre váltott, ennek mértéke azonban elmaradt a csökkenésétől. Az előzőek hatására a tárgyalt időszak záró értéke (34 678 pont) 2 121 ponttal, azaz mintegy 6 százalékkal maradt el a nyitó értéktől (36 800 pont). A Dow Jones legmagasabb és legalacsonyabb indexértékei közötti különbsége a vizsgált periódusban 4 167 pontot tett ki, ami 13 százalékos amplitúdónak felelt meg.

A londoni FTSE 100 árfolyamának mozgása a vizsgált időszakban hármas trenddel jellemezhető volt. Az év elejétől március első napjaiig nagyon enyhe csökkenő

tendenciát láthattunk, ezután következett egy egyhetes visszaesési időszak, majd az index újra emelkedésnek indult. A vizsgált időszak egészét tekintve a záró árfolyam (7 516 pont) minimálisan, 0,1 százalékkal, 11 ponttal meghaladta a nyitó árfolyamszintet (7 505 pont). Ez volt a vizsgáltak közül az egyetlen tőzsde, amely emelkedéssel zárta a tárgyalt időszakot. Ennek a tőzsdének az árfolyamindexe az említett időszakban 10 százalékos ingadozást mutatott, a maximális és minimális árfolyamérték közötti különbség 713 pont volt.

## 2.5. Az infláció alakulása

A globális inflációs folyamatokat alapvetően meghatározó világpiaci olaj ára az idei év első negyedében erőteljes emelkedést mutatott. A benchmarkként használt WTI kőolaj hordónkénti ára a januári nyitó, 76,08 dolláros árról a március végére 100,28 dollárra növekedett, mely 41,7 százalékos emelkedést jelent. Tetőpontját március 4-én érte el, amikor 115,68 dollárba került egy hordó olaj.

Az utóbbi hónapokban az olajárak erőteljes emelkedésének egyik legfőbb oka az ukrajnai orosz invázióra vezethető vissza, ugyanis Oroszország a világ legnagyobb olajexportőre, viszont a vele szemben bevezetett szankciók, illetve a félelem is jelentősen hátráltathatják az energiakereskedelmet, illetve befolyásolják a világpiaci árakat. A Közel-Keletről érkező megnövekedett kínálatnak vagy a kereskedelmi forgalom jelentős átcsoportosításának csekély jelei vannak. Az OPEC+ március 2-án megállapodott abban, hogy kitart az áprilisra tervezett, szerény mértékű kibocsátásnövekedés mellett, azt állítva, hogy nincs kibocsátási hiány a piacon. Szaúd-Arábia és az Egyesült Arab Emírségek egyelőre nem mutatnak hajlandóságot arra, hogy elkezdjék áruba bocsátani tartalékaikat.

Növekvő tendenciát mutatott az infláció az USA-ban az első negyedében. A szezonálisan kiigazított havi inflációs szint januárban 0,6 százalékot, februárban 0,8 százalékot, míg márciusban 1,2 százalékot tett ki. Éves viszonylatban a szezonális kiigazítás nélküli fogyasztóiár-index a januári 7,5 százalék után februárban 7,9 százalékra, márciusban pedig már 8,5 százalékra emelkedett. A márciusi áremelkedéshez hozzájárult a 7,55 százalékos súlyú energiaárak mintegy

32,0 százalékos emelkedése. Az 57,23 százalékos súlyú szolgáltatások (kivéve az energetikaiakat) ára 4,7 százalékkal emelkedett. A 13,41 százalékos súlyú élelmiszerárak 8,8 százalékkal emelkedtek a vizsgált hónapban.

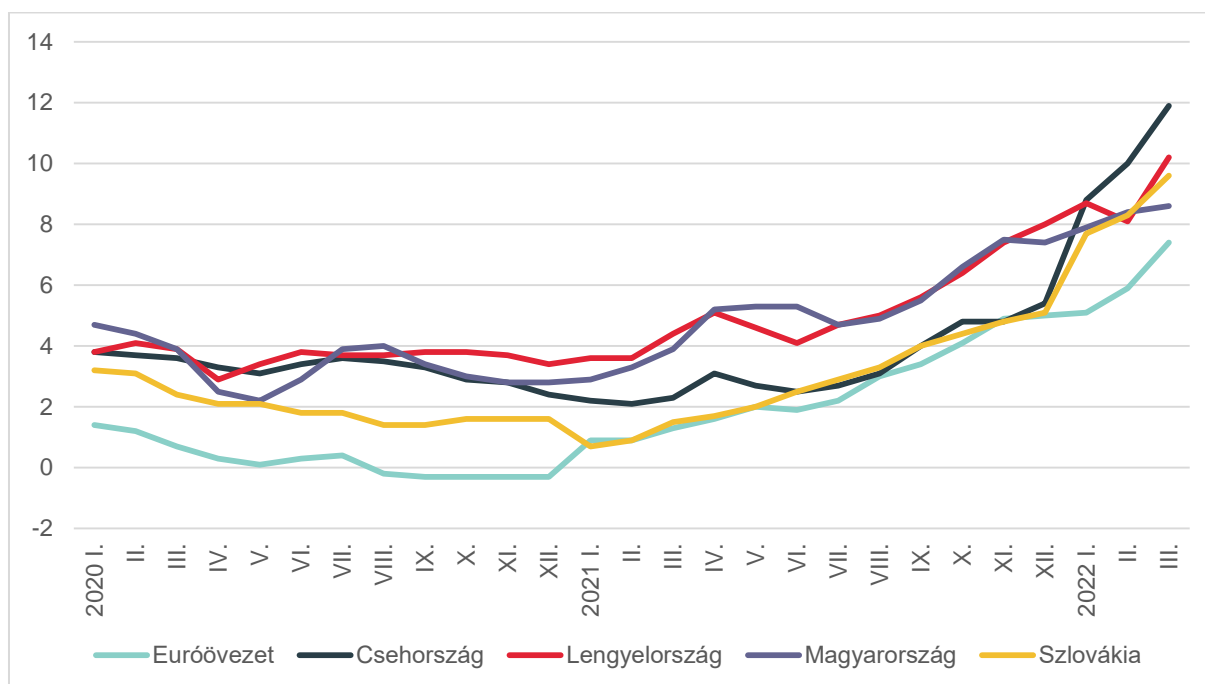
Az Európai Unióban az infláció növekvő tendenciát mutatott: a januári 5,6 százalékos érték februárban 6,2 százalékra, márciusban pedig 7,8 százalékra emelkedett. Az eurózónában is hasonló folyamat ment végbe: az év első hónapjában 5,1 százalék volt a pénzromlás üteme, mely februárban 5,9 százalékosra, márciusban pedig 7,4 százalékosra nőtt.

A vizsgált időszakban a maginfláció mértéke magasabb volt az EU-ban, mint az euróövezetben. Az EU-ban a januári 3,0 százalékos maginfláció februárban 3,5 százalékot, márciusban pedig 3,9 százalékot tett ki. Az eurózónában ugyanezen hónapokban 2,4, 2,9, illetve 3,2 százalékot tett ki a mutató értéke.

Fontos szerepet játszanak ez energiaárak az infláció változásában. Az EU-t tekintve az energiaárak 2022. januárban 27,0 százalékkal emelkedtek, míg februárban 28,7 százalékkal, márciusban pedig már 40,2 százalékkal. Ezen belül az üzemanyagárak rendre 26,1, 26,7 és 44,2 százalékkal nőttek a vizsgált időszakban. Az euróövezet tagországaiban az energiaárak a januári 28,8 százalékos, illetve a februári 32,0 százalékos emelkedését követően márciusban további 44,4 százalékos növekedést mutattak. Az üzemanyagárak ugyanezen hónapokban rendre 25,9, 27,9 és 46,2 százalékkal emelkedtek.

Márciusban az euróövezet összes tagállamában meghaladta a pénzromlás üteme az Európai Központi Bank 2 százalékos célját. Az infláció 10 százalék feletti szintet ért el Litvániában (15,6 százalék), Észtországban (14,8 százalék), Hollandiában (11,7 százalék), valamint Lettországban (11,5 százalék). A legalacsonyabb inflációs mutatót Málta érte el (4,5 százalék), őt pedig Franciaország (5,1 százalék), Portugália (5,5 százalék), illetve Finnország (5,8 százalék) követte.

**6. ÁBRA: AZ EURÓÖVEZET ÉS A V4 HARMONIZÁLT FOGYASZTÓIÁR-INDEXE  
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)**



Forrás: Eurostat

Hasonló pályát írt le az inflációs mutató a visegrádi országokban. Csehországban januárban 8,8 százalékkal nőttek a fogyasztói árak, míg februárban már 10,0 százalékot, márciusban pedig 11,9 százalékot ért el a növekedés üteme. Az energiaárak fokozatosan emelkedtek a vizsgált időszakban: a januári 21,4 százalékos áremelkedés a következő hónapban 25,1 százalékra fokozódott, majd márciusban már 33,2 százalékot ért el. Az üzemanyagárak ugyanezen hónapokban rendre 28,4, 31,3 és 51,0 százalékkal nőttek.

Lengyelországban a januári 8,7 százalékos infláció a következő hónapban valamelyest lecsökkent, 8,1 százalékra, majd márciusban 10,2 százalékosra emelkedett. Az energiaárak a januári 20,2 százalékos emelkedését követően további 15,3 százalékkal nőttek a következő hónapban, márciusban pedig 26,6 százalékkal. Ezen belül januárban 24,3, februárban 11,6, márciusban pedig 33,9 százalékkal volt magasabb az üzemanyag ára.

Szlovákiában a pénzromlás üteme januárban 7,7 százalékot tett ki, míg februárban 8,3 százalékosra, márciusban pedig 9,6 százalékosra növekedett. Az energiaárak januárban 16,5 százalékkal emelkedtek, februárban 16,4 százalékkal,

a következő hónapban pedig már 18,2 százalékkal. Az üzemanyagárak ugyanezen időhorizonton rendre 23,3, 22,1 és 27,9 százalékkal nőttek.

Az Európai Bizottság 2022. téli előrejelzésében a 2021-es 2,6 százalékos inflációt követően 3,5 százalékos pénzromlást vár 2022-ben, mely 1,3 százalékponttal haladja meg a 2021. őszi előrejelzés várakozásait. A 2023-as évre vonatkozóan valamelyest enyhülnek a kilátások, 1,7 százalékos inflációt prognosztizálnak, mely az őszi előrejelzéshez képest 0,3 százalékponttal magasabb.

## **2.6. Fiskális politika**

Az IMF áprilisi fiskális jelentése szerint a pandémia 2020 eleji megjelenése korábban nem látott gazdasági helyzetet teremtett, amelynek kezelésére a kormányzatok – a monetáris politika támogatása mellett – jelentős lazítással reagáltak. Ennek révén sikerült megakadályozni a sokkal mélyebb és elnyújtott visszaesést, illetve a deflációt, azonban a már eleve magas adósság szintek tovább emelkedtek. A fiskális és monetáris lazítás, a kínálati oldali zavarokkal együtt azt eredményezte hogy a kereslet sokkal gyorsabban helyre állt és ez a piaci egyensúlytalanság az árak emelkedését okozta. Az infláció megfékezése érdekében emelkedő kamatok pedig bekorlátozzák a fiskális politika mozgásterét, amely elsősorban a sérülékenyebb feltörekvő országokat érinti kedvezőtlenül. Ebben a helyzetben következett be az orosz-ukrán háború, amely tovább emelte az energia és élelmiszerárakat. A kormányzatok feladata az IMF megítélése szerint az elmúlt két évhez hasonlóan a lakosság megvédése az újabb sokkhatástól. Nehezíti viszont a helyzetet a szűkebb mozgáster és a magasabb finanszírozási kockázat, amely mellett kiemelten fontos, hogy a kormányzatok az intézkedéseket időben, célzottan és ideiglenes jelleggel hozzák meg.

Az IMF előrejelzése szerint az eurózónában a tavalyi 5,5 százalékos GDP-arányos költségvetési hiány idén 4,3 százalékra csökkenhet csupán és jövőre mérséklődhet csak a maastrichti 3 százalékos küszön alá 2,5 százalékra. A legnagyobb tagországok között azonban eltérő folyamatok mehetnek végbe. Németországban a hiány a tavalyi 3,7 százalékról idén 3,3 százalékra csökkenhet, majd 2023-tól térhet vissza a fiskális fegyelem, ekkor a hiány már csak a GDP

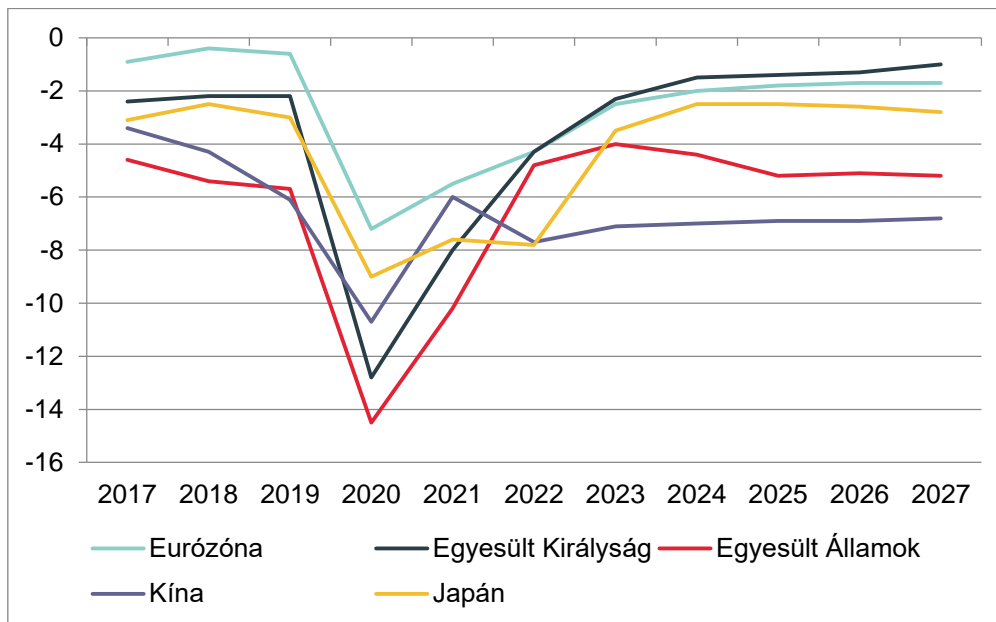


0,7 százalékat teheti majd ki, míg az egyenleg 2025-től válthat ismét szufficitessé. Franciaországban ezzel szemben a 2021-es 7,0 százalékos hiány idén 5,6 százalékra csökkenhet csak és a Valutaalap várakozásai szerint hosszabb távon sem térhet vissza a maastrichti küszöbérték alá. Hasonló a helyzet Spanyolországban, ahol a tavalyi 7,0 százalékos hiány idén 5,3 százalékra eshet, de hosszabb távon is a GDP 4 százaléka körül alakulhat. Olaszországban a 2021-es 7,2 százalékos költségvetési deficit idén 5,3 százalékra mérséklődhet, amely ráta 2025-ig csökkenhet 3 százalékra.

Mindez kihatással van az adósságpályára is. Az IMF várakozásai szerint az euróóána államadóssága a GDP arányában a 2021-es 96,0 százalékról 2022-ben 95,2 százalékra csökkenhet. Az adósságráta a következő években is csak visszafogottan mérséklődhet, 2026-ra érheti el a GDP 90 százalékát, miközben 2019-ben a koronavírus-járvány előtt még csupán 83,5 százalékon állt a mutató. A 4 legnagyobb tagország közül 2027-re csak Németország éri majd el a válság előtti adósságszintjét, 58,7 százalékon a 2021-es 70,2 százalék után. Az olasz államadósság ezzel szemben 6 év alatt 8,0 százalékponttal 142,9 százalékra csökkenhet, több mint 8 százalékponttal a 2019-es szintje fölé. Spanyolország esetében is lassú mérséklődésre számít az IMF 4,1 százalékponttal 114,6 százalékra, amely közel 20 százalékponttal haladja meg majd a válság előtti szintjét. Franciaországban ezzel szemben az előrejelzés szerint lassú ütemben még tovább is emelkedhet a GDP-arányos államadósság, 6 év alatt 1,7 százalékponttal 114,0 százalékra, szemben a 2019-es 97,4 százalékkal.



**7. ÁBRA: A KÖLTSÉGVETÉSI EGYENLEG ALAKULÁSA A GDP SZÁZALÉKÁBAN A VILÁG LEGNAGYOBB GAZDASÁGAIBAN (%)**



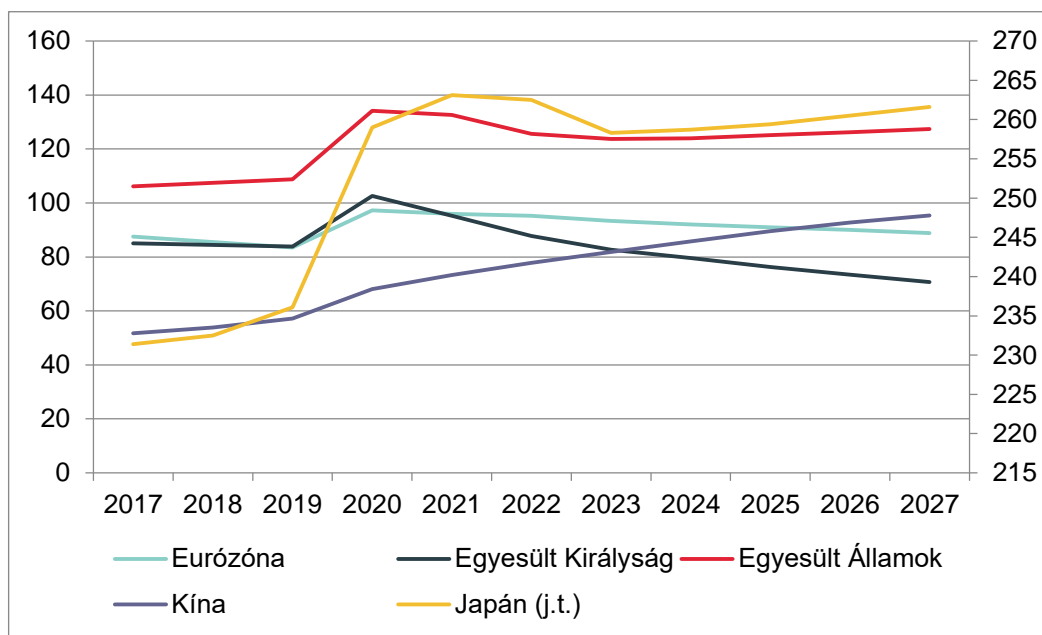
Forrás: IMF, Fiscal Monitor April 2022

Az Egyesült Királyságban a költségvetési hiány az IMF előrejelzése szerint gyors ütemben mérséklődhet, amely mögött a GDP-arányos költségvetési kiadások fokozatosan csökkenése húzódik meg, a bevételek viszonylagos stabilitása mellett. A GDP-arányos hiánymutató így a 2021-es 8,0 százalékról 2022-ben 4,3 százalékra mérséklődhet, majd 2024-ig fokozatosan 2 százalék alá, 2027-ben pedig már csak a nemzeti össztermék 1,0 százalékát teheti ki. A szigorodó költségvetés nyomán az államadósság is meredeken csökkenhet a szigetországban: GDP-arányosan a tavalyi 95,3 százalékról idén 87,8 százalékra, majd a következő két év során 80 százalék alá, 2027-re pedig megközelítheti a 70 százalékot.

Az Egyesült Államokban ezzel szemben a tavalyi 10,2 százalékos GDP-arányos költségvetési hiány ugyan idén 4,8, jövőre pedig 4,0 százalékra mérséklődhet, 2024-től azonban ismét növekedhet a mutató értéke 4,4 százalékra, majd ezt követően 5 százalék fölé. A romló kilátások oka, hogy míg az IMF számítása szerint a költségvetési bevételek stabilan a GDP 32 százaléka körül alakulhatnak, addig a kiadások GDP-arányosan fokozatosan emelkedhetnek a bejelentett infrastruktúra-fejlesztési és zöldítési programok nyomán. A GDP-arányos

államadósság emiatt 2023-ig mérséklődhet a 2021-es 132,6 százalékról 123,7 százalékra, majd 2027-ig lassú ütemben ismét emelkedhet 127,4 százalékig.

**8. ÁBRA: A GDP-ARÁNYOS ÁLLAMADÓSSÁG ALAKULÁSA A VILÁG LEGNAGYOBB GAZDASÁGAIBAN (%)**



1.

Forrás: IMF, Fiscal Monitor April 2022

Kínában a 2021-es viszonylag szigorúbb költségvetési politika eredményezte 6,0 százalékos GDP-arányos költségvetési hiány 2022-ben – az IMF várakozásai szerint – enyhülhet, így a hiány is 7,7 százalékra emelkedhet. Az előrejelzés szerint a hiánymutató a rákövetkező években is 7 százalék körül alakulhat. A magas költségvetési hiánynak köszönhetően az államadósság is töretlenül növekedhet Kínában: a 2021-es GDP-arányos 73,3 százalékról idén 77,8, majd 2024-ig 85,8 százalékra.

Japánban a 2021-es 7,6 százalékos GDP-arányos költségvetési hiány a már bejelentett intézkedések alapján 2022-ben sem változhat érdemben 7,8 százalékon alakulhat. 2023-tól ellenben fokozódhat a fiskális fegyelem, a hiány 3,5 százalékra mérséklődhet, majd 2024-től 2,5 százalék körül alakulhat köszönhetően elsődlegesen annak, hogy a kormányzati kiadások GDP-arányosan fokozatosan csökkenhetnek, míg a bevételek viszonylag stabilan alakulhatnak. A fegyelmezettebbé váló fiskális politika ellenben az adósságpályát érdemben nem

befolyásolja. Az IMF előrejelzése szerint a japán államadósság tartósan a GDP 260 százaléka körül alakulhat.

Ez Európai Központi Bank márciusi előrejelzése szerint a 2021-es 5,5 százalékos költségvetési hiány 2022-ben 3,1 százalékra mérséklődhet a GDP arányában, majd a következő két év során 2 százalék körül alakulhat. Az egyszeri hatásoktól és a gazdaság konjunkturális helyzetétől tisztított strukturális hiány alapján sem tér vissza az övezetbe a fiskális szigor: a mutató értéke a tavalyi 3,6 százalékos hiányról idén 2,5 százalékra, majd a következő két év során 2,3 százalékra mérséklődhet csupán. Vagyis a költségvetési hiány kismértékű javulását is elsősorban csak a gazdasági helyzet javulása eredményezi. Az államadósság ezzel együtt is csökkenő pályán maradhat, a 2021-es 95,8 százalékos GDP-arányos bruttó államadósság idén 92,0 százalékra, majd a következő két év során 88,7 százalékra mérséklődhet.



## 3. A magyar gazdaság jelenlegi helyzete

### 3.1. GDP

2021-ben a magyar gazdaság jelentős növekedést produkált a koronavírus-járványt követő kilábalás, illetve a bázishatás következtében: a nyers, valamint a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint is 7,1 százalékot tett ki a GDP-bővülés. 2021. IV. negyedévében a nyers adatok alapján 7,1, a szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok szerint pedig 7,0 százalékos gazdasági növekedés látható az előző év azonos időszakához képest. Az előző negyedévhez viszonyítva 2,0 százalékos GDP-bővülés figyelhető meg.

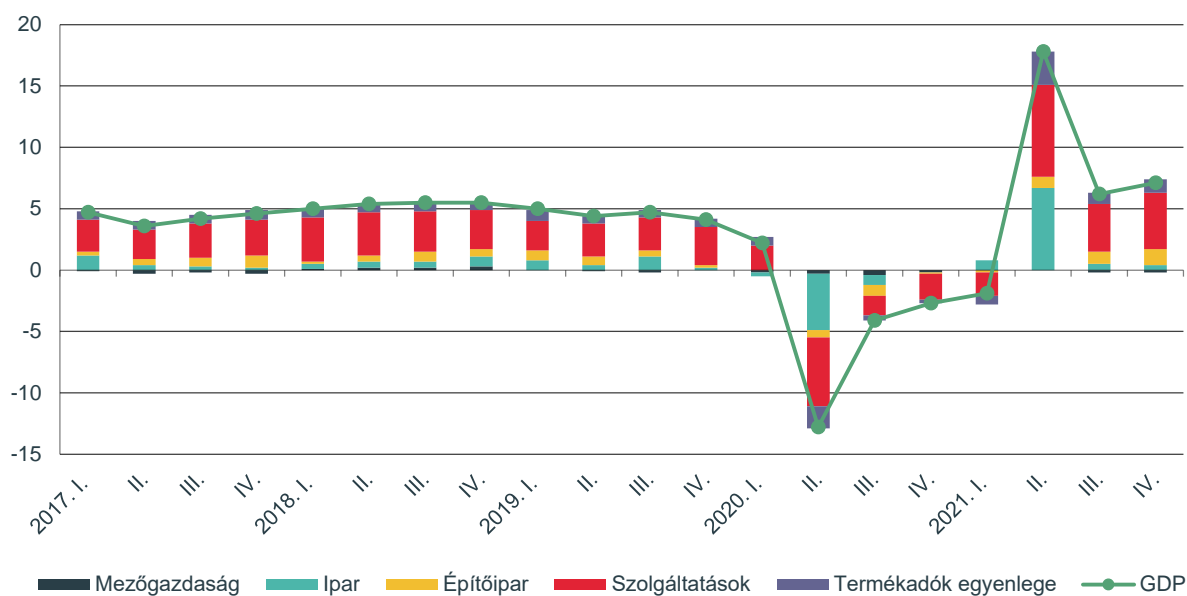
A GDP termelési oldalán a negyedik negyedévben a legtöbb nemzetgazdasági ág hozzájárult a növekedéshez, a legnagyobb mértékben a szolgáltatások (4,6 százalékpont), ami a hozzáadott értékének 8,2 százalékos bővüléséből fakadt. A szolgáltatásokon belül kiemelkedett a szállítás, raktározás (20,3 százalék), illetve az információ, kommunikáció (14,1 százalék) hozzáadott értékének növekedése. Ezek rendre 1,0, illetve 0,7 százalékponttal járultak hozzá a GDP-bővüléshez. A kereskedelem, gépjárműjavítás, szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás hozzáadott értéke átlag alatti mértékben növekedett (8,0 százalék), azonban a növekedési hozzájárulása súlyából adódóan 0,9 százalékpontot tett ki. Ezen belül is a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás volumene jelentősen, 68,7 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, amelyben komoly szereppel bírt a bázishatás.

A mezőgazdaság hozzáadott értéke 2021 negyedik negyedévében 7,3 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához képest, így 0,2 százalékponttal visszavetve a GDP növekedését.

Az ipar hozzáadott értéke 2,1 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi értéket, amellyel a GDP növekedését 0,4 százalékponttal támogatta. Az iparon belül a feldolgozóipar hozzáadott értéke 1,9 százalékkal nőtt 2020 IV. negyedévéhez viszonyítva, a GDP-hez való hozzájárulása pedig 0,3 százalékpontot tett ki. Az ipari termelés alágai közül a termelés legjobban a bányászat, kőfejtés (27,4 százalék), a villamos berendezés gyártása (19,3 százalék), a kocszgyártás,

kőolaj-feldolgozás (18,8 százalék), a fémipar (16,0 százalék), az energiaipar (15,5 százalék), illetve az élelmiszeripar (14,3 százalék) esetében nőtt. Ellenben lassította az ipar bővülését a gyógyszergyártás (-5,2 százalék), a gépipar (-1,7 százalék), valamint a járműgyártás (-21,6 százalék) volumencsökkenése.

**9. ÁBRA: AZ EGYES ÁGAZATOK HOZZÁJÁRULÁSA A GDP NÖVEKEDÉSÉHEZ  
(SZÁZALÉKPONT, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)**



Forrás: KSH

Az építőipar hozzáadott értéke 21,3 százalékkal nőtt egy év alatt, így 1,3 százalékponttal segítette a GDP növekedését. Az építőipar termelési volumene 2021 negyedik negyedévében 18,8 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban. Az épületek esetében a bővülés 21,3, az egyéb építményeknél pedig 16,9 százalékot tett ki. Azonban az építőipar termelői árindexei jelentősen növekedtek, az épületek építése esetében 19,1, az egyéb építményeknél pedig 11,1 százalékkal az előző év azonos időszakához képest. A negyedik negyedévben kiadott lakásépítési engedélyek száma 2020 negyedik negyedévéhez viszonyítva mintegy 42,3 százalékkal növekedett, míg az épített lakások száma 52,7 százalékkal mérséklődött. A negyedév során a tárgyhoz végi szerződésállomány volumene 4,3 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest.

A GDP felhasználási oldalán 2021 negyedik negyedévében a háztartások tényleges fogyasztása 7,1 százalékkal haladta meg az egy évvel korábit, amely így 4,1 százalékponttal segítette a GDP növekedését. A háztartások fogyasztási kiadása a negyedév során 8,2 százalékkal nőtt, amelyben komoly szerepet játszott a reálbérek emelkedése mellett a bázishatás is, ugyanis 2020 negyedik negyedévében a koronavírus-járványból fakadó bizonytalanság, illetve a korlátozó intézkedések hatására számos lakossági fogyasztási kiadás elhalasztásra került. Ezzel a háztartások fogyasztási kiadása 3,8 százalékponttal támogatta a gazdasági növekedést. A bruttó állóeszköz-felhalmozás 3,2 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban, így 0,9 százalékponttal segítve a GDP bővülését.

A végső fogyasztás a negyedik negyedévben 5,9 százalékkal emelkedett, ezzel 4,1 százalékponttal segítve a GDP növekedését. A belföldi felhasználás 6,8 százalékkal, míg a bruttó felhalmozás 8,8 százalékkal nőtt egy év alatt, így az előbbi 6,6, míg az utóbbi 2,5 százalékponttal járult hozzá a GDP bővüléséhez.

A IV. negyedévben a beruházások volumene 0,2 százalékkal meghaladta az egy évvel korábbi értéket. A beruházási teljesítmény 52,8 százalékát megvalósító, legalább 50 főt foglalkoztató vállalkozások körében a fejlesztések volumene 6,0 százalékkal nőtt, amiben meghatározó szerepet játszott, hogy a külföldi érdekeltségű vállalkozások tovább növelték fejlesztéseiket. A költségvetési szerveknél azonban 15,9 százalékkal mérséklődött a beruházások volumene az egy évvel korábbihoz képest, amiben szerepet játszott a pótlólagos költségvetésitartalék-képzés is. A legjelentősebb beruházási volumenindex-növekedés a szállítás, raktározás esetében valósult meg (20,1 százalék), ami annak köszönhető, hogy az állami infrastruktúra-fejlesztések mellett a személyszállítással foglalkozó vállalkozások is növelték a beruházásaikat. A beruházások nagyobb mértékben nőttek továbbá az információ, kommunikáció (12,8 százalék), a szakmai, tudományos, műszaki tevékenység (13,6 százalék), vagy éppen az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység (11,9 százalék) esetében. Jelentősen visszaestek azonban a bányászat, kőfejtés (-34,4 százalék), a vízellátás; szennyvíz gyűjtése, kezelése (-22,6 százalék), az ingatlanügyletek (-13,2 százalék), a közigazgatás, védelem (-18,8 százalék), valamint a humán-egészségügyi, szociális ellátás (-30,0 százalék) nemzetgazdasági ág beruházásai. A

nemzetgazdasági beruházások több mint negyedét adó, a legnagyobb súlyt képviselő feldolgozóipar fejlesztései a negyedévben 16,7 százalékkal emelkedtek. Ezen belül az alágak többségében emelkedett a beruházási teljesítmény, így a három legnagyobb súlyúban, azaz a villamosberendezés-gyártásban, a járműgyártásban és az élelmiszeriparban is.

2021 negyedik negyedévében az export volumene 2,6 százalékkal, míg az importé 2,0 százalékkal bővült. Az áruforgalomban a kivitel 0,7 százalékkal csökkent, a szolgáltatásoknál pedig 18,6 százalékkal növekedett, míg az import esetében az áruforgalom 0,2 százalékkal mérséklődött, illetve a szolgáltatásoknál 15,2 százalékkal bővült. A gazdaság növekedését a külkereskedelmi egyenleg alakulása összességében 0,5 százalékponttal támogatta. Ezen belül a szolgáltatások külkereskedelmének hozzájárulása a növekedéshez 0,8 százalékpont volt, míg az áruk 0,3 százalékponttal csökkentették azt. A negyedik negyedévben a külkereskedelmi egyenleg –328,0 milliárd forintot tett ki, ami az előző év azonos időszakában mérténél 641,3 milliárd forinttal volt alacsonyabb.

A termékek külkereskedelmi egyenlege –290,1 milliárd forintot jelzett 2021 negyedik negyedévében. A külkereskedelmi termékforgalomban az élelmiszerek, italok, dohány exportjának volumene 1,6 százalékkal csökkent, míg importja 10,2 százalékkal nőtt. A nyersanyagok esetében a kivitel 0,8 százalékkal mérséklődött, a behozatal viszont 7,4 százalékkal emelkedett. Az energiahordozók exportja 16,9, importja pedig 3,1 százalékkal mérséklődött. A feldolgozott termékek exportja 0,6 százalékkal növekedett, importja 0,3 százalékkal csökkent, míg a gépek és szállítóeszközök esetében rendre 5,4, illetve 2,5 százalékos visszaesést mértek. A külkereskedelmi termékforgalomban az exportárak 12,7 százalékkal, míg az importárak 20,0 százalékkal emelkedtek éves összevetésben.

2021 negyedik negyedévében a szolgáltatások külkereskedelmi egyenlege 517,9 milliárd forintot mutatott. A szolgáltatások külkereskedelmi forgalmában a bér munka-szolgáltatási díj exportjának értéke 7,9 százalékkal, importjának értéke pedig 39,8 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban. A turizmus

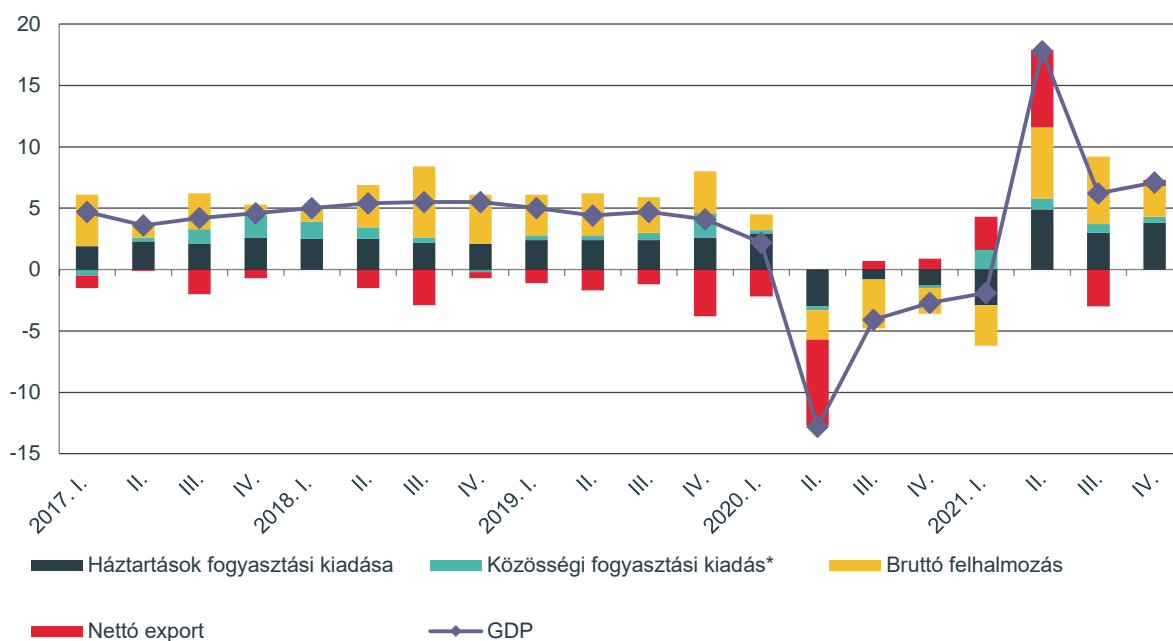


tekintetében a hazánkba érkező külföldiek kiadásai 77,3, míg a külföldre utazó magyaroké 173,3 százalékkal volt több, mint egy évvel korábban. A szállítási szolgáltatások exportja 32,2 százalékkal nőtt, amelyen belül kiemelkedő a légi szállítás 178,0 százalékos bővülése, míg a vasúti szállítás 2,4, a közúti szállítás pedig 3,5 százalékos exportnövekedést ért el. Import oldalon a szállítási szolgáltatásoknál 21,6 százalékos növekedést mértek, amelyet elsősorban a légi szállítás 101,0 százalékos bővülése okozott.

Az üzleti szolgáltatások exportja 11,3, míg importja 7,9 százalékkal emelkedett. A szolgáltatáscsoport forgalmának legnagyobb részét adó egyéb üzleti szolgáltatások exportja 8,7, importja pedig 9,2 százalékkal bővült az egy évvel korábbi szinthez képest. A jogi, számviteli, üzletviteli tanácsadás és PR-szolgáltatások bevétele 4,1 százalékkal nőtt, kiadása pedig 6,8 százalékkal csökkent. A K+F szolgáltatások forgalmának exportja 9,2, az importja pedig 9,3 százalékkal emelkedett. A számítástechnikai és információs szolgáltatásokból származó bevételek 7,4, a kiadások pedig 5,4 százalékkal növekedtek. Az építészeti, mérnöki, tudományos és egyéb műszaki szolgáltatásokból származó bevétel 8,6 százalékkal, az ezekhez kapcsolódó kiadás pedig 27,1 százalékkal esett vissza. A szellemi tulajdon használatáért kapott díjak értéke 24,9 százalékkal, a fizetetteké pedig 13,2 százalékkal növekedett. A kulturális szolgáltatások bevétele és kiadása is bővült, előbbi 48,8, míg utóbbi 36,3 százalékkal.



**10. ÁBRA: A FELHASZNÁLÁSI TÉTELEK HOZZÁJÁRULÁSA A GDP NÖVEKEDÉSÉHEZ (SZÁZALÉKPONT, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)**



\*A természetbeni társadalmi juttatásokkal együtt.

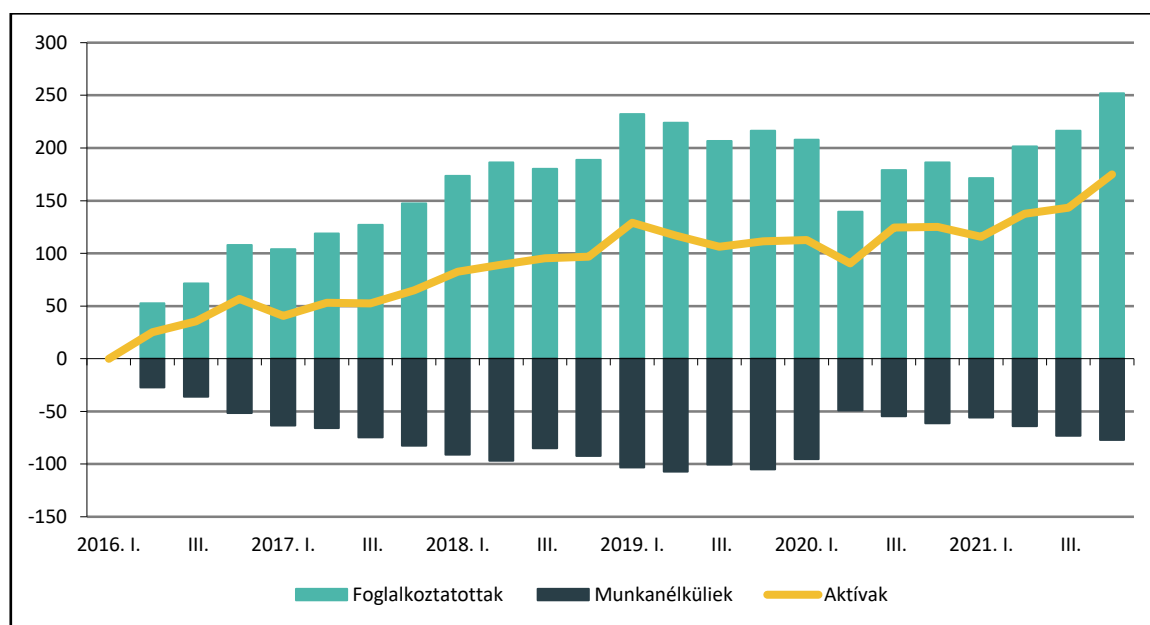
Forrás: KSH

Az Eurostat üzleti és fogyasztói felmérése szerint a háztartások aggregált bizalmi indexe a szezonálisan kiigazított értékek alapján továbbra is negatív értéket vett fel a negyedév átlagában,  $-15,4$  indexpontot. A mutató az előző negyedévhez képest  $0,7$  indexponttal, 2020 negyedik negyedévéhez képest pedig  $9,0$  indexponttal javult. A következő 12 hónapban várható megtakarításokkal kapcsolatban a vélekedés továbbra is negatív maradt ( $-20,1$  indexpont), azonban  $22,9$  indexponttal változott pozitív irányban 2020 IV. negyedévének átlagához viszonyítva. Az előző negyedévhez képest az elmúlt 12 hónap gazdasági teljesítményének megítélése  $6,2$  ponttal  $-42,3$  indexpontra javult, míg a következő 12 hónap gazdasági teljesítményének megítélése  $2,8$  ponttal  $-25,9$  indexpontra csökkent az Eurostat mérései szerint. Emelkedett a lakosság inflációérzete: az elmúlt 12 havi infláció megítélése  $18,0$  indexponttal, a következő 12 hónap inflációját előrejelző mutatószám pedig  $15,9$  ponttal vált kedvezőtlenebbé az előző év azonos időszakához képest.

## 3.2. Munkaerőpiac

A foglalkoztatottak száma 2021 negyedik negyedében 4 millió 676 ezer fő felett alakult a szezonálisan kiigazított adatok alapján a 15-74 éves korosztályban. A foglalkoztatás éves alapon 66, míg negyedéves alapon közel 36 ezer fővel bővült, a 2019 végi, vagyis a koronavírus előtti csúcsát pedig szintén 36 ezer fővel haladta meg. Vagyis a munkaerőpiac is kilábalta a koronavírus-járvány okozta visszaesésből. A foglalkoztatási ráta 2021 utolsó 3 hónapjának átlagában 63,7 százalékot tett ki, míg 2021 egészében 63,0 százalékot. A foglalkoztatás bővülése az idei év elején is folytatódott, januárban és februárban a létszám összesen 16 ezer fővel nőtt a szezonálisan kiigazított adatok alapján. A tavalyi év végén is folytatódott az aktivitás fokozódása, az aktívak száma negyedéves alapon közel 32, míg éves alapon közel 50 ezer fővel 4 millió 862 ezer főre emelkedett, így részarányuk a 15-74 éves korosztályon belül 66,2 százalékra nőtt. 2021 egészét tekintve a korosztály 65,6 százaléka jelent meg a magyar munkaerőpiacon vagy foglalkoztatottként vagy álláskeresőként.

**11. ÁBRA: AZ AKTIVITÁS, A FOGLALKOZTATOTTSÁG ÉS A MUNKANÉLKÜLISÉG NEGYEDÉVES ALAKULÁSA (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT ADATOK, 2016. I. = 0)**

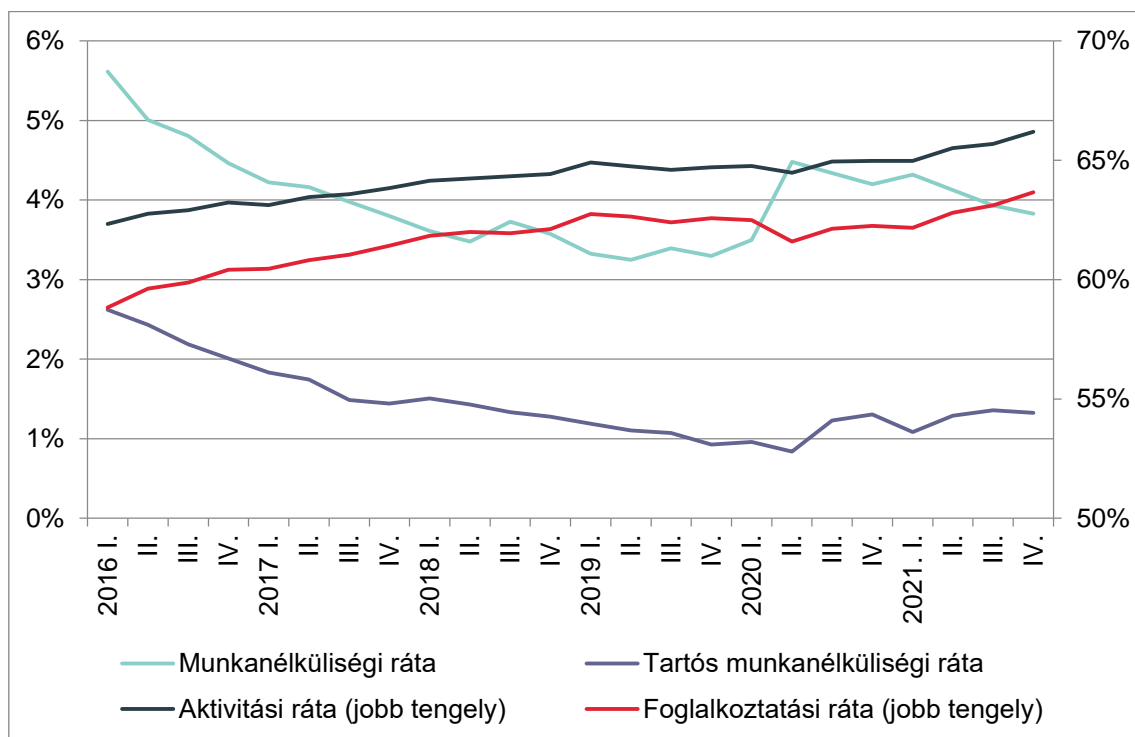


Forrás: KSH

Az alkalmazottak száma 2021 utolsó negyedében megközelítette a 2 millió 859 ezer főt, amely negyedéves alapon 10, míg éves alapon 109 ezer fős bővülést jelent, a 2019 végi szintet pedig 5 ezer fővel haladja meg. Vagyis az alkalmazottak számát illetően is megvalósult a gazdasági kilábalás, a vállalatok ismét elkezdtek növelni foglalkoztatottaiknak számát, illetve a korábban részmunkaidőre átvett munkavállalókat ismételten teljes munkaidőben foglalkoztatják. A negyedéves és az éves alapú növekedés is szinte teljes egészében a versenyszférához, a legalább 5 főt foglalkoztató vállalkozásokhoz köthető: a szektorban az alkalmazottak száma 12, illetve közel 105 ezer fővel emelkedett a két időtávon. A negyedik negyedév során a közszférában alkalmazottak száma stagnált, míg a non-profit szektorban foglalkoztatottaké kismértékben 2 ezer fővel emelkedett. Az éves alapú összehasonlítást, az augusztustól bevezetett módszertani váltás (a struktúra-váltó felsőoktatási intézmények dolgozóinak átsorolása a non-profit szektorba) nem teszi lehetővé. A januári adatok a versenyszféra további bővülését mutatták. A közfoglalkoztatottak száma a negyedik negyedévben, havi átlagban 82 ezer főt tett ki, amely negyedéves alapon minimális, ezer fős, míg éves alapon 9 ezer fős csökkenést jelent. Vagyis a Start munkaprogramok változatlanul marginális szerepet tölt be a hazai munkaerőpiacon belül, az annak keretében foglalkoztatottak száma a koronavírus-járvány időszakában is fokozatosan mérséklődött.



12. ÁBRA: A LEGFŐBB MUNKAERŐPIACI ADATOK (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: KSH

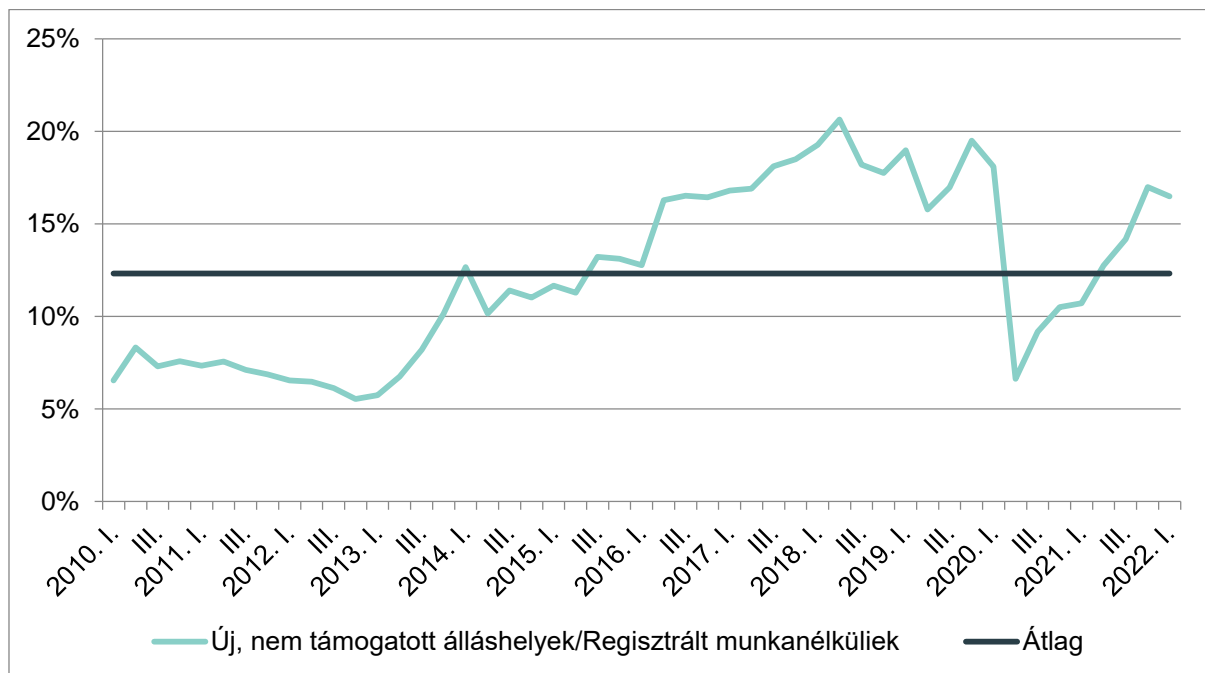
A munkanélküliek száma a szezonálisan kiigazított adatok szerint 2021 negyedik negyedévében átlagosan 186 ezer főt tett ki. Ez negyedéves alapon csupán 4, míg éves alapon 16 ezer fős csökkenést jelent. 2019 negyedik negyedévéhez képest a munkanélküliek száma 28 ezer fővel volt magasabb 2021 végén. Vagyis habár a foglalkoztatottak száma már elérte a válság előtti szintjét, a munkanélküliség még nem, amely az aktivitás fokozódására vezethető vissza. A munkanélküliségi ráta a tavalyi negyedik negyedévben 3,8 százalékon állt. A magyarnál alacsonyabb munkanélküliséget az uniós tagországok közül csak Csehországban (2,3 százalék), Lengyelországban (3,1 százalék), Máltán (3,2 százalék), illetve Németországban (3,3 százalék) regisztráltak a negyedik negyedévben. 2021 egészében a munkanélküliek száma 195,7 ezer fő volt, míg részarányuk 2020-hoz hasonlóan 4,1 százalék. 2022 elején tovább csökkent a munkanélküliek száma, a szezonálisan kiigazított adatok alapján 6 ezer fővel 180 ezer főre, míg részarányuk 0,1 százalékponttal 3,7 százalékra. A tartósan állástalanok aránya a negyedik negyedévben 34,4 százalék volt, amely közel 4 százalékpontos növekedést jelent egy év alatt. Az emelkedés oka a gazdasági kilábalás: elsőként a munkanélküliek

közül azok tudnak elhelyezkedni, akik csak rövid ideje veszítették el munkájukat, például a koronavírus-járvány nyomán, így pedig a tartósan állástalanok részaránya növekszik.

A regisztrált álláskeresők szezonálisan kiigazított száma 2022 első negyedévében 240,5 ezer főt tett ki a Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat (NFSZ) adatai alapján. Az álláskeresők száma negyedéves alapon közel 13, míg éves alapon 50 ezer fővel mérséklődött, de a csökkenés a 2020 második negyedéves 350,1 ezer fős csúcs óta folyamatos. Az álláskeresők száma ezzel 2004 óta a legalacsonyabb szintjére csökkent, a koronavírus-járványt megelőzően 2019 negyedik negyedévében is még 250,1 ezer fő volt az NFSZ regiszterében. A regisztrált nem támogatott új álláshelyek száma az idei első negyedévben megközelítette a 39,7 ezer darabot, amely éves alapon ugyan 8,5 ezer darabos bővülést jelent, azonban több mint 3 ezerrel marad el a tavalyi negyedik negyedéves számtól és több mint 9 ezerrel a koronavírus-járvány előttitől. Vagyis a vállalatok munkahely-teremtési kedve még nem érte el a koronavírus előtti szintjét, egyelőre a korábban megüresedett helyeket töltik fel. Ezzel együtt is a Beveridge-görbe alapján a magyar gazdaságban ismét fokozódik a munkaerőhiány, bár annak mértéke még nem éri el a koronavírus-járvány előtti szintjét. Ezt mutatják az üres álláshely statisztikák is. A KSH adatai alapján 2021 negyedik negyedévében az álláshelyek 2,3 százaléka volt betöltetlen a versenyszférában, 0,6 százalékponttal több mint egy évvel korábban, ami viszont 0,5 százalékponttal elmarad a korábbi csúcsától. A közszférában ezzel szemben 3,4 százalékra emelkedett az üres álláshelyek részaránya, ami magasabb, mint a koronavírus előtti 3,0 százalék. Itt egyébként a járványhelyzet sem javított az adatokon.



13. ÁBRA: A MUNKAERŐPIAC FESZESSÉGE (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat

A nemzetgazdasági bruttó átlagkereset 2021 negyedik negyedében 468,8 ezer forintot tett ki. Ez éves alapon 9,5 százalékos növekedést jelent, amelyen belül a versenyszférát 8,1, míg a költségvetési szektort 9,6 százalékos bérdinamika jellemezte. A versenyszférában a tavaly év elején 4-4 százalékkal emelkedő minimálbér, illetve garantált bérminimum, valamint az erősödő munkaerőhiány játszott szerepet a bérek emelkedésében, míg a költségvetési szféra esetében az egyes területeket (orvosok, bírák, ügyészek és bölcsődei dolgozók) érintő bérrendezéseket kell kiemelni. A nettó átlagkereset szintén 9,5 százalékkal nőtt 2021 utolsó 3 hónapjában, így 311,8 ezer forintot tett ki. A 7 százalék fölé emelkedő infláció hatását is figyelembe véve a reálkereset 2,2 százalékkal nőtt egy év alatt. 2021 egészében a bruttó átlagkereset 8,7 százalékkal 438,8 ezer forintra, míg a kedvezmények figyelembevételével számított nettó átlagkereset 300,5 ezer forintra emelkedett, amely reál értelemben 3,4 százalékos növekedésnek feleltethető meg. 2022 januárjában gyorsult a bérdinamika, a bruttó átlagkereset 13,7 százalékkal 467,3 ezer forintra nőtt éves alapon, amelyben a minimálbér és a garantált bérminimum közel 20-20 százalékos növekedése játszott szerepet. A kedvezmények nélkül számított nettó kereset

13,7 százalékkal 310,7 ezer forintra, míg a kedvezményekkel (az idei évtől kezdődően a 25 éven aluliak szja-mentessége is ide tartozik) 14,8 százalékkal 322,1 ezer forintra emelkedett.

### **3.3. Infláció**

2022 első negyedében a fogyasztói árak átlagosan 8,2 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához viszonyítva. Januárban 7,9, februárban 8,3, míg márciusban 8,5 százalékkal nőttek átlagosan a fogyasztói árak. Az infláció mértéke így a vizsgált negyedévben a Magyar Nemzeti Bank által kitűzött 2–4 százalékos célsáv felett alakult, továbbá gyorsuló trendet mutat, köszönhetően elsősorban az elszabaduló energiaáraknak, amely a legtöbb termék- és szolgáltatáscsoport áremelkedésében komoly szerepet játszott.

Jelentős mértékben hatott az inflációra az élelmiszerek 11,5 százalékos átlagos áremelkedése, amelyhez elsősorban a baromfihús 19,5 százalékos, a burgonya 28,2 százalékos, illetve a kenyér 23,6 százalékos átlagos áremelkedése járult hozzá. Visszafogta azonban az élelmiszerek árának növekedését a sertéshús mindössze 1,7, valamint a szalámi, szárazkolbász, sonka 2,0 százalékos árnövekedése. Az első negyedév során a szeszes italok, dohányárak ára átlagosan 7,6 százalékkal emelkedett, amelyen belül a dohánytermékek ára átlagosan 9,2 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva.

A háztartási energia ára átlagosan 1,3 százalékkal, míg a tartós fogyasztási cikkeké 8,6 százalékkal emelkedett az első negyedévben. A háztartási energia árnövekedéséhez legjelentősebben a tűzifa 9,3, a szén 13,9, illetve a palackos gáz 6,8 százalékos drágulása járult hozzá. Az árak növekedését fékezte a távfűtés, elektromos energia, illetve vezetékes gáz továbbra is változatlan ára. A tartós fogyasztási cikkek esetében az inflációt felfelé húzta az ékszerek 11,1, a használt személygépjármű 10,2, a szobabútor 14,7, illetve a konyha és egyéb bútor 16,0 százalékos áremelkedése. Ellenben visszahúzta a tartós fogyasztási cikkek áremelkedését a számítógép, fényképezőgép, telefonkészülék 0,4, valamint az új személygépjármű 7,7 százalékos árnövekedése.





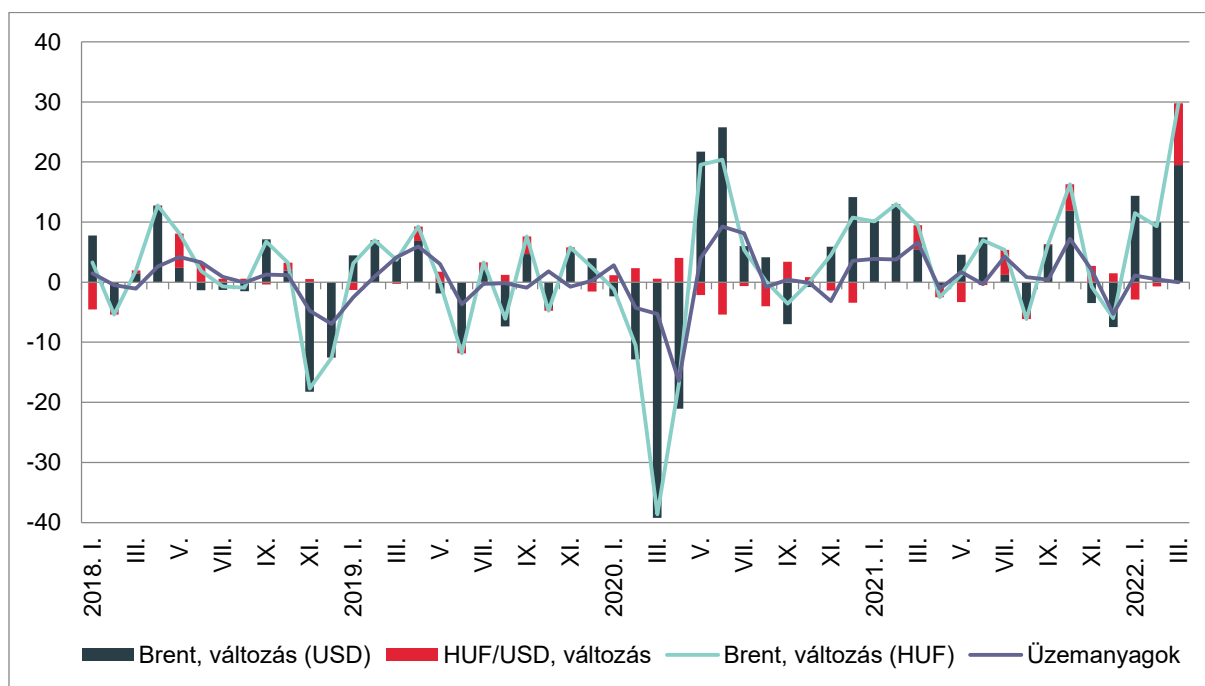
A ruházkodási cikkek ára átlagosan 4,0, míg az egyéb cikkek, üzemanyagok ára átlagosan 8,9 százalékkal növekedett 2022 első negyedéve során. Utóbbi termékcsoporthoz esetében az emelkedés elsősorban a megugró üzemanyagáraknak köszönhető (átlagosan 17,5 százalék), amely a növekvő olajárakból, a kereslet-kínálati egyensúlytalanságokból és a bázishatásból fakad.

A szolgáltatások ára átlagosan 5,6 százalékkal növekedett 2022 első negyedévében, amelyen belül az autópályadíj, gépjárműkölcsönzés, parkolás 41,3, a lakásjavítás, -karbantartás 17,5, az egészségügyi szolgáltatás 7,0, a járműjavítás, -karbantartás pedig 12,0 százalékkal került többre, mint egy évvel korábban. Fékezte azonban a szolgáltatások átlagos inflációját a helyi tömegközlekedés 3,9 és a telefon, internet 2,0 százalékos árcsökkenése, valamint a szemétszállítás, vízdíj, csatornadíj árának változatlansága.

A jegybank inflációs alapmutatói közül a szezonálisan kiigazított maginflációs mutató 2022 januárjában 7,4, februárban 8,1, márciusban pedig 9,0 százalékon alakult, az indirekt adóktól szűrt maginfláció pedig 7,4, 8,1, illetve 9,1 százalékot ért el az év első három hónapjában. A feldolgozott élelmiszerek nélkül számított maginfláció januárban 6,4, februárban 7,0 százalékon állt, márciusban pedig 7,9 százalékra nőtt. A ritkán változó árú termékek inflációja januárban 7,4, februárban 8,1, márciusban pedig 8,9 százalékon alakult.

A maginfláción kívüli tételek ára 2022 első negyedévében átlagosan 8,3 százalékkal növekedett Magyarországon, ezen belül a nyers élelmiszerek ára átlagban 10,8 százalékos növekedést mutatott az előző év első három hónapjához viszonyítva. A mezőgazdasági termelők árak 2022 januárjában és februárjában átlagosan 28,1 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához viszonyítva. Ehhez jelentősen hozzájárult a gabonafélék 44,4, valamint az ipari növények 47,9 százalékos áremelkedése, ellenben visszafogta a gyümölcs (-15,7 százalék) árcsökkenése és a zöldség 11,0 százalékos árnövekedése.

**14. ÁBRA: AZ ÜZEMANYAGOK ÁRÁNAK VÁLTOZÁSA ÉS AZT MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐK (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ HÓNAP BÁZISÁN)**



*Forrás: Thomson Reuters, KSH, MNB, Magyar Gazdaságkutató-számítás*

Az üzemanyagok ára januárban 22,5, februárban 18,7, márciusban pedig 11,4 százalékkal nőtt Magyarországon az előző év azonos időszakához viszonyítva. A Brent olaj hordónkénti átlagos ára 2022 első negyedében 97,9 dollár volt, 59,7 százalékkal több, mint 2021 azonos időszakában. Összességében a maginfláción kívüli tételek ebben a negyedévben az infláció gyorsulásának irányába hatottak.

### 3.4. Pénzügyek

A magyar jegybank Monetáris Tanácsa 2022 első negyedében havi rendszerességgel kamatdöntő üléseinek mindegyikén emelt irányadó rátáján, és többször változtatott a kamatfolyosó szélességén is. Emiatt az alapkamat 200 bázisponttal 4,4 százalékra, az overnight betéti kamat szintén 200 bázisponttal 4,4 százalékosra, az egynapos fedezett hitelkamat 300 bázisponttal 7,4 százalékra növekedett. Az áprilisi MT ülésen Monetáris Tanács aztán további 100 bázisponttal 5,4 százalékosra emelte az alapkamatot és 8,4 százalékosra emelte a

kamatfolyosó felső szélét. Az egyhetes betéti eszköz kamata jelenleg az alapkamatnál 105 bázisponttal magasabb, 6,45 százalékos szintű.

A hazai jegybank kiemelten fontosnak tartja azt, hogy a monetáris politikai eszköztárával az árstabilitás mihamarabbi újbóli elérését támogassa. Ennek érdekében a Monetáris Tanács 2021. decemberi ülésén az állampapír vásárlások lezárásáról döntött. Ennek értelmében új állampapír vásárlások nem történnek, de természetesen a jegybank továbbra sem értékesíti állampapír állományát, azt annak lejáratáig tartja. Az állampapírpiacra a jegybank fenntartja magának a jogot, hogy turbulencia esetében piaci szereplőként megjelenjen, de hangsúlyozza, hogy ez a monetáris politika irányultságán nem változtat. A jegybank 2021. december 31-éig 3 494,4 milliárd forint összegben vásárolt állampapírokat.

A jegybank 2019. július 1-jétől Növekedési Kötvényprogramot (NKP) indított. A program keretét a jegybank kezdetben 300 milliárd forintban állapította meg, majd fokozatosan emelte 1550 milliárd forintra. Az NKP keretében a jegybankhazai székhelyű, nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott, jó minősítéssel rendelkező kötvényeket vásárol.

2021. március 16-tól kezdődően a Nemzeti Kötvényprogram (NKP) több területen is átalakult, módosult:

- kezdetben csak a hazai székhellyel rendelkező nem pénzügyi vállalatok közül azok vehettek részt a programban, amelyek nem minősülnek közzállalatnak. Az új szabályozás szerint a közzállalatok is részt vehetnek a programban;
- a teljes keretösszeg 1550 milliárd forintra bővült;
- a megvásárolt kötvény eredeti futamideje 3-30 évre változott;
- nem közzállalatoknál az elsődleges vagy másodlagos forgalomban kibocsátott vásárlások eredményeként a jegybank egy kötvénysorozat maximum 70 százalékát birtokolhatja;
- közzállalatoknál csak másodlagos piacon lehet kötvényt vennie az MNB-nek és a részesedés nem haladhatja meg az 50 százalékot;

- egy vállalatcsoporttal szemben a jegybank összes kitétsége nem haladhatja meg a 70 milliárd forintot;
- minimális vásárolt kötvénymennyiség: 1 milliárd forint értékű
- a többletlikviditás semlegesítését a preferenciális betéttel teszi a jegybank

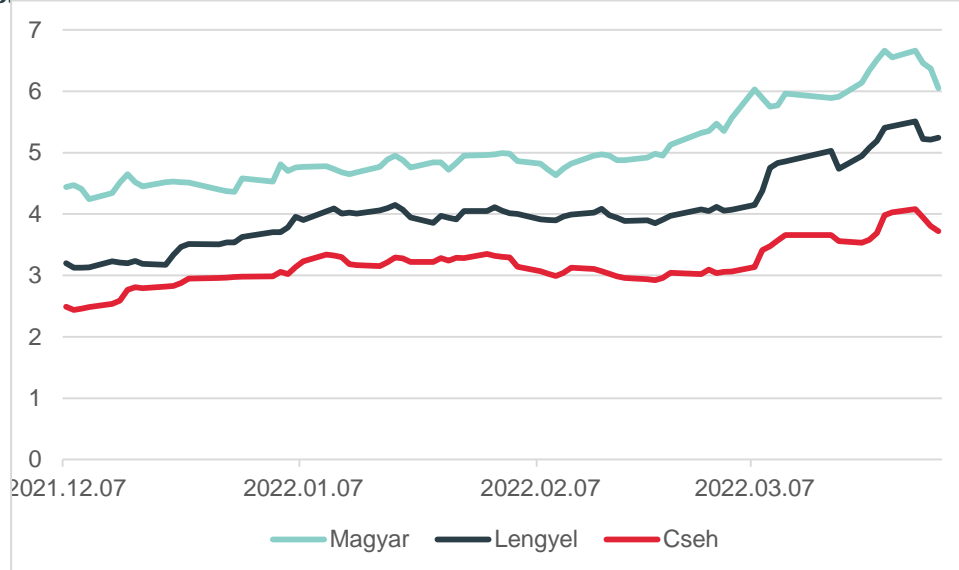
A jegybank 2021. december 14-i MT ülés határozata alapján az 1550 milliárd forintos összegig vásárol vállalati kötvényeket, tehát nem bővíti programját, hanem a keretet kihasználva lezárta azt. A Növekedési Kötvényprogram a tőkepiac erősítését célozza, azaz azt, hogy a vállalatok ne csak hitelfelvétellel és részvénykibocsátással juthassanak forráshoz, hanem kötvénykibocsátással is. Ezzel diverzifikálva a vállalatok forrásszerzési lehetőségeit és növelve a hitelintézetek közötti versenyt. A hosszú források bevonásával a jegybank, mint makroprudenciális hatóság számára egy jobb összetételű és a szinergiákat kihasználó pénzügyi struktúra alakulhat ki, amely közelít a régiós egyes finanszírozási arányokhoz.

Az utóbbi időszakban, azaz 2022. január 1. és március 31. között 20 vállalat kapott kedvező besorolást a Scope és a BCRA hitelminősítőtől.

A Növekedési Kötvényprogram keretében a jegybank az első negyedévben az elsődleges piacon 143,6 milliárd forint, míg a másodlagos piacon 57,8 milliárd forint értékben vásárolt vállalati kötvényeket. Így az 1550 milliárd forintos keret már 97,6 százalékosan kihasznált.



15. ÁBRA: A 10 ÉVES ÁLLAMPÖTVÉNYEK HOZAMA A RÉGIÓBAN (SZÁZALÉK)



Forrás: Thomson Reuters

A külföldiek által hazai fizetőeszközben tartott állampapírok állományának emelkedése és a jegybank szigorító monetáris politikája erősítően hatott a vizsgált időszakban a hazai valuta árfolyamára, a befektetők az orosz-ukrán háború miatti kockázatkerülése és annak negatív gazdasági hatásai negatívan érintették a forint árfolyamának alakulását. Mindezek eredményeként jelentősen turbulensebb devizapiaci környezetben a forint kurzusa az euróval szemben jóformán stagnált, mivel a 2021. december végi 369 forintról 2022. március végére 370 forintra változott. A régió devizái közül a cseh korona árfolyama 1,7 százalékkal erősödött, míg a lengyel zloty árfolyama 1,3 százalékkal gyengült az euróval szemben.

A 10 éves forint állampapírok piacán december végéhez képest 168 bázisponttal (6,05 százalékra) emelkedett a hozam. Csehországban a 10 éves futamidejű állampapírok hozama 74 bázisponttal (3,72 százalékra), míg Lengyelországban 161 bázisponttal (5,24 százalékra) nőtt. Az országhozadékot kifejező ötéves magyar CDS értéke 49-bázisponttól emelkedett az elmúlt három hónap folyamán, amely így jelenleg 97 bázisponton áll.

A hazai jegybanki alapkamat mértékének jelentős emelése mellett 3,78 százalékról 5,21 százalékra emelkedett a november-február időszakban a

vállalati forint folyószámlahitelek kamata, míg 229 bázisponttal (6,04 százalékra) nőtt a vállalatok számára nyújtott forinthitelek<sup>2</sup> kamata. Eközben az euróhitelek kamata 108 bázisponttal<sup>3</sup> (1,84 százalékra) nőtt. A lakossági szegmensben a fogyasztási hitelpiacon 171 bázisponttal magasabb kamattal (10,0 százalékon) lehetett forint fogyasztási hitelt igényelni 2022 februárjában, mint három hónappal korábban. A folyószámlahitelek kamata 38 bázisponttal 19,61 százalékra csökkent 2022. február végére. Az utóbbi hitelek általában kisebb összegűek, és könnyebben hozzájuk lehet férni. A lakáscélú hitelek esetén a 2021. novemberi adathoz képest 39 bázisponttal (4,75 százalékra) nőtt a kamat.

A jegybank célja a lakosság és a vállalatok kamatkockázatának mérséklése. A kamatperiódus hosszításával a háztartások egy alapvetően kicsit magasabb, de hosszabb időre fixált kamatú hitelt vesznek fel. A háztartások havi törlesztőrészlete tehát akkor sem változik a kamatperiódus alatt, ha a jegybanki alapkamat (pontosabban a bankközi referenciakamat) emelkedik. Az emelkedő kamatkörnyezetben a kamatstop intézkedés az október 27-i kamatszint állapotot konzerválta, így azok a háztartások, akiknek nem fix kamatozású hiteleik voltak befixálta a kamatokat.

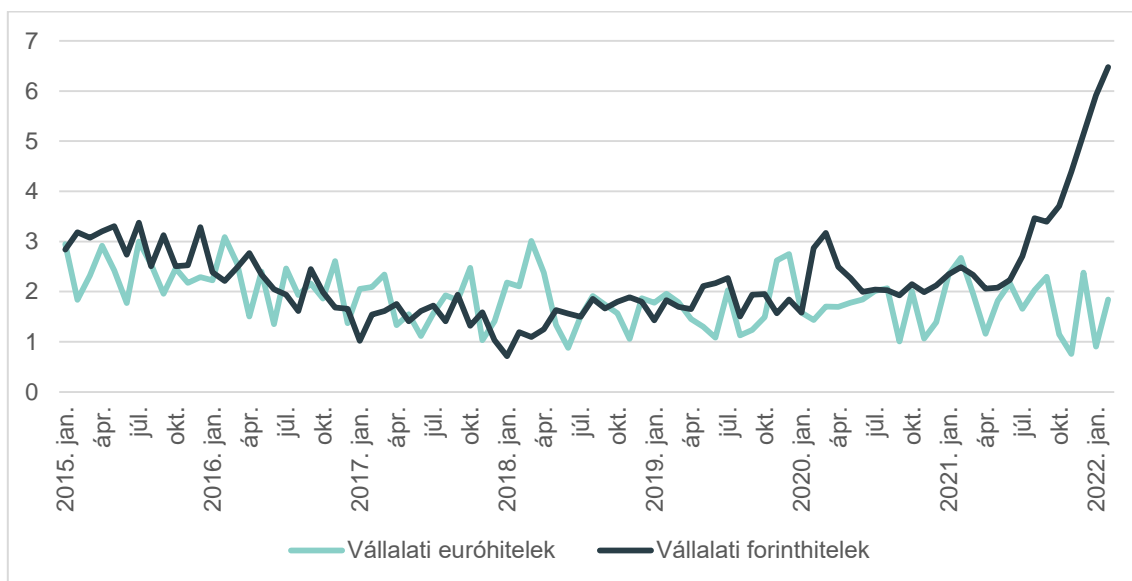
Az új jelzáloghitelek kamata gyakorlatilag (99,6 százalékban) már hosszabb futamidőre rögzített, hiszen a 2021 negyedik negyedévében kibocsátott lakáshitel volumen 30,8 százalékának fix a kamata a futamidő végéig, 22,2 százaléka 5 éves, míg 46,9 százaléka 10 éves kamatperiódussal rendelkezik.

---

<sup>2</sup>Ez nem folyószámlahitel, hanem változó kamatozású, legfeljebb egy éves kamatfixálású hitel

<sup>3</sup> Ezt azonban a nagyobb összegű (1 millió euró feletti) hitelek egyedi kamatozása jelentősen befolyásolja.

**16. ÁBRA: A VÁLLALATI ÚJ HITELEK KAMATAINAK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)**

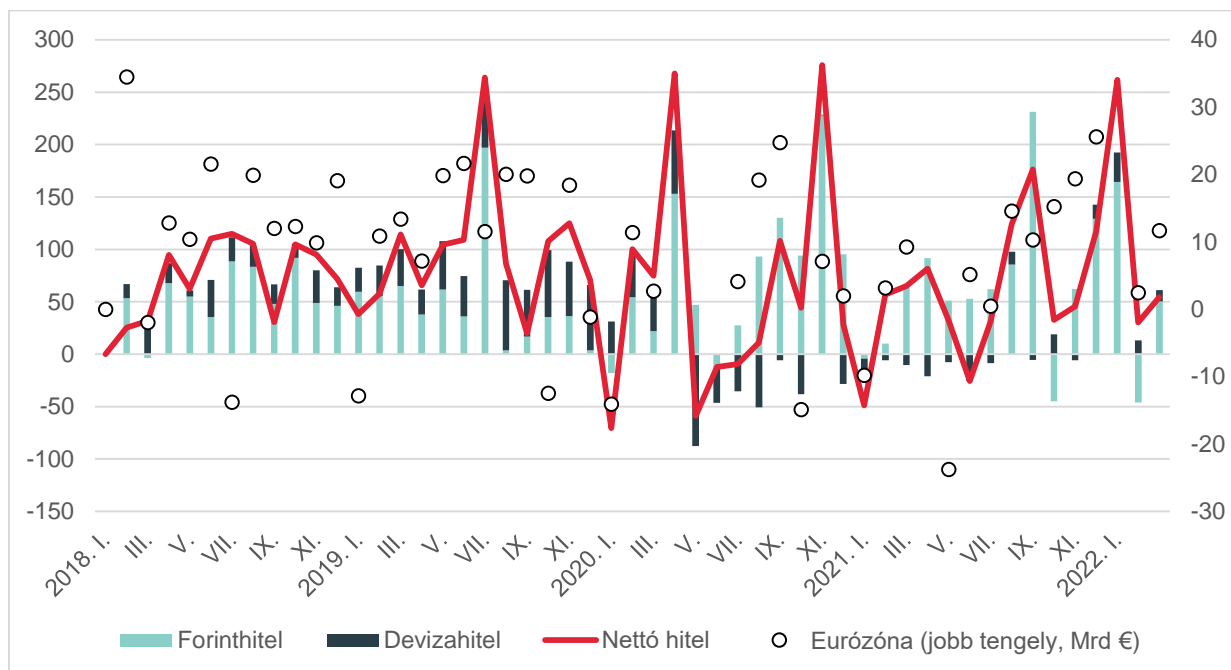


Forrás: MNB

A vállalatoknál 2021. decembere és 2022. februárja között a szezonálisan kiigazított adatok alapján a banki nettó forinthitel felvétel 168,4 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke 51,9 milliárd forintot tett ki. A kettő eredményeként adódóan december-február időszakban a teljes nettó hitelfelvétel (szezonálisan igazítva) 346,3 milliárd forintnak felelt meg.

A vállalati hitelek állománya 177,7 milliárd forinttal (10352,9 milliárd forintra) növekedett 2022 februárjának végére, míg a lakossági hitelek állománya 101,4 milliárd forinttal 9372,4 milliárd forintra nőtt a 2021. novemberi hitelállományához képest. A lakossági hiteleken belül kevésbé növekedett a fogyasztási hitelek állománya, mint a lakáscélú hiteleké. Előbbi 2,6 milliárd forinttal 4205,8 milliárd forintra, míg utóbbi 90,0 milliárddal 4651,1 milliárd forintra nőtt.

**17. ÁBRA: A VÁLLALATOKKAL LEBONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK  
SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT NETTÓ ÉRTÉKE (MILLIÁRD FT ÉS MILLIÁRD  
EURÓ)**



Forrás: MNB, EKB

Az MNB Hitelintézeti szektorról szóló negyedéves idősora alapján 2021. negyedik negyedévében összességében a lakossági szegmensben és a vállalati szegmensben is emelkedett a 90 napon túli késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. Ehhez a növekedéshez döntően hozzájárult az, hogy a Kormány és az MNB a hitelmoratóriumot 2021. október végétől a rászorulóknak szűkebb körére alkalmazta. A vállalati szegmensben 0,3 százalékponttal 4,03 százalékra növekedett a nem teljesítő hitelek aránya, míg a lakosságnál az NPL-ráta 0,6 százalékponttal emelkedett, amely így 2021. év negyedik negyedévében 6,1 százalékot tett ki.

Az MNB adatai szerint 2021. teljes egészében a bankszektor konszolidált szinten 820 milliárd forint nettó nyereséget jelentett. Ezzel szemben egy évvel korábban a bankszektor az auditált adatok alapján 385 milliárd forintos nettó eredményt ért el. Ha a negyedik negyedév eredmény összetevőit összehasonlítjuk a harmadik negyedév adataival, akkor az alábbi megállapítások tehetők. Az előző negyedévhez képest a kamateredmény és a jutalékeredmény is nőtt, de emelkedtek a működési



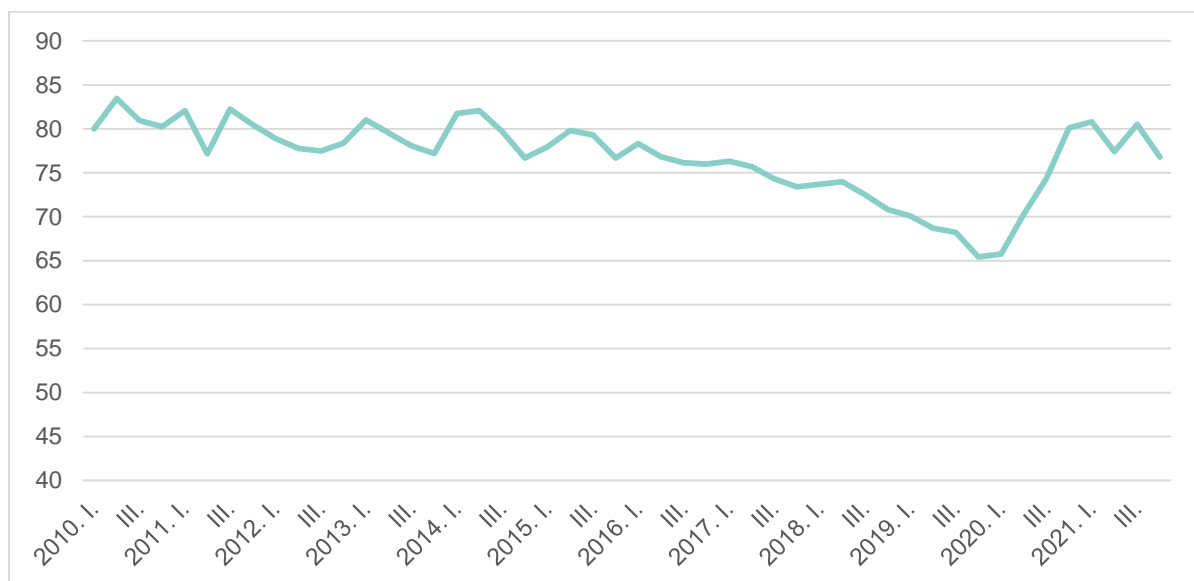
költségek is. A kamateredmény az emelkedő kamatkörnyezetben a növekvő kamatmarzsok mellett az olcsó forrásoknak, de jóval magasabb volumeneknek köszönhetően 8,2 százalékkal nőtt. A díj- és jutalékeredmény 4,9 százalékkal volt nagyobb az előző negyedévben mért eredményénél. A működési költségek pedig 17,4 százalékkal növekedtek negyedéves bázison. A hitelintézetek tőkeellátottsága 2021 negyedik negyedévében felfelé módosult, hiszen a tőkemegfelelési mutató az előző negyedévhez képest 0,5 százalékponttal 18,6 százalékra nőtt. A hitelintézetek szavatoló tőkéje 286 milliárd forinttal (6563 milliárd forintra), 4,6 százalékkal emelkedett, miközben a kockázatokkal korrigált mérlegfőösszeg ennél kisebb arányban, 1,9 százalékkal emelkedett és 2021. december 31-én 35 287 milliárd forintot tett ki.

A háztartások 2021 negyedik negyedévében jelentős mértékben (352,2 milliárd forinttal) növelték az állampapír megtakarításaikat, ezen belül is a hosszú lejáratú papírok iránt mutatkozott nagyobb kereslet. Pontosabban a lakosságnál 23,1 milliárd forinttal 1121,7 milliárdra csökkent a rövid lejáratú (azaz éven belüli) állampapírok állománya, míg 375,3 milliárd forinttal 8988,4 milliárd forintra növekedett a hosszú lejáratú állampapíroké. Ez az átcsoportosítás és növekedés a MÁP+ állampapír és elsősorban a magasabb inflációs környezetre reagáló fix reálhozamot hozó inflációkövető prémium állampapírok további térnyerésének tulajdonítható a lakosság körében. A háztartások forint készpénzállománya 209,8 milliárd forinttal 6079,1 milliárd forintra, a hitelintézeteknél elhelyezett betétállományok értéke 808,3 milliárd forinttal 12902,9 milliárd forintra emelkedett. A részvények és részesedések 2021 negyedik negyedéves értéke 1367,4 milliárd forinttal 31885,6 milliárd forintra nőtt az előző negyedévhez képest. A háztartások felvett hitelállománya 222,6 milliárd forinttal 11411,0 milliárd forintra bővült. Összességében a háztartások nettó pénzügyi vagyona 2099,0 milliárd forinttal 63063,8 milliárd forintra nőtt.

### 3.5. Adósságfinanszírozás

Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 2021. első negyedévének végén 42 414 milliárd forint volt, amely a GDP 76,8 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 80,1 százalék után.

18. ÁBRA: A BRUTTÓ ADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA



Forrás: Eurostat, MNB

Az elmúlt időszakban mindhárom nagy nemzetközi hitelminősítőnek volt meghirdetett időpontja a kockázati besorolás módosítására, megerősítésére. Egyikük sem változtatott a magyar államadósság kockázati megítélésén. A magyar államadósság besorolása jelenleg az alábbi: a Moody's-nál Baa2 stabil kilátású, a S&P-nél BBB stabil kilátású, míg a Fitch-nél is BBB stabil kilátású. Tehát a magyar állampapírok kockázati besorolása a három nagy nemzetközi hitelminősítő intézetnél a befektetésre javasolt kategória második szintjén van.

Az állampapír-piaci aukciókon kialakult hozamok az éven belüli futamidőkre (diszkontkincstárjegyek) is és az éven túli határidőkre (államkötvények) is emelkedtek. A diszkontkincstárjegyeknél a vizsgált 2022 első negyedévében az időszak elejét és végét tekintve a 3 hónapos hozam 315 bázisponttal 5,55 százalékosra emelkedett, míg az egyéves hozam 254 bázisponttal 6,01 százalékosra nőtt. A 3 éves futamidejű államkötvényből nem volt kibocsátás

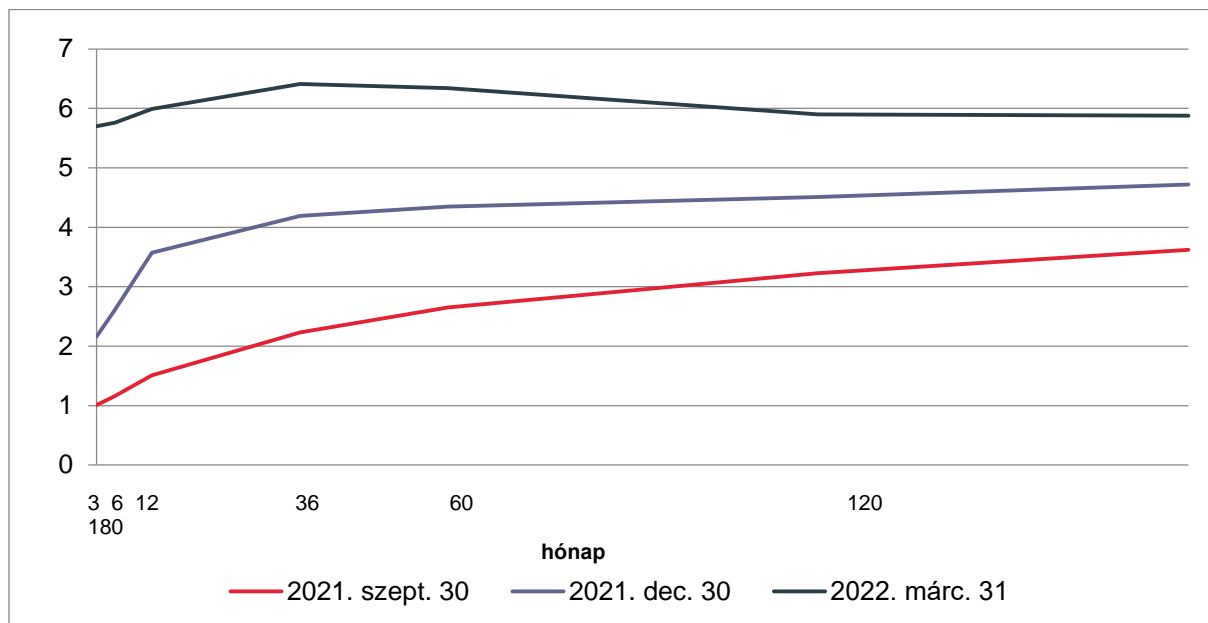
2022 első negyedében. Az államkötvények aukcióin az 5 éves lejáratúnál 210, a 10 éves állampapíroknál 184 bázispontos hozamemelkedés következett be. A 15 éves és a 20 éves államkötvényeknél ennél kisebb mértékben nőttek a hozamok (15 éves: 83 bázispontos-, 20 éves: 1,41 bázispontos növekedés). Az 5 éves 6,5 százalékra, a 10 éves 6,36 százalékra, a 15 éves 5,54 százalékra, míg a 20 éves állampapír hozama 6,42 százalékra emelkedett. 2022 első negyedében a diszkont kincstárjegyeknél és az államkötvények kibocsátása során is fordult elő olyan eset (a diszkont kincstárjegyeknél 6 alkalommal, míg az államkötvények piacán összesen 10 alkalommal), amikor az ÁKK a tervezettnél nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat. Kisebb összegben tízszer (egyszer a 3 hónapos DKJ, négyszer a 12 hónapos DKJ és ötször az államkötvény aukciónál) fogadott el ajánlatokat a meghirdetettnél, de összességében (a rábocsátásokat is figyelembe véve) mindkét értékpapírcsoportban a meghirdetethez képest markáns többletkibocsátás mutatkozott a 2022 első negyedében.

A másodlagos állampapírpiacra a hozamgörbe rövid futamidejű végén a 3 hónapos futamidőre (354 bázisponttal 570 bázispontra), a 6 hónapos lejáratra 315 bázisponttal (576 bázispontra), az egy éves futamidőre 242 bázisponttal (599 bázispontra) nőttek a hozamok 2021. december 30-hoz képest. A hosszabb futamidőkön a hozamok alapvetően ennél kisebb mértékben nőttek. Az egyes lejáratokra az alábbi mértékű volt a változás mértéke: +222 bázispont (3 éves), +199 bázispont (5 éves), +139 bázispont (10 éves) és +116 bázispont (15 éves). Így az egyes éven túli állampapírok hozamai az alábbiak szerint alakultak: 3 éves: 6,41 százalék, 5 éves: 6,34 százalék, 10 éves: 5,9 százalék és 15 éves: 5,88 százalék.

Összességében a hozamgörbe a 2021. december végi állapothoz képest felfelé tolódott, mivel az összes lejáratra emelkedtek a hozamok. Ez döntően a magasabb inflációs környezetnek és a jegybanki kamatemeléseknek köszönhető. Továbbá a rövidebb futamidőkön pedig annak, hogy az egyhetes jegybanki betét effektív.

A hazai állampapírpiacra emelkedett a külföldiek forintban denominált állománya. Az elmúlt időszakban ugyanis a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány 2021. március végi értéke 370 milliárd forinttal emelkedett a december végi értékéhez képest, és így 4520 milliárd forintot tett ki.

### 19. ÁBRA: A REFERENCIAHOZAM-GÖRBE VÁLTOZÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: ÁKK Zrt.

Az ÁKK 2022. évi Finanszírozási tervében újrastrukturált és kiegészített négy cél szerepel. Egyrészt az Alaptörvényben rögzített legelső célja az adósságkezelésnek az államadósság GDP arányának 50 százalékos szint alá szorításának támogatása. Második cél, hogy az adósságportfólió kellőképpen diverzifikált legyen: az intézményi kötvénypiac fejlesztése, a lakossági portfólió kiszélesítése és az államadósság devizahányadának alacsony szinten tartása mellett a devizapiaci jelenlét fenntartása<sup>4</sup>. A harmadik kitüntetett nemrég megkezdett stratégia a portfólió hátralévő futamidejének hosszítása, míg a negyedik stratégiai cél a kockázat-hozam összefüggések optimalizálásán túl fenntarthatósági aspektusok (ESG) alkalmazása.

A külső sérülékenység mérséklése érdekében az adósságkezelő folyamatosan törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők, és kiemelten a lakosság körében. 2022 februárjának végére a kifejezetten a lakoságnak szánt forint állampapírok állománya 10224 milliárd forintra nőtt. 2021 végén még 10010 milliárd forint összegű volt a lakoságnál lévő állampapírok állománya. A

<sup>4</sup> Az ÁKK a 2022-re szóló Finanszírozási tervében az államadósság devizaarányának felső szélét 25 százalékosra emelte.

lakossági állampapírok részesedése 24,4 százalék<sup>5</sup> a teljes államadósságon belül. A Kormány célja az, hogy a lakosság 2023-ra 11 ezer milliárd forintos állampapír állománnyal rendelkezzen. Ennek érdekében a korábban meglévő lakossági állampapírfajtákat még 2019. június 1-jétől egy újjal egészítette ki az állam (Magyar Állampapír Plusz (MÁP+)), amelynek futamideje 5 év, kamata pedig az első félévben évi 3,5 százalék, a második félévben évi 4 százalék, majd pedig évente fél százalékponttal emelkedik a kamata, ami így az ötödik év végén 6 százalékot ér el – fix hozama tehát 4,95 százalék. A MÁP+ jelentős sikert ért el, mivel a lakosság a 2019. június elejei bevezetése óta 2022 márciusának végéig 5503,25 milliárd forint értékben jegyezték azt le. Ez az összeg azonban csak enyhén magasabb az 2021. február végi 5419,18 milliárd forintos állománynál, ami elsősorban a magasabb inflációs környezetnek köszönhető, ugyanis a lakosság előnyben részesíti az új vásárlásoknál az inflációkövető állampapírokat. A MÁP+ csak alacsony kamat- és inflációs környezetben vonzó a lakosság számára, mivel a magasabb esetén már a befixált elérhető 5 éves hozam kevésnek tűnhet. Az ÁKK lépett is és egyre nagyobb értékben lakossági inflációs követő állampapírokkal jelentkezett, amelyek az infláció feletti 0,75 (aktuális kamatprémium 3 éves állampapírnál) és 1,5 százalékos (aktuális kamatprémium 5 éves állampapírnál) hozamot biztosítanak

Az ÁKK a finanszírozás során az utóbbi években kialakult gyakorlatnak megfelelően a ténylegesen kibocsátott mennyiség és szerkezet meghatározásakor fokozottan figyeli a kereslet alakulását, tehát megemelkedett költségvetési deficit finanszírozása miatt nem kizárólag a belföldi lakossági megtakarítások emelkedésére számít, így a deviza és a forintpiaci helyzet függvényében változhat a kibocsátás szerkezete.

Az ÁKK második célja tehát az államadósság devizaarányának csökkentése, míg emellett a harmadik cél az államadósság futamidejének növelése. A magyar államadósság devizaaránya stagnált, hiszen a 2021. december végi 20,6 százalék után 2021 februárjának végén 20,7 százalékot tett ki. Ez az arány még megfelel a 2022. évi finanszírozási tervben meghatározott és a felső határt 25,0 százalékosra

---

<sup>5</sup> Az ÁKK adatai szerint. Az MNB ennél alacsonyabbat mér, amikor az értékpapír tulajdonosi statisztikáit közli.

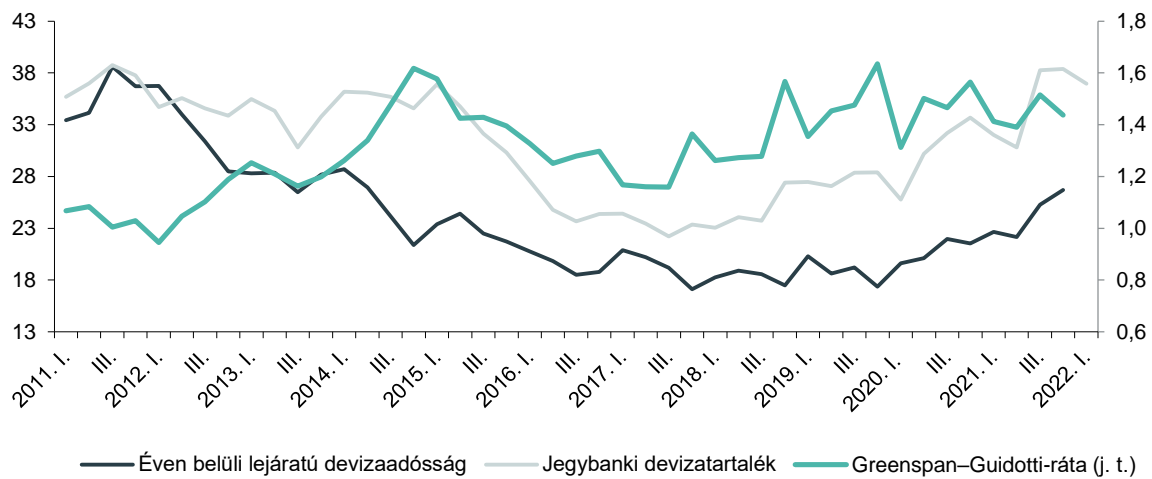
emelt 10–25 százalékos sávelőírásnak. A cél az, hogy a devizaarány mérséklődjön (az árfolyamkockázat is kisebb az alacsonyabb devizaarány mellett). 2022-ben az első negyedévben új devizakötvény kibocsátására sem a belföldiek sem pedig a külföldiek számára nem került sor.

Az ország pénzügyi stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2021. december vége óta az MNB devizatartalékai 1405 millió euróval csökkentek és 2022. március végén 36,972 milliárd eurót tettek ki. A jegybanki devizatartalékok e szintje révén Magyarország a válság óta alkalmazott és a következőkben részletezett Greenspan–Guidotti-szabályt betartja.

Az éven belüli devizakötelezettségekről a legutolsó adat 2021. év negyedik negyedévről ismert. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz a jegybanki devizatartalékai jelentősen magasabbak, mint az éven belüli deviza kötelezettségei. Az elmúlt időszakban a mutató nevezője – a rövid lejáratú külföldi adósság – 1,44 milliárd euróval emelkedett. Azonban csak 104 millió euróval nőtt a harmadik negyedévhez képest a negyedik negyedév végére a jegybanki tartalék szintje. Az ennek eredményeként kialakuló, 1,44-os Greenspan–Guidotti-ráta csökkent az előző negyedévhez képest, és továbbra is jelentős mozgástere van a jegybanknak tartalékai mérséklésére, amely azonban jelenleg, a jóval turbulensebb devizapiaci környezet miatt nem ajánlott. A jegybanki devizatartalékokról ismert legutolsó adat a 2022. március végi 36,972 milliárd euró.



**20. ÁBRA: JEGYBANKI DEVIZATARTALÉK (MILLIÓ EURÓ), KÜLSŐ ADÓSSÁG (MILLIÓ EURÓ), GREENSPAN-GUIDOTTI-RÁTA ALAKULÁSA**



Forrás: MNB



## 4. Makrogazdasági előrejelzés

### 4.1. Feltevéseink alakulása

Mivel jelen előrejelzésünk készítésekor a két évvel korábbihoz hasonlóan gyorsan változó időszakot élünk, fontos előrebocsátani, hogy az előrejelzés elkészítésekor a március 25-ig rendelkezésre álló adatokat vettük figyelembe az alappálya elkészítéséhez, így a 2021. negyedik negyedéves GDP-adatok álltak rendelkezésre, és már számoltunk az orosz-ukrán háború gazdasági következményeivel.

2021-ben a külső kereslet alakulását leginkább a járványhelyzetből való kilábalás határozta meg, ugyanakkor az egyes országok gazdasági növekedése jelentős eltéréseket mutatott, amelyet csak részben magyaráz a 2020-as visszaesés eltérő mértéke. A külső kereslet szempontjából a 2022-es évben a legmeghatározóbb tényező az orosz-ukrán háború, illetve ennek gazdasági hatásai lesznek. A hatások mértéke jelen előrejelzés készítésekor még nem látható pontosan: egyrészt nem látszik a háború vége, másrészt nem ismert az Oroszországgal szemben elrendelt szankciók végső szintje sem. Az Európai Unió gazdasági teljesítménye 2021-ben jelentősen, 5,3 százalékkal bővült, ám ebben nagy szerepe van a koronavírus miatti alacsony bázisnak. Ezen belül azonban az egyes országok gazdasági teljesítménye eltérően alakult: míg az Írországra jellemző 13,5 százalékos növekedéshez nem feltétlenül csak reálgazdasági tényezők járultak hozzá, a második legnagyobb, 10,4 százalékos horvát bővülés is jelentős volt. Ezzel szemben a legkisebb, 2,9 százalékos gazdasági növekedés hazánk legfontosabb külkereskedelmi partnerét, Németországot jellemezte. A külső kereslet és az export közötti kapcsolat az idei évben sem feltétlenül lesz olyan szoros, mint azt korábban megszoktuk, hiszen például a turizmusban nemcsak az orosz vendégek fizetőképessége lesz meghatározó is, hanem hogy egyáltalán tudnak-e, jöhetnek-e nyaralni hazánkba, aminek néhány desztináció (pl. Hévíz) esetében kiemelkedő jelentősége van.

Németország súlya a külkereskedelmi forgalmunkban 2021-ben is jelentős maradt, ugyanakkor részesedése tovább csökkent. A termékek importjánál a Németországból származó behozatal aránya a 2020-as 24,6 százalékról



23,8 százalékra, míg az ország kivitelből való részesedése 27,9 százalékról 26,8 százalékra mérséklődött. A szolgáltatások importjánál szintén visszaesett Németország súlya, 23,7 százalékról 21,8 százalékra, míg export oldalon alig változott, és így 19,5 százalékot tett ki. 2022-ben Németország vonatkozásában 4,0 százalékos bővülésre számítunk, amelynek pontos mértékében nagy szerepe lesz a háború okozta gazdasági károknak.

Franciaország esetében a gazdaság koronavírus utáni újraindulása a németnél hatékonyabban valósult meg, a 2021-es növekedés hazánkéhoz hasonló mértékű, 7,0 százalékos volt. Ebből következően viszont az idei évre már a németnél alacsonyabb bővülést várunk, mértéke 3,6 százalék lehet. Az olasz gazdaság teljesítménye tavaly 6,6 százalékkal nőtt, azaz a koronavírus okozta károkat az olasz gazdaság még nem heverte ki. 2022-ben az olasz gazdaság várakozásaink szerint 3,8 százalékkal bővíülhet. Bár 2020-ban a spanyol gazdaság szenvedte el a koronavírus miatti legnagyobb visszaesést, az újraindulás mértéke nem volt annyira gyors, a tavalyi gazdasági növekedés 2021-ben 5,0 százalékot tett ki.

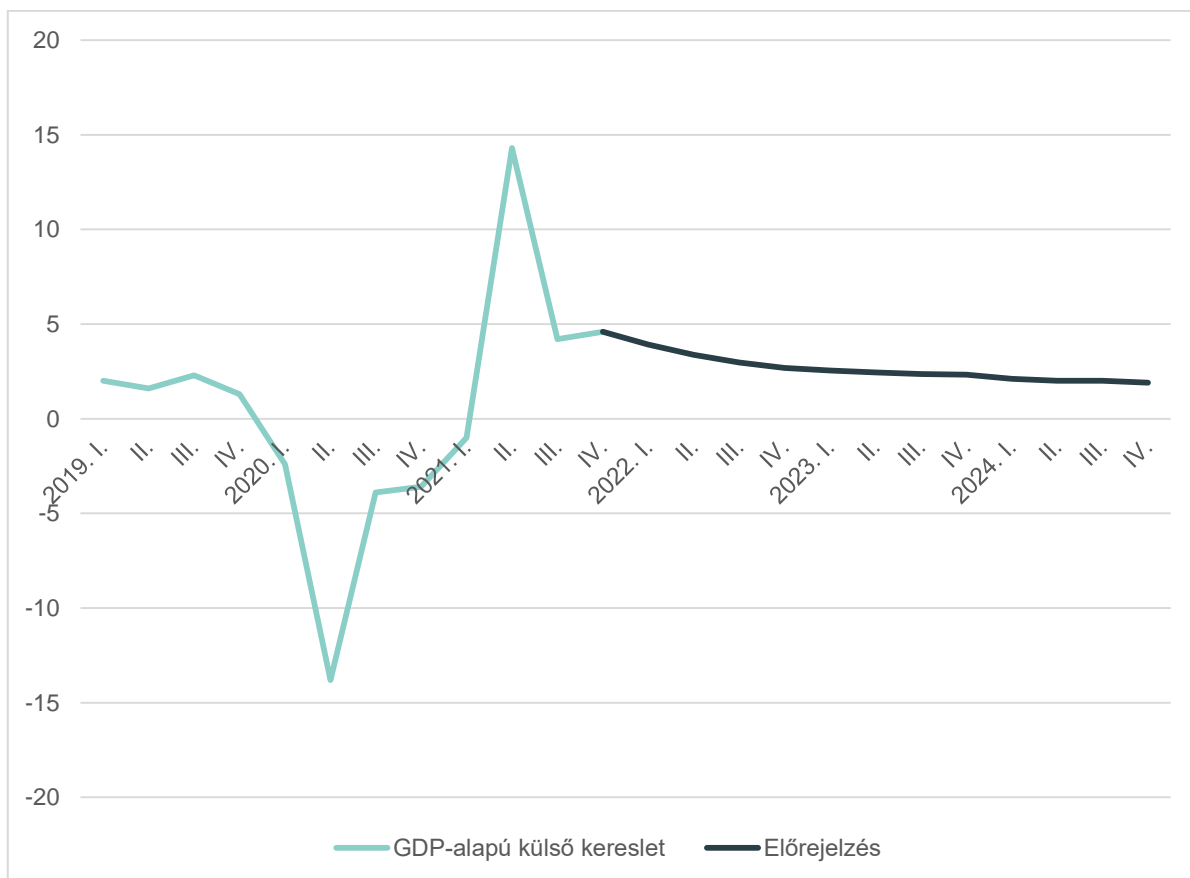
A régióink országai közül Ausztria gazdasági bővülése 4,5 százalék volt 2021-ben, azaz szintén nem érte még el a koronavírus előtti szintet. Nyugati szomszédunk gazdasági növekedése így az alacsony bázis miatt idén 4,0 százalékon alakulhat. A koronavírus okozta válságot Lengyelország viselte a legjobban, azonban ennek ellenére is jelentős, 5,7 százalék volt a bővülés mértéke a tavalyi évben. A lengyel gazdaság várakozásunk szerint idén 4,7 százalékkal nőhet. Rosszabbul viselte a koronavírus okozta válságot a cseh és a szlovák gazdaság. A cseh gazdaság növekedése 2021-ben mindössze 3,3 százalékot tett ki, és 2022-ben is ekkora bővülésre számítunk. Szlovákia esetében a tavalyi bővülés 3,0 százalékos volt és az idei is e körül alakulhat. Románia ennél jelentősebb, 5,9 százalékos gazdasági növekedést ért el tavaly, míg idén ennél mérsékeltebb, 2,4 százalékos lehet a gazdasági teljesítmény javulásának mértéke.

A fentieknél is nehezebb dolgunk van akkor, ha az Európai Unión kívüli kereskedelmi partnereink gazdasági teljesítményét kell megbecsülnünk – különösen is Oroszország és Ukrajna esetében. Az Egyesült Államok esetében lehet a vizsgált országok közül a háborúnak a legkevésbé kedvezőtlen – hosszú

távon akár pozitív – hatása: idénre 3,5 százalékos gazdasági növekedést várunk. Szintén mérsékelt a háború negatív hatása Kínára – itt az idei bővülés 4,5 százalék körül alakulhat. Svájc esetében 2022-re 2,5 százalék körüli, Szerbiában pedig 4,0 százalék körüli növekedést várunk. Az orosz gazdaság teljesítménye a szankciók, míg az ukrán gazdaságé a háború hatására mutathat jelentős visszaesést. Oroszország esetében nem kizárt egy 7 százalékos gazdasági visszaesés sem, míg Ukrajnánál egy 15–16 százalék körüli recesszió tűnik a legvalószínűbbnek, bár mindkét érték meglehetősen tág hatások között mozoghat.

Összegezve tehát 2022-ben a külső kereslet bővülése 3,3 százalékot tehet ki, amelyre pozitív hatást gyakorol a koronavírus utáni újraindulás, míg fékezi az orosz-ukrán háború.

**21. ÁBRA: A GDP-ALAPÚ MAGYAR KÜLSŐ KERESLET NÖVEKEDÉSE  
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)**



Forrás: Magyar Gazdaságkutató-számítás

Míg a 2020–2021-es időszakot a koronavírus, 2022-t pedig az orosz-ukrán háború határozza meg, reményeink szerint 2023-ban már egy nyugodtabb időszaka lehet a világgazdaságnak – hacsak nem történik újabb váratlan esemény. Ugyanakkor Németország gazdasági növekedése továbbra is mérsékelt maradhat, 1,5 százalék körül alakulhat. Az Európai Unió nagyobb gazdaságai közül a francia gazdaság bővülése 2,3 százalékot, Olaszországé 2,1 százalékot, míg Spanyolországé 4,3 százalékot tehet ki.

A régiós országok közül Ausztria gazdasági növekedése jövőre 2,0 százalék körül alakulhat, Lengyelországé 4,0 százalék körül, Csehországé 3,0 százalék körül, Romániáé 4,0 százalék körül, Szlovákiáé pedig 3,0 százalék körül.

Az Európai Unión kívüli fontosabb külkereskedelmi partnereink esetében a külső kereslet előrejelzése 2023 vonatkozásában is Ukrajna és Oroszország esetében a legnehezebb. Az előrejelzés készítésekor még egyáltalán nem látszik, hogy meddig tart a két ország közötti háború, és milyen károkat fog okozni. Becslésünk elkészítésekor azzal számoltunk, hogy a konfliktus véget ér 2022-ben, és így az ukrán gazdaság bővülése 11 százalék körüli lehet, míg az orosz gazdaságé 7 százalék közelében alakulhat, feltéve, hogy a szankciók enyhülnek, vagy az orosz gazdaság megtanul ezekhez alkalmazkodni. Az Egyesült Királyság gazdasági növekedése várakozásaink szerint 2023-ban 2 százalék körüli lehet, míg az Egyesült Államoké 2,5 százalékot, Szerbiáé 4,5 százalékot, Svájcé pedig 1,5 százalékot tehet ki.

A fenti tényezőket figyelembe véve a külső kereslet 2023-ban 2,4 százalékkal bővíülhet, 2024-es növekedése pedig a hosszú távú trend szerint 2,0 százalékon alakulhat.

A külső kereslet változásához kapcsolódó kockázatok közül az előrejelzés készítésének pillanatában nem lehet elégszer hangsúlyozni az orosz-ukrán háború és az Oroszországot érintő szankciók hatásait. Ezek nemcsak a két hadviselő fél gazdaságát érintik, de hatással vannak az egész Európai Unióra, illetve tágabb értelemben a világgazdaság nagy részére is. Remélhetőleg az előző éveknél már kevésbé, de továbbra is kockázatot jelent a koronavírus: nem kell-e újabb korlátozásokat elrendelni, lesznek-e hosszabb távú következmények. Szintén

kockázatot jelent a külső kereslet szempontjából az energiaárak tartósan magas vagy tovább emelkedő szintje – ez az importáló országok gazdasága számára különösen nagy kárt okozhat, de az exportáló országokban működő vállalkozások életét is megkeserítheti a növekvő tényezőköltségeken keresztül.

Feltevéseink szerint a magyar jegybank inflációs célja nem változik, a teljes előrejelzési horizonton 3 százalék lesz. 2024 végéig nem változik várakozásunk szerint az Európai Központi Bank által meghatározott alapkamat sem.

A határidős árak alapján 2022-ben átlagosan 104,1 dolláros, míg 2023-ban átlagosan 91,5 dolláros olajjára számítunk.

## **4.2. A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés**

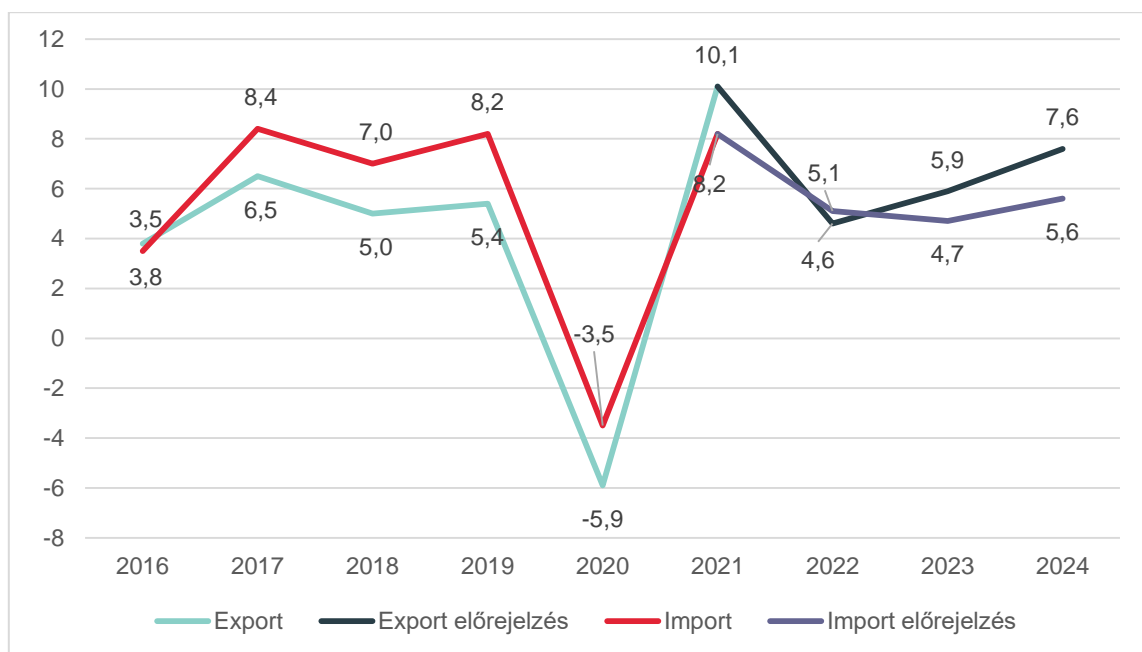
Tavaszi előrejelzésünk készítése idején a gazdasági helyzetet jelentős bizonytalanság jellemezte: az orosz-ukrán háború alapvetően befolyásolta gazdasági várakozásainkat, illetve az újabb és újabb fejlemények jelentősen átírták a prognózist. Ennek megfelelően fontos hangsúlyozni, hogy a jelen fejezetben bemutatásra került előrejelzésünkhöz a március 25-éig rendelkezésreálló adatokat használtuk fel. Az előrejelzésünkhöz két alternatív pályát is készítettünk. Az első alternatív pálya mentén azt tételeztük fel, hogy az orosz-ukrán háború hatásai a vártnál súlyosabbak lesznek, a háború tovább tart és így az inflációs hatások is jelentősebbek lesznek. A második alternatív pályán azt tételezzük fel, hogy a háború viszonylag gyorsan véget ér, a hatásai nem lesznek annyira jelentősek sem a növekedés, sem az infláció tekintetében.

A negyedik negyedéves GDP-adatok, illetve a koronavírus utáni gyors újraindulás alapján 2022-re 6 százalékot megközelítő gazdasági növekedést vártunk volna, ám közbeszólt az orosz-ukrán háború. Bár a háború hatása a magyar gazdaságra még nem látszik teljes egészében, az látszik, hogy a világpiacon energiaárak növekedésén, az élelmiszerárak várható emelkedésén, illetve az ellátási láncok szakadozásán keresztül a konfliktus növeli az inflációt, illetve fékezi a gazdasági növekedést. Várakozásaink szerint a háború leginkább az idei év első félévét érinti majd, ezt követően reményeink szerint nyugodtabb időszak következhet be. Természetesen a háborúnak lehetnek hosszú távú hatásai is, amelyeket most még

sintén nehéz felmérni. Itt gondolhatunk az Európai Unió és Oroszország közötti gazdasági kapcsolatok alakulására, azon belül is kiemelve az energiapiacot, de meghatározó lehet Ukrajna és Oroszország gazdasági helyzetének hosszabb távú alakulása is.

Az orosz-ukrán háború jelentős mértékben befolyásolja a külső kereslet alakulását – várakozásaink szerint legnagyobb mértékben 2022-ben, de a hosszú távú hatások miatt később is. Bár sem Oroszország, sem Ukrajna nem tartozik legfontosabb külkereskedelmi partnereink közé, a gyengébb gazdasági teljesítmény és így alacsonyabb kereslet hatása érezhető lesz, illetve az Oroszországban és Ukrajnában elő nem állított, de a magyar vállalkozások számára szükséges termékek hiánya is befolyásolja a gazdasági teljesítményt.

**22. ÁBRA: AZ EXPORT ÉS AZ IMPORT VOLUMENÉRE VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)**



*Forrás: KSH, Magyar Gazdaságkutató-számítás*

A külső keresleten kívül az export volumenét nagyban befolyásolja az ellátási láncok szakadozása is: már az orosz-ukrán háború kitörése előtt számtalan termékből (például papír, chip) volt hiány, illetve szállítási nehézségek is nehezítették az ipar működését, ezeket a hiányokat a háború vélhetően felerősíti,

illetve a szállítási nehézségek is fokozódnak, hiszen az Ukrainán át történő szállítás megnehezül. Export oldalon figyelembe kellett vennünk azt is, hogy a járműgyártás teljesítménye tavaly viszonylag alacsony szinten alakult az alapanyaghiány miatt, így ebben jelentős növekedési potenciál lehet, amennyiben a szükséges alapanyag rendelkezésre áll. További két tényezőt érdemes megemlíteni, amelyek segítik az export bővülését: ez a beruházások magas szintje, illetve a turizmus lassú éledezése: a nemzetközi turizmus 2021-ben még bőven elmaradt a koronavírus előtti szintjétől, azaz itt még van tér érdemi bővülésre.

Az import alakulását az export volumenváltozása mellett befolyásolja a belső kereslet is, hiszen ennek érdemi része származik külföldön előállított termékekből. Tekintettel arra, hogy az idei évben a fogyasztás lesz a gazdasági növekedés fő támasza és a beruházási ráta is magasan alakul, ezért az import dinamikus emelkedésére számítunk. A fenti tényezők alapján idénre az export 4,6, míg az import 5,1 százalékos bővülését várjuk, azaz a nettó export visszahúzza a gazdasági növekedést. Fontos megjegyezni, hogy a folyó fizetési mérleg egyenlege ennél nagyobb mértékben romlik, hiszen a világpiaci energiaárak növekedése érdemben rontja a cserearányt. Így a folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP  $-4.8$  százaléka lehet, míg a külső finanszírozási képesség  $-2,5$  százalék lehet.

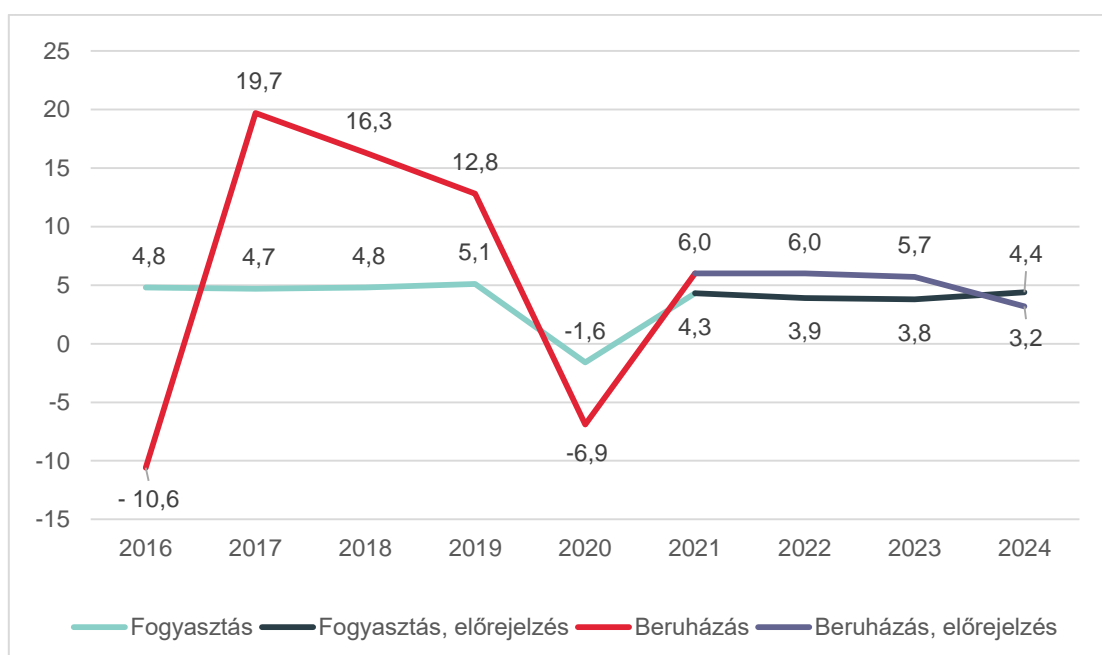
2023-ban már nem számolunk az ideihez hasonló mértékben a háború hatásaival, így az export növekedési üteme meghaladhatja az importét: előbbi 5,9, utóbbi 4,7 százalékkal bővülhet, azaz a nettó export már felfelé tudja húzni a gazdasági növekedést. A folyó fizetési mérleg hiánya jövőre a GDP 3,2 százaléka lehet, míg a nettó finanszírozási képesség  $-1,0$  százalékon alakulhat. 2024-ben a kivitel 7,6 és a behozatal 5,6 százalékos volumenbővülésére számítunk, így a folyó fizetési mérleg hiánya a 1,7 százaléka lehet, míg a külső finanszírozási képesség ismét pozitívba fordulhat, a GDP 0,5 százalékát teheti ki.

Az idei évben több tényező is a fogyasztás bővülésének irányába hat: a jelentős évi eleji béremelések és a kormányzati transferek (13. havi nyugdíj, családok SZJA-visszatérítése), illetve a 25 év alattiak SZJA-mentessége egyaránt a fogyasztás bővülésének irányába hat, bár annak mértékét a magas infláció visszafogja. Ugyanakkor mostani előrejelzésünkben még a magas infláció mellett is a

reálbérek emelkedését valószínűsítjük. 2023-ban és 2024-ben a munkaerőhiány várhatóan fennmarad, így a reálbérek is emelkedhetnek, azaz a fogyasztás is tovább bővíthet. A reálbérek növekedése kapcsán kérdés, hogy az inflációt milyen ütemben sikerül megfékezni, az milyen ütemben tér vissza a jegybanki célsávba. Várakozásaink szerint tehát idén a fogyasztás lesz a gazdasági növekedés fő húzóereje felhasználási oldalról: bővülése 3,9 százalék lehet. A háztartások fogyasztási volumenének növekedése 2023-ben 3,8, 2024-ben pedig 4,4 százalékot tehet ki.

A beruházások alakulására szintén több tényező hat. A beruházások növekedését segíti az új uniós költségvetési ciklus beindulása, a kormányzati beruházástámogatások, a nagyvállalati beruházások nagy volumene, míg visszafogja azokat a háború miatti bizonytalanság, illetve a növekvő kamatok. A beruházások szempontjából ugyanakkor kockázatot jelent az uniós források beérkezésének csúszása, míg azt a vállalkozások által a koronavírus miatt elhalasztott beruházások pótlása segítheti. Ennek megfelelően a bruttó állóeszköz-felhalmozás volumene 2022-ben 6,0, 2023-ban 5,7, míg 2024-ben 3,2 százalékkal bővíthet.

**23. ÁBRA: A HÁZTARTÁSOK FOGYASZTÁSI KIADÁSÁRA ÉS A BERUHÁZÁSOKRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)**



A kormányzati kiadások szempontjából fontos hangsúlyozni a költségvetési mozgástér alakulását: a mostani háborús helyzetben a kormánynak óvatosan kell bánnia a kiadásokkal, miközben a koronavírus alatt megnövekedett hiány lefaragásán kell dolgoznia. Ennek megfelelően a kormányzati kiadások volumene idén 2,5, jövőre 1,0, míg 2024-ben 2,3 százalékkal bővíthet.

A fenti tényezők alapján 2022-ben 3,9, 2023-ban 4,7, míg 2024-ben 4,2 százalékos gazdasági növekedésre számítunk. Várakozásunk szerint ez a növekedési ütem lehetővé teszi az Európai Unió átlagához való fokozatos felzárkózást. Ugyanakkor fontos megemlíteni a legfontosabb kockázati tényezőket is, amelyek a fenti pályához képest a gazdasági növekedést akár pozitív, akár negatív irányba kibillenthetik:

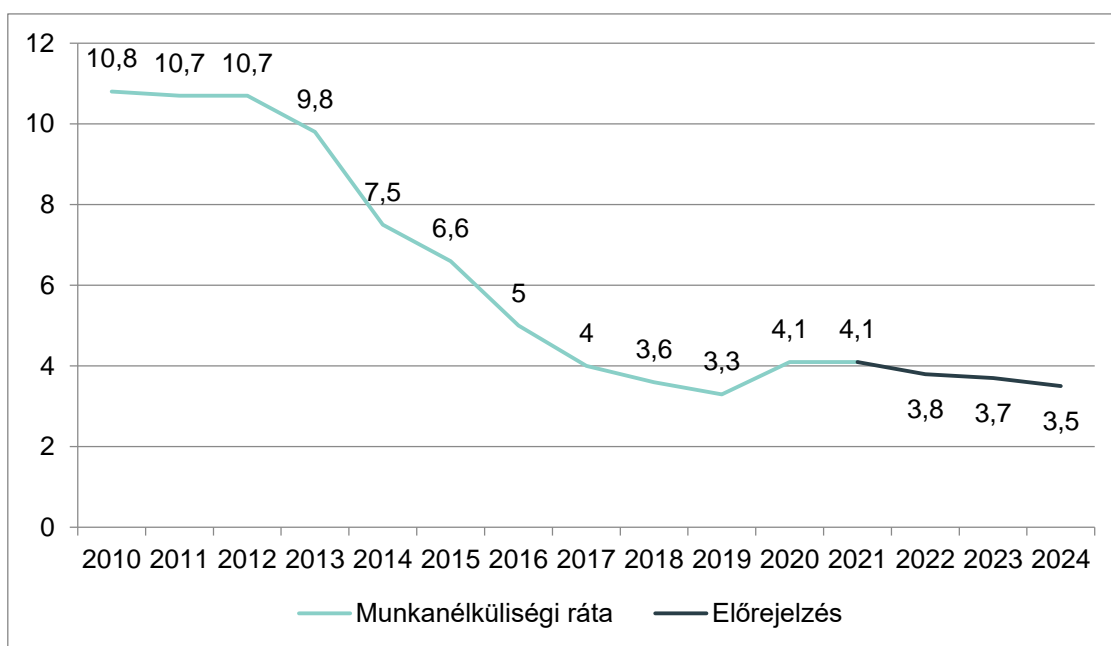
- Az orosz-ukrán háború: a háború elhúzódása, az ehhez kapcsolódó szankciók ronthatják a gazdasági teljesítményt egyrészt az ellátási láncok szakadozásán, másrészt a külső keresleten keresztül. A háború elhúzódása az infláción keresztül is kockázatot jelent.
- A koronavírus-járvány esetleges erősödése: bár az elmúlt időszakban a járvány és annak hatásai csillapodtak, a járvány és a korlátozások esetleges újbóli felerősödése negatívan befolyásolná a gazdaságot.
- Tartósan magas inflációs környezet: az infláció vártnál lassabb leszorítása mérsékelné a fogyasztást és így a gazdasági növekedést.
- A mezőgazdaság teljesítménye: az átlagosnál jobb vagy rosszabb termés is hat a gazdasági teljesítményre.
- Az ellátási láncokkal kapcsolatos zavarok, azok átalakulása: amennyiben az ellátási láncok zavara tartós lesz, az csökkenti, amennyiben előbb megoldódik, az serkenti a gazdasági növekedést. Amennyiben a nagyvállalatok úgy döntenek, hogy az ellátási láncokat rövidítik, az serkentheti a gazdasági növekedést.

A foglalkoztatottak száma a 2021-ben éves alapon ugyan még nem érte el a 2019-es szintjét, azonban az éven belüli számok alapján ez már



2021 harmadik negyedévében bekövetkezett. A foglalkoztatási adatok ezt követően tovább emelkedtek, amely hatás az idei év elejére is áthúzódott. Ugyanakkor az orosz-ukrán háború okozta gazdasági bizonytalanság és a lassuló növekedés a hazai munkaerőpiacra is kockázatot jelent. Ennek ellenére az alappálya mentén a foglalkoztatás bővülésére számítunk, amelynek mértéke 2022-ben 38 ezer főt tehet ki és így a foglalkoztatottak száma 4 millió 672 ezer főre emelkedhet, 27 ezer fővel a 2019-es szintje fölé. Előrejelzésünk szerint a foglalkoztatás a következő két év során is tovább bővíthet, azonban fokozatosan lassuló ütemben, 2023-ban 21 ezer fővel, míg 2024-ben már csak 17 ezer fővel. Emögött elsősorban a negatív demográfiai trendek húzódnak meg, amely miatt az aktivitás is csak visszafogott ütemben bővíthet. Az aktívak száma előrejelzésünk szerint idén 28, jövőre 16, míg 2024-ben már csak kevesebb mint 10 ezer fővel emelkedhet. A foglalkoztatás bővülése várakozásaink szerint teljes egészében a versenyszektorhoz fog kötődni, azon belül is elsősorban a szolgáltatásokhoz. A szolgáltató szektoron belül foglalkoztatás növekedését segíti a járványhelyzet elmúlása, azonban az orosz-ukrán háború a nemzetközi turizmus csak lassú fellendülését eredményezi.

**24. ÁBRA: MUNKANÉLKÜLISÉGI RÁTÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK (SZÁZALÉK)**



Forrás: Magyar Gazdaságkutató-számítás

A munkanélküliségi ráta 2021-ben 4,1 százalékon stagnált, amely az emelkedő foglalkoztatás mellett a szintén bővülő aktivitás eredménye. Előretekintve viszont a munkanélküliségi ráta fokozatos csökkenésére számítunk: 2022-ben az aktívak 3,8, 2023-ban 3,7, míg 2024-ben 3,5 százaléka nem rendelkezik majd álláshellyel várakozásaink szerint. Az alacsony munkanélküliség továbbá azt is jelenti, hogy továbbra is jelentős korlátot jelent majd a magyar gazdaságban a munkaerőhiány. A munkanélküliek két táborra szakadhatnak: az egyik részét a frikciós vagy súrlódásos munkanélküliek tehetik ki, míg a másik felét a tartós munkanélküliek. Az előbbi csoportba tartoznak azok, akik csak átmenetileg nem rendelkeznek munkahellyel költözés vagy munkahely-váltás nyomán, ők a munkaerőpiacon mindig jelen vannak. Utóbbi csoport ellenben a strukturális munkanélküliség következményeként maradhat fenn, vagyis hogy a gazdasági felzárkózással párhuzamosan egyre nagyobb kereslet alakul ki a képzett munkavállalók iránt, míg az alacsony végzettségű munkavállalók csak nehezen tudnak majd elhelyezkedni. Esetükben a képzés, illetve a közfoglalkoztatás jelenthet megoldást. Utóbbi program fennmaradására számítunk, bár a résztvevők száma az előrejelzési horizonton tovább mérséklődhet, így csak marginális szerepet tölt majd be a hazai munkaerőpiacon.

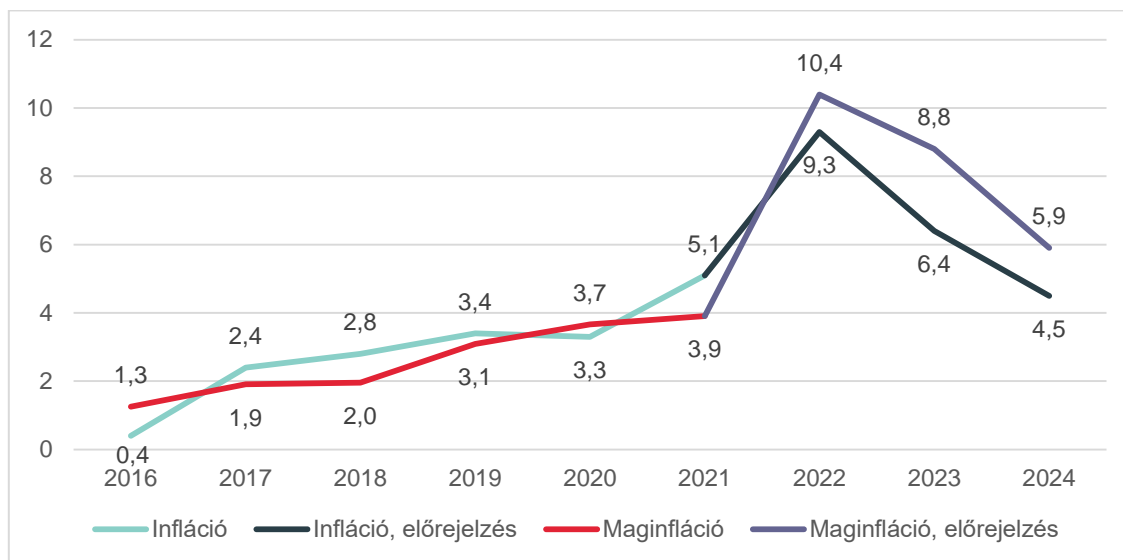
A bruttó átlagkereset 2021-ben 8,7 százalékkal nőtt, amely az emelkedő infláció ellenére is 3,4 százalékos reálnövekedést jelent. Az elmúlt éveknél lassabb béremelkedésben a válságból történő kilábalás, illetve a csupán 4 százalékos minimálbér és garantált bárminimum emelés játszott szerepet. Ehhez képest az idei év elején az átlagkereset 13,7 százalékkal nőtt, a kötelező legkisebb bérek 20–20 százalékos növelése, valamint a fokozódó munkaerőhiány miatt. Tekintve hogy a legtöbb munkáltató év elején hajtja végre bérfejlesztéseit, így az év hátralévő részében is fennmaradhat a kétszámjegyű bérdinamika, annak mértéke 13,8 százalékot tehet ki. Ez még a várakozásunk szerint 9,3 százalékra gyorsuló infláció mellett is 4,1 százalékos reálbér-növekedést jelent. A jövő évi érfolyamatokat viszont jelentős bizonytalanság övezi, azt a minimálbér és a garantált bérminimum emelése, valamint a gazdasági helyzet befolyásolja majd. Ugyanakkor figyelembe véve a magas inflációt, valamint munkaerőhiányt, a munkavállalói oldal érdekérvényesítése jövőre is erős lehet, így a 10 százalék

körüli bérdinamika az előrejelzési horizonton egészen fennmaradhat. Várakozásaink szerint az átlagkereset 2023-ban 11,2, míg 2024-ben 9,8 százalékkal nőhet az alappályán, amely az infláció hatását is figyelembe véve 4,5, illetve 5,1 százalékos reál-növekedést jelent.

Az infláció az elmúlt időszakban jelentősen növekedni kezdett elsősorban a világpiaci energiaárak növekedése miatt. Ennek hatását az orosz-ukrán háború tovább fokozza. Fontos ugyanakkor hangsúlyozni, hogy az infláció jelenleg nem magyar specialitás, az a világ egyre több országában jelen van és okoz egyre nagyobb problémát: míg a magyar inflációs adat márciusban 8,5 százalék volt, addig az eurózóna inflációja is 7,5 százalékra emelkedett és több országban is elérte vagy meghaladta a mutató értéke a 10 százalékot. Az hogy az inflációt elsősorban kínálati sokkhatások okozzák, illetve a nemzetközi környezetből ered, azért is jelent problémát, mert jegybanki eszközökkel csak mérsékelten fékezhető meg. Ennek megfelelően idén 9,3, jövőre 6,4, míg 2024-ben 4,5 százalékos inflációt várunk, azaz éves átlagban várakozásunk szerint nem tér vissza az infláció a jegybanki célsávba. Ezt több tényező is magyarázza: az energiaárak növekedése, a dinamikus béremelések, az orosz-ukrán háború, a növekvő szállítási költségek, az alapanyaghiány, illetve a zöld átállás költségei egyaránt az infláció növekedésének irányába hatnak. A maginfláció idén 10,4, jövőre 8,8, 2024-ben pedig 5,9 százalékot tehet ki. Az inflációhoz kapcsolódó legfontosabb kockázati tényezők a következők:

- A világpiaci energiaárak alakulása;
- A hazánkban érvényben lévő árstopok kifutásának ütemezése, illetve az akkori piaci árszínvonal nagysága;
- Az ellátási láncok szakadozása nyomán kialakuló termékhiányok;
- A szállítási költségek növekedése;
- Az orosz-ukrán háború inflációs hatásai;
- Az élelmiszerárak további növekedése;
- A forint árfolyamának alakulása: a forint erősödése mérsékli, míg gyengülése növeli az inflációt.

**25. ÁBRA: AZ INFLÁCIÓRA ÉS A MAGINFLÁCIÓRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)**



*Forrás: MNB, Magyar Gazdaságkutató-számítás*

Az infláció felerősödésével jelentősen átalakult a magyar monetáris politika. Egyrészt bár a reálkamatok továbbra is negatívak, a kamatszint érdemben növekedett. Másrészt pedig a monetáris politika legfontosabb eszközévé az egyhetes betét lépett elő, amellyel a jegybank gyorsan, akár hetente is képes reagálni a bekövetkező eseményekre, mint például az elmúlt időszakban, amikor a háború és a szankciók érdemi hatást gyakoroltak a forintárfolyamra. A következő hónapokban az alapkamat még jelentősebben, az egyhetes betéti kamat azonban már csak mérsékeltebben növekedhet. A kamatok csökkentésére akkor van mód, ha az infláció is mérséklődni kezd és elindul a jegybanki célsáv felé. Fontos hangsúlyozni, hogy a jelen bizonytalan helyzetben nehéz előrejelzést adni a kamatpályára, hiszen abban a beérkező hírek és ezek árfolyam-, valamint inflációs hatása alapján gyorsan változhat a kamatpálya. Az alapkamat mértéke becslésünk szerint év végén 6,8 százalék lehet, majd ez jövő év végére 5,0, 2024 végére pedig 4,0 százalékra mérséklődhet.

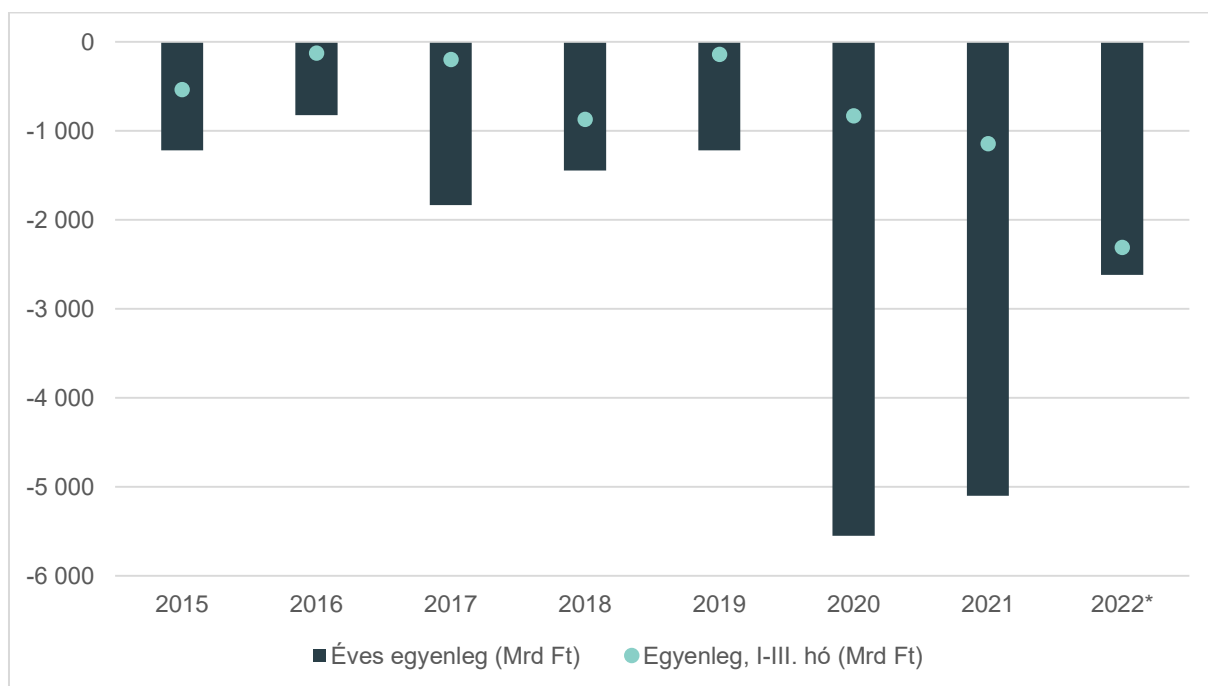
### 4.3. A 2022-es költségvetés

2022 harmadik hónapjának végére az államháztartás központi alrendszere 2 309,4 milliárd forint deficitet halmozott fel, ami az éves előirányzat 73,3 százalékának felel meg. Ehhez a központi költségvetés 2 331,4 és a társadalombiztosítási alapok 17,2 milliárd forintos hiánya, valamint az elkülönített állami pénzalapok 39,2 milliárd forintos többlete járult hozzá.

Bevételi oldalon nőttek az általános forgalmi adóból, a jövedéki adóból, illetőleg a szociális hozzájárulási adóból és társadalombiztosítási járulékból származó bevételek, rendre 25,0, 2,8 és 15,0 százalékkal (299,3, 7,3, valamint 201,5 milliárd forinttal). Elmaradtak ellenben megelőző évi szintjüktől a személyi jövedelemadóból befolyó összegek, 74,6 százalékkal (505,5 milliárd forinttal), köszönhetően a családok szja-visszatérítésének. Az idei költségvetési folyamatokat az orosz-ukrán háború miatt felmerülő kiadások, a családok támogatása, a minimálbér és a garantált bérminimum érdemi emelése, illetőleg az adócsökkentések határozzák meg, de továbbra is kockázati tényező a koronavírus-járvány is. Az uniós programokhoz köthető bevételek az első három hónapban 200,1 milliárd forintot tettek ki, amellyel szemben 1 191,1 milliárd forint megelőlegezése állt.



**26. ÁBRA: A KÖZPONTI ALRENDSZER ELSŐ HÁROMHAVI EGYENLEGÉNEK ALAKULÁSA 2015 ÉS 2022 KÖZÖTT**



*Megjegyzés: A 2022. évi egyenleg tervezett érték, míg az azt megelőző években a tényleges teljesülés adatai láthatóak.*

*Forrás: Pénzügyminisztérium, MÁK*

A fejezet következő részében a rendelkezésre álló adatok segítségével részletesen is áttekintjük a költségvetés tételeinek eddigi teljesülését és azt az előző év azonos időszakának eredményeivel is összehasonlítjuk. A 2022. év egészére vonatkozó költségvetési előrejelzésünket az eddigi teljesülések áttekintésével párhuzamosan tesszük, az azonosított (pozitív és/vagy negatív) kockázatokat és azok becsült mértékét részletesen taglaljuk. Tekintve, hogy jelenleg az első három hónapra érhető el részletes adat, amelyekből még nem lehet az év egészére vonatkozó következtetéseket levonni, ráadásul az elmúlt évekhez hasonlóan a kiadások és a bevételek teljesülésének időben eltérő eloszlása miatt a hiány pályájának lefutása idén sem időarányos, éves prognózisunkat a 2021. évi tényadatokra, valamint az aktualizált makrogazdasági előrejelzésünkre építve készítettük.

Mivel a 2022. évi költségvetési törvény, valamint a hosszú távú előrejelzés az orosz-ukrán háború kitörése előtt készült, így prognózisunkat a

Pénzügyminisztérium által 2021 decemberében publikált makrogazdasági és költségvetési előrejelzésével vetjük össze. Az ebben közölt előrejelzésben csupán a főbb tételek teljesülése jelenik meg, ezért a költségvetési törvény alapján kiszámoltuk az egyes tételsorok hozzájárulását a főbb tételek teljesüléséhez, és azzal a feltételezéssel éltünk, hogy ez az új prognózis esetében sem változott.

#### **4.3.1. Bevételek**

A központi alrendszer 2022 márciusának végén 7 057,6 milliárd forint bevétellel zárt, amely 21,5 százalékkal (1 248,7 milliárd forinttal) haladja meg az egy évvel korábbi teljesülést. A bevételek emelkedését a központi költségvetés, az elkülönített állami pénzalapok, illetve a társadalombiztosítási alapok bevételeinek növekedése indokolta. Az uniós programokhoz köthetően 200,1 milliárd forint folyt be az államkasszába 2022. január–márciusi időszakában.

A központi költségvetés bevételei a harmadik hónap végéig 4 609,9 milliárd forinton alakultak, ami 16,1 százalékkal (639,0 milliárd forinttal) haladja meg a 2021. március végi halmozott teljesülést. A gazdálkodó szervezetek befizetései 21,1 százalékkal (87,3 milliárd forinttal) nőttek egy év alatt, amelyet főleg a társasági adóból származó bevételek és az egyéb központosított bevételek emelkedése magyarázott. Utóbbi esetében 12,6 százalékos (14,3 milliárd forintos) növekedés történt 2021 január–márciusához képest, amely kapcsán kiemelendő az elektronikus útdíjból befolyó 61,2 milliárd forintos összeg. Az egyéb központosított bevételek kapcsán a korábbi évekhez hasonlóan alulteljesülést prognosztizálunk, amely 137,1 milliárd forintos negatív kockázatot jelent.

A társasági adóból származó bevételek 2022 márciusának végén 142,9 milliárd forinton zártak, ami 25,3 százalékos (28,9 milliárd forintos) emelkedés a bázisidőszakhoz viszonyítva. Az eltérés hátterében a felkőnyvelt előlegek előző évinél magasabb szintje, egy egyedi befizetés, illetőleg az eltérő üzleti éves adózók elszámolásához köthető befizetések álltak. Az orosz-ukrán háború nyomán ismételten megszakadó ellátási láncok, az alapanyag- és chiphiány, valamint a növekvő energiaárak nyomán akadozó vállalati teljesítmény miatt ezen tételsornál az idei évre a tervezetthez képest 39,7 milliárd forint alulteljesülést várunk.

A kisadózók tételes adója és a kisvállalati adó tételsor esetében is nőttek éves alapon a bevételek: 2022 márciusának végéig rendre 6,4, illetve 36,0 százalékkal (3,3 és 8,2 milliárd forinttal) haladták meg az előző év azonos időszakának teljesülését. Mindkét adónem esetében hozzájárult a bevételek növekedéséhez az adóalanyok számának emelkedése, míg előbbi esetében kiemelendő a tavaly bevezetett 40 százalékos különadó a 3 millió forintot meghaladó kifizetések esetében. 2022-ben is folytatódott a kisvállalati adó kulcsának csökkentése, amely eredményeképp a tavalyi 11 százalékról 10 százalékra mérséklődött. A fentiek eredményeképp a kisvállalati adó esetében kismértékű, 1,3 milliárd forintos felülteljesülésre, míg a kisadózók tételes adója esetében 22,3 milliárd forintos alülteljesülésre számítunk a 2021. decemberi prognózishoz képest.

A kiskereskedelmi adóból származó bevétel március végén 1,7 milliárd forintot tett ki, ezáltal a 2021-es vonatkozó teljesülés több mint háromszorosán alakult (+1,2 milliárd forint). A kormányzat 2021 decemberében bejelentette a lejárat-közeli élelmiszerek kötelező átadását, valamint a kiskereskedelmi adó kulcsának 2,5 százalékról 2,7 százalékra emelését 2022 februárjától a 100 milliárd forint feletti éves árbevételt realizáló alanyok esetében. A két intézkedés becsléseink szerint 5,0 milliárd forint többletbevételt jelenthet az államháztartás számára 2022-ben a tervezetthez képest.

Az energiaellátók jövedelemadója 18,4 százalékkal (2,6 milliárd forinttal) haladta meg 2022 márciusának végén a megelőző év azonos időszaki teljesülését. Az orosz-ukrán háború nyomán emelkedő energiaárak a piaci alapon értékesített energia esetében a bevételek növekedését eredményezik, így ezen tételsor esetében 16,9 milliárd forint pozitív kockázatot azonosítunk.

A fogyasztáshoz kapcsolt adóbevételek halmozott teljesülése 2022 harmadik hónapjának végén 20,2 százalékkal (316,0 milliárd forinttal) haladta meg az egy évvel korábbit. A 2021-ben befizetett személyi jövedelemadó visszautalásával a családoknak a forgalom további növekedése várható, ami pozitívan hat az áfabevételek alakulására. 2021-ben befejeződött a dohánytermékek jövedéki adójának emelése, így idén már nem emelkedik tovább



az adókulcs. Ugyanakkor a világpiaci olajárak megugrása eredményeképp növekedő benzinárak, illetve a bevezetett ársapka miatti veszteséget korrigálandó, a kormányzat mérsékelte az üzemanyag-forgalmazást terhelő jövedéki adó mértékét. A fentiek eredményeképp a fogyasztáshoz kapcsolt adóbevételek a Pénzügyminisztérium prognózisában várt teljesülésnél 220,1 milliárd forinttal magasabban alakulhatnak. Ehhez főleg az általános forgalmi adóból származó összegek 321,2 milliárd forintos felülteljesülése járul hozzá, amelyet mérsékel a jövedéki adó esetén azonosított, 91,0 milliárd forintos negatív kockázat.

A lakosság befizetései az év harmadik hónapjáig 62,1 százalékkal (469,1 milliárd forinttal) maradtak el a 2021. márciusi teljesülésüktől, amely háttérben a családoknak visszautalt személyi jövedelemadó húzódott meg. Azon gyermekes szülők, akik családi pótlékra voltak jogosultak 2021 során, visszakapták 2021-ben befizetett személyi jövedelemadójukat. A transzfer járt azoknak is, akik ekho vagy kata hatálya alá tartoztak. Összességében 1,9 millió jogosult igényelhetett vissza fejenként maximum 809 ezer forint adót, ami megközelítőleg 600 milliárd forint visszautalását jelentette. A visszatérítés eredményeképp a személyi jövedelemadó bevételek teljesülése 74,6 százalékkal (505,5 milliárd forinttal) képviselt alacsonyabb értéket, mint egy évvel korábban. 2022-től lép életbe az az intézkedés is, amely alapján az átlagjövedelemig mentesülnek a személyi jövedelemadó megfizetése alól a 25 év alatti munkavállalók. Pozitívan hat ugyanakkor a személyi jövedelemadó bevételekre, hogy idén jelentősen, 20–20 százalékkal emelkedett a minimálbér és a garantált bérminimum. A jelentős béremelések, valamint a kedvező munkaerőpiaci helyzet eredményeképp a lakosság befizetéseit alulbecsültnek tartjuk és 10,2 milliárd forint pozitív kockázatot azonosítunk.

A szociális hozzájárulási adó kulcsa 15,5 százalékról 13,0 százalékra csökkent 2022-ben, továbbá megszűnt a 1,5 százalékos szakképzési hozzájárulás is. A két fenti intézkedés eredményeképp az államháztartás becslésünk szerint 160,8 milliárd forint bevételtől esik el a tervezetthez képest.

### 4.3.2. Kiadások

A központi alrendszer halmozott kiadásai 8 018,9 milliárd forinton alakultak az idei év harmadik hónapjának végén, így 35,3 százalékkal (2 091,7 milliárd forinttal) haladták meg a bázisidőszaki teljesülésüket. Az előző évihez képesti magasabb teljesülést a központi költségvetés, azon belül is a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok, illetve az államháztartás alrendszereinek támogatása, továbbá a társadalombiztosítási alapok kiadásainak növekedése indokolta. Fékeztek ellenben a kiadások emelkedését az elkülönített állami pénzalapok tavalytól elmaradó ráfordításai. Az uniós programokhoz köthetően 1 191,1 milliárd forint megelőlegezése történt meg március végéig bezárólag.

A költségvetési szervek kiadásai 3,6 százalékkal (64,8 milliárd forinttal) elmaradtak a megelőző évi szintjüktől a márciusi halmozott teljesülések alapján. Ennek háttérében a struktúraváltó felsőoktatási intézmények álltak, amelyek alapítványi formában működnek tovább, így finanszírozásuk a fejezeti kezelésű előirányzatokból valósul meg.

A szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásai többek közt a fentiek nyomán érdemben, 65,3 százalékkal (690,2 milliárd forinttal) növekedtek 2021 január–márciusához képest. Ezen belül kiemelhető a normatív finanszírozásra fordított 137,8, a közúti fejlesztésekre fordított 111,0, a turisztikai fejlesztési célú előirányzatból elköltött 95,9, illetve a nem állami felsőoktatási intézmények támogatására fordított 79,7 milliárd forint.

A költségvetési előrejelzés gyakorlata szerint míg a bevételeknél – leginkább adóbevételek esetében – alapozhatjuk az előrejelzésünket az idősoros adatokra, addig a kiadási oldal esetében ez egyáltalán nem igaz. A kiadások között is elkülöníthetünk jól kalkulálható, rendszeresen felmerülő kiadásokat, amelyeknek kiszámítható pályájuk van, és nehezen előre jelezhető – többnyire egyszeri vagy egyéb döntésektől függő, gyakorta változó – tételeket. Éppen ezért a kiadási oldalon számszerűsített kockázatokat az átláthatóság érdekében nem a címsorokhoz kapcsolva, hanem külön-külön mutatjuk be.

A szociálpolitikai menetdíjtámogatások az elmúlt években jellemzően felülteljesültek, amely tendencia várakozásunk szerint tovább folytatódik 2022-ben is. Összességében véve prognózisunkban 4,0 milliárd forint többletkiadást várunk a decemberben közölt előrejelzéshez képest.

A lakásépítési támogatások esetében prognózisunk kismértékben, 7,7 milliárd forinttal alacsonyabb kiadást valószínűsít, amelyet egyrészt a korábbi évek túlbecslései, másrészt pedig az emelkedő kamatok és alapanyagárak nyomán visszább eső hitelfelvételi, illetve építési kedv indokol.

A Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap esetében is jellemzően alacsonyabb teljesülések láthatók az elmúlt években, mint a tervekben foglalt. Ennek megfelelően kivetítésünk 20,4 milliárd forinttal alacsonyabb teljesülést mutat 2022-re vonatkozóan, mint a tervezett.

Az orosz-ukrán háború kitörése több szempontból is kihívás elé állítja a Kormányzatot. Egyrészt a háború elől Magyarországra menekültek letelepedésének és elhelyezkedésének támogatása emelhető ki, másrészt pedig a háború gazdasági hatásai, mint például az emelkedő energiaárak, illetve infláció és az ezek ellen meghozott intézkedések. A Kormány február 1-jétől hat alapvető élelmiszer (kristálycukor, búzafinomliszt, finomított napraforgó-étolaj, házi sertéscomb, csirkemell és -farhát, 2,8 százalékos UHT tej) árát rögzítette a 2021. október 15-én érvényben lévő szintjén május 1-jéig. A benzin és a gázolaj esetében 480 forintos ársapka került bevezetésre november 15-én, először az üzemanyag-kiskereskedelemben, február 15-ig. Később azonban az intézkedést meghosszabbították május 15-ig, valamint kiterjesztették az üzemanyag-nagykereskedelemre is. Ezen felül a kisebb kutak megsegítése érdekében előre igénybe vehető támogatásokat is elérhetővé tett a Kormányzat. A visszaélések elkerülése végett a 7,5 tonna feletti gépjárművek, kamionok, illetve a 3,5 tonna feletti külföldi teherautók nem jogosultak a kedvezményes árú üzemanyag megvásárlására, hanem piaci áron vásárolhatnak csak. Kiemelendő még a december végén bejelentett kamatstop is, amely október végi szintjén rögzítette a változó kamatozású lakossági jelzáloghitelek kamatát június 30-ig. Végezetül a jelenlegi nemzetgazdasági környezetben számolni szükséges a kiadási oldal

becslésekor a 2013-ban bevezetett rezsicsökkentéssel is, amely alapján a lakosság hatósági áron vásárolja az energiát. Az orosz-ukrán háború kitörésével és az Oroszország ellen már életbe léptetett, illetőleg belengetett szankciók hatására az energiaárak érdemben megugrottak, ami jelentős többletterhet ró a költségvetésre a rezsicsökkentés fenntartása esetén.

A fenti intézkedések megközelítőleg 1 300 milliárd forint többletkiadást generálhatnak a 2021 decemberében közölt tervekhez képest, amelyet egyrészt a költségvetési szervek kiadásainak túlteljesülése, másrészt a költségvetésben képzett tartalékok részleges felhasználása fedezhet. Összességében a költségvetési szervek kiadásai prognózisunk alapján 247,1 milliárd forinttal teljesülhetnek felül, míg a költségvetésben képzett tartalékok vonatkozásában azzal számoltunk, hogy azok háromnegyede kerül felhasználásra. Így az egyes tételek (rendkívüli kormányzati intézkedések, céltartalék, országvédelmi alap, járvány elleni védekezés központi tartaléka, gazdaságújraindítási programok, beruházáselőkészítési és beruházási alap) vonatkozásában 250,4 milliárd forint megtakarítás azonosítható.

A munkaerőpiac helyreállításával egyetemben a közfoglalkoztatásban résztvevők száma is mérséklődésnek indul, ugyanakkor a minimálbér-emelés a közfoglalkoztatotti béreket is növeli. Ennek eredményeképp a Start munkaprogramra előirányzott 120,0 milliárd forintról 9,4 milliárd forinttal magasabb kiadást várunk.

A nyugdíjak a költségvetési törvényben közölt 3,0 százalékos helyett 5,0 százalékkal emelkedtek 2022 januárjában a várakozásokat meghaladó infláció nyomán. A Pénzügyminisztérium 2021. decemberi előrejelzésében még 4,8 százalékos inflációval számolt, míg előrejelzésünk az azóta beérkező adatok nyomán már 9,3 százalékos inflációt valószínűsít. Ennek eredményeképp a PM előrejelzésében várt kiadási szintet 254,6 milliárd forinttal haladhatják meg a nyugdíjkiadások az idei évben.

2022 februárjában a tervezett kétheti kifizetés helyett a teljes 13. havi nyugdíj folyósításra került az arra jogosultak számára, ami a költségvetésnek megközelítőleg 160,0 milliárd forint többletkiadást jelentett.

A költségvetési törvényben 68,5 milliárd forint tartalékot képeztek a nyugdíjprémium kifizetésére. A törvény elfogadásakor a Kormányzat még 5,2 százalékos növekedéssel számolt, amelyet a PM prognózisában 5,9 százalékra korrigált a beérkező kedvező adatok alapján, ugyanakkor az orosz-ukrán háború kitörésével a várakozások lejjebb tolódtak. Előrejelzésünkben a GDP-bővülést 3,9 százalékra várjuk, így várható nyugdíjprémium kifizetése 2022-ben, mivel meghaladja majd a növekedés az előírt 3,5 százalékot, annak mértéke azonban elmarad a tervezettől. Összességében 19,9 milliárd forint megtakarítás keletkezik az államkasszában.

### **4.3.3. Kamategyenleg**

A kamatbevételek az idei harmadik hónap végén 30,2 milliárd forinton teljesültek, míg a kamatkiadások halmozott értéke 219,2 milliárd forintot tett ki. Így a nettó kamatkiadás összességében 189,0 milliárd forinton állt március végén, ami 60,8 milliárd forinttal kedvezőtlenebb, mint a megelőző év azonos időszakában. Ezt többek között a kamatfizetések éven belüli eltérő lefutása, valamint az emelkedő kamatok magyarázzák.

Az államadósság forint–deviza arányából és a fix–változó arányból készített becslésünk mellett figyelembe vettük a megújuló kötvényeket, a teljes hátralévő futamidőt, valamint a növekvő infláció és kamatok hozamokra gyakorolt várható hatásait is. Összességében 2022-re a Pénzügyminisztérium által várt szinttől 33,7 milliárd forinttal alacsonyabb kamatkiadást valószínűsítünk.

### **4.3.4. Egyenleg és államadósság**

A 2022. évi költségvetési törvény 5,9 százalékos deficitcél tűzött ki, amelyet a Pénzügyminisztérium 2021. decemberi előrejelzésében 4,9 százalékra módosított. A bevételi és kiadási oldal várható teljesülésének áttekintése után prognózisunk ez utóbbtól 0,7 százalékponttal kedvezőbb, 4,2 százalékos GDP-arányos ESA-hiánnyal számol.



2. TÁBLÁZAT: A 2022-ES KÖLTSÉGVETÉST ÖVEZŐ KOCKÁZATOK (ELTÉRÉS AZ EGYENLEGTŐL)

Kockázat	Mrd Ft	A GK által előrejelzett arányában (%)
<b>Gazdálkodói befizetések</b>	-179,8	-0,28
<b>Fogyasztási adók</b>	220,1	0,34
<b>Lakossági befizetések</b>	10,2	0,02
<b>Szociális hozzájárulási adó mérséklése és szakképzési hozzájárulás eltörlése</b>	-160,8	-0,25
<b>Bevételi oldali kockázatok</b>	<b>-110,3</b>	<b>-0,17</b>
<b>Szociálpolitikai menetdíj támogatása</b>	4,0	0,01
<b>Lakásépítési támogatások</b>	-7,7	-0,01
<b>Nemzeti család- és szociálpolitikai alap</b>	-20,4	-0,03
<b>Költségvetési szervek kiadásai</b>	247,1	0,39
<b>Start munkaprogram</b>	9,4	0,01
<b>Tartalékok felhasználása</b>	-250,4	-0,39
<b>Nyugdíjkiadás</b>	254,6	0,40
<b>Nyugdíjprémium</b>	-19,9	-0,03
<b>13. havi nyugdíj</b>	160,0	0,25
<b>Kiadás oldali kockázatok</b>	<b>376,7</b>	<b>0,60</b>
<b>Nettó kamatkiadások</b>	<b>33,7</b>	<b>0,05</b>
<b>Központi alrendszer egyenlege</b>	<b>-453,3</b>	<b>-0,72</b>
<b>Önkormányzati alrendszer egyenlege</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>ESA-híd</b>	<b>650,0</b>	<b>1,02</b>
<b>Összesen</b>	<b>196,7</b>	<b>0,30</b>

Forrás: Magyar Gazdaságkutató számítása

A Magyarország 2022. évi központi költségvetéséről szóló 2021. évi XC. törvény legfontosabb sarokszámai a következők:

- + az államháztartás központi alrendszerének bevételi főösszegét 25 352,6;

- + kiadási főösszegét 28 505,2;
- + hiányát 3 152,7 milliárd forintban határozta meg.

Előrejelzésünk szerint a 2021. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re és a költségvetési hiányra vonatkozó, a KESZ-állomány 2021. december 31-i szintjével kalkulálva – 2022 végére a GDP 72,5 százalékára mérséklődhet. Az Alaptörvényben meghatározott adósságszabálynak eleget tesz a prognózisban foglalt adósságráta-csökkenés mértéke. A világjárványra való tekintettel az Európai Unió 2023-ig felfüggesztette azon szabályán, miszerint az adott tagállam maastrichti adóssága nem haladhatja meg a GDP 60 százalékát, vagy amennyiben mégis meghaladja, akkor az adósság mértékét az ún. egyhuzados szabálynak megfelelően csökkenteni kell.

#### **4.4. 2023–2024. évi költségvetés**

A 2023-ra vonatkozó költségvetési terv jelenleg még nem áll rendelkezésünkre, azonban a Pénzügyminisztérium által 2021 decemberében közzétett prognózis kitér az elkövetkezendő három év várható költségvetési folyamataira. A kormányzat kommunikációja és a beharangozott intézkedések alapján bizonyos kockázatok azonosíthatóak. Jelen alfejezetben ezeket ismertetjük.

##### **4.4.1. A 2023–2024-es költségvetést befolyásoló intézkedések**

A Pénzügyminisztérium 2021. decemberi előrejelzése a 2023–2025. évi államháztartási folyamatok esetében nem feltételez további új intézkedéseket, hanem a már meghozott intézkedések tovagyűrűző hatásával számol. A prognózis 2023-ra 4,3, 2024-re 4,0, míg 2025-re 4,2 százalékos GDP-bővülést jelzett előre. A fenti három évre rendre 3,5, 2,5 és 1,5 százalékos ESA-hiányt várt a kormány. A fenti előrejelzést azonban alapjaiban írta át az orosz-ukrán háború kitörése. Az alábbiakban ezeket ismertetjük tételesen.

#### **4.4.2. A 2023-as költségvetési előrejelzés**

A prognózis elkészítéséhez a 2021. évi költségvetés tényszámait, valamint a Pénzügyminisztérium 2021 decemberében közzétett előrejelzését használtuk fel.

##### **Bevételek**

A gazdálkodó szervezetek befizetései prognózisunk alapján 239,7 milliárd forinttal maradhatnak el a Pénzügyminisztérium előrejelzésében várt teljesüléstől. Ezt főleg az orosz-ukrán háború nyomán romló gazdasági kilátások indokolják. Az ismételten megszakadó ellátási láncok, az energiaárak növekedése, valamint a változatlanul fennálló alapanyag- és chiphiány eredményeképp a társaságiadó-bevételek érdemben elmaradhatnak a tervezettől, de az egyéb központosított bevételekből sem folyik be akkora összeg, mint a 2021. decemberi előrejelzésben prognosztizált.

A fogyasztáshoz kapcsolt adóbevételek esetében 448,0 milliárd forint pozitív kockázat azonosítható, amely háttérében elsődlegesen az általános forgalmi adóból származó magasabb összegek húzódnak meg.

A lakossági befizetések esetében is alulbecsültnek véljük a Pénzügyminisztérium előrejelzésében várt szintet, amelyet a dinamikus emelkedő bérek eredményeképp felülteljesülő személyi jövedelemadóbevétel magyaráz. Ezen tétel sor esetében prognózisunk 201,3 milliárd forint többletbevétellel számol.

##### **Kiadások**

A szociálpolitikai menedíjtámogatás továbbra is kismértékben magasabban alakulhat, mint a Pénzügyminisztérium előrejelzésében közölt, itt 4,0 milliárd forinttal várunk magasabb kiadást. Azonban 2023-ban már a lakásépítési támogatások előrejelzett teljesülését is alulbecsültnek véljük, e tétel sor kapcsán 4,2 milliárd forinttal számítunk magasabb teljesülésre.

A Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap kiadásai előrejelzésünk alapján továbbra is elmaradhatnak a várt szinttől, amelyet a családtámogatások és a jövedelempótló és kiegészítő szociális támogatások tervezettnél alacsonyabb teljesülése indokol. Prognózisunkban e tétel sor kapcsán 17,7 milliárd forinttal alacsonyabb teljesülést várunk, mint a Pénzügyminisztérium által előrejelzett.





Az orosz-ukrán háború feltételezésünk szerint még 2022-ben véget ér, ugyanakkor gazdasági hatásai továbbra is érződnek majd. Az állam intézkedései várakozásaink szerint a PM által előrejelzethez képest 489,8 milliárd forinttal jelenthetnek magasabb kiadást.

A kormányzat a váratlan negatív gazdasági és társadalmi folyamatok hatásainak enyhítésére tartalékot képez a költségvetésben, amely az éves előirányzatban költségként jelenik meg. Az egyes tételek (rendkívüli kormányzati intézkedések, céltartalék, országvédelmi alap) alakulásával kapcsolatban azzal a feltételezéssel élünk, hogy a PM előrejelzésében foglalt értéküknek a háromnegyede kerül felhasználásra jövőre. Ennek a folyamatnak a végeredményeként összesen 256,1 milliárd forint megtakarítást prognosztizálunk kiadási oldalon.

Az előrejelzésekben foglalt makropályák eltérése miatt a nyugdíjkiadások 2023-ban 144,6 milliárd forinttal haladhatják meg a kormányzat által tervezett szintjüket. Várakozásaink szerint jövőre sor kerül nyugdíjprémium kifizetésére, amely 62,4 milliárd forint kiadást jelent majd az államkasszának.

A Start munkaprogramban résztvevők száma várakozásaink szerint tovább mérséklődik jövőre, valamint a közfoglalkoztatotti bér is növekedni fog. Ennek eredményeképp a program kapcsán 133,9 milliárd forint elköltése történik meg. Ez 13,9 milliárd forint többletkiadást jelent a 2023-as 120,0 milliárd forintos keretösszeghez képest.

### **Kamatgyenleg**

Az államadósság forint–deviza arányából és a fix–változó arányból készített becslésünk mellett figyelembe vettük a megújuló kötvényeket és a teljes hátralévő futamidőt. Számításaink szerint 2023-ban a kamatkidások 39,9 milliárd forinttal alakulhatnak kedvezőtlenebbül, mint a 2021. decemberi prognózisban várt érték, köszönhetően a hozamok emelkedésének.

### **Egyenleg és államadósság**

A 2023. évi költségvetés előrejelzésében szereplő bevételi és kiadási tervszámok vizsgálata után prognózisunk az előirányzott 3,5 százalékos GDP-arányos deficittől 0,3 százalékponttal kedvezőbb, 3,2 százalékos hiányt tartalmaz.

3. TÁBLÁZAT: A 2023-AS KÖLTSÉGVETÉST ÖVEZŐ KOCKÁZATOK (ELTÉRÉS AZ EGYENLEGTŐL)

Kockázat	Mrd Ft	A GK által előrejelzett arányában (%)
<b>Gazdálkodói befizetések</b>	-239,7	-0,33
<b>Fogyasztási adók</b>	448,0	0,62
<b>Lakossági befizetések</b>	201,3	0,28
<b>Bevételi oldali kockázatok</b>	<b>409,6</b>	<b>0,57</b>
<b>Szociálpolitikai menetdíj támogatása</b>	4,0	0,01
<b>Lakásépítési támogatások</b>	4,2	0,01
<b>Nemzeti család- és szociálpolitikai alap</b>	-17,7	-0,02
<b>Költségvetési szervek kiadásai</b>	489,8	0,68
<b>Tartalékok felhasználása</b>	-256,1	-0,35
<b>Start munkaprogram</b>	13,9	0,02
<b>Nyugdíjkiadás</b>	144,6	0,20
<b>Nyugdíjprémium</b>	62,4	0,09
<b>Kiadás oldali kockázatok</b>	<b>445,1</b>	<b>0,64</b>
<b>Nettó kamatkiadások</b>	<b>-39,9</b>	<b>-0,06</b>
<b>Központi alrendszer egyenlege</b>	<b>-75,4</b>	<b>-0,13</b>
<b>Önkormányzati alrendszer egyenlege</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>ESA-híd</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Összesen</b>	<b>-75,4</b>	<b>-0,13</b>

Forrás: Magyar Gazdaságkutató számítása

Intézetünk előrejelzése szerint a becsült 2022. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re és a költségvetési hiányra vonatkozó prognózisunkra – 2023 végére a GDP 67,7 százalékára csökkenhet. Az Alaptörvényben meghatározott adósságszabály 2023-ban is teljesül, míg a stabilitási törvényben szereplő hiánykritérium várhatóan továbbra sem. Az EU adósságszabálya 2023-tól lép várhatóan ismét életbe. Ez előírja, hogy az adott tagállam maastrichti adóssága nem haladhatja meg a GDP 60 százalékát,

vagy amennyiben mégis meghaladja, akkor az adósság mértékét az ún. egyhuszados szabálynak megfelelően csökkenteni kell. Ennek számítására az Európai Bizottság háromféle módszert is alkalmaz (visszatekintő, előrettekintő, ciklikus), amelyek közül elég az egyik módszer szerint teljesülnie az elfogadáshoz. A 2023-ra vonatkozó becslésünk alapján a visszatekintő módszer alapján teljesül az adósságszabály.

A fenti hiányra és államadósságra vonatkozó prognózist jelentős mértékű bizonytalanság jellemzi, a pontosabb becslés nagyban függ a jövő évi költségvetési törvénytől, az orosz-ukrán háború időtartamától és gazdasági hatásaitól, valamint a Kormány intézkedéseitől.

#### **4.4.3. A 2024-es költségvetési előrejelzés**

##### **Bevételek**

A gazdálkodó szervezetek befizetései még 2024-ben is elmaradhatnak a Pénzügyminisztérium által várt teljesüléstől, ugyanakkor már kevésbé, mint a megelőző években. Összességében 89,7 milliárd forint negatív kockázat azonosítható, amelyet elsősorban a társasági adóból várt bevételek alulteljesülése indokol, míg az energiaellátók jövedelemadója, a kiskereskedelmi adó, a kisvállalati adó és a kisadózók tételes adója felülteljesülhet.

A fogyasztáshoz kapcsolt adóbevételeket csekély mértékben alulbecsültnek tartjuk, ezen tételsor prognózisunk szerint 20,9 milliárd forinttal teljesülhet kedvezőbben, mint a hosszú távú előrejelzésben közölt.

A lakossági befizetések esetében is kismértékű, 22,8 milliárd forintos pozitív kockázat azonosítható, amely az illetékbecfizetések és a gépjárműadó-bevételek felülteljesülésével magyarázható.

##### **Kiadások**

A lakásépítési támogatások esetében 2024-ben kismértékű felülteljesülést várunk, amely 3,3 milliárd forintot tehet ki.

A Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap kiadásai a vizsgált időhorizont végén is a vártnál alacsonyabban teljesülhetnek, becslésünk alapján 12,7 milliárd forinttal.



A kormányzat a váratlan gazdasági és társadalmi folyamatok hatásainak enyhítésére tartalékot képez a költségvetésben, ami az éves előirányzatban költségként jelenik meg. Az egyes tételek (rendkívüli kormányzati intézkedések, céltartalék és országvédelmi alap) alakulásával kapcsolatban azzal a feltételezéssel élünk, hogy a becslésben foglalt értéküknek a háromnegyedét használják fel 2024-ben. A Beruházás Előkészítési Alap és a Beruházási Alap esetében az előirányzott összeg teljes elköltését várjuk. Ennek a folyamatnak az eredményeképp 200,7 milliárd forint megtakarítást prognosztizálunk kiadási oldalon.

2024-re előrejelzésünk alapján a nyugdíjkiadások 144,6 milliárd forinttal teljesülhetnek felül, mint a hosszú távú prognózisban várt, továbbá sor kerülhet nyugdíjprémium kifizetésére is, amely 62,4 milliárd forint többletkiadást jelent majd az államkasszának.

### **Egyenleg és államadósság**

A 2021. decemberi előrejelzésben közölt, 2024. évi bevételi és kiadási tervszámok vizsgálata után prognózisunk 2024-re az előirányzott 2,5 százalékos GDP-arányos deficittől 0,2 százalékponttal alacsonyabb, 2,3 százalékos hiányt tartalmaz. Modellünk alapján 2024 végére 64,0 százalékra csökkenhet a GDP-arányos államadósság, vagyis Magyarország 2024-ben várhatóan teljesíti mind az Alaptörvényben foglalt, mind pedig az EU adósságszabályában foglalt előírásokat.

A fenti hiányra és államadósságra vonatkozó prognózist jelentős mértékű bizonytalanság jellemzi. A pontosabb becslés nagyban függ az idejű költségvetés újratervezésétől, a jövő évi költségvetési törvénytől, a Kormánynek a háború gazdasági hatásainak enyhítésére hozott intézkedéseitől, illetve a demográfiát és a versenyképességet érintő intézkedéseitől.

## **4.5. Külső egyensúly**

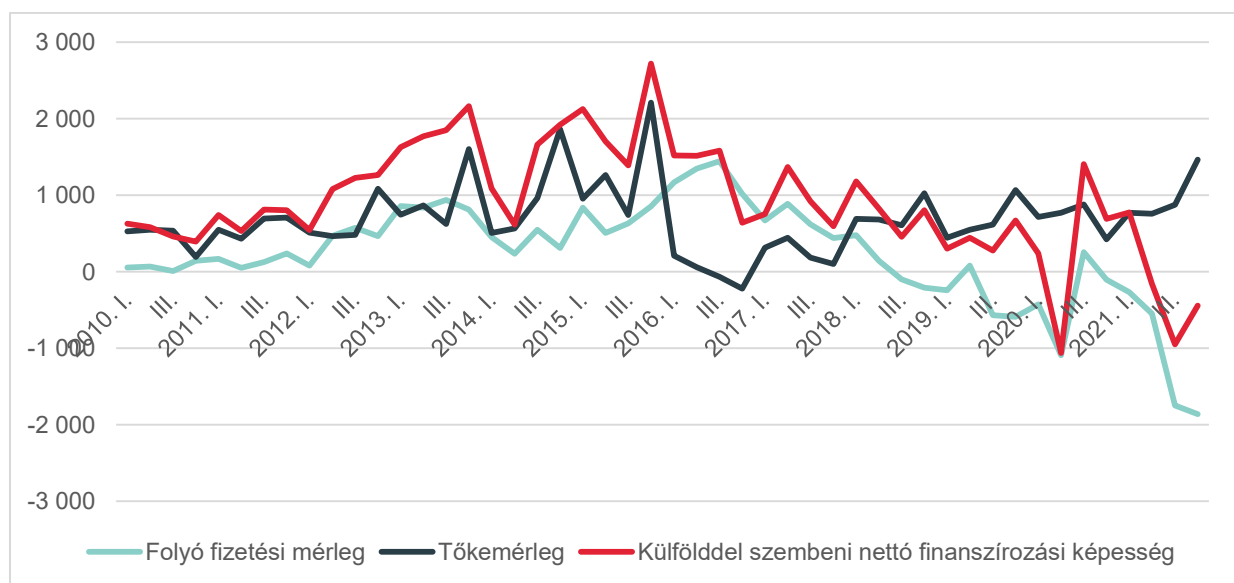
A folyó fizetési mérleg szezonálisan kiigazított egyenlege 2021 negyedik negyedében 114 millió euróval –1862 millió euróra romlott az előző negyedévhez képest. Az áruforgalom és a szolgáltatások szezonálisan kiigazított egyenlege a vizsgált időszakban 436 millió euróval –478 millió euróra

nőtt. Emellett az elsődleges jövedelmek egyenlege 40 millió euróval vált negatívabbá, és -1286 millió euró lett, míg a másodlagos jövedelmek passzívuma 75 millió euróval emelkedve 268 millió euróra változott.

A tőkemérleg egyenlege 590 millió euróval 1464 millió euróra nőtt.

Az Európai Unióval szembeni egyenleg (EU transferek) 2021. negyedik negyedében összesen 1662 millió euró volt, amely az elsődleges és a másodlagos jövedelmek, valamint a tőkemérleg EU-val szembeni részegyenlegeiből áll össze, és 542 millió eurós növekedést mutat a 2021. harmadik negyedéves adathoz képest. A folyó- és a tőkemérleg együttes egyenlegéből számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség - 968 millió euróra csökkent, a szezonális hatások kiszűrésével ez a mutató - 445 millió eurót tett ki, amely a negyedéves GDP -1,1 százaléka.

**27. ÁBRA: A KÜLFÖLDEL SZEMBENI NETTÓ FINANSZÍROZÁSI KÉPESSÉG (MILLIÓ EURÓ, SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)**



Forrás: MNB

A Magyarországra irányuló legnagyobb FDI-beáramlás az európai országok közül Hollandiából valósult meg 2021 negyedik negyedében, értéke 419,0 millió euró volt. A második legnagyobb FDI-beáramlás Svájcban (330,3 millió euró), a harmadik pedig Írországból (238,2 millió euró) érkezett. Az FDI-beáramlást ágazati bontásban vizsgálva megállapítható, hogy a járműgyártásban valósult meg a

legnagyobb 391,3 millió euró értékben. A második legmagasabb érték pedig a feldolgozóiparon belül élelmiszeripar, ital, dohány gyártása területen (338,6 millió euró) látható. A feldolgozóiparon belül ebben a negyedévben az villamos berendezés gyártásának volt még jelentős összességében a harmadik legnagyobb a hozzájárulása (277,4 millió euró).

**4. TÁBLÁZAT: A MAGYARORSZÁGI KÖZVETLEN TŐKEBEFEKTETÉSEK  
TRANZAKCIÓINAK EGYENLEGE (MILLIÓ EURÓ)**

<b>A befektetés régiója</b>	2020. IV. né.	2021. I. né.	2021. II. né.	2021. III. né.	2021. IV. né.
<b>Európa</b>	612,2	372,5	-407,2	693,6	1357,8
<b>Amerika</b>	-447,2	257,8	40,0	-56,9	-20,8
<b>Ázsia</b>	85,8	-126,5	627,7	1302,1	489,9
<b>Afrika</b>	-7,0	36,4	16,1	14,6	11,6
<b>Ausztrália és Óceánia</b>	40,9	41,2	20,8	57,9	37,7
<b>Nemzetközi szervezetek</b>	26,7	4,6	4,4	4,5	4,7
<b>Nem azonosított</b>	47,8	3,0	-206,4	2,9	3,1
<b>Összesen</b>	359,1	589,0	95,5	2018,7	1884,0

*Forrás: MNB*

*Megjegyzés: Speciális célú vállalatok és átfolyó tőke nélkül. Pozitív érték hazai nettó többletet, negatív érték hazai nettó kiáramlást jelent.*

Az FDI külföld felé áramló értéke 264,5 millió eurót tett ki, tehát a nettó FDI-kiáramlás 2021 negyedik negyedévében 1619,5 millió euró volt.

Az előző negyedévek tendenciájával megegyezően a nemzetgazdaság bruttó adósságállománya nőtt. Értéke 2021 negyedik negyedévének végén 91,6 milliárd eurót tett ki, amely 1,1 milliárd euróval magasabb az előző negyedévi adatnál. Ha az előző év negyedik negyedéves értékével vetjük össze az adatot, akkor 11,0 milliárd euró mértékű emelkedés figyelhető meg.

A pénzügyi számlák adatai szerint az alulról<sup>6</sup> számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség a GDP 3,0 százalékát tette ki a

<sup>6</sup>Alulról számított, amikor a pénzügyi mérleget vesszük figyelembe (finanszírozási megközelítés), és az instrumentumokat (közvetlen tőkebefektetések, portfólióbefektetések, pénzügyi derivatívák, egyéb

2021 negyedik negyedével záruló elmúlt egy évben, amely emelkedést jelent a 2020 negyedik negyedével záruló időszakhoz képest. Az MNB adatai szerint 2021 negyedik negyedében az államháztartás finanszírozási helyzete a GDP – 6,8 százalékan zárta. A háztartási szektor nettó finanszírozási képessége 0,5 százalékponttal 6,5 százalékra emelkedett. A vállalatok nettó finanszírozási képessége a GDP –3,9 százalékan zárta a vizsgált időszakban.

A külföldiek pénzügyi eszközei és kötelezettségei különböző nagyságrendben változtak. A pénzügyi eszközök 2053,1 milliárd forinttal emelkedtek, miközben a pénzügyi kötelezettségek ennél nagyobb mértékben 2619,4 milliárd forinttal nőttek. Így összességében a külföld nettó pénzügyi vagyona 566,3 milliárd forinttal 25369,2 milliárd forintra zsugorodott. A készpénz és a betétek állománya (538,9 milliárd forinttal) nőtt, míg a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok állománya összességében (192,2 milliárd forinttal) emelkedett. A növekedés a rövid lejáratúak állományának (707,2 milliárd forintos) emelkedéséből és a hosszú lejáratúak állományának (515,1 milliárd forintos) zsugorodásából állt össze. A hitelek állománya 298,9 milliárd forinttal növekedett. A részvények és részesedések emelkedtek a legnagyobb mértékben (789,5 milliárd forint), melyből az állománycsökkenés a tőzsdei részvények esetében 634,7 milliárd forintot, míg az állománynövekedés a nem tőzsdei részvényeknél 111,4 milliárd forintot tett ki 2021. negyedik negyedében<sup>7</sup>.

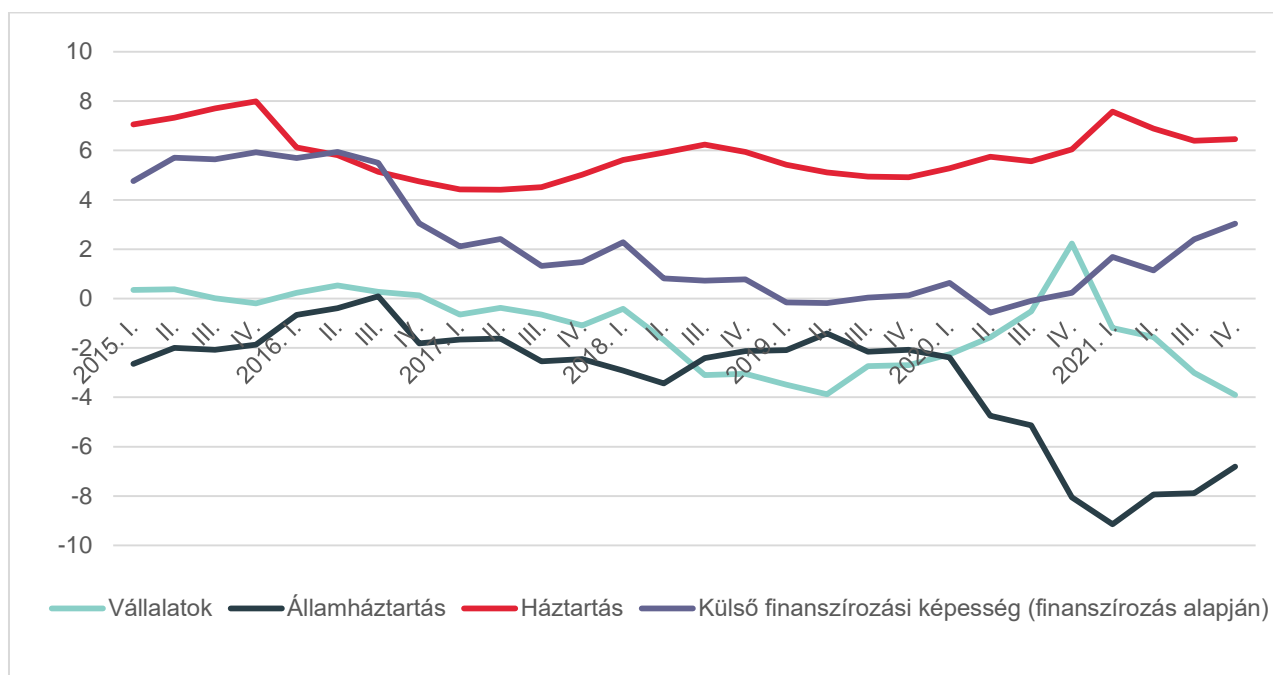
A külföldiek tartozásai közül tranzakcióból adódóan jelentős mértékben (50,4 milliárddal) növekedtek a betétek (magyarok kezén lévő külföldi betét). A hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok állománya 799,6 milliárd forinttal emelkedett a negyedév alatt. Ebben a negyedévben nőtt a hitelek állománya (497,6 milliárd forinttal), amely növekmény a hosszú lejáratú hitelek nagyobb mértékű emelkedésének eredményeként jött létre. Eközben jelentősen (556,7 milliárd forinttal) nőtt a részvények és részesedések állománya is.

---

befektetések és tartalékeszközök) vagy szektorokat (államháztartás, MNB, egyéb monetáris intézmények, egyéb szektorok) összegezve számítjuk ki a külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség alakulását.

<sup>7</sup> Egyéb tulajdonosi részesedések állománya nőtt kiemelkedő mértékben (1293,1 milliárd forint) ebben a negyedévben.

**28. ÁBRA: A NETTÓ FINANSZÍROZÁSI IGÉNY/KÉPESSÉG ÉRTÉKE A GDP SZÁZALÉKÁBAN**



Forrás: MNB

Idén az exportnövekedés kevésbé jelentős, 4,5 százalékos lehet, jövőre 5,9 százalékos emelkedést prognosztizálunk. Az importnál a keresleti és kínálati hatásokat is elemezve, a fogyasztás, a beruházások, valamint az export importigényének jelentős emelkedése miatt 5,1 százalék lehet idén a növekedés, míg jövőre a növekedés 4,8 százalékos. Ennek következtében tehát a külkereskedelmi egyenleg idén az előző évhez képest alacsonyabb lesz.

Összességében a 2022. évre -2,5 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet (azaz nettó finanszírozási hiányt) prognosztizálunk, míg a mutató 2023-ban -1,0 százalékra javulhat. Az romló külkereskedelmi egyenleg mellett a folyó fizetési mérleg egyenlege a tavalyi szintjénél (GDP arányos -3,1 százalék) kedvezőtlenebbül alakulhat idén, majd pedig jövőre kismértékben kedvezőbbben (-4,8 százalék, illetve -3,2 százalék).



## 5. Kockázati forgatókönyvek

A korábbi évekhez hasonlóan idén is két kockázati forgatókönyvet határoztunk meg az alappályán felül. Ezen forgatókönyvek középpontjában most az orosz-ukrán háború áll. Fontos viszont kiemelni, hogy a koronavírus-járvány sem tűnt el teljesen, újabb variánsok is felbukkanhatnak, azonban még ebben az esetben sem számítunk arra, hogy ezek megfékezéséhez az elmúlt két évhez hasonló szigorúságú járványügyi intézkedésekre lenne szükség. Illetve ha mégis szükség lesz korlátozások bevezetésére, az a gazdaságra nem gyakorol majd jelentős sokkhatást, tekintve hogy a vállalatok az elmúlt két év során megtanultak alkalmazkodni a különböző járványügyi intézkedésekhez. A szomszédunkban zajló háborúval kapcsolatban a legfontosabb bizonytalansági tényező, hogy nem tudjuk, mikor érhet véget. Emiatt nem is lehet bizonyossággal meghatározni, hogy az energiaárak mikorra normalizálódhatnak, illetve hogy milyen szankciók meghozataláról születik döntés és azok hogyan hatnak a magyar gazdaságra. A háború időtartama befolyásolja azt is, hogy a gazdasági kapcsolatok mikor rendeződhetnek a háborúban álló felekkel. Itt viszont nem csak a magyar-orosz, illetve magyar-ukrán gazdasági relációt kell figyelni, hanem a két ország világgazdaságban betöltött szerepét, mivel a háború globális szinten eredményez szakadásokat az ellátási láncokban.

A fentieknek megfelelően az első alternatív pálya mentén azzal számoltunk, hogy a háborús konfliktus elhúzódik. A feleknek nem sikerül békét kötniük rövid időn belül, ez pedig a harcok és így a szankciók fennmaradását eredményezik. Ennek következtében a globális energiaárak és élelmiszerárak tartósan magas szinten ragadnak és a kereskedelmi kapcsolatok sem állnak helyre rövid távon. A második alternatív pálya ezzel szemben gyors békekötéssel és így a szankciók fokozatos feloldásával számol, amely a gazdasági kilátásokra is kedvezően hat: a piaci bizonytalanság csökken, amely visszafogja az árfolyamatokat, így enyhül a kamatemelési nyomás a jegybankokon, ami a gazdasági növekedésre is pozitívan hat. Vagyis amíg az első alternatív pálya az alappályán kedvezőtlenebb gazdasági környezetet vetít előre 2024-ig, addig a második alternatív pálya mentén a magyar gazdaság gyorsabb ütemben bővíülhet.

## 5.1. Első alternatív pálya: elhúzódó háborús helyzet

Az első alternatív pálya mentén tehát az az alapfeltevésünk, hogy az orosz-ukrán háború elhúzódik. Ebben az esetben a kérdés az hogy mikor kerül sor békekötésre, amely elvezethet egyrészt a szankciók feloldásához, másrészt pedig a gazdasági kapcsolatok normalizálásához. A háború elhúzódása ezen felül azzal a kockázattal is jár, hogy újabb és újabb szankciók kerülnek bevezetésére, amelyek a gazdasági kapcsolatok egyre szélesebb skáláját érintik. Ez pedig tovább növeli a bizonytalanságot, amely az energiaárak emelkedésén keresztül a termelési költségek emelkedéséhez és így az infláció fokozódásához, valamint a növekedés lassulásához vezet nem csak Magyarországon, hanem a világgazdaság egészében. Az energiahordozók teljes embargójával ezen pálya mentén sem számolunk, mivel annak beláthatatlan következményei lennének nem csak a magyar, hanem az egész uniós gazdaságra nézve.

A számszerű értékek bemutatása előtt ismertetjük az alternatív pálya működési mechanizmusát:

- A háború tartósan elhúzódik, folytatódnak a harcok, amelyre válaszul újabb és újabb szankciók kerülnek kivetésre;
- Függetlenül attól, hogy a szankciók érintik-e az energiahordozókat a bizonytalanság tartósan magasabb energiaárak eredményez a világpiacon;
- Az energia jelentős termelési tényező, így drágulása emeli a vállalatok költségeit, amelyet ők igyekeznek áthárítani a fogyasztók irányába;
- Ez az infláció ráta további emelkedését vonja maga után, amelyre a jegybankok a kamatkondíciók fokozott szigorításával reagálnak;
- A magasabb kamatkörnyezet, valamint a költségek emelkedése pedig a beruházások elhalasztására ösztönzi a vállalatokat, míg az árak gyorsabb emelkedése mérsékli a reáljövedelmeket és így a fogyasztást is;
- Ez visszaveti a gazdasági teljesítményt, így a foglalkoztatás is lassabb ütemben tud bővülni, vagyis a munkanélküliségi ráta magasabb szinten stabilizálódik;



- A magasabb energiaárak emelik az import értékét, míg a lassabb világgazdasági bővülés visszafogja az export-dinamikát, így pedig romlik a külkereskedelmi mérleg;
- A lassabb gazdasági növekedés negatívan hat a költségvetési egyenlegre is, amely a koronavírus-járvány nyomán még mindig magas, illetve az adósságszintek is emelkedettek világszinten, amely bekorlátozza a fiskális politika mozgásterét;
- A háború lezárása az energiaárak és az infláció mérséklődésén keresztül itt is fellendülést eredményezhet, ugyanakkor a kedvezőtlen gazdasági környezet tartós fennmaradása hosszútávú károkat okozhat a termelési láncokban.

A magasabb infláció eredményeként az első alternatív pálya mentén a reáljövedelmek is lassabb ütemben emelkednek, tekintve hogy a bérmegállapodások döntő része már a háború kitörését megelőzően megkötött, illetve a kormányzati transzferek is kifizetésre kerültek. Ennek köszönhetően a háztartások fogyasztási kiadása volumenét tekintve idén csupán 2,8 százalékkal nőhet, amely jövőre is csak 2,9 százalékot tehet ki. Vagyis hiába a lassulás a növekedés motorja továbbra is a fogyasztás maradhat. 2024-től a gazdasági környezet rendeződésével a fogyasztás is dinamizálódhat, annak növekedési üteme 4,5 százalékot tehet ki, vagyis az alappálya felett alakulhat, amelynek oka az alacsonyabb bázis.

A kedvezőtlen gazdasági környezet a beruházási hajlandóságra is negatív hatást gyakorol, amelyet csak tetézik a jegybanki szigorítások nyomán emelkedő kamatkörnyezet, illetve az emelkedő költségek. Mindezek egyes beruházások elhalasztását vonhatják maguk után a piaci szférában, míg a költségvetési oldalon a mozgástér beszűkülése vezethet ugyanehhez. Kérdéses továbbá az uniós források rendelkezésre állása is, amelyek előfinanszírozása egy kedvezőtlenebb gazdasági környezetben korlátokba ütközhet, illetve a költségvetés számára magasabb költséggel járhat. A bruttó állóeszköz-felhalmozás volumene ezek miatt az első alternatív pályán az alappályánál érdemben lassabban, csupán 1,3 százalékkal bővíthet. A 2023-as volumenbővülés az alacsony bázis ellenére

szintén az alappályán jelzett alatt, 5,5 százalékon alakulhat, míg 2024-ben 3,4 százalékon.

Az exportot ugyan a korábbi években végrehajtott beruházások segítik, azonban az döntő részben a külkereskedelmi partnereink gazdasági teljesítménye befolyásolja, akiket pedig szintén negatívan érint a háború, illetve az energiaárak emelkedése. A külső kereslet növekedési üteme ezen scenárió mentén 2022-ben 1,0, 2023-ban pedig 0,7 százalékponttal lehet alacsonyabb, mint az alappályán, míg 2024-ben 0,2 százalékponttal gyorsabb. Az export kapcsán külön kérdés, hogy hogyan alakul a nemzetközi turizmus, amely még a koronavírus-járvány hatását sem heverte ki. Alapvetően számolni kell az orosz turisták elmaradásával, de az áremelkedés jövedelmekre gyakorolt negatív hatása más küldő országok esetében is visszaesést eredményezhet. A kivitel volumene ennek köszönhetően idén csak 2,1 százalékkal növekedhet, amely jövőre 3,9, 2024-re pedig 8,3 százalékra gyorsulhat.

A behozatal alakulását elsősorban a belső kereslet, valamint az export – annak importtartalma miatt – növekedési üteme határozza meg. Mivel mindkettő az alappályán mértnél lassabb ütemben bővül a scenárióban, így az import növekedése is lassabb lehet, idén 2,9 százalékot tehet ki, amely 2023-ban 3,5, 2024-ben pedig 5,9 százalékot érhet el. Vagyis a külkereskedelmi mérleg alakulása ezen alternatív pálya mentén is, hasonlóan az alappályához, 2022-ben negatívan, míg a következő két évben pozitívan járulhat hozzá a növekedéshez. A külkereskedelmi mérleget ezen felül az alappályához képest tovább rontja, hogy Magyarország az energiatermékeket alapvetően importálja, így azok gyors áremelkedése rontja a cserearányt. Ennek köszönhetően a külkereskedelmi áruforgalom hiánya 2022-ben 2 milliárd euróra emelkedhet, amely jövőre 1,3 milliárd euróra csökkenhet, majd 2024-re 1,8 milliárd eurós aktívumba válhat. A folyó fizetési mérleg hiánya pedig így az alappályánál magasabban alakulhat, 2022-ben elérheti a GDP 5,0 százalékát, de már jövőre csökkenhet 4,0 százalékra, majd 2024-re 2,1 százalékra. A külső finanszírozási képesség ezzel párhuzamosan alakulhat. A magyar gazdasági finanszírozási igénye idén elérheti a GDP 4,0 százalékát, amely jövőre 1,7 százalékra csökkenhet és 2024-re szűnhet meg.

A GDP növekedése így tehát az elhúzódó háborús helyzet okán a tavalyi 7,1 százalék után idén csupán 2,1 százalékot tehet ki, amely 2023-ra is csak 3,6 százalékra gyorsulhat. 2024-ben az első alternatív pálya az alappályánál nagyobb, 4,5 százalékos növekedést vetít előre, ami viszont az alacsonyabb bázis következménye. Ezzel együtt is a reál GDP szintje ezen a pályán 2024-ben 2,5 százalékkal maradhat el az alappályán mérttől. Vagyis előrejelzésünk szerint a háború elhúzódásának költsége a magyar gazdaságra nézve 3 éves időtávon a GDP 2,5 százaléka.

A lassabb gazdasági növekedés ezen alternatív scenárió mentén kihatással van a foglalkoztatásra is. A hatás mértéke ugyanakkor nem jelentős, tekintve hogy a foglalkoztatás bővülését elsősorban a negatív demográfiai folyamatok befolyásolják, illetve hogy több ágazat is munkaerőhiánnyal küzd. Ugyanakkor a bizonytalan gazdasági környezetben a vállalatok átértékelhetik létszám-bővítési terveiket, így pedig a foglalkoztatás az alappályánál lassabb ütemben bővülhet, ami miatt pedig a munkanélküliség is magasabb szinten ragadhat. Előrejelzésünk szerint a tavalyi 4,1 százalékos munkanélküliségi ráta idén és jövőre is 4,0 százalékon alakulhat ezen alternatív scenárió mentén, amely ráta 2024-ben a gazdasági növekedés dinamizálódásával 3,8 százalékra mérséklődhet. Ez tehát azt jelenti, hogy a háború elhúzódása esetén is fennmaradhat a magyar gazdaságban a munkaerőhiány, viszont a vállalatok alacsonyabb munkaerőkereslete miatt ez kevésbé korlátozza majd a termelést.

Az ideai béremelésekre a háború elhúzódása csak mérsékelten hat, tekintve hogy a legtöbb vállalat év elején hajtja végre bérfejlesztéseit. Ugyanakkor azon vállalatok, akik ezt későbbre halasztották nagyobb emelésre kényszerülhetnek a korábban vártnál magasabb infláció miatt annak érdekében, hogy a reálbérek emelése révén megtartsák munkavállalóikat. Ennek megfelelően idén az átlagbér az alappályával közel megegyező ütemben 14,0 százalékkal emelkedhet. A jövő évi bérfejlesztéseket ugyanakkor már érdemben befolyásolja majd a magasabb áremelkedési ütem, ami miatt a vállalatok az alappályán jelzethnél nagyobb nominális béremelésre kényszerülnek. Ennek mértéke 2023-ban 12,6, 2024-ben pedig 11,3 százalék lehet. Viszont a gyorsabb pénzromlási ütem miatt a reálbérek

érdemben lassabb ütemben idén 3,0, jövőre 2,7, 2024-ben pedig 4,3 százalékkal növekedhetnek.

A forint árfolyama ezen alternatív scenárió mentén az alappályánál kedvezőtlenebbül alakulhat. Ennek oka, hogy a háború okozta bizonytalanságban a befektetők kockázatkerülési hajlandósága felerősödik, amely a feltörekvő piacokra gyakorol negatív hatást. Emellett a háború közelsége, illetve az orosz energiahordozóknak való kitettség miatt a magyar gazdaság megítélése is negatívvá válik, amely az árfolyam gyengülését vonja maga után.

A gyengébb euró árfolyam, illetve a tartósan magasabb energiaárak kedvezőtlen hatást gyakorolnak a fogyasztói árakra is. Ugyan a lakosság közvetlenül a rezsicsökkentés nyomán védve van a világpiacon emelkedésétől, azonban a vállalati szektor nem, akik a költségeik növekedését igyekeznek áthárítani a fogyasztók irányába. Minél nagyobb és tartósabb az energiaár-sokk az annál inkább jelenik meg a fogyasztói árakban. Emiatt a pénzromlás üteme éves átlagban ezen scenárió mentén 10,7 százalékot tehet ki, amely jövőre is csak 9,6 százalékra, 2024-re pedig 6,7 százalékra mérséklődhet. A tartósan magasabb inflációban itt közrejátszik az is, hogy a gyors áremelkedés beépül az inflációs várakozásokba, így jövőre a vállalatok már ez alapján hozzák meg árazási döntéseiket.

A tartósan cél feletti infláció miatt a monetáris politika is nagyobb szigorításra kényszerül, illetve a magasabb alapkamat-szintet tartósabban kell fenntartania. A jegybanki alapkamat így az első alternatív scenárió mentén 7,2 százalékig emelkedhet 2022 végére, ahonnan 2023 végére 6,2, míg 2024 végére 5,2 százalékra csökkenhet csupán. Az eszközvásárlási program újraindítására vagy az eszközállomány az eddig jelzethnél gyorsabb leépítésére nem számítunk ezen alternatív pálya mentén sem. Továbbá a magas infláció a monetáris mozgásteret is leszűkíti, így a jegybanknak arra sem lesz lehetősége, hogy például egy újabb hitelprogram révén célzottan lazítást kezdjen.

A költségvetési helyzetet az alappályához képest a lassabb gazdasági növekedés a bevételek mérséklésén keresztül rontja, amelyet némiképp ellensúlyoz a magasabb áremelkedés. Emellett a tartósan magas energiaárak a rezsicsökkentés

fenntartása érdekében nagyobb költségvetési kiigazítást indukálhatnak. Mindezen tényezők további kormányzati beruházások elhalasztását eredményezhetik. Ezzel együtt is a költségvetés ESA-hiánya az idei évben 2021-hez képest ezen alternatív scenárió mentén is mérséklődhet, azonban az alappályánál magasabban, a GDP 5,2 százalékán alakulhat. A kedvezőtlen gazdasági környezet miatt a fiskális szigor is lassabban fokozódhat, előrejelzésünk szerint a hiány jövőre is 4,0 százalékon alakulhat, ahonnan 2024-re csökkenhet a maastrichti küszöbérték alá 2,5 százalékra.

A magasabb költségvetési hiány negatívan befolyásolja az államadósságot. Ugyanakkor az alappályához viszonyítva a magasabb nominális GDP-növekedés – a gyorsabb áremelkedés miatt – elősegíti azt, hogy a magyar gazdaság fokozatosan kinője adósságát. Ennek köszönhetően a GDP-arányos államadósság 2022-ben és 2023-ban még az alappályán mért fölött 74,1, illetve 69,1 százalékon alakulhat, hogy aztán 2024-re az alá 63,9 százalékra mérséklődjön.



5. TÁBLÁZAT: AZ ELSŐ ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYV MELLETTI MAKROPÁLYA (SZÁZALÉK ÉS SZÁZALÉKPONT)

	2022		2023		2024	
	Első alternatív pálya	Eltérés az alap-pályától	Első alternatív pálya	Eltérés az alap-pályától	Első alternatív pálya	Eltérés az alap-pályától
<b>Bruttó hazai termék (volumenindex)</b>	<b>2,1</b>	-1,8	<b>3,6</b>	-1,1	<b>4,5</b>	0,3
<b>A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)</b>	<b>2,8</b>	-1,1	<b>2,9</b>	-0,9	<b>4,5</b>	0,1
<b>Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)</b>	<b>1,3</b>	-4,7	<b>5,5</b>	-0,2	<b>3,4</b>	0,2
<b>Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>2,1</b>	-2,5	<b>3,9</b>	-2,0	<b>8,3</b>	0,7
<b>Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>2,9</b>	-2,2	<b>3,5</b>	-1,2	<b>5,9</b>	0,3
<b>A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)</b>	<b>-2,0</b>	-0,5	<b>-1,3</b>	-1,0	<b>1,8</b>	-0,9
<b>Fogyasztóiár-index (%)</b>	<b>10,7</b>	1,4	<b>9,6</b>	3,2	<b>6,7</b>	2,2
<b>A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)</b>	<b>7,2</b>	0,4	<b>6,2</b>	1,2	<b>5,2</b>	1,2
<b>Munkanélküliségi ráta (%)</b>	<b>4,0</b>	0,2	<b>4,0</b>	0,3	<b>3,8</b>	0,3
<b>A bruttó átlagkereset alakulása (%)</b>	<b>14</b>	0,2	<b>12,6</b>	1,4	<b>11,3</b>	1,5
<b>A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>-5,0</b>	-0,2	<b>-4,0</b>	-0,8	<b>-2,1</b>	-0,4
<b>Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában</b>	<b>-4,0</b>	-1,5	<b>-1,7</b>	-0,7	<b>0,0</b>	-0,5
<b>Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>-5,2</b>	-1,0	<b>-4,0</b>	-0,8	<b>-2,5</b>	-0,2
<b>Államadósság a GDP százalékában</b>	<b>74,3</b>	1,8	<b>69,1</b>	1,4	<b>63,9</b>	-0,1
<b>GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)</b>	<b>2,3</b>	-1,0	<b>1,7</b>	-0,7	<b>2,2</b>	0,2

Forrás: Magyar Gazdaságkutató-számítás



## 5.2. Második alternatív pálya: gyors békekötés, stabilizálódó energiaárak

A második alternatív pálya az első ellentétéként értelmezhető. itt feltételeztük, hogy a felek viszonylag gyorsan békét tudnak kötni, amely elvezet a szankciók fokozatos feloldásához. Ez pedig pozitív kihatással jár a világgazdaság egészére. A csökkenő bizonytalanság eredményeként az energiaárak érdemben a jelenlegi szintjük alatt stabilizálódhatnak. Ez pedig az infláció lassulását és a reáljövedelmek értékének a növekedését vonja maga után, amely a gazdasági bővülés dinamizálódását eredményezi. A pénzromlás mérséklődése ezen felül lehetővé teszi azt is, hogy a jegybank korábban leállítsa kamatemelési ciklusát, mérsékelve ezzel a hitelköltségek növekedését és támogatva a beruházásokat, valamint a gazdasági bővülést. A dinamikusabb GDP-növekedés pedig a költségvetési egyenlegre is pozitív hatást gyakorol, az gyorsabb ütemben mérséklődhet, amely kedvezőbb adósságpályát is eredményez.

A háború lezárása az energiaárak normalizálódása miatt az inflációs ráta mérséklődését vonja maga után. A lassabb áremelkedés pedig növeli a bérek, a nyugdíjak, valamint az év elején kiutalt állami transzferek (13. havi nyugdíj, fegyverpénz, szja-visszatérítés) reálértékét, amely a fogyasztás dinamikusabb emelkedésében csapódik le várhatóan. Ennek megfelelően a háztartások fogyasztási kiadása a volument tekintve ezen alternatív pálya mentén a tavalyi 4,3 százalékról 5,0 százalékra gyorsulhat, majd 2023-ban és 2024-ben átlagosan 4,0 százalékot tehet ki. A fogyasztás bővülése így ezen scenárió mentén idén az alappályánál érdemben kedvezőbb, jövőre azzal közel megegyező, míg 2024-ben attól némiképp elmaradó lehet, amelynek oka a magasabb bázis.

A beruházásokra is kedvező hatást gyakorolna a háború minél előbbi lezárása, tekintve hogy az mérsékelné a bizonytalanságot, csökkentené a költségeket, valamint a kamatemelési ciklus is előbb véget érne. Ez egyébként az állami beruházásokra is kedvező hatást gyakorolna, tekintve hogy a magasabb gazdasági növekedés miatt emelkedő adóbevételek nyomán nem kellene a költségvetési egyenleg leszorítása érdekében beruházásokat elhalasztani. Mindezeket figyelembe véve a bruttó állóeszköz-felhalmozás volumene 2022-ben

7,6 százalékra gyorsulhat, amely ütem jövőre 5,9, 2024-ben pedig 3,4 százalékra lassulhat.

A konfliktus lezárása nem csak a magyar gazdaságra, hanem legfontosabb külkereskedelmi partnereinkre is kedvező hatást gyakorolna, így pedig a külső kereslet az alappályán jelzettnél gyorsabb ütemben bővülne, idén 0,3, jövőre 0,2, 2024-ben pedig 0,4 százalékponttal. Ez a magas beruházási ráta nyomán megvalósuló fejlesztésekkel együtt azt eredményezi, hogy az export volumene idén 4,9 százalékkal növekedhet, amely ütem a következő két év során 7,3 százalékig gyorsulhat. Ezen scenárió mentén a nemzetközi turizmus is gyorsabb ütemben állhat helyre a koronavírus-járvány okozta sokk-helyzetből.

Az alternatív pálya mentén gyorsabb ütemben növekvő belső kereslet, valamint a magasabb export-dinamika az import alappályán mérténél gyorsabb bővülését vonja maga után. Ennek mértéke 2022-ben 5,4, 2023-ban 4,9, míg 2024-ben 5,4 százalék lehet. Vagyis a külkereskedelmi egyenleg növekedési hozzájárulása ezen pálya mentén is csak 2023-tól lehet pozitív. A külkereskedelem áruforgalmi egyenlegére ezen felül további tényezőként hat az alappályához viszonyítva az alacsonyabb energiaár. Ezen tényezőket figyelembe véve idén az áruforgalom hiány 1,4 milliárd eurós passzívumot mutathat, amely viszont az alappályával szemben már jövőre aktívumba fordulhat, annak mértéke 0,2 milliárd euró lehet, amely 2024-re 3,1 milliárd euróra emelkedhet. A kedvezőbb külkereskedelmi adat a folyó fizetési mérleg egyenlegére is pozitívan hat, annak hiánya az alappályán mérténél kisebb, GDP-arányosan a vizsgált 3 évben rendre 4,7, 2,9, illetve 1,4 százalék lehet. Ennek köszönhetően csökkenhet a magyar gazdaság külső finanszírozási igénye is, ennek mértéke GDP-arányosan idén 2,4, jövőre pedig 0,7 százalékot tehet ki, amely viszont 2024-re 0,7 százalékos finanszírozási képességbe fordulhat át.

A kedvezőbb külső gazdasági környezetnek köszönhetően tehát a GDP növekedési üteme ezen alternatív pálya mentén idén 1,0, jövőre pedig 0,4 százalékponttal lehet kedvezőbb, mint az alappályán. A 2024-es bővülés ellenben kismértékben, 0,2 százalékponttal lassabb lehet a második alternatív scenárióban a magasabb

bázis miatt. Ezzel együtt is a GDP szintje 1,1 százalékkal lehet magasabban 2024-ben ezen scenárió mentén, mint az alappályán.

A foglalkoztatás ezen pálya mentén az alappályán becsülnél magasabban alakulhat köszönhetően a gyorsabb gazdasági bővülésnek, ugyanakkor a munkaerőpiacon ezen scenárió mentén is inkább a kínálati oldal és a kedvezőtlen demográfiai folyamatok jelentenek korlátot. A munkanélküliségi ráta így a második alternatív pályán 2022-ben 3,7 százalékon alakulhat, amely a következő két év során 3,3 százalékra mérséklődhet. Vagyis ezen pálya mentén a munkaerőhiány az alappályánál nagyobb problémát jelenthet a magyar gazdaság részére.

Az első alternatív scenárió esetében a magasabb infláció, míg itt az erőteljesebb munkaerőhiány miatt számítunk az alappálya esetén becsülnél gyorsabb béremelkedési ütemre. Ezt ebben a scenárióban a kedvezőbb gazdasági környezet is támogatja. Az átlagbér növekedési üteme a második alternatív pályán 2022-ben 14,8 százalékot tehet ki, amely 2023-ban 13,3, 2024-ben pedig 10,8 százalékra lassulhat. Vagyis a bérdinamika még az alappályán jelzethnél is erősebb lehet. Ez az alacsonyabb inflációval együtt érdemben gyorsabb reálbér-emelkedést jelent, amelynek mértéke idén 5,3 százalékot tehet ki, hogy aztán jövőre 6,8 százalékra gyorsuljon, de még 2024-ben is 6,3 százalékot tegyen ki.

A forint árfolyama a kedvezőbb gazdasági környezet hatására ezen scenárió mentén az alappályánál kedvezőbben alakulhat. Érdemi erősödésre azonban itt sem számítunk, az árfolyam a 360–370-es sávban mozoghat itt is az előrejelzési horizonton. Az infláció ezzel együtt is kedvezőbben alakulhat, amelyet a háború lezárása miatt mérséklődő energiaárak eredményezhetnek. Figyelembe kell venni ugyanakkor azt is, hogy sok vállalat már módosította árait, így ha a piacokon bekövetkezik a megnyugvás is, sokan nem fogják visszacsökkenteni áraikat. Emiatt az infláció üteme ezen a pálya mentén is 9,0 százalékot tehet ki 2022-ben. Ez az áremelkedési ütem pedig beépül majd a várakozásokba, ami miatt a pénzromlás sem tér majd vissza egyből a jegybanki célsávba, annak mértéke jövőre 6,1, míg 2024-ben 4,2 százalékot tehet ki.

A mérséklődő infláció a jegybankon lévő kamatemelési-nyomást is csökkenti. Emiatt az alapkamat az alappályán jelzett szint alatt, 6,7 százalékon tetőzhet idén. Az alacsonyabb tetőzés mellett a kamatcsökkentési ciklus is némiképp előbb kezdődhet meg ezen a pályán, így a jegybank irányadó rátája 2023-ban 4,8, 2024-ben pedig 3,6 százalékra mérséklődhet. E pálya mentén a gazdasági növekedés támogatása, illetve a zöld célok elérése érdekében a jegybank az előrejelzési horizont vége felé új hitelprogramot is indíthat.

Az alappályán mértnél gyorsabb növekedés miatt a költségvetési hiány is kisebb lehet azzal együtt is, hogy ebben a scenárióban a kiadásokat kevéssé kell a kormánynak visszafognia például a beruházások elhalasztása révén. A GDP-arányos hiány azonban idén még így is a maastrichti küszöbérték fölött 4,0 százalékon alakulhat. Az eurózóna-csatlakozás feltételeként megadott hiánykritériumot a költségvetés – szemben az alappályával – már jövőre teljesítheti ebben a scenárióban és a hiány mérséklődése 2024-ben is tovább folytatódhat. Ezen alternatív scenárió mentén 2023 után inkább az lesz a kérdés, hogy a kormányzat milyen gyorsan kívánja elérni a korábban sokszor hangoztatott egyensúlyi költségvetést.

Az alacsonyabb költségvetési hiány és a gyorsabb gazdasági növekedés miatt ezen scenárió mentén az államadósság is dinamikusabban csökkenhet GDP-arányosan mint az alappályán. Előrejelzésünk szerint annak mértéke idén 71,7, míg jövőre 66,6 százalékot tehet ki. 2024-ben ugyanakkor már az alappályán mérséklődhet gyorsabban az államadósság, amelynek oka, hogy ezen alternatív scenárió mentén a kedvezőbb árfolyamatok miatt a nominális GDP-növekedés – amely meghatározza az adósságmutató nevezőjét – kisebb lehet. Viszont ezzel együtt is az adósságráta érdemben megközelítheti a maastrichti küszöbértéket, a GDP 63,2 százalékát tehet ki.



6. TÁBLÁZAT: A MÁSODIK ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYV MELLETTI MAKROPÁLYA (SZÁZALÉK ÉS SZÁZALÉKPONT)

	2022		2023		2024	
	Második alternatív pálya	Eltérés az alap-pályától	Második alternatív pálya	Eltérés az alap-pályától	Második alternatív pálya	Eltérés az alap-pályától
<b>Bruttó hazai termék (volumenindex)</b>	<b>4,9</b>	1,0	<b>5,1</b>	0,4	<b>4,0</b>	-0,2
<b>A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)</b>	<b>5,0</b>	1,2	<b>3,9</b>	0,1	<b>4,1</b>	-0,3
<b>Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)</b>	<b>7,6</b>	1,6	<b>5,9</b>	0,2	<b>3,4</b>	0,2
<b>Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>4,9</b>	0,4	<b>6,3</b>	0,4	<b>7,3</b>	-0,3
<b>Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)</b>	<b>5,4</b>	0,3	<b>4,9</b>	0,2	<b>5,4</b>	-0,2
<b>A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)</b>	<b>-1,4</b>	0,1	<b>0,2</b>	0,5	<b>3,1</b>	0,4
<b>Fogyasztóiár-index (%)</b>	<b>9,0</b>	-0,3	<b>6,1</b>	-0,3	<b>4,2</b>	-0,3
<b>A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)</b>	<b>6,7</b>	-0,1	<b>4,8</b>	-0,2	<b>3,6</b>	-0,4
<b>Munkanélküliségi ráta (%)</b>	<b>3,7</b>	-0,1	<b>3,4</b>	-0,3	<b>3,3</b>	-0,2
<b>A bruttó átlagkereset alakulása (%)</b>	<b>14,8</b>	1,0	<b>13,3</b>	2,1	<b>10,8</b>	1,0
<b>A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>-4,7</b>	0,1	<b>-2,9</b>	0,3	<b>-1,4</b>	0,3
<b>Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában</b>	<b>-2,4</b>	0,1	<b>-0,7</b>	0,3	<b>0,7</b>	0,2
<b>Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában</b>	<b>-4,0</b>	0,2	<b>-2,9</b>	0,3	<b>-2,3</b>	0,0
<b>Államadósság a GDP százalékában</b>	<b>71,7</b>	-0,8	<b>66,6</b>	-1,1	<b>63,2</b>	-0,8
<b>GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)</b>	<b>3,6</b>	0,4	<b>2,6</b>	0,2	<b>2,4</b>	0,4

Forrás: Magyar Gazdaságkutató-számítás

## 6. Az IMF, az MNB, a PM és a Magyar Gazdaságkutató Zrt. előrejelzéseinek összevetése

Jelen fejezet keretében az IMF, a Magyar Nemzeti Bank, a Pénzügyminisztérium és a Magyar Gazdaságkutató makrogazdasági előrejelzéseit vetjük össze a 2022–2024-as időszakra. Az Európai Bizottság előrejelzését nem tárgyaljuk, mivel a jelenlegi gyorsan változó gazdasági környezetben az őszi előrejelzésének tartalma már nem releváns, a téli előrejelzése nem tartalmaz részletes adatokat, míg a tavaszi előrejelzését csak később publikálja.

Hasonlóan a koronavírus-járvány idején tapasztaltakkal, most is kiemelten fontos hogy az egyes intézmények mikor készítették előrejelzéseiket. A háborús környezet, hasonlóan a járványhelyzethez, gyorsan változik, így az aktuális állapot, a beérkező hírek és adatok érdemben befolyásolhatják a várt gazdasági pályát. De nem csak a háború, hanem a tavalyi évről beérkező adatok is érdemben módosíthatják az előrejelzéseket. Példának okáért a 2021-es GDP adat a vártnál érdemben kedvezőbb lett, amelynek köszönhetően a tényleges adat az előzetesen publikált államadósság-rátánál jóval kisebb 76,8 százalékos lett az év végére. Emiatt a magasabb államadósságból kivetített adósságpálya magasabb szinten alakulhat.

A következő előrejelzéseket hasonlítjuk össze:

1. A Nemzetközi Valutaalap (IMF) World Economic Outlook és Fiscal Monitor publikációja, előbbi április 19-én, utóbbi 12-én jelent meg;
2. A Magyar Nemzeti Bank március 24-én publikált Inflációs Jelentése;
3. A Pénzügyminisztérium által 2022. április 29-én publikált Konvergencia program;
4. A Magyar Gazdaságkutató már ismertetett előrejelzése, mely március 25-én készült.

Az előrejelzések számszerű összehasonlítását megelőzően érdemes áttekinteni az egyes intézmények főbb várakozásai a makrogazdasági folyamatokat illetően.

A Magyar Nemzeti Bank 2021 márciusi Inflációs Jelentésének fő üzenete, hogy a magyar gazdaság növekedési potenciálja a koronavírus-járványt követően is erős,

azonban a rövid távú gazdasági kilátásokat jelentős bizonytalanság övezi, amelyek eredete globális jellegű. Az orosz-ukrán háború alapjaiban változtatta meg a világgazdasági kilátásokat, annak hatása várhatóan Európában és a közép-kelet-európai régióban lehet a legjelentősebb. A nyersanyagok és az energia ára, valamint az ellátási láncok szakadozása nem csak Magyarországon, hanem globálisan is inflációs kockázatot jelent, amelyre a globálisan meghatározó (EKB, Fed) és régiós jegybankok is szigorítással reagálnak. Mindezen hatások a feltörekvő kötvény- és devizapiacokon növelték a volatilitást, illetve gyengítették a régiós devizákat. Ezzel együtt is a hazai inflációt jelentős felfelé mutató kockázatok övezik, amelynek mértékét elsősorban a háború alakulása határozza majd meg.

A Pénzügyminisztérium a Konvergencia program elején kiemeli a magyar gazdaság sikeres kilábalását, így célként a növekedési dinamika megőrzését és az egyensúlyi mutatók megerősítését határozza meg. Ugyanakkor a PM is kiemeli, hogy az orosz-ukrán háború jelentős kockázatot rejt a konjunktúrára az emelkedő energia- és alapanyagárak, illetve a nemzetközi ellátási láncok problémái nyomán. A Pénzügyminisztérium várakozásai szerint a háborús helyzet az idei évben rendeződik majd, ami megnyugtatóan hat a piacokra, így a gazdasági növekedés fennmaradhat a reáljövedelmek emelkedése, a kormányzati intézkedések következtében kiépített kapacitások, valamint a magas beruházási ráta eredményeként. A program emellett kiemeli, hogy ugyan a háború a menekültek ellátása miatt jelentős terhet ró a költségvetésre, azonban a gyors helyreállítás miatt a gazdaság élénkítésére költségvetési eszközökkel 2022-ben már nem lesz szükség. Így a tavalyi év végén bejelentett a tervezettnél 1 százalékponttal alacsonyabb 4,9 százalékos hiánycél tartható, amely a gazdasági növekedéssel együtt biztosítja majd az államadósság tavaly megkezdődött csökkentését.

Az IMF értékelése szerint a globális gazdasági kilátások az év eleje óta az orosz invázió hatására – elsősorban a Kelet-Európában okozott humanitárius katasztrófa, valamint a bevezetett szankciók miatt – jelentős romlott. A jelenlegi válság egy olyan időszakban következett be, amikor a gazdaságok még a koronavírus-járvány okozta helyzetből lábaltak ki. A háború hatásai, a Kínában bekövetkező gyakori és széleskörű lezárásokkal egyetemben a globális ellátási láncok szakadozását eredményezik. Az ennek köszönhető széleskörű és tartós

inflációs-nyomás pedig a jegybankokat a kamatkondíciók szigorítására ösztönözte. Az IMF számításai szerint a háború az orosz, illetve az ukrán gazdaságra gyakorolt hatása, valamint azok globális tovagyűrűződése miatt a világgazdasági növekedést idén 0,8, míg jövőre 0,2 százalékponttal egyaránt 3,6 százalékra lassítja. Több gazdaságban az emelkedő nyersanyagárak, valamint a koronavírusból történő kilábalást követő kereslet-kínálati egyensúlytalanságok miatt már a háborút megelőzően emelkedett volt az infláció. A háború miatt viszont a jegybankoknak erőteljesebb szigorításba kell fogniuk. Az emelkedő kamatkörnyezet pedig az eleve szűkös költségvetési mozgásteret tovább korlátozza majd, így a kormányzatok számára kiemelten fontos lesz, hogy minél célzottabb intézkedéseket hozzanak meg a válság által leginkább érintett csoportok támogatása érdekében.

A következőkben az egyes előrejelzéseket vetjük össze a 2022-es, 2023-as és 2024-es évek vonatkozásában. A következő változókat vizsgáljuk az elemzés során: GDP, fogyasztás, beruházás, export, import, infláció, munkanélküliségi ráta, illetve költségvetési egyenleg és az államadósság.

A kiemelkedő, 7,1 százalékos 2021-es gazdasági növekedés után mind a 4 vizsgált intézet érdemi lassulásra számít a kedvezőtlené váló globális gazdasági környezet hatására, ugyanakkor a bővülés így is pozitív lehet. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a tavalyi 7,1 százalékos bővülés viszonylag alacsony bázis mellett következett be, amely az idei évben már nem áll fenn. A Magyar Nemzeti Bank tekintettel a jelentős bizonytalanságra nem számszerű előrejelzést készített idén sem, hanem egy tág, 2,5–4,5 százalékos intervallumot határozott meg várakozásként. A másik három intézet előrejelzése is ezen sávon belül található, a felső sávszélhez közelebb. Közülük a legalacsonyabb várakozással az IMF rendelkezik (3,7 százalék), őket követi a Magyar Gazdaságkutató (3,9 százalék) és a Pénzügyminisztérium (4,3 százalék). Érdekesség, hogy a PM publikálta utoljára előrejelzését, miközben a háború elhúzódása elméletileg mérsékli a növekedést. A Reuters által megkérdezett elemzők közül a Magyar Takarékbank várja a legnagyobb, 5,9 százalékos GDP-bővülést idénre. Őket követi a UBS 5,0, az bank of America 4,8, az ING 4,5, az JP Morgan 4,3, az Erste Bank és a Kopint-Tárki egyaránt 4,0, a Magyar Gazdaságkutató 3,9 és a Capital Economics 3,3 százalékos előrejelzése. A legalacsonyabb várakozása ezzel szemben a CIB Banknak és az



Equilornak van, ezen két intézet egyaránt csupán 3,0 százalékos növekedést jósol idénre.

A háztartások fogyasztási kiadásának várható alakulását az IMF nem publikálja, de a másik 3 intézmény előrejelzése is jelentős mértékben eltér. Az MNB sávós várakozása alapján a bővülés 3,9 és 5,7 százalék között alakulhat, előbbi lassulást utóbbi gyorsulást jelentene a megelőző évhez képest. A Magyar Gazdaságkutató és a Pénzügyminisztérium várakozása itt jelentősen eltér: előbbi mindösszesen 3,9 százalékos növekedést vár, ami megfelel az MNB alsó becslésének, míg utóbbi 5,5 százalékosat, vagyis az MNB becslésének másik végétét.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás volumenét illetően az MNB csak kismértékű 0,8–2,4 százalékos bővülésre számít, míg az IMF ezt az adatot szintén nem közli. A PM és a Magyar Gazdaságkutató ennél gyorsabb növekedést jelez előre, azonban míg előbbi csak kismértékben (2,7 százalék), utóbbi jelentősen (6,0 százalék). Vagyis a várakozások itt is széles skálán mozognak.

A termékek és szolgáltatások exportjának volumene a Magyar Nemzeti Bank várakozásai szerint 2,5–5,8 százalékkal bővülhet 2022-ben. Az IMF várakozása megegyezik az MNB sávközepével (4,2 százalék) ezen a téren és a Magyar Gazdaságkutató előrejelzése is csak kismértékben magasabb ennél (4,6 százalék). A Pénzügyminisztérium viszont ennél magasabb, 5,7 százalékos növekedést vár, amely az MNB optimista becsléséhez áll közelebb. Az import volumen-bővülése a jegybank várakozásai szerint 2,3 és 4,8 százalék között alakulhat, míg az IMF ezen a téren 5,4, a PM 4,9, a Magyar Gazdaságkutató pedig 4,7 százalékos növekedést jósol. Vagyis amíg a PM és a Magyar Gazdaságkutató várakozásai szerint a külkereskedelmi mérleg növekedési hozzájárulása idén pozitív lehet, addig az IMF szerint az lassítani fogja a bővülést.

Az infláció tekintetében mind a 4 szervezet érdemben a jegybanki toleranciasáv feletti értéket vár 2022-ben. Ennek mértéke az MNB várakozásai szerint 7,5 és 9,8 százalék között lehet. A PM (8,9 százalék), illetve a Magyar Gazdaságkutató (9,3 százalék) előrejelzése is ezen a sávon belül található, közelebb a felső határhoz, míg a Valutaalap ennél érdemben magasabb, 10,3 százalékos áremelkedéssel szám.

A munkanélküliségi rátát az idei év vonatkozásában az MNB a 3,7–4,1 százalékos sávba várja. Az IMF ennél nagyobb, 4,3 százalékos, míg a Pénzügyminisztérium ennél kisebb, 3,6 százalékos rátát vetít előre, a Magyar Gazdaságkutató pedig 3,8 százalékos előrejelzése javulást jelent a 2021-es 4,1 százalék után.

A költségvetési hiány előrejelzésekor a Pénzügyminisztérium és a Magyar Nemzeti Bank az idei módosított költségvetési előirányzatban szereplő 4,9 százalékos GDP-arányos mutató jelzi előre. Az IMF várakozásai szerint a hiány ennél nagyobb lehet, elérheti a GDP 5,4 százalékát, míg a Magyar Gazdaságkutató ennél érdemben kedvezőbb, 4,2 százalékos rátát vetít előre.

Az MNB előrejelzése szerint a GDP-arányos államadósság az idei év végére a 74,6–76,5 százalékos sávba mérséklődhet. Előbbi közel 3 százalékpontos (az előrejelzés készítésekor még nem volt ismert a 2021-es adósságráta, az MNB 77,3 százalékkal számolt), míg utóbbi csak közel 1 százalékpontos mérséklődést jelentene egy év alatt. Az MNB-hez hasonlóan a PM is csak kismértékű 0,7 százalékpontos 76,1 százalék adósság-csökkenéssel számol, amelytől az IMF várakozásai sem tér el jelentősen (75,9 százalék). A Magyar Gazdaságkutató ennél érdemben kedvezőbb adósságpályát vetít előre, az előrejelzés szerint a GDP-arányos államadósság idén 72,5 százalékra mérséklődhet.

**7. TÁBLÁZAT: A FŐBB MAKROGAZDASÁGI ÉS ÁLLAMHÁZTARTÁSI MUTATÓKRA  
VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSEK (2022)**

	2022			
	IMF	MNB	PM	Magyar Gazdaságkutató
<b>GDP-növekedés (% , év/év)</b>	3,7	2,5–4,5	4,3	3,9
<b>Infláció (% , év/év)</b>	10,3	7,5–9,8	8,9	9,3
<b>Munkanélküliségi ráta (%)</b>	4,3	3,7–4,1	3,6	3,8
<b>Költségvetési egyenleg (GDP %-ában)</b>	-5,4	-4,9	-4,9	-4,2
<b>Bruttó államadósság (GDP %-ában)</b>	75,9	74,6–76,5	76,1	72,5

*Forrás: IMF, MNB, PM, Magyar Gazdaságkutató-számítás*

2023-ban a GDP-növekedés az MNB várakozásai szerint a 4,0–5,0 százalékos sávban alakulhat, vagyis a jövő évi bővülést az ideinél kisebb bizonytalanság övezi az előrejelzés alapján. A másik 3 intézet közül csak az IMF várakozása nem éri el a 4 százalékot, a várt 3,6 százalékos ütem közel megegyezik a 2021-es előrejelzéssel. Ehhez hasonlóan a PM is csak minimális lassulásra, 4,1 százalékra számít, míg a Magyar Gazdaságkutató előrejelzése szerint az idei 3,9 százalékos bővülés jövőre

4,7 százalékra gyorsulhat. A Reuters adatbázisa szerint a 2023-as növekedést illetően a Magyar Gazdaságkutató 4,7 százalékos előrejelzése a legoptimistább, amelyet a Takarékbank 4,2 százalékos várakozása követ. Az ING, a Kopint-Tárki, illetve az Equilor ezzel szemben 4,0, az Erste Bank 3,8, a Bank of America 3,7, a Cib Bank 3,5, míg a JP Morgan és a Capital Economics 3,0, a UBS pedig csupán 2,0 százalékos növekedést vár.

A háztartások fogyasztása az MNB várakozásai szerint 2023-ban 3,0–3,7 százalékkal növekedhet, amelynél a Pénzügyminisztérium (4,4 százalék) és a Magyar Gazdaságkutató (3,8 százalék) is gyorsabb bővülésre számít. A bruttó állóeszköz-felhalmozás esetében az MNB 2023-ra egy viszonylag szűk 3,9–4,3 százalékos sávot határoz meg. A PM 4,2 százalékos előrejelzése ezen sávon belül található, míg a Magyar Gazdaságkutató 5,7 százalékos várakozása érdemben kedvezőbb annál.

Az export esetében az MNB dinamikus, 6,6–7,9 százalékos bővülésre számít 2023-ban. Ehhez hasonlóan az IMF is 7,5 százalékos növekedést vár, míg a Pénzügyminisztérium (6,3 százalék) és a Gazdaságkutató (5,9 százalék) annál némiképp lassabbat. Az import vonatkozásában a jegybank 4,9–5,8 százalékos volumen-bővülést prognosztizál jövőre. Az IMF (4,6 százalék) vagy a Magyar Gazdaságkutató (4,7 százalék) előrejelzése ennél némiképp alacsonyabb, míg a PM várakozása (5,5 százalék) a sávhatáron belül, annak felső széléhez közelebb található. Közös ugyanakkor mind a 4 előrejelzésben, hogy a külkereskedelmi mérleg növekedési hozzájárulása jövőre pozitív lehet.

Az infláció vonatkozásában mind a 4 intézmény érdemi lassulásra számít jövőre. Ugyanakkor amíg az IMF és a Gazdaságkutató várakozásai szerint a pénzromlási ütem még 2023-ban is 6,4 százalékot tehet ki, addig a Pénzügyminisztérium már csak 5,2 százalékos ütemet vár. A legoptimistább a Magyar Nemzeti Bank, akinek a várakozásai szerint kedvező esetben az infláció már jövőre visszatérhet a toleranciasávba, annak mértéke 3,3 és 5,0 százalék között alakulhat.

Mind a 4 előrejelzés a munkanélküliségi ráta kismértékű csökkenését tartalmazza 2023-ban. Az IMF várakozásai szerint a mutatószám 4,2, a Magyar Gazdaságkutató szerint 3,7, míg a PM szerint 3,3 százalékra mérséklődhet, míg az MNB 3,4–4,0 százalék közötti munkanélküliséget prognosztizál.

Ehhez hasonlóan a költségvetési hiány tekintetében is javulást vár mind a 4 intézet, azonban a GDP-arányos mutatószám értéke egyik előrejelzésben sem teljesíti majd a 3 százalékos maastrichti kritériumot. Ahhoz legközelebb a Magyar Gazdaságkutató előrejelzése áll (3,2 százalék), míg a PM és az MNB egyaránt 3,5, az IMF pedig 3,9 százalékos költségvetési deficittel számol.

A mérséklődő hiány és a gazdasági növekedés nyomán az államadósság GDP-arányos értéke tovább csökkenhet mind a 4 előrejelzés szerint 2023-ban. Az IMF és a Pénzügyminisztérium várakozása közel megegyezik (73,5, illetve 73,8 százalék), míg az MNB ennél kismértékben kedvezőbb 72,1–73,2 százalékra csökkenő adósságrátát vár. A Magyar Gazdaságkutató 67,7 százalékos előrejelzése a legkedvezőbb, ugyanakkor hozzá kell tennünk, hogy az eltérés jelentős részét az érdeemben alacsonyabb 2022-es államadósság eredményezi.

**8. TÁBLÁZAT: A FŐBB MAKROGAZDASÁGI ÉS ÁLLAMHÁZTARTÁSI MUTATÓKRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSEK (2023)**

	2023			
	IMF	MNB	PM	Magyar Gazdaságkutató
<b>GDP-növekedés (% , év/év)</b>	3,6	4,0–5,0	4,1	4,7
<b>Infláció (% , év/év)</b>	6,4	3,3–5,0	5,2	6,4
<b>Munkanélküliségi ráta (%)</b>	4,2	3,4–4,0	3,3	3,7
<b>Költségvetési egyenleg (GDP %-ában)</b>	–3,9	–3,5	–3,5	–3,2
<b>Bruttó államadósság (GDP %-ában)</b>	73,5	72,1–73,2	73,8	67,7

*Forrás: IMF, MNB, PM, Magyar Gazdaságkutató-számítás.*

Az IMF 2024-re már csak 2,7 százalékos bővülést vár, míg az MNB a 3,0–4,0 százalékos sávba várja a növekedést, a Pénzügyminisztérium és a Gazdaságkutató pedig egyaránt 4,2 százalékot jelez előre. Ki kell emelni, hogy ilyen időtávon a bővülést már nem a jelenlegi gazdasági folyamatok befolyásolják elsősorban, hanem az előrejelzést készítő intézmény feltevései a gazdaság potenciális növekedési ütemére vonatkozóan. A Reuters elemzői konszenzusába 2024-re már csak 8 intézet adott becslést. A legmagasabbat, 5,1 százalékosat az ING, amelyet a Magyar Gazdaságkutató 4,2 százalékos prognózisa követett. Egyaránt 4,0 százalékos bővülésre számít 2024-ben a Magyar Takarékbank és a CIB Bank, míg az Equilor, az Erste Bank és a Capital Economics 3,5, a Kopint-Tárki pedig 3,0 százalékosra.

Az MNB várakozásai szerint 2024-ben a fogyasztás 2,8–2,9 százalékkal, míg a Pénzügyminisztérium és a Magyar Gazdaságkutató szerint egyaránt 4,4 százalékkal növekedhet. A bruttó állóeszköz-felhalmozás esetében a jegybank márciusi Inflációs Jelentése 2,5–3,7 százalékos sávot tartalmaz 2024-re, míg a Konvergencia program 4,4 százalékosat, a Gazdaságkutató legfrissebb előrejelzése pedig 3,2 százalékosat.

Az export 2024-es volumen-bővülését illetően az IMF előrejelzése 6,4, az Magyar Nemzeti Banké 4,6–6,6, a Pénzügyminisztériumé 6,5, míg a Magyar Gazdaságkutatóé 7,6 százalékos értéket tartalmaz. Az import esetében ezen értékek rendre 5,1, 3,5–4,8, 5,7, illetve 5,6 százalék. Vagyis hasonlóan 2023-hoz 2024-ben is mind a 4 intézmény pozitív növekedési hozzájárulással számol a külkereskedelmi mérleg esetében.

Az infláció vonatkozásában az IMF és a Pénzügyminisztérium előrejelzése is a jegybank 3,0 százalékos célját tartalmazza 2024-re, de az MNB által megadott célsáv (2,5–3,5 százalék) közepe is ennyi. Ezzel szemben a Magyar Gazdaságkutató előrejelzése szerint a pénzromlás üteme éves átlagban még 2024-ben sem tér vissza a jegybanki toleranciasávba, nemhogy a célra.

A vizsgált előrejelzések mindegyike a munkanélküliségi ráta további mérséklődésével számol 2024-re. Azonban amíg az IMF még erre az évre is 4,0 százalékos rátát vár, addig a PM már csak 3,1 százalékosat, az MNB 3,3–3,4 százalékosat a Gazdaságkutató pedig 3,5 százalékosat.

A költségvetés ESA-hiánya 2024-ben már mind a 4 intézet várakozásai szerint megfelel majd a maastrichti kritériumnak. Annak mértéke az IMF szerint 2,9 százalék, az MNB és a Pénzügyminisztérium szerint 2,5, míg a Magyar Gazdaságkutató szerint 2,3 százalék lehet. Ennek köszönhetően tovább folytatódhat a GDP-arányos államadósság mérséklődése. Az IMF előrejelzése szerint az adósságmutató 2024-re 72,3 százalékra csökkenhet, de a PM szerint is még 70 százalék fölött, 70,4 százalékon alakulhat. Az MNB ezzel szemben minimálisan 70 százalék alá, a Magyar Gazdaságkutató pedig 64,0 százalékra mérséklődő rátával számol.

**9. TÁBLÁZAT: A FŐBB MAKROGAZDASÁGI ÉS ÁLLAMHÁZTARTÁSI MUTATÓKRA  
VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSEK (2024)**

	2024			
	IMF	MNB	PM	Magyar Gazdaságkutató
<b>GDP-növekedés (% , év/év)</b>	2,7	3,0–4,0	4,2	4,2
<b>Infláció (% , év/év)</b>	3,0	2,5–3,5	3,0	4,5
<b>Munkanélküliségi ráta (%)</b>	4,0	3,3–3,4	3,1	3,5
<b>Költségvetési egyenleg (GDP %-ában)</b>	-2,9	-2,5	-2,5	-2,3
<b>Bruttó államadósság (GDP %-ában)</b>	72,3	69,9	70,4	64,0

*Forrás: IMF, MNB, PM, Magyar Gazdaságkutató-számítás.*

## 7. Táblázat

10. TÁBLÁZAT: ELŐREJELZÉS

	2021	2022	2023	2024
Bruttó hazai termék (volumenindex)	7,1	3,9	4,7	4,2
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)	4,3	3,9	3,8	4,4
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)	6,0	6,0	5,7	3,2
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	10,1	4,6	5,9	7,6
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	8,2	5,1	4,7	5,6
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	1,9	-1,5	-0,3	2,7
Fogyasztóiár-index (%)	5,1	9,3	6,4	4,5
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	2,4	6,8	5,0	4,0
Munkanélküliségi ráta (%)	4,1	3,8	3,7	3,5
A bruttó átlagkereset alakulása (%)	8,9	13,8	11,2	9,8
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	-3,1	-4,8	-3,2	-1,7
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	-0,5	-2,5	-1,0	0,5
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-6,8	-4,2	-3,2	-2,3
Államadósság a GDP %-ában	76,8	72,5	67,7	64,0
Az államháztartás elsődleges egyenlege a GDP százalékában	-4,5	-2,1	-1,3	-0,5
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)	5,3	3,3	2,4	2,0
Euróárfolyam (HUF)	358,5	368,7	370,0	375,0

Forrás: MNB, KSH, Magyar Gazdaságkutató-számítás