



Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép 2023 I. félévéről

Készült a Költségvetési Tanács Titkársága megbízásából

Készítették:

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

.....
Dr. Palócz Éva Mária, vezérigazgató



Budapest, 2023. szeptember 8.

Készült a KVT/7-1/2023 szerződés alapján

Dr. Palócz Éva Mária
vezérigazgató

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

Tartalom

1. Összefoglaló	5
2. Makrogazdasági folyamatok 2023 I. félévében.....	7
Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa.....	10
2.1. A GDP és komponensei	11
2.2. A GDP termelési oldala.....	16
2.2.1. Ipar	16
2.2.2. Építőipar	19
2.2.3. Lakásépítés	21
2.2.4. Turizmus.....	22
2.3. A GDP felhasználási oldala.....	24
2.3.1. A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai	24
2.3.2. Beruházások	27
2.3.3. Külkereskedelem.....	30
2.4. Foglalkoztatottság, munkanélküliség	34
3. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok	36
3.1. Államháztartási folyamatok.....	36
3.1.1. Költségvetési folyamatok az EU-ban 2023 első negyedévében	36
3.1.2. A magyar költségvetés 2023-ban	38
3.1.3. Államadósság	41
3.2. Infláció	43
3.2.1. Főbb inflációs tendenciák az elmúlt másfél évben.....	43
3.2.2. Kilátások 2023 második felében és 2024-ben	49
3.2.3. Termelői árak	50
3.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok.....	52
3.3.1. Jegybanki kamatok és árfolyam	52
3.3.2. Állampapír-piaci hozamok	54

1. Összefoglaló

2022 nagy részében a magasan tartott hazai kereslet hajtotta a növekedést, és noha a világgazdasági feltételek – nem utolsósorban az Ukrajna elleni orosz támadás és ennek tovagyűrűző következményei miatt – romlani kezdtek, az ipar és az export is aránylag ütésállóan bizonyult az év végéig.

Az idei első vizont két negyedévben a magyar gazdaságot már az év/éves növekedési indexekben is megmutatkozó recesszióba sodorta a belföldi kereslet összehúzódása. Ez utóbbi részben a tavaly év eleji stimuluscsomag révén is csúcsra pörgetett fogyasztási kereslet által tovább gerjesztett inflációnak, illetőleg az infláció miatti reálkereset-csökkenésnek tudható be. Másrészt viszont az állami kereslet drasztikus visszafogása, párosulva a finanszírozási feltételek romlásával és a vállalati beruházási kedv lanyhulásával, a vártnál is erőteljesebb beruházáscsökkenést eredményezett az első félévben. A nettó export erőteljes pozitív növekedés hozzájárulása negyedév/negyedéves alapon folytatódott a szezonálisan kiigazított GDP-volumen csökkenése, miközben éves összehasonlításban a GDP az első félév átlagában 1,7%-kal, ezen belül a második félévben 2,4%-kal csökkent. Ezzel a csökkenési ütemmel Magyarország negatív irányba lóg ki a térség más országaihoz viszonyítva.

A visszaesést a belföldi kereslet zsugorodása idézte elő, ezen belül viszont a *magánfogyasztás* esése a vártnál mérsékelt volt (az első félév átlagában 2%), annak ellenére, hogy a reálkeresetek kétszámjegyű ütemben estek vissza az első negyedévben. Ugyanakkor a *bruttó állóeszköz-felhalmozás* drasztikusabb visszaesést szenvedett el, és ebben a vállalatok egy része, az állam és (a jelek szerint) a háztartások csökkenő beruházási képessége és hajlandósága egyaránt szerepet játszott. Összességében a *belföldi felhasználás* az első negyedévben közel 5%-kal, a második negyedévben viszont (főként a beruházások súlyosbodó visszaesése miatt) már közel 8%-kal csökkent. A belföldi felhasználás visszaesésével párhuzamosan a *külkereskedelmi folyamatok* egészében véve kedvezőek voltak: az export dinamikája még a második negyedévi látványos lassulás mellett is jelentősen túlszárnyalta az import dinamikáját, így a külkereskedelem mérséklően hatott a gazdasági visszaesés ütemére.

Az év további részében a *dezinfláció* kedvezően hat a jövedelmi folyamatokra, ám várakozásunk szerint ennek hatása csak késleltetve jelenik meg a magánfogyasztás alakulásában. A beruházások feltételeit illetően a kép vegyes: a belföldi kereslet mélypontról való elmozdulása és a lassan csökkenő kamatlábak javíthatnak valamit a vállalati beruházási kedven, viszont a vállalati jövedelmezőség romolhatott a második negyedévben, az állami beruházásoknál nem várható érdemi változás, a háztartások lakásberuházásait megüti egyrészt az új támogatási konstrukciók hiánya, másrészt (2024-től) a meglévő konstrukciók szűkítése. Mindeközben a nemzetközi környezetben nincs jele látványos javulásnak. Így a második félévében folytatódhat – bár lassuló ütemben – a belföldi kereslet csökkenése, miközben a nettó export pozitív növekedési hozzájárulása mérséklődhet. A Kopint-Tárki, fenntartva fél évvel ezelőtti prognózisát, a GDP **0,5%-os** csökkenésére számít 2023-ban. A magánfogyasztás 1,5%-os, a bruttó állóeszközfelhalmozás 7,5%-os csökkenését jelezzük előre, mérsékelt növekvő export és enyhén visszaeső import mellett.

A központi alrendszer pénzforgalmi hiánya július végére 2.940-ra milliárd forintot tett ki és ezzel már elérte az éves előirányzat 86,5%-át. A nagyra duzzadt államháztartási hiány részben átmeneti egyedi, illetve szezonális hatásokat tükröz, így többek között a lakossági rezsitámogatások kifizetése és az extraprofit adók beérkezése közötti időbeli aszimmetriát. A költségvetési egyenleg alakulását ugyanakkor *szisztematikus hatások* is negatívan befolyásolták különösen a bevételi oldalon. Az év első 7 hónapjában a kedvezőtlen makrogazdasági folyamatok következtében tetemes adóelmaradás képződött, elsősorban a fogyasztáshoz kapcsolt adók, és azon belül is a legjelentősebb adónem, az áfa esetében, ami összefügg a folyóáras kiskereskedelmi forgalom nagyfokú lelassulásával. Míg 2022-ben a felgyorsult infláció hozzájárult a magas bevételi dinamikához, a jelek szerint ez a hatás 2023-ra visszajára fordult.

A Kopint-Tárki prognózisa szerint 2023-ban a kormányzati szektor eredmény-szemléletű hiánya a GDP arányában 4,9% körül alakulhat, de hathatós beavatkozás nélkül az 5%-ot is átlépheti. A kétszámjegyű nominális GDP-növekedésnek köszönhetően a GDP-arányos államadósság csökkenő pályán marad, de a tervezetthez képest az adósságráta kisebb mértékű csökkenésére számítunk az idén. Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos államadósság 71,5% körüli szintre mérséklődhet az év végére a megelőző évi 73,3%-ról.

Az elmúlt másfél év legdrámaibb makrogazdasági fejleménye Magyarországon az *infláció* elszabadulása, a fogyasztói áraknak a kilencvenes évek közepe óta nem tapasztalt, és az európai országokét is messze meghaladó emelkedése volt. 2022-ben Magyarország a 15,3%-os éves árindekszsel¹ még „csak” a negyedik helyen állt az inflációs rangsorban, a balti országok után, 2023 első felében azonban már egyértelműen a negatív lista élére került. Az 2023 első félévi 24%-os magyar infláció (HICP) mintegy 9 százalékponttal meghaladja a sorban következő Lettországot és majdnem háromszorosa az EU-átlagnak (8,3%).

2023-ra a Kopint-Tárki 18%-os éves átlagos *fogyasztói árindexet* jelez előre. Ez 1 százalékponttal alacsonyabb, mint az áprilisban prognosztizált érték. Enne oka, hogy az első félévben, különösen a nyári hónapokban az áremelkedés üteme árnyalatnyival nagyobb mértékben fékeződött, mint az várható. Az áprilisi jelentésünkben az első félévre 24-25%-os árindeket jeleztünk előre első félévre, a tényadat 23,63% lett (a KSH módszertana szerint számítva). A 18%-os éves előrejelzést lefelé és felfelé mutató kockázatok egyaránt jellemzik, plusz-mínusz 0,3-04%-kal.

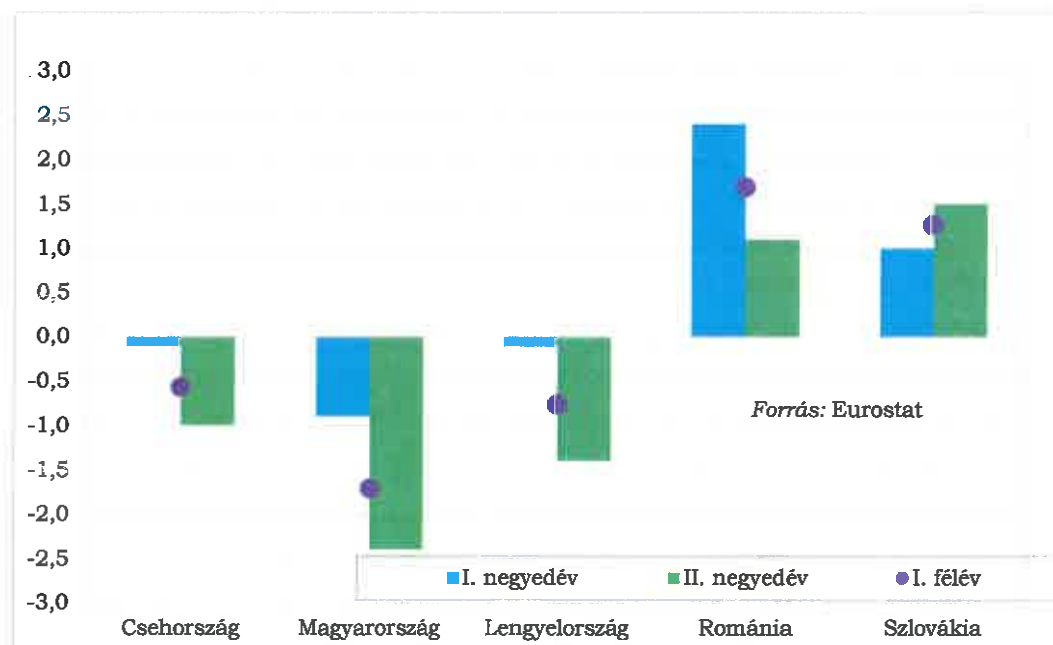
Az első félévi 23,6% után a második félévre 12,5%-os átlagos árindex várható. A csökkenés oka elsősorban a bázishatás, mivel az infláció 2022 második felében, és különösen az év végén tetőzött. Emellett a keresleti tényezők korlátozó hatása még a második félévben is érvényesülhet az áremelésekben, de jóval kisebb mértékben, mint az első félévben.

¹ A KSH módszerével mért éves fogyasztói árindex 2022-ben 14,5% volt. Az Eurostat által egységesen alkalmazott HICP (Harmonizált Fogyasztói Árindex) módszertan szerint pedig 15,3%.

2. Makrogazdasági folyamatok 2023 I. félévében

A magyar gazdaság elmúlt másfél évét a drasztikus irányváltás jellemezte, a 2022 elején mért kiugró ütemű növekedéstől a hozzávetőleges stagnálásig az év végére, majd pedig az érdemi visszaesésig az idei második negyedévben. A tavalyi növekedésnek drasztikus keresleti lökést adott az év elején végrehajtott kormányzati stimuluscsomag, aminek következtében a belföldi felhasználás növekedési üteme az első negyedévben a 10%-ot is meghaladta. E stimuluscsomag ugyanakkor drasztikus keresleti lökést adott az akkor már világszerte emelkedő, nemzetközi viszonylagban nagyjából kínálati okokra visszavezethető inflációnak, hogy az áremelkedés hazai üteme egészen extrém, az EU-ban sehol másutt nem látott magasságokba emelkedett. Kereslet-visszafogó és költségnövelő hatása révén a rekordszintű magyar infláció – az időközben egyre borúsabbá váló gazdasági környezet mellett – a hazai gazdasági lassulás, majd recesszió egyik fontos tényezője lett. A magyarországi konjunktúra, majd dekonjunktúra hazai összetevőinek jelentőségét aláhúzza, hogy miközben 2022-ben Magyarország felülmúlta a régió többi országát a növekedési ütem tekintetében, addig az idei első félévben a magyar gazdaság szenvedte el messze a legerőteljesebb visszaesést (Romániát és Szlovákiát egyelőre teljesen elkerülte a recesszió.)

Év/éves GDP-növekedési ütemek 2023 első felében (%)



Az idei GDP-csökkenés szerkezete csak részben van összhangban az előzetes várakozásokkal. A vártnak megfelelően a GDP-csökkenést a *belföldi felhasználás* (a félév átlagában 6,3%-os) zsugorodása okozta az első félévben. Ez kellően erőteljes csökkenés volt ahhoz, hogy ne csak az építőipart taszítsa válságközelbe állapotba, hanem az egyébként nagyjából exportorientált *ipari termelést* is a várakozásokat jócskán meghaladó mértékben süllyedő pályára állítsa. A belföldi felhasználás egyes

összetevői ugyanakkor nem a vártak megfelelően járultak hozzá a csökkenéshez. Az év elején még arra lehetett számítani, hogy az első félévben a gazdasági visszaesés legfőbb húzóereje a *magánfogyasztás* lesz – előrelátható volt, hogy a 2022 folyamán meredeken emelkedő infláció az idei első negyedévben tetőzik, és drasztikus reálkereset-csökkenést hoz magával. Az első félév GDP-felhasználási adatai szerint a fogyasztás nem egészen a vártak megfelelően reagált a reálkereset-csökkenésre. Az első negyedévben a fogyasztási kiadások 3,9%-kal estek vissza, ami számottevő, de jóval enyhébb, mint amire a 11%-ot meghaladó reálkereset-csökkenés alapján számítani lehetett. A második negyedévben a fogyasztási kiadások üteme 3,2%-ra mérséklődött, ami ugyan már nincs olyan kiáltó ellentétben a reálkeresetek 4,6%-os csökkenésével (tekintettel az alkalmazotti létszám szerény bővülésére), mégis meglepte az elemzőket, mivel ellentmondani látszik a *kiskereskedelmi forgalom* 11%-ot meghaladó második negyedévi zuhanásának. Egyelőre nincs igazán jó magyarázat az ellentmondásokra, bár többféle hipotézis is felvethető. (Az első negyedévben nem teljesen kizárt, hogy a reálkeresetcsökkenésnél mérsékeltebb volt a reáljövedelmek esése, a vegyes jövedelmek kedvező alakulása miatt; a második negyedévben a hazai fogyasztás dinamikáját az adatok szerint felhúzta a szolgáltatások fogyasztásának enyhe bővülése; a környező országokét meghaladó magyar infláció miatt megnőhetett a külföldön bevásárlók száma, ami hozzájárulhatott ahhoz, hogy a rezidens háztartások fogyasztási kiadásai valamivel kisebb mértékben csökkentek, mint a hazai fogyasztás volumene; a magán-egészségügyi szolgáltatások növekvő igénybevétele miatt az egészségügyi fogyasztásnak a korábbinál nagyobb hányada minősülhet most „fogyasztási kiadásnak”, és kisebb hányada „kormányzattól kapott természetbeni társadalmi juttatásnak”).

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

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

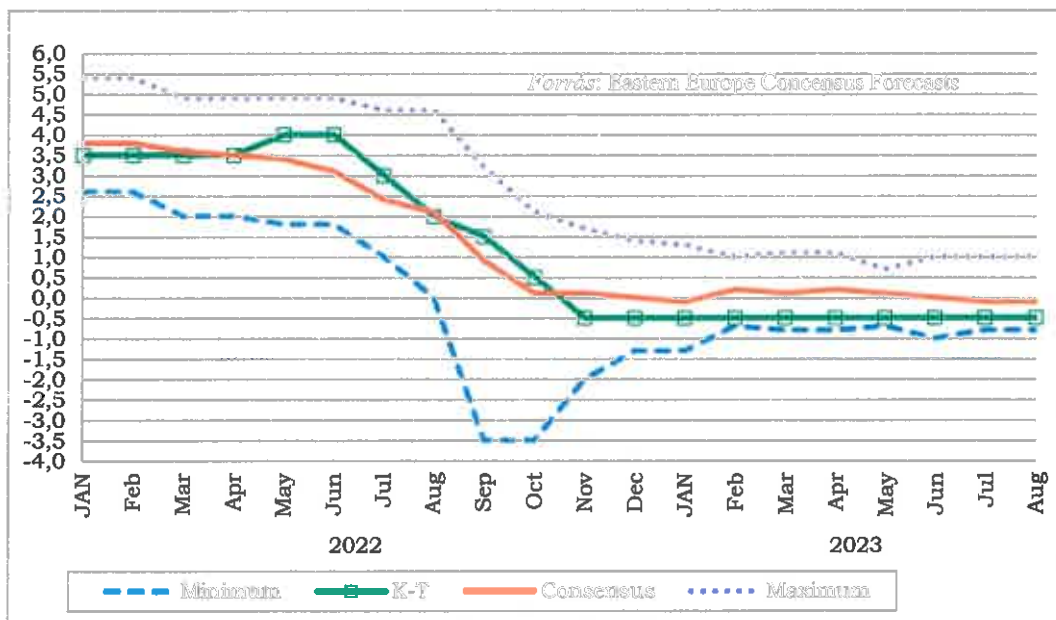
A jövőbeli kilátásokat illetően egyes tényezők pozitív irányba változhatnak, de a kép meglehetősen ellentmondásos. Lényegében bizonyosra vehető, hogy a dezinfláció folytatódik az év további részében (és – lassuló ütemben – jövőre is), és ennek nyomán a hanyatló belföldi kereslet *egyik* összetevőjére, a magánfogyasztásra nehezedő nyomás enyhülni fog a továbbiakban. (Várakozásunk szerint ennek a pozitív hatása késleltetve fog megjelenni a fogyasztásban, így pozitív fogyasztásnövekedést inkább csak jövő év elejétől várunk.) Viszont kérdéses, hogy ugyanez elmondható-e a belföldi kereslet másik összetevőjéről, a beruházásokról is. Itt egyrészt azzal kell számolni, hogy az állami kereslet minden bizonnyal nyomott marad. Másrészt a dezinfláció egyben a vállalatok költségáthárítási képességét is visszafoghatja. Ez lehet az egyik oka annak, hogy – a GDP-hez kapcsolódó negyedéves jövedelemszámlákból sejtethetően – az ún. bruttó működési eredmény, ami a vállalati nyereségességnek egy

kiinduló mutatószáma, kedvezőtlenebbül alakulhatott a második negyedévben, mint az elsőben. Vagyis keresleti oldalról a vállalatok beruházási kedve fokozatosan javulhat, de nyereségességi oldalról nem feltétlenül ez a helyzet.

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

Összességében, a meredek visszaesés által fémjelzett első félév után a második félév várhatóan a visszaesés mérséklődése jegyében telik, ugyanakkor ez utóbbi mértéke és üteme még mindig bizonytalan. Továbbra is **fenntartjuk a GDP 0,5%-os csökkenésére vonatkozó éves előrejelzésünket**. Ez a prognózisunk jelenleg az átlagosnál valamivel pesszimistábbnak számít.

Consensus prognózis Magyarország 2023. évi GDP-növekedésére (%)



2024-re szerény, mindössze 2,5% körüli növekedést feltételezünk.

Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa

(éves változás, százalék)

	Tényadatok					Előrejelzés		
	2021	2022	2023		júli-aug	2023		2024
			I. né.	II. né.		2023 ápr.	2023 szept.	2023 szept.
GDP-aggregátumok reálnövekedése								
GDP összesen	7,1	4,6	-0,9	-2,4		-0,5	-0,5	2,5
Belföldi felhasználás	5,8	3,9	-4,9	-7,6		-3,0	-3,9	2,4
Magánfogyasztás	4,4	5,8	-2,5	-1,6		-2,0	-1,5	1,6
Közösségi fogyasztás	3,9	-1,3	-4,6	2,3		-2,0	-0,8	0,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	5,9	1,2	-6,0	-15,6		-4,0	-7,5	2,4
Bruttó felhalmozás összesen	9,6	2,2	-8,1	-21,3		-4,3	-8,6	2,4
Export	10,3	11,8	6,6	0,2		3,5	2,7	2,9
Import	8,7	11,1	1,9	-5,6		0,6	-1,2	2,2
Ipari termelés	9,5	6,1	-3,3	-6,3	-3,6 ^e	-1,0	-4,0	4,0
Fogyasztói árindex	5,1	14,5	25,4	21,9		18,0	18,0	6,0
Foglalkoztatás, jövedelmek								
Foglalkoztatottak számának növekedése ^a	0,7	1,3	0,5	0,7	0,6 ^f	0,0	0,3	0,9
Foglalkoztatási ráta ^a	63,0	64,1	64,2	64,6	64,7 ^f	64,2	64,6	65,4
Munkanélküliségi ráta ^a	4,1	3,6	4,1	3,9	4,0 ^f	4,1	4,0	3,7
Termékegységre jutó bérköltség ^b	0,1	1,3	16,3	23,3		17,6	13,5	3,9
Bruttó nominális keresetek ^c	8,9	17,4	10,8	16,5		15,0	15,0	8,0
Nettó reálkeresetek	3,6	2,5	-11,6	-4,6		-2,5	-2,5	1,9
Megtakarítási ráta a GDP %-ában ^d	6,5	3,9	4,5	5,6		6,5	6,5	6,5
Folyó fizetési és tőkemérleg a GDP %-ában	-1,3	-6,1	-2,5 ^e			-0,5	-0,5	1,0
Államháztartás								
Államháztartási egyenleg, a GDP %-ában	-7,1	-6,2	-9,8	-3,8 ^h		-4,9	-4,9	-3,6
Bruttó államadósság, a GDP %-ában	76,6	73,3	74,9	74,7		71,4	71,4	69,5
Rövidtávú hozam (3 hó), időszak vége	2,16	12,32	14,48	10,03	9,32 ⁱ	8,5	8,5	5,5
Hosszút. hozam (10 év), időszak vége	4,51	8,98	8,44	6,98	7,04 ⁱ	6,5	6,5	5,5
Nemzetközi feltételek								
Nemzetközi kereskedelem volumene	10,4	5,4	1,3			2,4	2,4	3,4
Brent olajár (\$/hordó, időszaki átlag)	70,8	101,0	81,1	78,3	80,1 ^e	86,0	86,0	80,0
GDP-változás az eurózónában, %	5,3	3,5	1,2			0,9	0,9	1,6
GDP-vált. az új EU-tagországokban, %	6,3	4,0	7,1	4,7		0,9	0,9	2,7
Forint/euró, időszaki átlag	359	391	389	373	382	390	385	385
Dollár/euró, időszaki átlag	1,18	1,06	1,07	1,09	1,10	1,05	1,07	1,08

a Munkaerő-felmérés alapján, időszaki átlag, 15-74 éves népesség. A közfoglalkoztatottak a foglalkoztatottakhoz sorolódnak.

b Feldolgozóipar, bruttó hozzáadott érték és (a természetbeni juttatásokat is tartalmazó) havi átlagos munkajövedelem alapján euróban mért egységbérköltség százalékos változása, évkezdettől kumulált adat

c A megfigyelt munkáltatói kör adatai alapján

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

e Július

f május-július

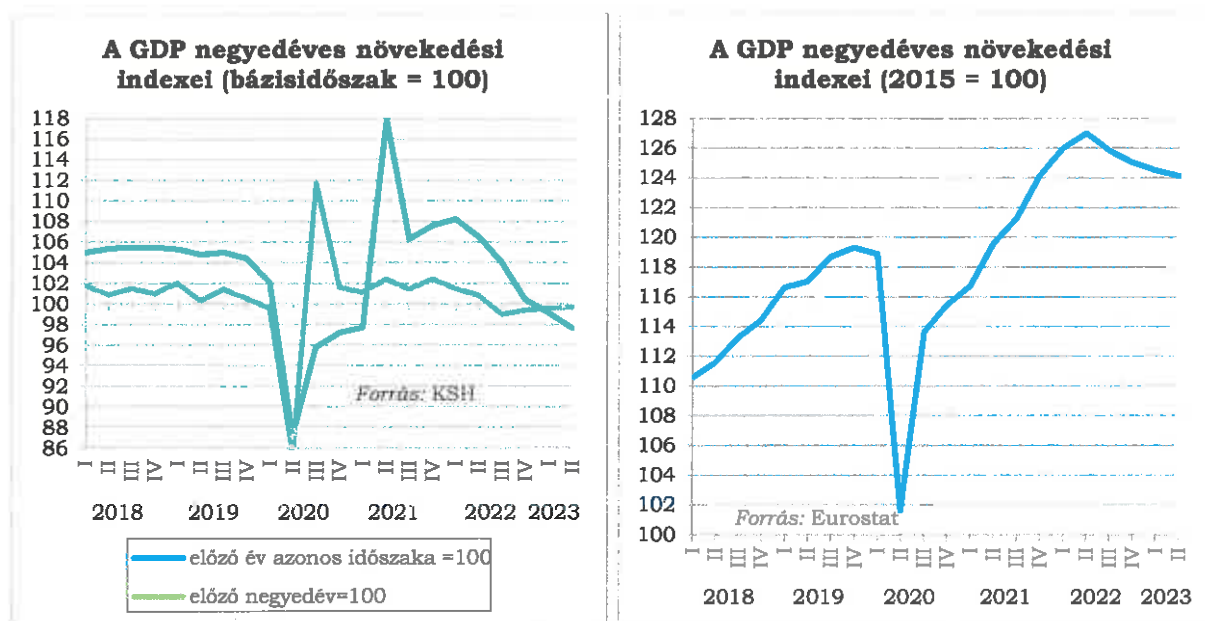
g MNB által közölt szezonálisan kiigazított adat

h Az MNB előzetes pénzügyi számlái alapján számított becslés

i Augusztus

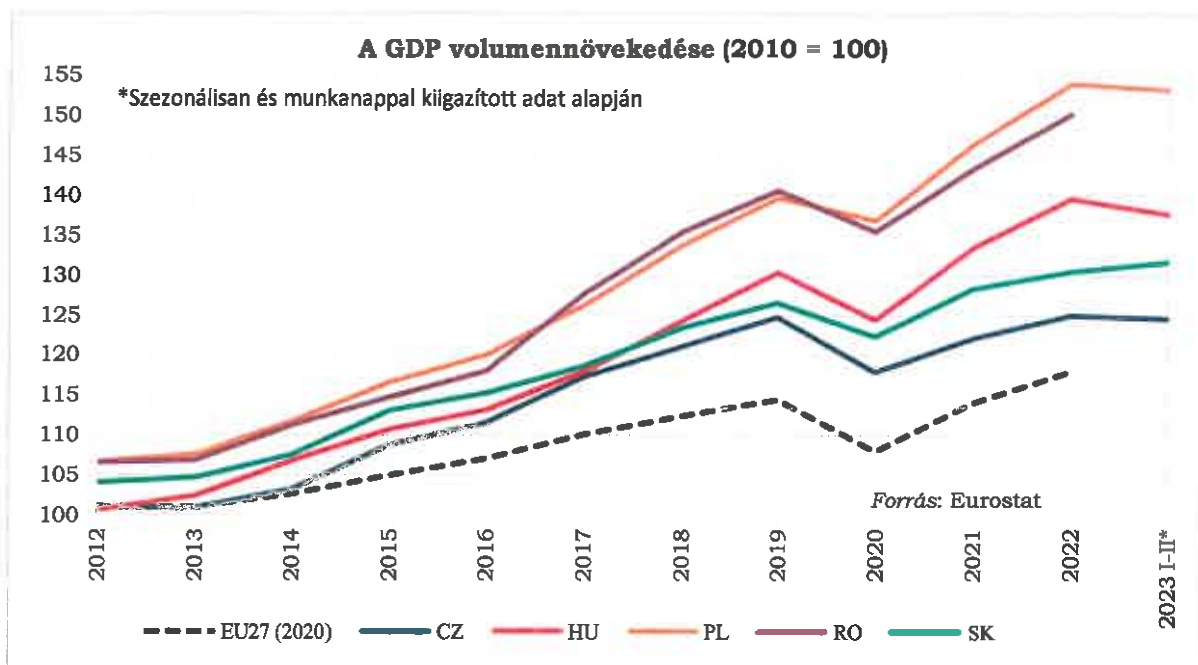
2.1. A GDP és komponensei

A tavalyi első félév kiugró növekedése után a gazdaság lassulni kezdett, E lassulás több tényező kölcsönhatásának tudható be, mindenekelőtt a háború okozta költségsokknak, a monetáris szigorítás nyomán romló finanszírozási környezetnek, az itthon rekordokat döntő (és a reáljövedelmeket erodáló) inflációnak, valamint az első negyedévi masszív keresletélénkítés után kényszerűségből végrehajtott fiskális hátraarcnak, az állami beruházások drasztikus visszafogásának. Az éven belüli irányváltás azt eredményezte, hogy a belföldi felhasználásnak az első negyedévben még 10% körüli növekedése az év végére csökkenésbe váltott, másfelől viszont az első negyedévben még a növekedést fékező külkereskedelem az év második felében visszafogóan hatott a gazdasági dinamika lassulására.

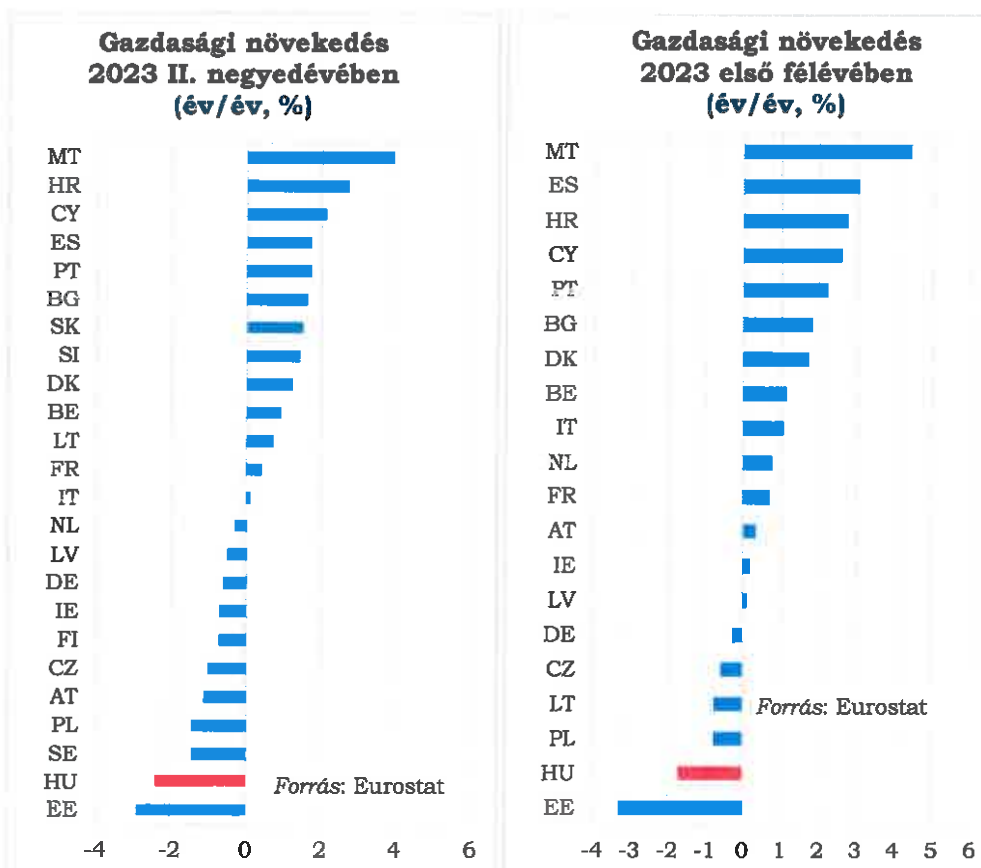


Ezt követően, **2023** első és második negyedévében pedig gyorsuló ütemben (rendre 0,9 és 2,4%-kal) csökkent a GDP volumene éves összevetésben. Az *első félév átlagában* a visszaesés üteme 1,7%. A megelőző negyedévhez képest már négy negyedéve tart a csökkenés – ez utóbbi üteme viszont fokozatosan mérséklődik, az idei második negyedévben 0,3% volt.

Az első félév átlagos GDP-szintje – szezonálisan kiigazított volumenadatok alapján – az idei visszaesés ellenére közel 6%-kal magasabb volt, mint a Covid-válságot megelőző 2019. évi csúcsszint. Ez Csehországhoz és Szlovákiához képest jobb Covid utáni növekedési teljesítményt jelent, viszont jócskán elmarad Lengyelországtól és (bár itt a második negyedévi adat még nem elérhető) Romániától.



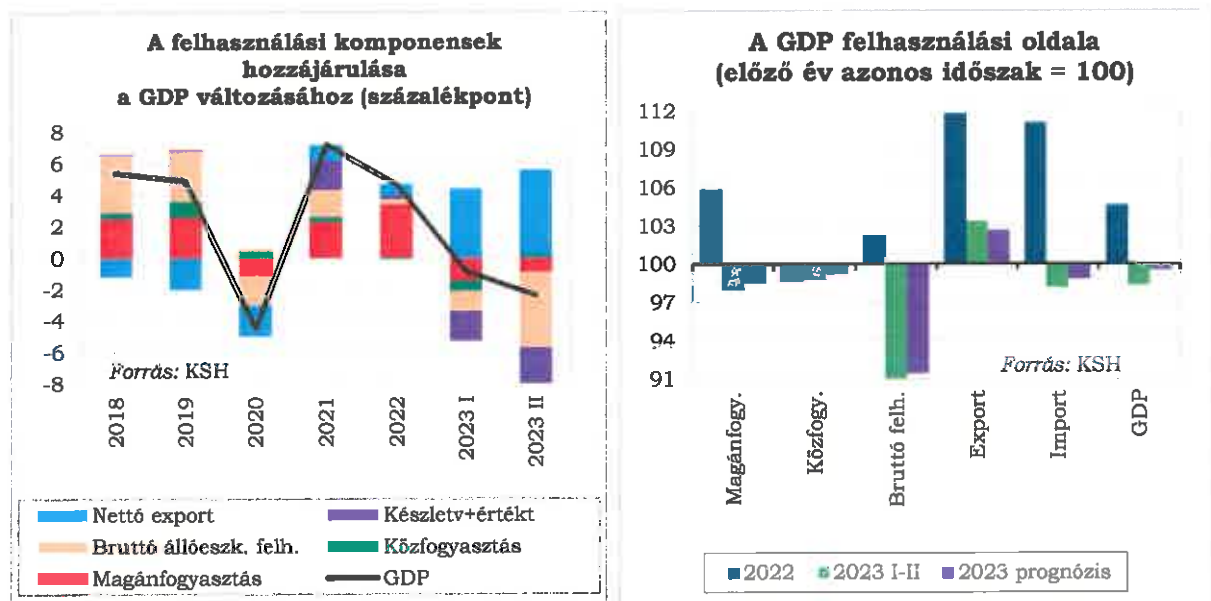
Ha az egész EU-val vetjük össze, a 2023. első félévi magyar gazdasági dinamika mind az első félév átlagában, mind pedig a második negyedévben kiugróan kedvezőtlen volt: az eddig beérkezett adatok alapján egyedül Észtországban volt még jelentősebb a gazdasági visszaesés, ráadásul az országok valamivel több mint felében pozitív GDP-növekedést mértek az első félévben.



A gazdasági dinamika romlása egyebek mellett az ukrajnai orosz invázió után kiéleződött energiaválságból és más nyersanyagok világpiaci árának emelkedéséből

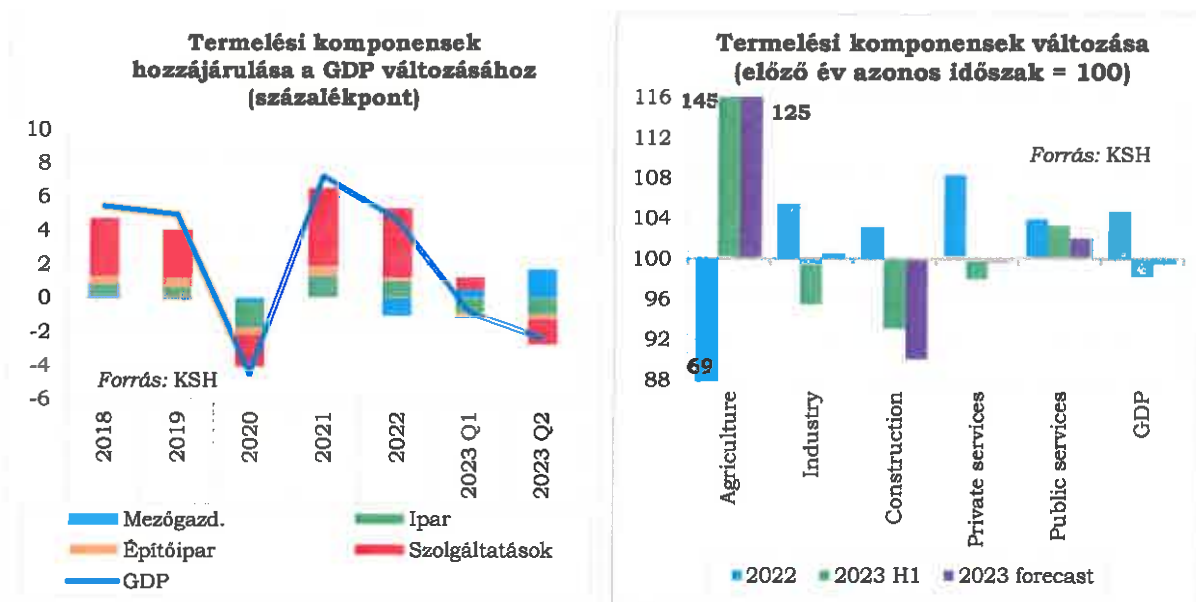
adódó költségsokkhoz, a részben ezzel, részben pedig a hazai extrém keresletösztönző intézkedésekkel összefüggésben páratlanul magas szintre emelkedő *infláció* keresleti és költséghatásához, valamint (az idei második félévben már jól érzékelhetően) a nemzetközi feltételek kedvezőtlenebbé válásához köthető.

Ugyanakkor, habár ez utóbbi is érezteti hatását, pl. az ipari export gyengélkedésében, a gazdasági visszaesés domináns tényezője a *belföldi kereslet* csökkenése. A **felhasználási oldalon a belföldi felhasználás** 6,4%-kal csökkent év/éves alapon az első félévben, ezen belül a második negyedévi ütem mínusz 7,6%-os volt. Érdekes módon a belföldi felhasználás legnagyobb komponensénél, a *háztartások fogyasztási kiadásainál*, a visszaesés ugyan érdemi volt, de nem elsőpró: az első negyedévi 3,8%-os csökkenést a második negyedévben 3,2%-os esés követte. Ez meglepően szerény mérték annak fényében, hogy a *reálkeresetek* az első félév átlagában közel 8%-kal estek vissza. A fogyasztásmérték feltevésének ellentmondani látszik a *nettó pénzügyi megtakarítások* meredek emelkedése. Az első negyedévben a reálkereset-csökkenés általános hatását mérsékelhette a vegyes jövedelmek emelkedése, a második



negyedévben viszont – a rendelkezésre álló nominális adatok alapján – ennek már kisebb az esélye. Az viszont valószínűsíthető, hogy a háztartások *beruházásai* jelentősen, a magánfogyasztásnál jóval erőteljesebben visszaestek.

A lakosságnak nyújtott kormányzati transzferek mindkét negyedévben jelentősen bővültek, így a **teljes magánfogyasztás** az első félévben csak 2%-kal, ezen belül a második negyedévben mindössze 1,6%-kal volt alacsonyabb, mint egy évvel korábban. A belföldi felhasználás csökkenésének domináns tényezője meglepő módon nem a magánfogyasztás, hanem a *bruttó felhalmozás* két összetevője, a **bruttó állóeszköz-felhalmozás** és a készletváltozás. E komponensek nem csupán visszaesésük ütemét tekintve, hanem a GDP-csökkenéshez való hozzájárulásuk alapján is a GDP-alakulás legfőbb negatív hajtóereje voltak az első félévben. Az állóeszköz-felhalmozás az első félév átlagában 11,8%-kal, a készletváltozást is magában foglaló teljes felhalmozás viszont 15,8%-kal zuhant. Egészében véve elmondható, hogy nagyjából a belföldi kereslettől függő – ezért jobbára a háztartási és/vagy állami kereslet komoly hiányától szenvedő – gazdasági ágakban



estek vissza a beruházások (pl. építőipar, ingatlanügyletek, szállítás, szálláshelyvendéglátás, állami szolgáltatások), miközben az inkább exportorientált feldolgozóipari beruházások tovább nőttek. Ám ez utóbbi esetében sem homogén a kép, a feldolgozóipari alágak számottevő hányadában is csökkentek a beruházások.

Mindeközben a **nettó áru- és szolgáltatásexport** folyamatosan és jelentősen hozzájárult a növekedéshez az idén. A korábbi évekhez képest újdonság, hogy ez a pozitív hatás szinte teljesen az **áru-külkereskedelemhez** köthető – az áruexport és -import ütemkülönbsége az első félév átlagában 6,1%-pontos volt, növekvő áruexport és némileg visszaeső áruimport mellett. Habár a második negyedévben már az áruexport dinamikája is meglehetősen gyenge volt, a belföldi kereslet zsugorodása miatt az áruimport az első negyedévben alig nőtt, a másodikban pedig már érdemben visszaesett. A szolgáltatás-külkereskedelemben az export-import ütemkülönbség csupán 2%-pont körüli volt, a nettó export növekedési hozzájárulása pedig féléves átlagban elhanyagolható.

A **termelési oldalon** a mezőgazdaság hozzáadott értéke a vártak megfelelően, sőt azon túlmenően bővült az első félévben. A belföldi (jelesül az állami) kereslet összehúzóásától szenvedő építőipar féléves csökkenése 7%-os volt. Általános meglepetést keltett viszont az **ipar** hozzáadott értékének érdemi, 4,6%-os (ráadásul a második negyedévben gyorsuló) visszaesése az első félévben. Az export iránti külföldi kereslet viszonylagos stabilitására építve az elemzők kisebb-nagyobb fokú növekedést vártak az idén az iparban, ehelyett az exportértékesítés gyengélkedése és a belföldi értékesítés valóságos bezuhanása érdemi termelés kiesést okozott. A **szolgáltatások** hozzáadott értéke a félév átlagában csupán 0,7%-kal csökkent éves összehasonlításban. Ez a KSH jelentése szerint részben a magánegészségügyi szolgáltatások bővülésének köszönhető, miközben a piaci szolgáltatások feltehetőleg mindkét negyedévben – de főként a második negyedévben – visszaestek. A legnagyobb mértékben a **kereskedelem** hozzáadott értéke csökkent (az első félév átlagában közel 10%-kal), de érdemi volt a szállítás-raktározás teljesítményének zsugorodása is.

Az év fennmaradó részére vonatkozó kilátásokat nagyban meghatározza a **dezinflációs** folyamat üteme. A reálkeresetek csökkenése szeptembertől kezdve növekedésbe

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

Ezért várakozásunk szerint *a belföldi keresleti dinamika javulása nem lesz igazán átütő az év fennmaradó részében. Az exportkilátások jelenleg meglehetősen bizonytalanok, egyértelmű világgazdasági javulásnak egyelőre semmi jele. Ezért – habár az importdinamika csak fokozatosan élénkül – a nettó export növekedési hozzájárulása mérséklődik a továbbiakban, habár várhatóan az év második felében is pozitív marad.*

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

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

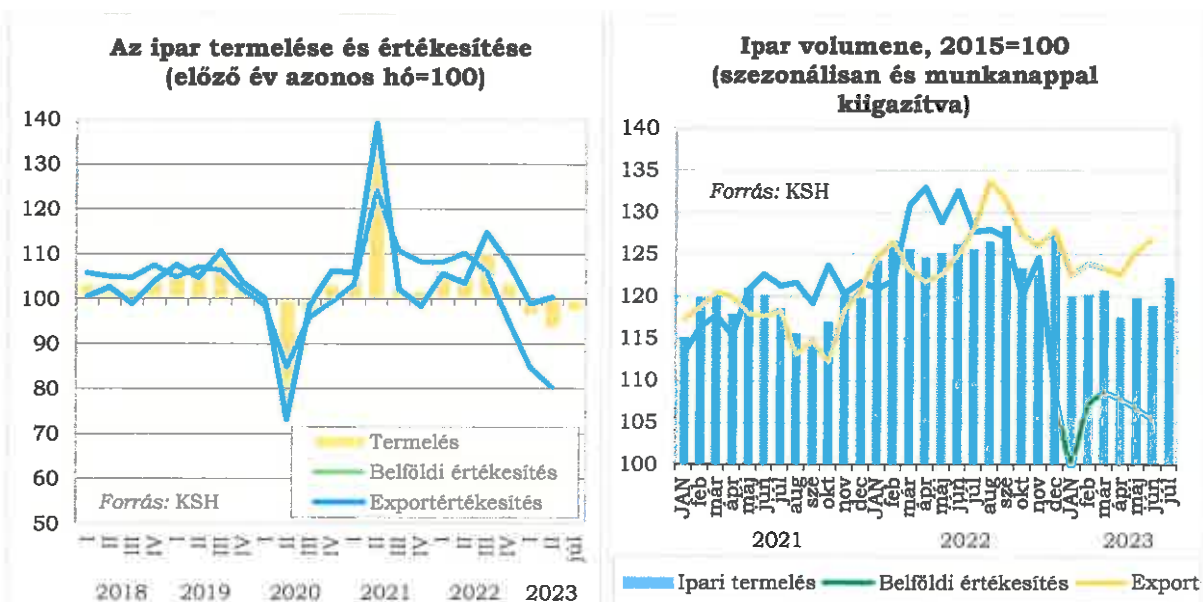
2.2. A GDP termelési oldala

2.2.1. Ipar

2022-ben a háború kitörése és az energiaárak gyors megugrása ellenére az ipar meglehetősen dinamikus növekedést tudott produkálni az év nagy részében, annak ellenére, hogy egyes energiaigényes ipari ágazatok, mindenekelőtt a vegyipar, gyorsan nehéz helyzetbe került. Az utolsó negyedévben az ipari növekedés lelassult ugyan, de ez akkor még főként a belföldi értékesítés visszaesésének volt betudható, miközben az exportértékesítés továbbra is jó ütemben bővült. Ennek alapján az **idei év** elején még reménykedni lehetett abban, hogy az ipari kibocsátás – ha szerény mértékben is – az idén is nőni tud. Az első félév fejleményei alaposan rácafoltak erre a reményre. Az ipari termelés az első hat hónap átlagában 4,8%-kal esett vissza, ezen belül az első negyedévi csökkenés 3,3%-os, a második negyedévi 6,3%-os volt.

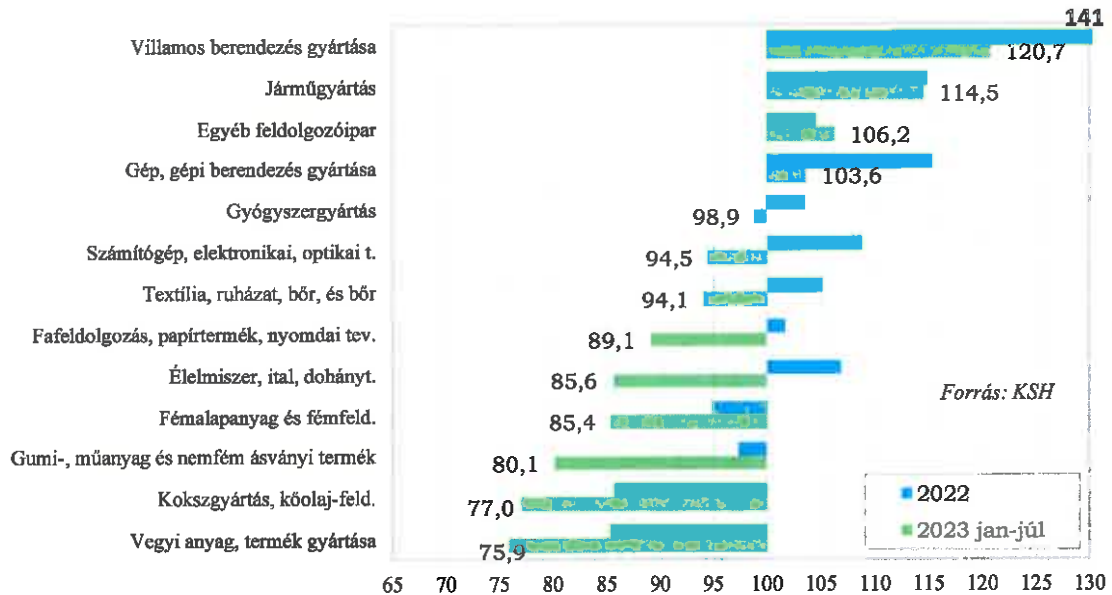
A volumencsökkenés továbbra is főként a belföldi értékesítésnek tudható be: a félév átlagában 17,1%-kal esett vissza a hazai értékesítés (ezen belül a második negyedévben 19,5%-kal), vagyis a belföldi kereslet zsugorodása a vártnál is jobban megütötte az ipar hazai piacra termelő részét, mindenekelőtt a tovább-felhasználásra termelő és a tartós fogyasztási cikkek gyártó ágazatokat. Ám eközben az exportértékesítés is lényegében stagnált az első félévben – 0,2%-kal csökkent éves összehasonlításban, ezen belül az első negyedévi 0,9%-os esést 0,5%-os növekedés követte a második negyedévben. E stagnálás háttere a vártnál markánsabb világgazdasági lassulás, a világszerte elhúzódó monetáris szigorítás, a folytatódó orosz-ukrán háború, illetőleg a Covid-lezárásokat követő meglepően vérszegény kínai fellendülés – mindezek nyomán az EU-27 ipari teljesítménye érdemben gyengült. Az ipar kilábalását nehezíti, hogy habár az energiaárak látványosan csökkentek a 2022. évi csúcshoz képest, még mindig érdemben magasabbak – és jó eséllyel tartósan magasabbak is lesznek – mint a háború kitörése előtt, nem is beszélve a 2015-2020-as időszak átlagszintjéről.

Az előzetes adat szerint *júliusban* a szezonálisan kiigazított ipari termelés figyelemre méltó módon 2,8%-kal nőtt az előző hónaphoz képest, így az év/éves csökkenés üteme is mérséklődött. Egyelőre nem ismert, hogy e javulás a belföldi vagy



exportértékesítésnek köszönhető-e. Összességében az első hét hónap átlagában az ipari növekedés 4,5%-kal esett vissza.

**Termelés volumenindexei áganként
(előző év azonos időszaka = 100)**



Ágazati bontásban az ipari visszaesés meglehetősen széles körű, kiterjedt a feldolgozóipari ágak több mint kétharmadára, nem beszélve a zuhanó bányászatról és energiaágazatról. Az élelmiszeripar meredek esése (amely összefügg a mezőgazdaság tavalyi beomlásával) folytatódik, habár az ágazat a jelek szerint elérte mélypontját. A háború és folyományai által (is) gerjesztett energiaválság által erősen sújtott vegyipar egyelőre nem tud lábra állni. Meredek esésben van a gumi-, műanyag- és építőanyagipar, ezen belül is kiemelkedik az építőipari visszaeséstől sújtott építőanyagipar kibocsátásának a zuhanása (30% az első felévben). Viszonylag alacsony (a tavalyi átlagnál alacsonyabb) szint körül ingadozik az elektronikai ipar kibocsátása.

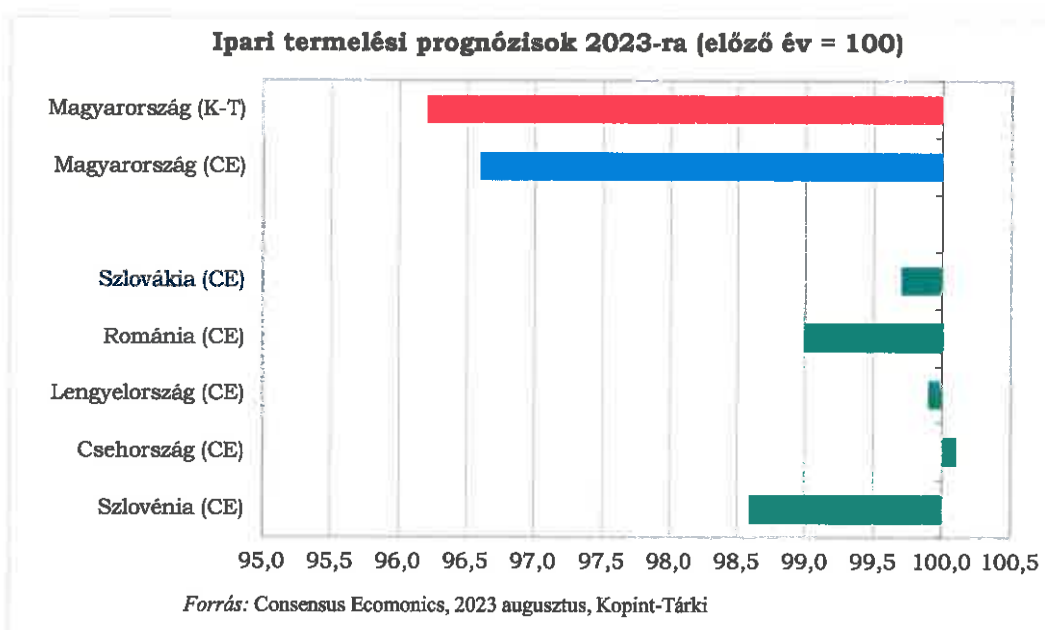
Az idén is növekedést produkáló négy ágazat: az akkumulátorgyártás által megtámasztott villamosgépiparban, az autógyártásban, a szűken vett gépiparban és a heterogén egyéb feldolgozóiparban. (A második negyedévben már a gépipari kibocsátás is némileg csökkent éves összevetésben.) Megjegyzendő, hogy az idén már az évek óta húzóágazat szerepét betöltő villamosgépipar dinamikája is lassul, és a szezonálisan kiigazított adatok alapján – a bázis gyors emelkedése miatt – nem biztos, hogy a növekedés kitart az év végéig. Ez főként az ágazati *belföldi értékesítés* kedvezőtlen alakulása miatt van így – az exportértékesítésben a helyzet kedvezőbb, habár a trend itt is a villamosgép-ipari növekedés lassulása irányába mutat. Összességében a szezonálisan kiigazított fixbázisú termelési adatok jelenleg csak az autógyártásban és az egyéb feldolgozóiparban adnak okot bizonyos fokú optimizmusra rövid távon.

Az idei második félév kilátásait illetően valószínűsíthető a belföldi értékesítés bizonyos mértékű felélése (bár ennek mértéke kérdéses), ám ennek ellenére (a bázishatás miatt) a belföldi értékesítés év/éves alapon legfeljebb az utolsó negyedévben fordulhat

növekedésbe. Némileg bizonytalanabb az exportértékesítés jövőbeli pályája. A fizbázisú exportértékesítés számai enyhe felpattanást mutatnak május-júniusban, de mivel sem a nemzetközi kamatszint csökkenése, sem az energiahordozók árainak jelentős csökkenése, sem a háború befejezése, sem az amerikai-kínai geopolitikai ellentétek oldódása nincs napirenden, kevés az esély arra, hogy az ipari export kedvezőbb feltételekkel szembesül a közeljövőben, mint az év első felében.

Ezzel kapcsolatban megjegyzendő, hogy a KSH adatai szerint a rendelésállomány nem alakul kifejezetten rosszul: az exportrendelések volumene júniusban (idén első ízben) több mint 10%-kal meghaladta az egy évvel korábbi szintet. Másfelől viszont az augusztusi BMI-index semmilyen javulást nem jelzett, legfeljebb a kilátások romlásának némi lassulását. (Mindkét mutatószámról elmondható, hogy legfeljebb orientációképpen hasznosak, közvetlen előrejelző értékük viszonylag csekély.)

2023-ban számottevő, mintegy 3,5%-ot némileg meghaladó ipari visszaesést várunk. Ez az előrejelzés valamivel pesszimistább, mint a Magyarországra vonatkozó előrejelzői konszenzus, továbbá súlyosabb visszaesést vetít előre, mint amekkorát a Consensus Economics előrejelzői a régió más országai esetében várnak.

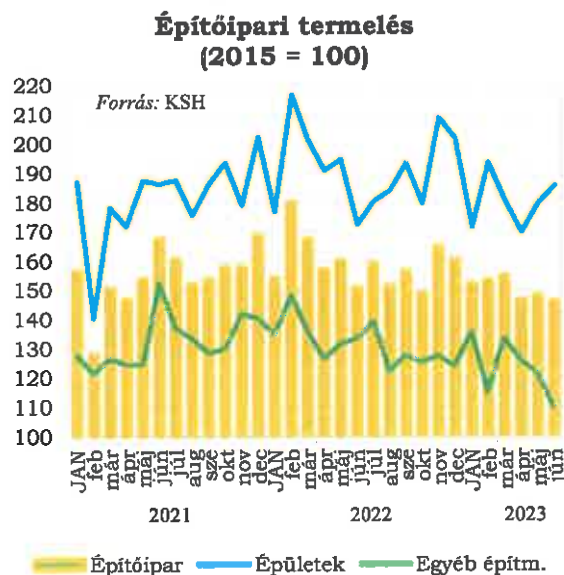
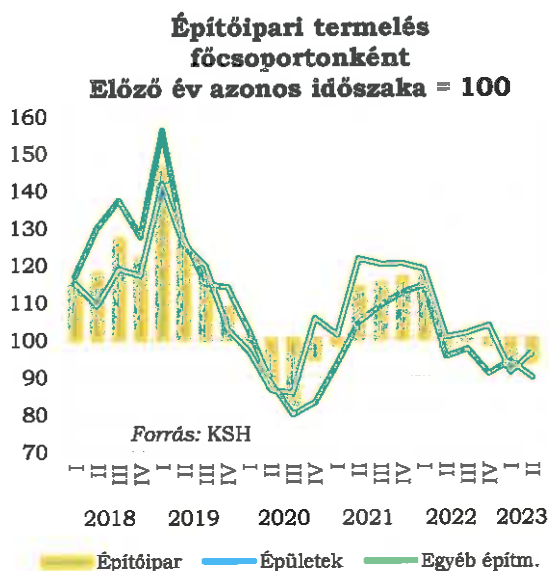


2.2.2. Építőipar

2022 első negyedében az építőipar még gyors ütemű növekedést produkált (mindkét főcsoportban), az év további részében viszont a magasépítési aktivitás hozzávetőlegesen stagnált, a mélyépítés teljesítménye pedig már érezhetően zsugorodott. Az **idei** évet az építőipari kibocsátás visszaesése jellemzi: az első félév átlagában az ágazat teljesítménye 7%-kal, ezen belül a második negyedévben 6,2%-kal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A két főcsoport növekedési pályája eltér: a magasépítésben a csökkenés mértéke számottevően mérséklődött a második negyedévben, az első negyedévi 8,8%-ról mindössze 3,5%-ra, miután a második negyedévben a bázis már nem volt kiemelkedően magas. Ezzel szemben a mélyépítésben határozottan romlik a helyzet: az első negyedévi 5,7% után 10,2%-os visszaesést regisztrált a KSH. A szezonálisan kiigazított kibocsátás adatai is megerősítik ezt a képet: a mélyépítésben kibocsátás trendje egyértelműen csökkenő, miközben a magasépítésben – túl a havi kilengéseken – az ereszkedő trend sokkal bizonytalanabb. Ezt aláhúzza, hogy júniusban éppenséggel számottevően nőtt a magasépítés kiigazítatlan volumene év/éves alapon – bár ez várhatóan átmeneti lesz – miközben a mélyépítés volumene 20,5%-kal zuhant.

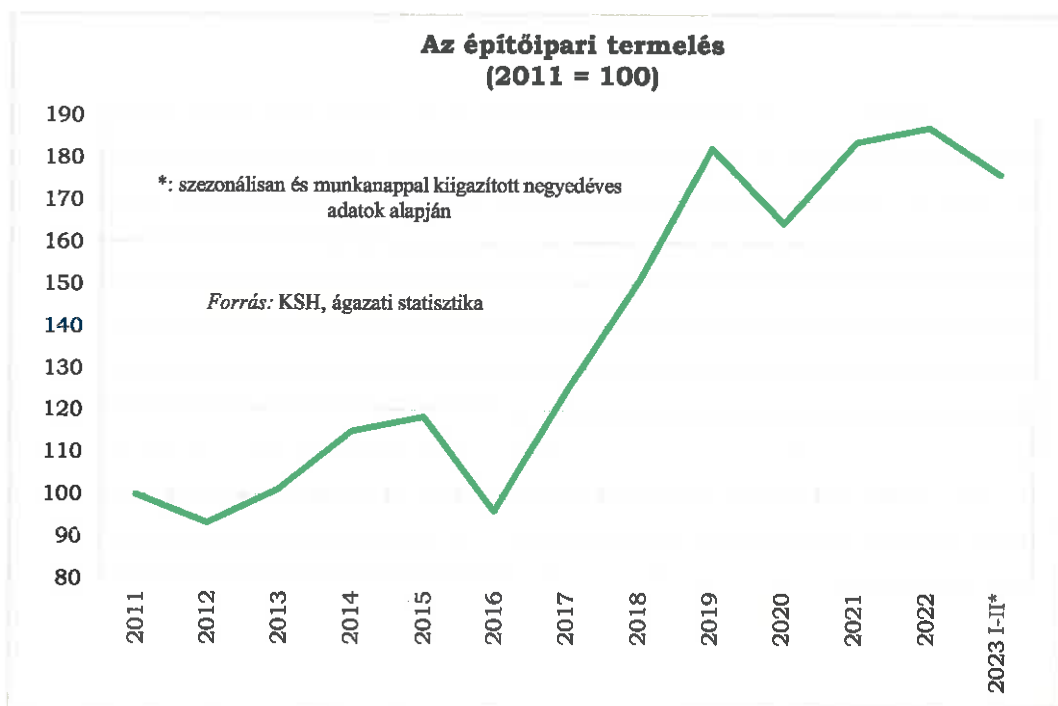
Az ágazat számára egyre inkább a keresleti problémák jelentik a növekedés fő akadályát. A *rendelésállomány* idén júniusban 26%-kal volt alacsonyabb, mint egy évvel korábban, miközben mind tavaly decemberben, mind pedig tavaly júniusban az állomány hozzávetőlegesen stagnált év/éves alapon. Ám itt is elmondható, hogy a visszaesés elsősorban a mélyépítésnek tudható be: ez utóbbi esetében a csökkenés mértéke kb. 31%-os, a magasépítés esetében viszont csak kb. 2%-os volt júniusban. A mélyépítés esetében a kereslet beomlása egyértelműen az **állami beruházásoknak** a fiskális okokból történt drasztikus befagyasztásának az eredménye. De a megszorítás a magasépítés egy lényeges szegmensét, a lakásépítést is erősen érinti, a lakástámogatások szűkülésén, illetőleg a lakásfelújítási támogatás kivezetésén keresztül.

Az *iBuild* adatbázis szerint az *újonnan indított* építési projektek esetében némileg fordított a helyzet a második negyedévben: a magasépítésben, különösen a nem lakáscélú magasépítésben, csökkent az újonnan indított projektek értéke éves



összevetésben, miközben a mélyépítésben érdemi év/éves növekedésre került sor, főleg két kelet-magyarországi útépítési projekt megkezdése miatt. Ez, mint láttuk, ugyan nem tudta megállítani a mélyépítési aktivitás hanyatlását a második negyedévben, de hozzájárulhat ahhoz, hogy a mostanáig elért mélypont alá ne süllyedjen – vagy legalábbis jelentősen ne süllyedjen – tovább a mélyépítés volumene.

Megjegyzendő, hogy miközben az idei visszaesés nem olyan mély – egyelőre – mint 2020-ban volt, ugyanakkor tartósabbnak ígérkezik. Ezért komolyabb válságjeleket, mélyrehatóbb átrendeződést indított el, mint a három évvel ezelőtti hirtelen bezuhanás. A vállalati felszámolások, a megindult létszámleépítés (legalábbis a bérstatisztika adatai szerint) a kiépült kapacitások leépítésének kockázatát hordozza magában. **2023-ban** az építőipari teljesítmény **8-9%-kal eshet vissza**, de a visszaesést várhatóan **2024-ben sem követi fellendülés**, hanem valószínűbb a további lassuló termeléseszköcsökkenés vagy jobb esetben stagnálás. E borús kilátásokon egy nagyléptékű támogatási program (pl. lakásfelújítási támogatási program) javíthatna, ám ennek az esélye jelenleg csekély, tekintettel a súlyos fiskális problémákra.



2.2.3. Lakásépítés

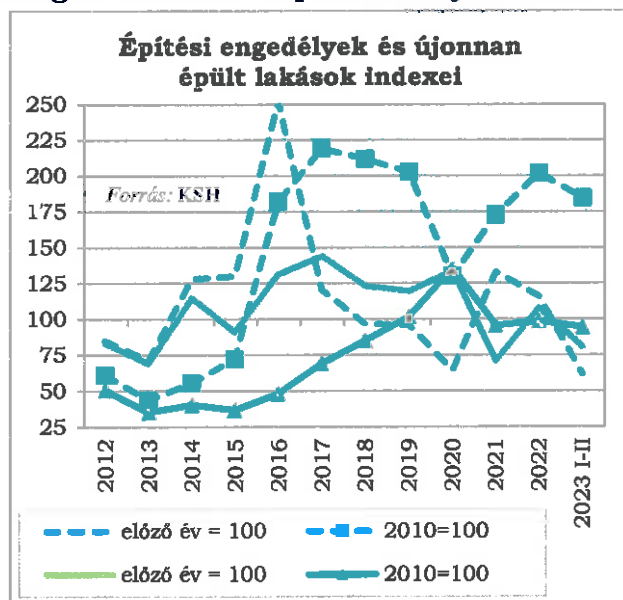
2022-ben az átadott lakások száma kismértékben, 3,2%-kal nőtt éves összehasonlításban, negyedévenként széles sávban ingadozó növekedési indexek mellett. Az idei első két félévben viszont jelentősen visszaesett az újonnan épült lakások száma – a csökkenés üteme az első negyedévben 20,2%-os, a másodikban 18,8%-os volt. A csökkenés mindenekelőtt az üzleti szervezetek által épített lakásoknak tudható be: az ő esetükben az első félévi átlagos visszaesés mintegy 24%-os volt, miközben a természetes személyek esetében csupán kb. 5%-os.

Az építési bejelentések/engedélykérelmek száma a 2022. évi jelentős bővülés után egészen drasztikusan (az első félév átlagában mintegy 39%-kal) visszaesett. Az iBuild adatbázis szerint a *társasházi lakásépítkezés* területén az újonnan indított építkezések értéke a második negyedévben is csökkent az előző év azonos időszakához képest, habár nem olyan meredeken, mint a nem lakáscélú magasépítkezés esetében.

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

Ezzel együtt az anyag- és munkaerőköltségek továbbra is problémát jelentenek a lakásépítési szektor számára, miután – az első negyedévi adatok alapján – az újonnan épült lakások árnövekedése már közel egy éve elmarad a lakásépítés költségének (főleg az anyagköltségnek) az emelkedésétől.

A jelenlegi körülmények között a gyenge lakásépítési aktivitás folytatódása várható, és ez a trend jövőre is folytatódhat.



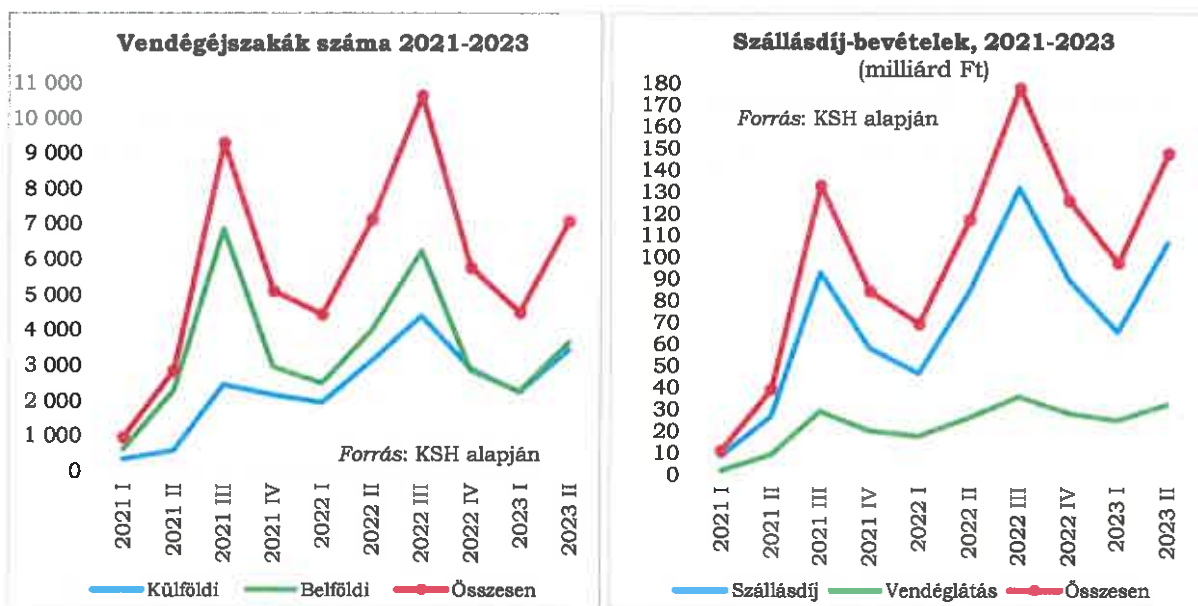
2.2.4. Turizmus

A kereskedelmi szálláshelyeken megforduló vendégek számának a Covid-válságot követő, 2021-ben megindult növekedése 2022-ben is folytatódott, habár negyedévről negyedévre lassuló ütemben. Éves átlagban a 2022. évi növekedés 66%-os volt az előző évhez képest. Nagyságrendileg hasonló, 54%-os volt a kereskedelmi *vendégéjszakák* számának éves emelkedése tavaly. Ezen belül a belföldi vendégéjszakák száma 23%-kal, a Covid-válság által erőteljesebben sújtott – és ezért alacsonyabb bázisértéket produkáló – külföldi vendégéjszakáké viszont 125%-kal nőtt tavaly. Összességében ugyanakkor a vendégéjszakák száma még tavaly is több mint 20%-kal elmaradt a Covid-válság előtti, 2019-es szinttől.

Ezek után az **idén** az eddigi javuló trendben részleges törésre került sor: az első hét hónap átlagában a vendégek száma – az *összes turisztikai szálláshelyen* – 4,9%-kal, a vendégéjszakáké viszont csak 0,6%-kal volt magasabb, mint az előző év azonos időszakában. Ha csak a *kereskedelmi szálláshelyeket* vesszük számításba, akkor a vendégéjszakák száma már csökkent (0,5%-kal) január-júliusban, ezen belül júliusban a csökkenés üteme 2,3% volt. Ez a csökkenés teljesen a *belföldi vendégéjszakák* számának eséséből adódik: a kereskedelmi szálláshelyeken a belföldi vendégéjszakák száma 9%-kal csökkent az első hét hónapban, miközben a *külföldi vendégéjszakák* száma továbbra is viszonylag jó ütemben, 11,1%-kal (ezen belül júliusban 8%-kal) nőtt. Ám ez is látványos lassulást jelent a 2022. évi 125%-os megugráshoz képest.

A kereskedelmi szálláshelyek szállásdíj-bevétele, illetőleg **összes bevétele** a 2022-as megugrás után az idén is emelkedett; az első hét hónap átlagában a nominális szállásdíj-bevétel 27,5%-kal, ezen belül a külföldi szállásdíj-bevételek pedig mintegy 29%-kal volt magasabb, mint az előző év azonos időszakában. Reálértékben azonban ez viszonylag szerény emelkedést jelez.

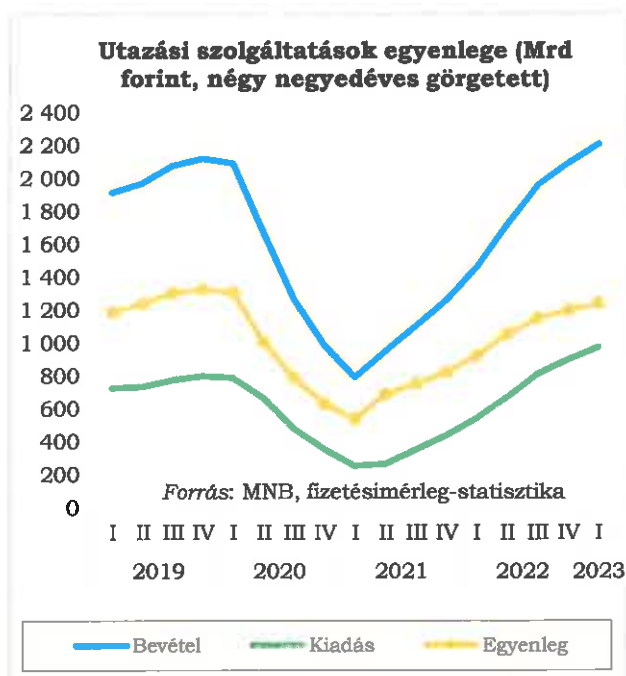
Kereskedelmi szálláshelyek adatai



A nominális bevételnövekedés ellenére ugyanis, a tavaly végbement energiaár-robbanás, illetőleg az élelmiszerárak drámai megugrása komoly költség-problémák elé állította a szállás-helyeket. Ha a nominális emelkedést a *belföldi üdülés* kiadási csoport fogyasztói árindexével defláljuk, szerény, 3,2%-os reálbevétel-növekedést kapunk az első hét hónap átlagában.

Megjegyzendő, hogy a turisztikai szektort megcélzó kormányzati energia-támogatás és más könnyítések a költségemelkedés hatását a jelek szerint érdemben tompították.

A *folyó fizetési mérleg* turizmushoz kapcsolódó tételének (a szolgáltatásmérlegen belül az „utazás” tétel) bevételi és kiadási oldalán egyaránt folyamatos bővülés érzékelhető. (Természetesen a fizetésimérleg-adatok csak a *külföldi turizmushoz* kapcsolódó bevételekről és kiadásokról ad képet.) A Covid-válság előtti évhez, 2019-hez képest a bevételek értéke az idei első negyedévvél végződő négy negyedévben állt helyre teljesen, míg a kiadások esetében ez már fél évvel korábban megtörtént. Ám a fizetési mérleg *nominális forintadatai* félrevezetőek, tekintettel az elmúlt egy-két év inflációs megugrására. A fogyasztói árindexszel deflált bevétel az ide első negyedévvél kezdődő négy negyedévben még közel 20%-kal kisebb volt, mint az 2019 utolsó negyedévével végződő egy évben. Ezzel szemben az utazási szolgáltatásokra fordított kiadásoknak (vagyis a magyar turisták külföldi költségeinek) a „reálértéke” – ha ezt a reálértéket a forint euróárfolyamának változását alapul véve becsüljük – nagyjából ténylegesen helyreállhatott az idei első negyedévvél végződő négy halmozott negyedévben. Akárhogyan is, a turisztikai **egyenleg** négy negyedéves görgetett értéke még nominálisan, forintban véve is elmaradt a 2019-es szinttől. Ezzel együtt az egyenleg a lassan emelkedő trendje az év további részében is kitarthat, tekintettel a beutazó turizmus folytatódó bővülésére.



2.3. A GDP felhasználási oldala

2.3.1. A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai

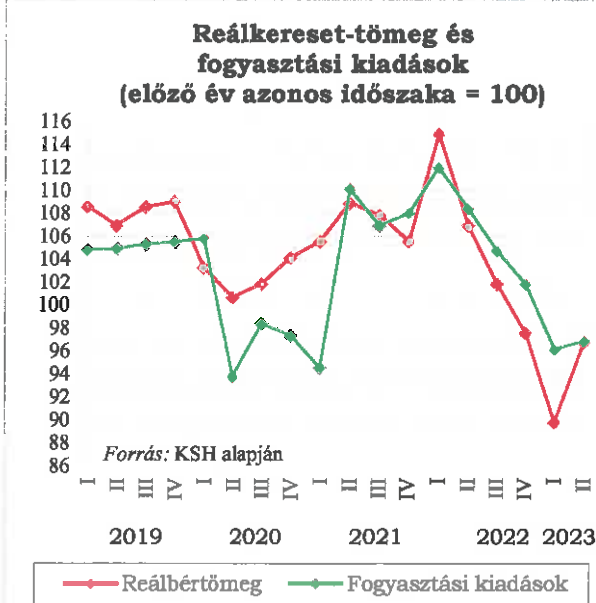
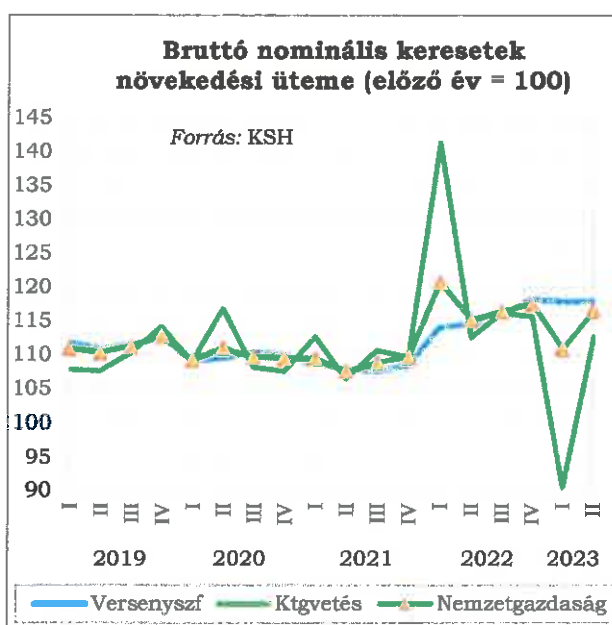
A **nominális keresetek** dinamikája az idén számottevően lassult a tavalyi évhez képest – az első félévi átlag 13,6%, szemben a 2022. évi 17,4%-kal. Ez azonban jelentős mértékben egyszeri tényezőknél – mindenekelőtt a tavaly februárban kiosztott keresetkiegészítő elemeknek (fegyverpénz) tudható be, ami magas bázist, ezért alacsony növekedési rátát eredményezett. A **rendszeres keresetek** idei első félévi üteme (16,5%) minimálisan még meg is haladja a tavalyi éves átlagot, és ugyanez elmondható a **mediánkeresetekről** is.

Mindezt azonban másodlagossá teszi az **infláció** drámai megugrása. Ez utóbbi már 2022 második felében elkezdődött, így éves átlagban már a tavalyi **reálkereset**-emelkedés is meglehetősen szerény lett, a viharos évkezdés ellenére. Az infláció ugyanakkor az idei első negyedévben tetőzött, és még a második negyedévben is meghaladta a 20%-ot. Ennek következtében a reálkeresetek az első negyedévben **11,6%**-kal, de még az első félév átlagában is **8,9%**-kal visszaestek. Az első félév átlagában az esés jóval enyhébb volt a versenyszektorban (-4,7%), mint a költségvetési szférában (-18,7%), bár ez utóbbi majdnem felerészben a tavaly februári egyszeri kifizetések okozta bázishatásnak tudható be.

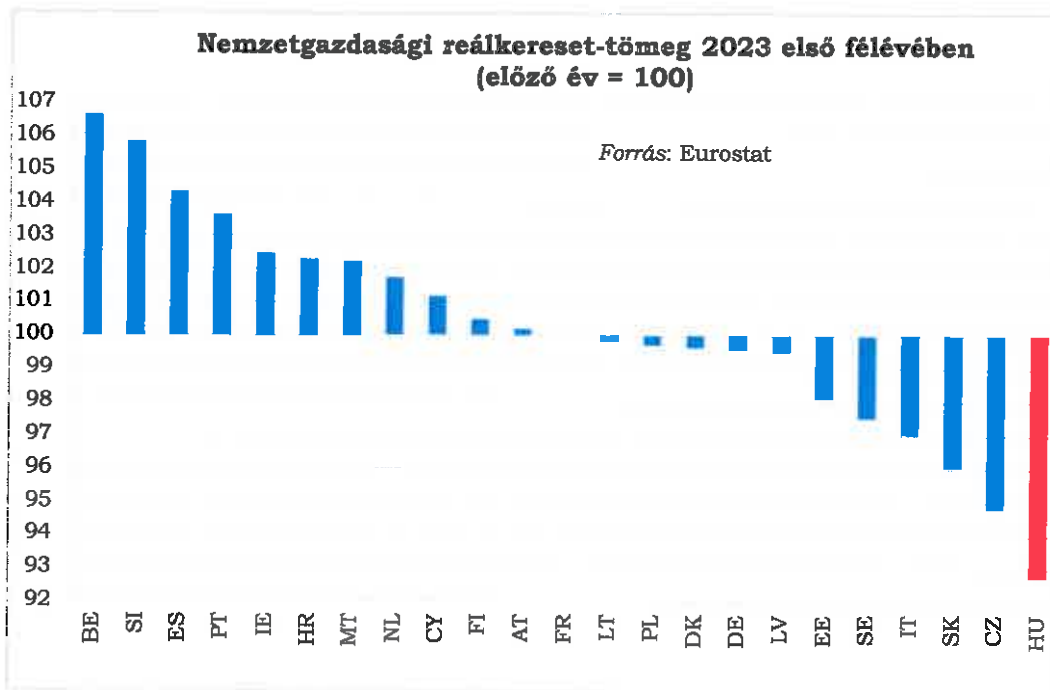
A mediánkereset reálértéke (miután ennek szintjét a 2022. évi fegyverpénz legfeljebb csekély mértékben és közvetve érintette) kisebb mértékben, 5,7%-kal zsugorodott az idei év első felében.

Mivel az alkalmazotti létszám a recesszió mellett is tovább nőtt, ha szerény mértékben is, a **nettó reálkereset-tömeg** visszaesése némileg enyhébb, mint a reálkereseteké: az első félév átlagában a csökkenés **7,4%-os** volt. Ezen belül a második negyedévben már csak 3,3%-kal esett a reálkereset-tömeg.

Ha az összehasonlíthatóság kedvéért az Eurostat által közölt, a nemzetiszámla-statisztikából vett kereseti adaton és a



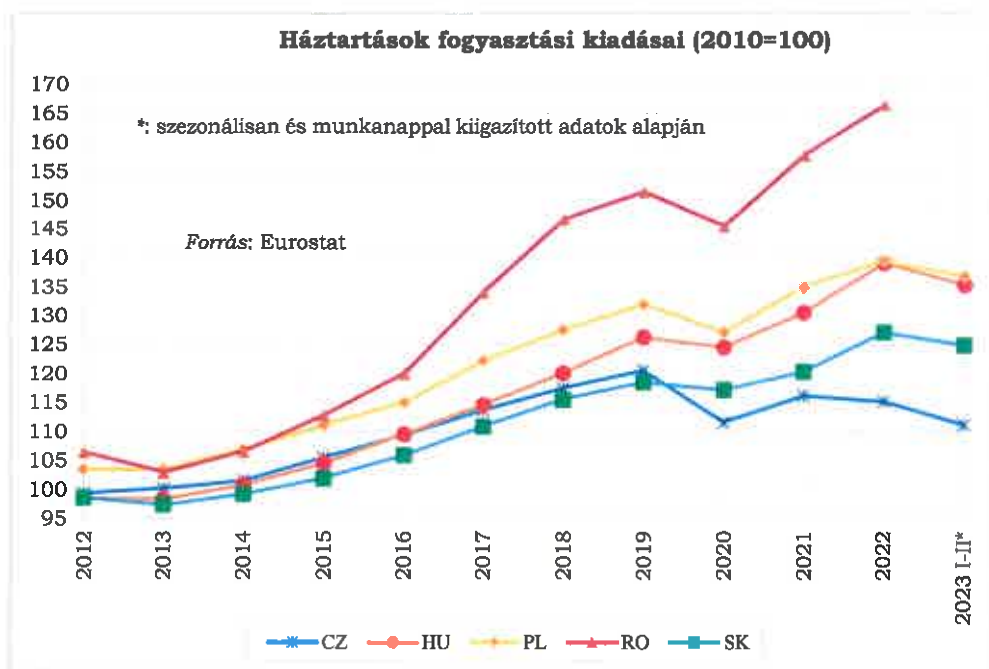
harmonizált árindexen alapuló reálkereset-tömeg változást vesszük, akkor óriási a kontraszt a tavalyi és az idei év között: míg 2022-ben a magyarországi reálkereset-tömeg *növekedési* üteme a második legmagasabb volt az EU-ban, addig (az eddig beérkezett adatok alapján) az idei első félévben Magyarországon volt a legmeredekebb a reálkereset-tömeg *visszaesése*.



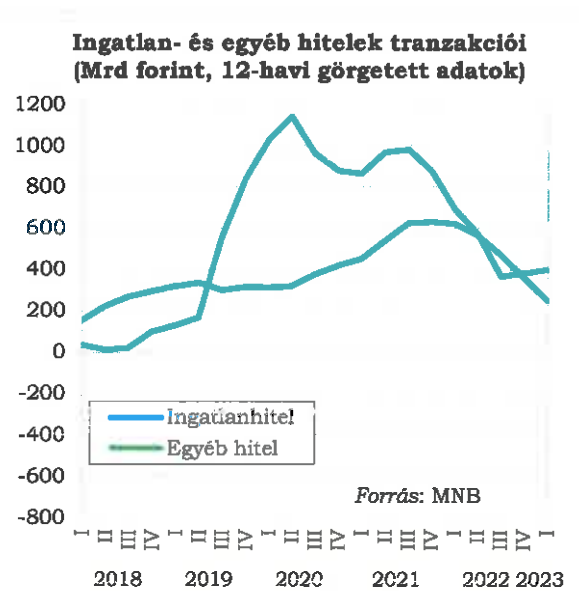
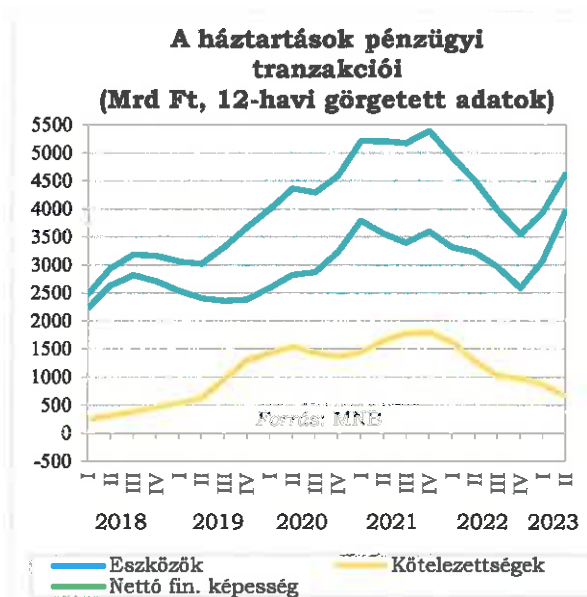
A keresetek csökkenésével párhuzamosan a ***háztartások fogyasztási kiadásai*** meglepően enyhe visszaesését mérte a KSH: az első negyedévben 3,9%-kal, a másodikban 3,2%-kal maradt el az előző év azonos időszakában mért szinttől. Az első negyedévben szembevetendő a kontraszt a reálkeresettömeg több mint 10%-os esése és a vásárolt fogyasztás 4% körüli csökkenése között. A második negyedévben a diszparitás lényegében eltűnt, ugyanakkor a félév átlagában a 7%-ot meghaladó reálkeresettömeg-csökkenéssel a vásárolt fogyasztás jóval enyhébb, 3,6%-os mérséklődése áll szembe. Megjegyzendő továbbá, a fogyasztási kiadások és a *kiskereskedelmi forgalom* volumencsökkenése közti ütemkülönbség szokatlan mértékben kinyílt: az első félév átlagában az utóbbi 10%-kal esett vissza, szemben a fogyasztási kiadások 3,6%-os csökkenésével. Részleges magyarázat lehet, hogy az *egészségügyi szolgáltatások* fogyasztásában számottevő szerkezetváltás zajlik: gyorsan nő a magánszolgáltatások igénybevételének a súlya az állami egészségügy igénybevételéhez képest, aminek következtében az egészségügy igénybevétele a korábnál kisebb mértékben tekinthető „*egyéni társadalmi fogyasztás*”-nak, és egyre nagyobb mértékben kerül át a lakosság vásárolt fogyasztásának a kategóriájába.

Az első félévi fogyasztási kiadásoknak a 2022-es szinthez viszonyított csökkenését a többi visegrádi országgal összevetve látható, hogy a magyarországi csökkenés nem kiugró, bár meghaladja a lengyel és szlovák visszaesés mértékét.

Mivel az „*egyéni társadalmi fogyasztás*”, vagyis a háztartások által a kormányzattól kapott természetbeni társadalmi szolgáltatások volumene is érdemben bővült az első



félévben, a teljes magánfogyasztás a félév átlagában mindössze 2%-kal csökkent az előző év azonos időszakához képest.



Az év második felében a magánfogyasztás esésének üteme szükségképpen mérséklődni fog, a reálkereset-csökkenés lassulása, majd (az őszi folyamán) növekedésbe fordulása hatására. Éves átlagban a reálkeresetek csökkenése – szemben az első félévi közel 9%-os visszaeséssel – az év egészét tekintve aránylag mérsékelt, mintegy 2,5%-os lesz. Feltételezésünk szerint ugyanakkor a fogyasztás késleltetve reagál a kereseteknél végbemenő fordulatra, így várakozásunk szerint a magánfogyasztás még az utolsó negyedévben is nagyjából stagnálhat, miközben ekkorra a reálkereset feltehetőleg már érdemi növekedést fog produkálni. Így aztán a háztartások fogyasztása az idei év egészét tekintve hozzávetőleg 1,5%-kal lesz alacsonyabb az idén, mint 2022-ben, habár a prognózishoz érdemi pozitív kockázat kapcsolódik.

A háztartások **nettó finanszírozási képességének** nominális értéke az idei első és második negyedévben meredeken emelkedett év/éves alapon, a bruttó megtakarítások bővülése és a hitelfelvételi egyenleg folytatódó esése mellett. A második negyedévben a négy negyedéves görgetett nettó finanszírozási képesség nominális szintje minden eddigi rekordot túlszárnyalt. A csökkenő háztartási jövedelmek mellett növekvő nettó megtakarítások értelemszerűen fokozták a belföldi kereslet összehúzódásának a mértékét. Megjegyzendő viszont, hogy a hiteltranzakciók egyenlege csak az ingatlanhitelek esetében csökkent, az egyéb hitelek esetében viszont inkább stagnált, sőt minimálisan emelkedett is. Az ingatlanhitel-felvételi egyenleg süllyedése arra enged következtetni, hogy a háztartások a fogyasztás mellett a felhalmozási (lakásberuházási) kiadásait is visszafogták. Ezt a felülvizsgált beruházási adatok legalábbis nem cáfolják. Ehhez érdemes hozzátenni, hogy a fogyasztási hitelek esetében az *újhitel-felvételek* értéke folyamatosan csökkent az idei első félév folyamán, vagyis a hitelfelvételi egyenleg stagnálása a hitel-visszafizetések lassulását tükrözheti. Mindenesetre az MNB előzetes becslése szerint a *négy negyedéves görgetett* GDP-arányos **megtakarítási ráta** a tavalyi évi 3,9%-ról az első negyedévben 4,5%-ra, a második negyedévben pedig 5,6%-ra emelkedett. (Az első két negyedév önmagában vett megtakarítási rátái ennél sokkal magasabbak voltak: rendre 9,4% és 11,2%.)

2.3.2. Beruházások

2022 utolsó negyedévtől kezdve – egy több mint egy éven keresztül tartó növekedési periódust követően – a beruházások volumene csökkenésnek indult. és e csökkenés az **idei év** első két negyedévében is folytatódott. Ennek következtében a tavalyi év átlagában jelképes mértékben, 0,3%-kal nőttek a beruházások, az idei első félévi visszaesés üteme viszont megközelítette a 10%-ot. Az adatok szerint mindhárom szektorban – a vállalkozásoknál, az költségvetési szerveknél, valamint a háztartásokat, a nonprofit szervezeteket és a mikro- és kisvállalatokat magában foglaló reziduális szektorban – mindkét negyedévben csökkentek a beruházások éves összevetésben. A *szезonálisan* kiigazított beruházási volumen szintén három negyedéve meredeken csökken, és az idei második negyedévre a Covid-válság óta nem látott mélységbe süllyedt.

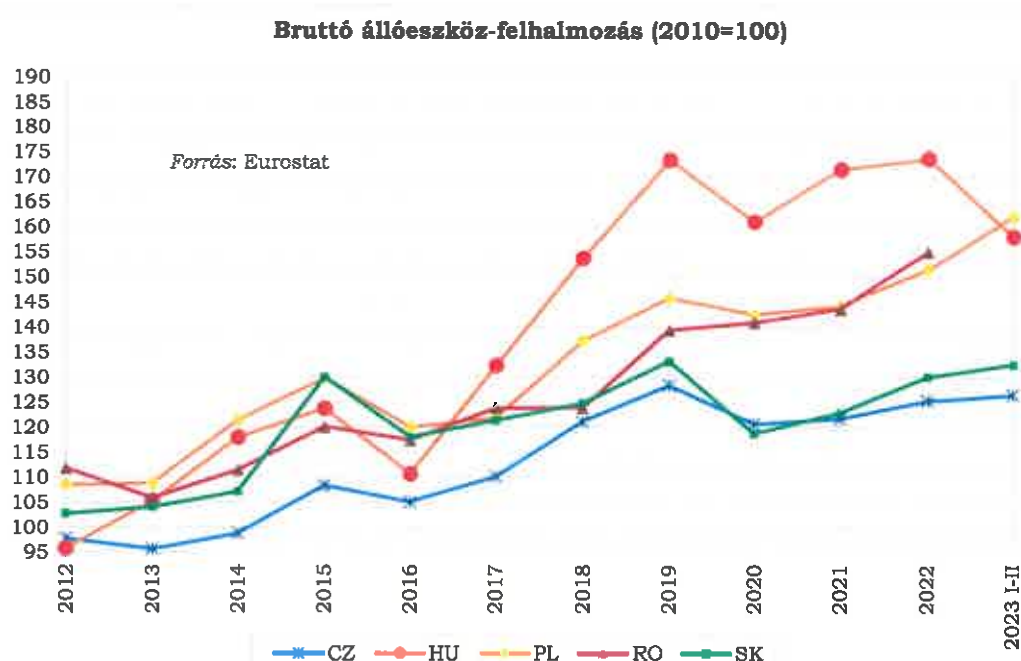
A beruházásokat számos tényező hátráltatja. A fiskális helyzet romlása miatt folytatódik az állami beruházások drasztikus visszavágása. Ez nem csak a „klasszikus” állami szektorokat érinti (közigazgatás, oktatás, egészségügyi-szociális ágazat), hanem az állami megrendelésektől erősen függő ún, kvázifiskális területek egy részét is. Ehhez járul az uniós forrásokból megvalósuló beruházások csökkenése. Az idei januári csúcshoz képest némileg mérséklődő, de még mindig magas kamatok miatt a vállalatok beruházási hiteleit is magában foglaló „egyéb” hiteleinél folytatódik az újhitel-felvétel év/éves visszaesése. Továbbá, főként a belföldi piacra orientált vállalatokat a hazai kereslet erős visszaesése is óvatosságra készíti. A magas kamatok, a lakásvásárlási és -felújítási támogatások visszanyesése (a háztartási jövedelmek első félévi visszaesésével párosulva) pedig vélhetőleg a háztartások beruházásainak komoly csökkenéséhez vezetett, bár erre nincsen közvetlen adat. Az első félév átlagában a beruházások 9,6%-kal maradtak el az előző év azonos

időszakától – ezen belül a vállalati beruházások 7%-kal, a költségvetési szervek beruházásai 11,4%-kal estek vissza.

A visszaesés az első negyedév átlagában kiterjedt a gazdasági ágak mintegy háromnegyedére – 6 gazdasági ágban (közigazgatás, oktatás, egészségügyi- szociális ágazat, szálláshely-vendéglátás, szakmai-tudományos tevékenység, szórakoztatás-szabadidő) a csökkenés mértéke messze meghaladta a 20%-ot. 5 gazdasági ágban mérték növekedést az első félév átlagában – ezek közül kiemelendő a legnagyobb súlyú nemzetgazdasági ág, a *feldolgozóipar*. Ezenfelül nőtték a beruházások a kisebb súlyú pénzügyi szektorban, illetve az adminisztratív ágazatban, valamint – figyelemre méltó módon – az energetikában és a víz-szennyvíz-ágazatban. E két, kvázifiskális jellegű terület kapcsán megjegyzendő, hogy a félév átlagában növekedést mérték, viszont a növekedés nem terjedt ki mindkét negyedévre. Továbbá kitűnik, hogy a fiskális megszorítás felemásan érintette a kvázifiskális területeket: a legnagyobb ilyen nemzetgazdasági ágban, a szállításban mindkét negyedévben csökkentek a beruházások, de a kép vegyesebb a két másik kvázifiskális területen.

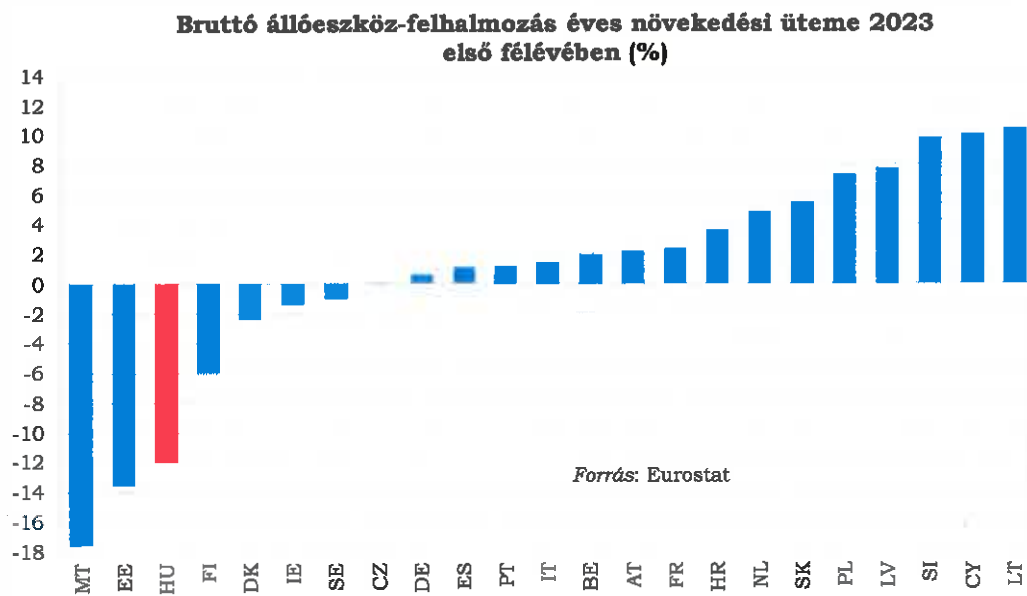
A feldolgozóipart leszámítva kisebb-nagyobb mértékben visszaestek a beruházások a jelentősebb súlyú gazdasági ágakban: a már említett szállításban, a kereskedelemben, az ingatlanügyleteknél és a mezőgazdaságban. Megjegyzendő, hogy a feldolgozóiparon belül is jelentős a divergencia: a feldolgozóipari alágak több mint felében csökkentek a beruházások a második negyedévben, viszont dinamikusabban nőtték az autóiparban, illetve (bár több projekt fokozatos kifutása miatt lassuló ütemben) a villamosberendezésgyártásban, illetve még néhány területen.

Uniói összehasonlításban a *bruttó állóeszköz-felhalmozás* magyarországi bővülése már 2022-ben is lényegesen elmaradt az EU-átlagtól, és a hetedik legalacsonyabb ütem volt az uniós mezőnyben. Az idei első félévben a magyar relatív pozíció tovább romlott: a 12% körüli visszaeséssel a magyarországi dinamika a harmadik legkedvezőtlenebb volt az unión belül. (Ennél nagyobb visszaesést csak Észtország és Málta produkált.)



Ezenfelül Magyarország a visegrádi országok mezőnyében is az egyetlen, ahol a bruttó állóeszköz-felhalmozás csökkent az első félévben a tavalyi évhez képest.

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

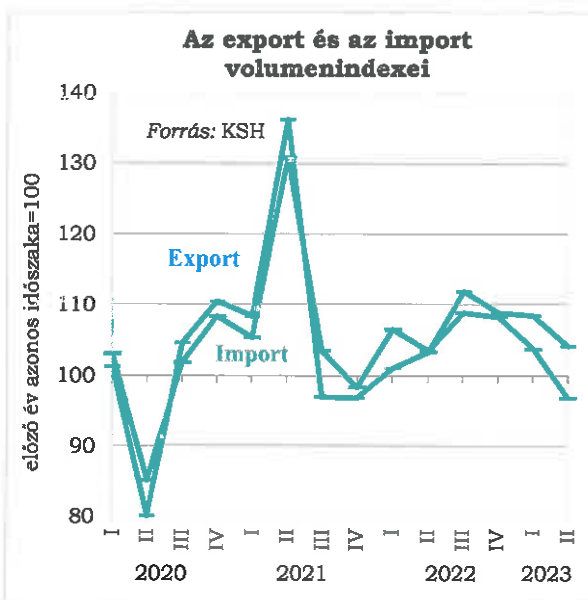
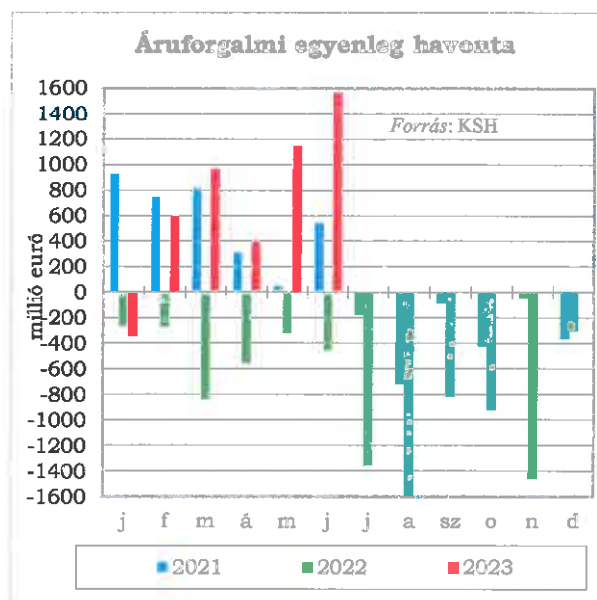


Összességében a beruházások folytatódó visszaesését várjuk a második félévben, habár az év vége felé az esés üteme mérséklődhet. éves átlagban a **nemzetgazdasági beruházások 7% körüli csökkenésére számítunk**, amit szerény növekedés követhet 2024-ben.

2.3.3. Külkereskedelem

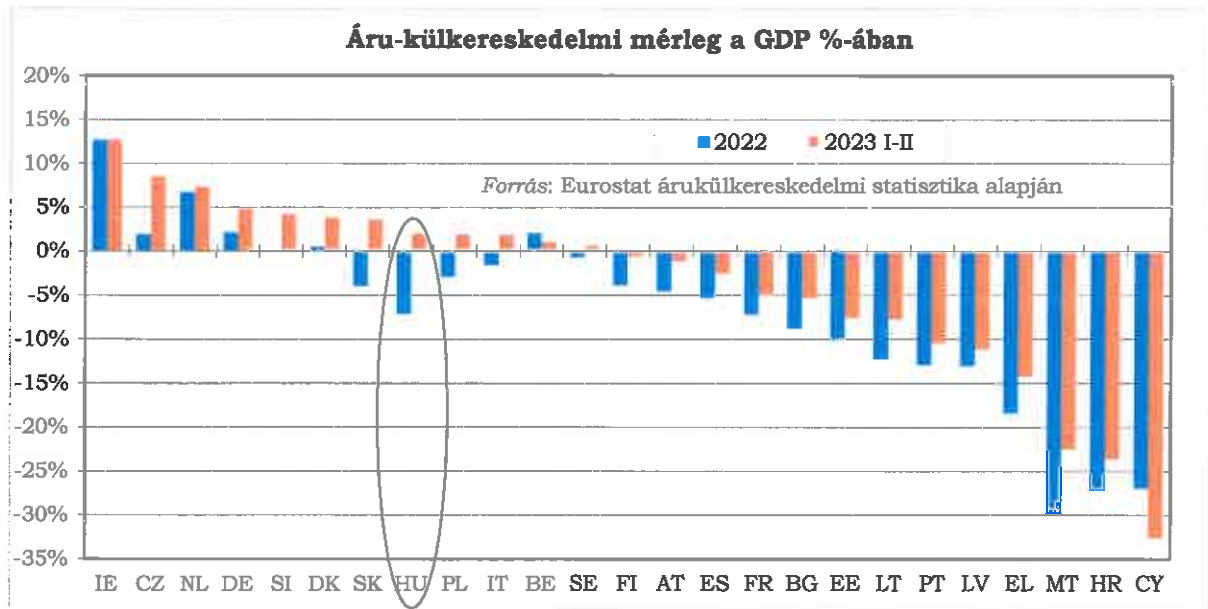
Az idei első hat hónap külkereskedelmi folyamatainak iránya a tavalyi első félévhez képest gyökeres fordulatot hoztak. (A tavalyi második félévhez képest a fordulat csak részleges volt.) Míg **2022** első félévében (azon belül is elsősorban az első negyedévben) a keresletösztönző intézkedések által is dinamizált importvolumen növekedési üteme jócskán felülmúlta az exportét, addig **2023** első félévében fordított volt a helyzet: jó ütemű exportnövekedés mellett az importvolumen az első negyedévben csak szerény mértékben bővült, a második negyedévben pedig már csökkent.

Az exportot illetően a növekedés hajtóereje már a tavalyi év közepétől kezdve a gép- és járműexport – a többi termékcsoportban (az energiahordozók második negyedévi kivitelét leszámítva) egyöntetűen *csökkent* az exportvolumen. Ennyiben tehát az első látásra kedvező exportnövekedés meglehetősen egyoldalú. Ami az importot illeti, itt az első negyedévben a gép- és járműimport (illetőleg az élelmiszerimport) még fenntartotta a szerény ütemű növekedést, a második negyedévben azonban már (az energiahordozókat leszámítva minden termékcsoportban visszaesett a behozatali volumen. Ez nyilvánvalóan a belföldi kereslet erőteljes zsugorodásának a következménye. A folytatódó exportnövekedés és az import csökkenésbe fordulása a második negyedévben együttesen azt eredményezte, hogy a kiviteli és behozatali dinamika közti pozitív rés a második negyedévre egészen kiugró mértékűre, 7,2%-pontosra nőtt.



Ehhez társult a *cserearányokban* végbement fordulat: idén januártól kezdve az exportárindex magasabb, márciustól kezdve pedig jelentősen magasabb volt az importárindexnél. 2022-ben az erős cserearányromlás volt az oka annak, hogy a külkereskedelmi mérleg erőteljes romlása még a második félévben is folytatódott, holott ekkor már a volumenváltozások alapján csökkenhetett volna a deficit. Idén viszont a kivitel gyorsabb volumennövekedésére *ráerősít* a cserearányjavulás (ez utóbbi mértéke a második negyedévben már 4,8% volt). Emiatt februártól kezdve

pozitív volt a külkereskedelmi mérleg, és az első félévben mért halmozott külkereskedelmi többlet 4,4 Mrd euróra rúgott. Ez nemcsak hogy éles irányváltást jelent a tavalyi 2,7 Mrd eurónyi hiányhoz képest, de felülmúlja a 2021 első félévében mért többletet is.

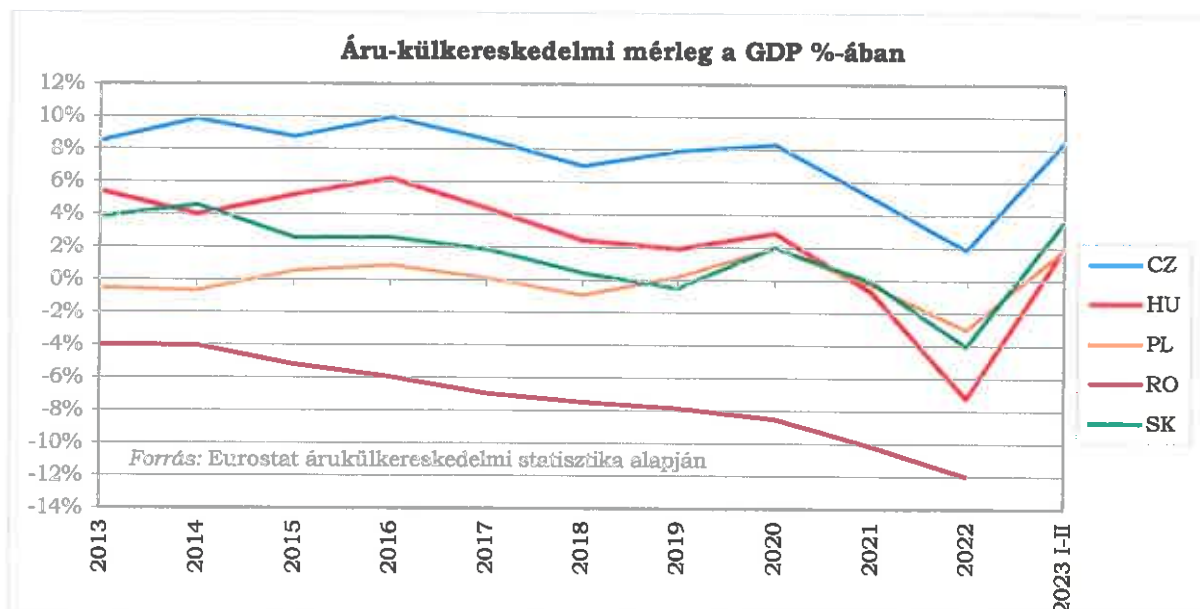


Az Eurostat adatai szerint 2022-höz képest 2023 első félévében jóformán az összes EU-tagállamban javult a külkereskedelmi mérleg – a kivétel Belgium és Ciprus. Az első félévben a tagállamok közel felében pozitív volt a mérleg. Ezek közé tartozott Magyarország is. A külkereskedelmi többlet GDP-hez viszonyított arányát tekintve a magyarországi 2%-os arány távolról sem kivételes, ugyanakkor az előző évhez viszonyított *javulás* (mintegy 9%-ont) vonatkozásában Magyarország az első helyen áll. Ezzel kapcsolatban megjegyzendő, hogy 2022-ben viszont a magyar külkereskedelmi pozíció *romlása* az egyik legnagyobb volt az uniós mezőnyben.

A visegrádi országok mezőnyében nemcsak Magyarországon, hanem a többi országban is (főként Szlovákiában és Csehországban) jelentős mértékű volt a külkereskedelmi többlet GDP-arányának javulása – míg 2022-ben egyedül a cseh mérleg volt többletes, az idei első félévben már az összes visegrádi ország mérlege pozitív volt. (A második negyedévi román GDP-adat még nem ismert, de az áru- külkereskedelmi mérleg negatív maradt az első félévben.) Így aztán a többi visegrádi országhoz képest a magyar pozíció nem változott nagyon jelentősen: az első félévi külkereskedelmi mérleg/GDP arányt tekintve továbbra is elmarad Csehországtól és Szlovákiától, és csak jelképes mértékben előzte meg Lengyelországot.

A visegrádi országok mezőnyében nemcsak Magyarországon, hanem a többi országban is (főként Szlovákiában és Csehországban) jelentős mértékű volt a külkereskedelmi többlet GDP-arányának javulása – míg 2022-ben egyedül a cseh mérleg volt többletes, az idei első félévben már az összes visegrádi ország mérlege pozitív volt. (A második negyedévi román GDP-adat még nem ismert, de az áru- külkereskedelmi mérleg negatív maradt az első félévben.) Így aztán a többi visegrádi országhoz képest a magyar pozíció nem változott nagyon jelentősen: az első félévi külkereskedelmi mérleg/GDP arányt tekintve továbbra is elmarad Csehországtól és Szlovákiától, és csak jelképes mértékben előzte meg Lengyelországot.

A magyar külkereskedelmi pozíció 2017-től kezdődő fokozatos romlása – amelyet a 2020-as Covid válság csak átmenetileg szakított meg, és amely tavaly drasztikusan felgyorsult – az idén látványosan megfordult. Kérdés, meddig tarthat ez a javulás, és főleg tartható-e a javulásnak az első félévben megfigyelt üteme. Ezzel kapcsolatban több tényező is óvatosságra int. Egyrészt a második félévben a belföldi kereslet esése mérséklődik, az utolsó negyedévben már stagnálásközeli állapot is előállhat. Ennek megfelelően az import dinamikája is erősödni fog. Másrészt erősen kérdéses, hogy az exportvolumen első félévben mért növekedési ütemei fenntarthatóak-e. A világgazdasági élénkülésre vonatkozó kilátások mára a korábbinál is bizonytalanabbakká váltak. Figyelmeztető jel továbbá, hogy a külkereskedelmi statisztika által mért export-volumenindexek az idén sokkal magasabbak, mint az ipari exportértékesítésnek az iparstatisztika által közölt indexei. Lehetséges, hogy az



év második felében a külkereskedelmi statisztika által mért exportnövekedés némileg közelebb kerül az exportértékesítés dinamikájához.

Végül pedig a cserarány-javulás üteme is mérséklődhet. Lényeges körülmény, hogy a cserarány-javulás elsősorban az energiahordozó-import árának meredek csökkenéséből adódik. E csökkenés lassulni fog a továbbiakban - az energiahordozók árai várhatóan nem térnek vissza belátható időn belül a 2021-es szintre – és ez az árviszonyok javulását is lefékezi.

Emiatt valószínűsíthető, hogy a havi külkereskedelmi mérlegek javulása lelassul az év további részében. Jelenleg 2023-ra a 4-5 Mrd eurónyi külkereskedelmi többlettel számolunk.

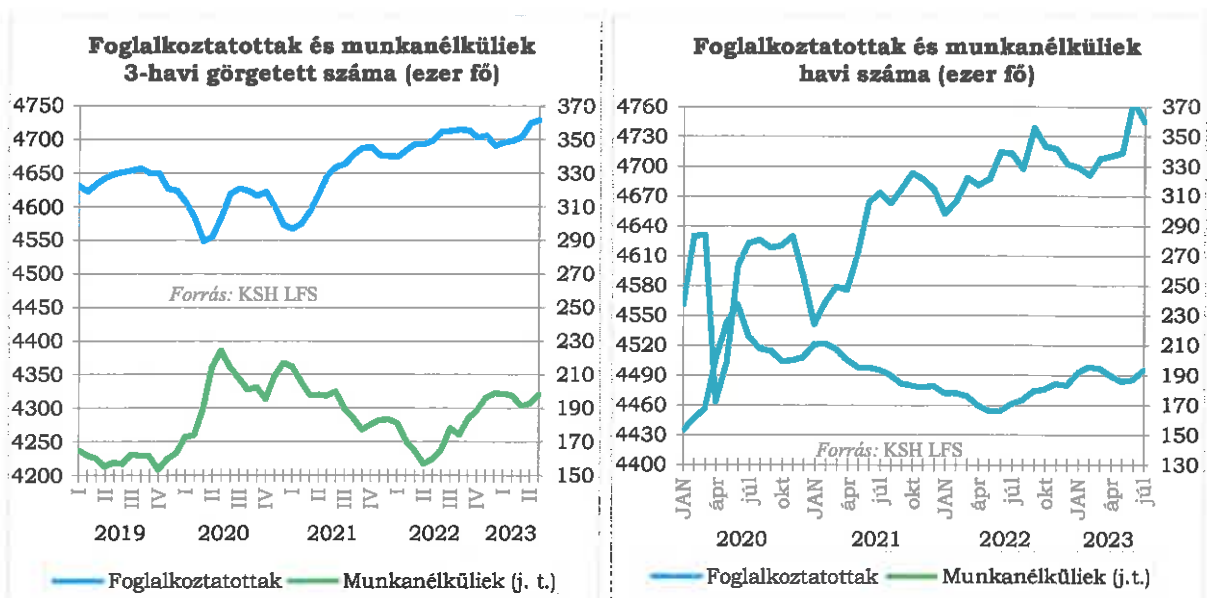
2.4. Foglalkoztatottság, munkanélküliség

A munkaerő-felmérés (KSH-LFS) adatai szerint **2022** folyamán a foglalkoztatotti létszám növekedési üteme – a gazdasági növekedés ütemével párhuzamosan – jól kivehetően lassult. Az első negyedévi 2,3%-hoz képest az utolsó negyedévben a növekedési ütem már csak 0,3% volt. Ezzel párhuzamosan a munkanélküliségi ráta a második negyedévben érte el a mélypontját (3,2%), majd az utolsó negyedévre 4% közelébe emelkedett.

Az **idei év** eddig eltelt részében a foglalkoztatási helyzet a recesszió ellenére is **valamelyest tovább javult**. A foglalkoztatottak számának háromhavi görgetett átlaga az első negyedévben 0,5%-kal, a második negyedévben 0,7%-kal, május-júliusban pedig 0,6%-kal nőtt év/éves alapon. Ez az összesített növekedés a közmunkások számának folytatódó esésével párosult, ugyanakkor viszont a külföldi telephelyen dolgozók száma már 2022-ben is folyamatosan és érdemben emelkedett – ez az idén is folytatódik. A hazai *elsődleges munkapiac*on dolgozók száma az első negyedévben 0,4%-kal, a második negyedévben 0,7%-kal, május-júliusban pedig 0,5%-kal bővült. vagyis a belföldi kereslet visszaesése makroszinten nem okozott törést a foglalkoztatotti létszám alakulásában. A második negyedévben és május-júliusban a foglalkoztatotti létszám új rekordot döntött, meghaladta a 4720 ezer főt.

A havi adatok szerinti év/éves növekedési ütemei június-júliusban sem mutatnak lassulást az eddigi irányzathoz képest: júniusban 1,1%-os, júliusban 0,7%-os ütemet mért a KSH. A júniusban mért foglalkoztatotti létszám – 4766 ezer fő – abszolút rekord.

A háromhavi görgetett *munkanélküliségi ráta* az idei év elejére átlépte a 4%-os küszöböt, ezt követően azonban *nem emelkedett tovább*: az első negyedévi 4,1% után a ráta a második negyedévben 3,9%-os, május-júliusban pedig 4%-os volt. (Megjegyzendő, hogy a KSH szezonálisan kiigazított adatai szerint a második negyedévben a munkanélküliségi ráta immár harmadik negyedéve folyamatosan 3,9%.) Ugyanakkor a *munkanélküliek abszolút száma gyorsuló ütemben nő* év/éves alapon: az első negyedévi 9,8% után a növekedési ütem 22,8%, május-júliusban

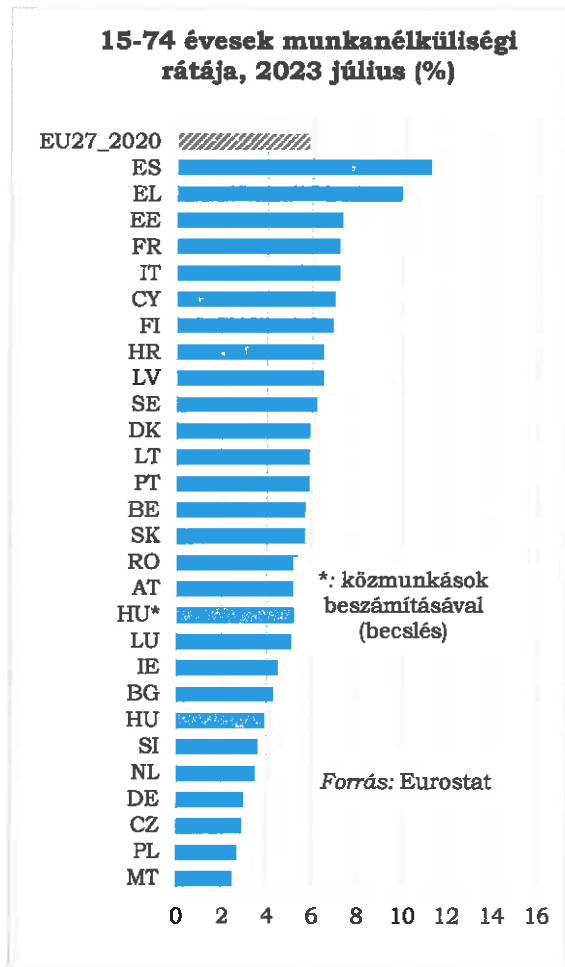


pedig 23,8% volt. A munkanélküliségi ráta azért stabil ennek ellenére, mert közben az *aktivitási arány* is emelkedik (a második negyedévben már meghaladta a 67%-ot). Ebből következően a *nemdolgozók* száma éves összehasonlásban még mindig csökken, a munkanélküliek számának emelkedése ellenére.

Európai összehasonlásban a munkanélküliség tekintetében a magyar pozíció továbbra is jónak mondható, különösen, ha a magyar módszertannak megfelelően nem soroljuk a munkanélküliek közé a közmunkásokat. Köz munkások nélkül a júliusi munkanélküli ráta (3,9%) alapján Magyarország az uniós mezőny alsó harmadába (vagyis a relatíve alacsony munkanélküliséggel rendelkező országok körébe) tartozik. Ha figyelembe vesszük a közmunkásokat is, a magyarországi ráta (5,3%) akkor is alacsonyabb az uniós mediánnál és átlagnál egyaránt, de ezzel együtt inkább az EU középmezőnyébe tartozik. A kelet-európai új tagállamok közül három ország –

Lengyelország, Csehország és Szlovénia) – ha pedig a közmunkásokat is beszámítjuk, Bulgáriával együtt négy ország mért alacsonyabb rátát júliusban, mint Magyarország.

Az év második felében a gazdasági visszaesés először lelassul, majd az év vége felé várhatóan növekedésbe fordul. Ilyen körülmények között már nem számítunk arra, hogy a foglalkoztatás eddigi bővülése csökkenésbe fordul. A szerény növekedés 2024-ben kissé gyorsulhat. Ugyanakkor a rekordszintű foglalkoztatás, a még mindig alacsony munkanélküliségi ráta, valamint a változatlanul nagyon akut munkaerőhiány körülményei között a foglalkoztatás további emelkedésének korlátosak a lehetőségei – bár a KSH szerinti potenciális munkaerőtartalék az idei első félévben nem csökkent tovább éves összehasonlásban. A munkanélküliségi ráta 4%-os lehet az idén, jövőre pedig némileg csökken.



3. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok

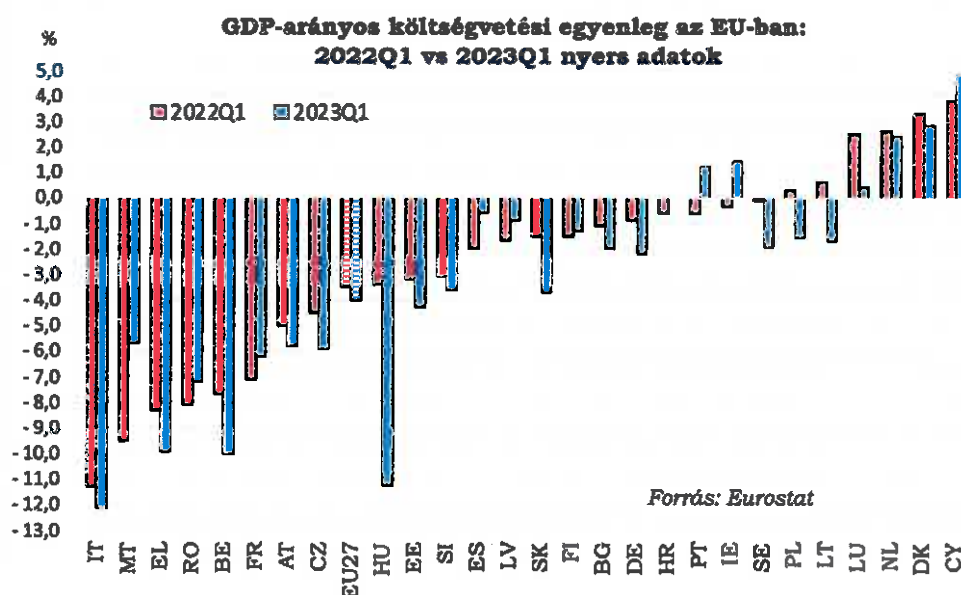
3.1. Államháztartási folyamatok

3.1.1. Költségvetési folyamatok az EU-ban 2023 első negyedében

Az Európai Unióban a pandémia következtében felszökött *költségvetési deficit* 2021-től csökkenő pályára állt. 2022-ben az EU összesített költségvetési hiánya a GDP arányában 3,4%-ra csökkent: ez 1,4 százalékponttal volt alacsonyabb a 2021. évi szintnél és 3,3 százalékponttal a 2020-ban regisztrált csúcserőknél.

Az Európai Bizottság 2023-as tavaszi előrejelzése szerint az EU-szintű költségvetési hiány az idén tovább mérséklődhet, de a korábbiaknál szerényebb ütemben, mindössze 0,3 százalékponttal. A *strukturális egyenleg* ugyanakkor ennél jobban, a GDP arányában 0,5%-kal javulhat, ami némileg még meg is haladja a 2022-ben megvalósult strukturális kiigazítás becsült mértékét.

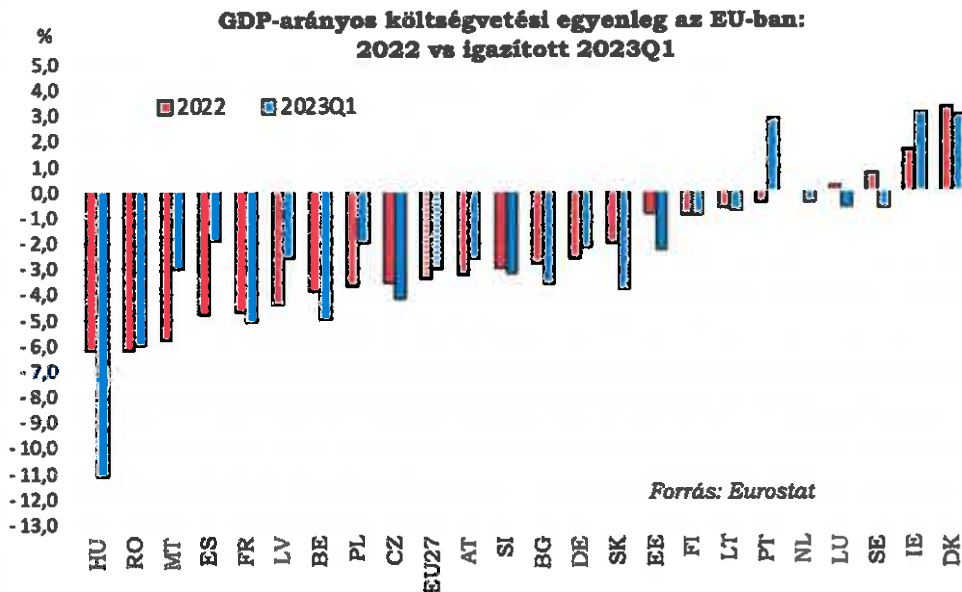
A bizottsági prognózis *országoként is heterogén* képet mutat a költségvetési egyenlegek ideai alakulásáról: míg 2022-ben 3 ország kivételével a tagállamok döntő többségében csökkent a „headline” deficit, addig 2023-ban az EU27 14 tagállamában a hiány emelkedése várható. Ez összefügg a *gazdasági lassulással*, a ciklikus helyzet országonként eltérő romlásával. Emellett lényeges körülmény, hogy az egyes tagállamok költségvetési pozícióját különböző mértékben érinti az *energiaárak emelkedése*, illetve az ennek kompenzálására bevezetett intézkedések pénzügyi terhe.



Az EU 2023 első negyedéves GDP-arányos hiányadatai a megelőző év azonos időszakával összevetve *kedvezőtlenebb képet* mutatnak a Bizottság éves prognózisánál. Az EU szintű államháztartási hiány az első negyedévben 4%-ot ért el a GDP arányában, ami 0,5 százalékponttal meghaladta az egy évvel korábbi értéket. Ezzel párhuzamosan a tagállamok közel kétharmadában, 17 országban nőtt a negyedéves deficit, ezen belül a legnagyobb mértékben Magyarországon, és csak 10 tagállamban javult. A hiány emelkedését a költségvetési *bevételek visszaesése*

magyarázza. 2023 első negyedében az EU GDP-arányos költségvetési bevételei 1 százalékponttal estek vissza 2022 azonos időszakához képest, amit a kormányzati kiadások 0,5 százalékpontos mérséklődése csak részben tudott ellensúlyozni.

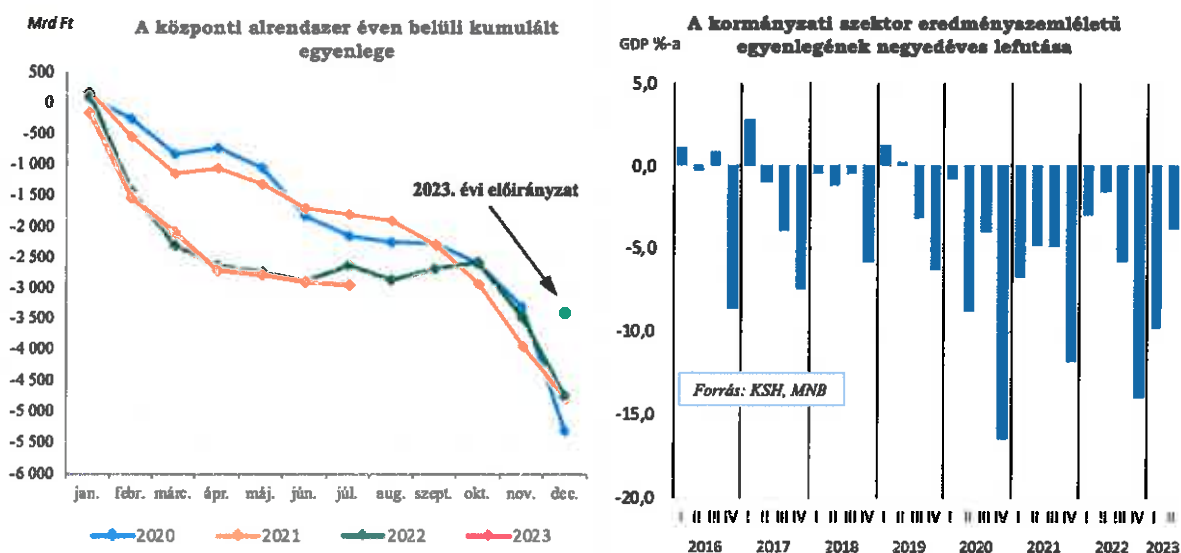
Legalább három tényező azonban negatív irányba torzítja a negyedéves adatokból kirajzolódó trendet: (i) Bár az EU költségvetési bevételeit éves szinten is csökkenti a lakossági fogyasztás nominális GDP-től várhatóan elmaradó bővülése az idén, a bevételek visszaesését felnagyítja, hogy a 2022. évi első negyedéves hiányszámok még nem tükrözik az *energiaárakat mérséklő adócsökkentéseket*, amit a tavalyi év folyamán számos tagállamban bevezettek. (ii) Továbbá, az *energiaár-támogatások többletköltségei* is többnyire 2022 második felétől jelentkeztek, míg a 2023. évi első negyedéves adatok már tartalmazzák ezt a kiadási többletet. (iii) Végül, a 2023 első negyedében még nem éreztette hatását az *olasz lakásfelújítási „szuperbónusz”* kivezetése, ami az intézkedés nagysága és Olaszország unión belüli súlya miatt érdemben befolyásolja az idei EU-szintű egyenleg alakulását.



Legalábbis a fent említett első két hatás kiszűrésére alkalmasabb értékelési keretnek tűnik a *teljes 2022-es évet lefedő hiányszám összevetése a 2023. évi első negyedéves szezonálisan és naptári hatással igazított mutatóval*. (Az Eurostat mind a költségvetési adatokat, mind a folyóáras GDP-t kiigazítja a korrigált negyedéves számokban. Ugyanakkor 4 tagállamra nem közöl külön adatot, míg az EU27-re igen). Ebben a megközelítésben az EU-szintjén a 2023 első negyedévre számított 3%-os GDP-arányos igazított deficit szám már 0,4 százalékpontos *mérséklődést* jelez az előző évhez képest. Az egyes tagállamok szintjén az elmozdulások iránya továbbra is heterogén mintázatú, de az összkép jóval kiegyenlítettebb: míg negyedév-negyedév összevetésben a tagállami deficit átlagosan 0,7 százalékponttal emelkedtek 2023 első három hónapjában, a tavalyi éves hiányszámhoz viszonyítva az eltérések egyszerű számtani átlaga zérusra csökkent.

3.1.2. A magyar költségvetés 2023-ban

A központi alrendszer pénzforgalmi hiánya július végére 2.940-ra milliárd forintra rúgott és ezzel már elérte az éves előirányzat 86,5%-át. Az eltelt három hónapban a pénzforgalmi deficit növekedése ugyan már lassult, de a növekmény összességében nagyobb volt, mint az előző év azonos időszakában. Júliusra a központ hiánya 300 milliárd forinttal volt magasabb a tavalyi 7 havi kumulált nominális összegnél, miközben a tavasszal módosított 2023. évi költségvetési törvény 1.350 milliárd forinttal kívánja javítani a pénzforgalmi egyenleget a 2022. évi tényhez képest.



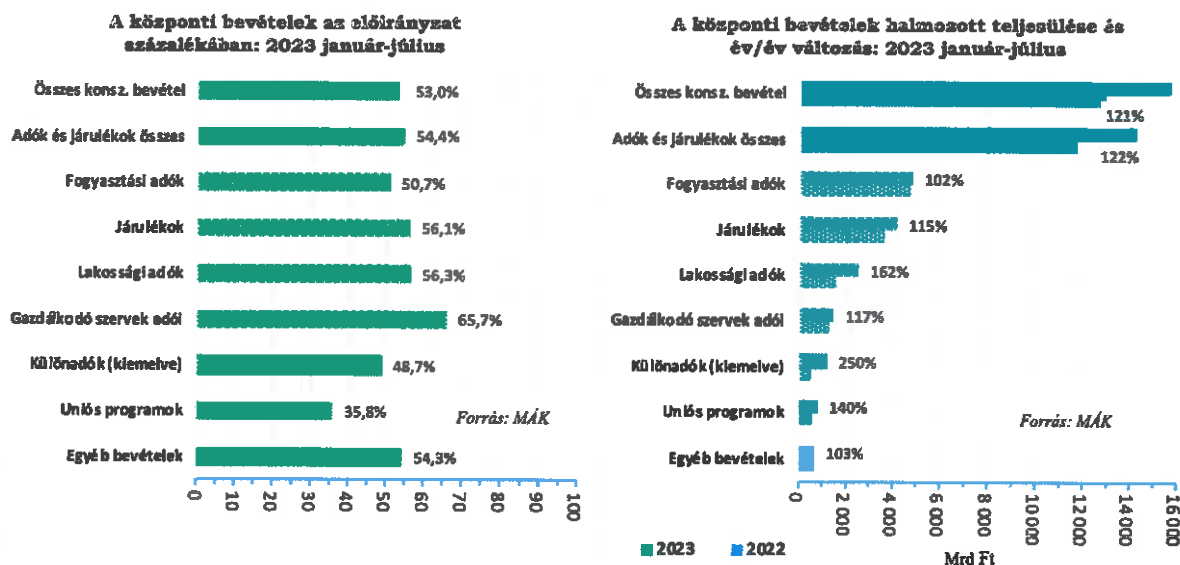
A kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege szintén kedvezőtlen képet mutat. Az ESA-hiány 2023 első negyedévében a GDP 9,8%-a volt. Az MNB előzetes pénzügyi számlái alapján a második negyedévben a hiány-mutató 3,8% körüli szintre csökkenthetett, de így is több mint 2 százalékponttal magasabb volt az egy évvel korábbi értéknél. Így a második negyedév végét megelőző 12 hónapra számított deficit elérte a GDP 8,3%-át, ami jócskán eltér az idej 3,9%-os hivatalos hiánycéltől.

A nagyra duzzadt államháztartási hiány részben átmeneti egyedi, illetve szezonális hatásokat tükröz. A költségvetési egyenleget ugyanakkor *szisztematikus hatások* is negatívan befolyásolták különösen a bevételi oldalon. Ez azt vetíti előre, hogy további intézkedések nélkül az idei évre várható deficit érdemben túllépheti a tervezettet és a bázishatáson keresztül a 2024. évi egyenlegcél teljesítése is veszélybe kerülhet.

A központi alrendszer július végi 15.670 milliárd forint összegű *konzolidált bevételei* a módosított törvényi előirányzat 53%-át tették ki, ami elmaradt az időarányos (58,3%-os) szinttől. Az elmaradás az előző év azonos időszakával összevetve is jelentkezik: az év első 7 hónapjában a konszolidált bevételek 21%-kal nőttek, szemben az egész évre tervezett közel 26%-os növekménnyel.

A bevételi főösszeg döntő hányadát képviselő *adó- és járulékbévételekből* a tervezettnél az 54%-a folyt be. Ez az arány elmaradt a megelőző év első 7 havi teljesítésétől is annak ellenére, hogy 2022 első felében az adóbevételeket jelentősen csökkentette a családok egyszeri *SZJA-visszatérítése*, míg az újonnan bevezetett *extraprofit adók* döntő részt a tavalyi év második felétől javították az egyenleget. A

2023. évi adóbevételek időarányosnál alacsonyabb volumene részben összefügg azzal, hogy az extra különadók beérkezése idén is aszimmetrikus lefutású a fizetési határidők ütemezése miatt. Azonban a *különadók nélkül számított adóbevételek* is csupán az előirányzat 55%-át érték el. Ha a különadóktól megtisztított tavalyi bevételi számokat korrigáljuk az SZJA-visszatérítés hatásával, akkor a 2023. évi tervszámokból következő várt éves növekedési ütemhez képest mechanikus becsléssel mintegy 800 milliárd forint adóelmaradás adódik az év első 7 hónapjában.



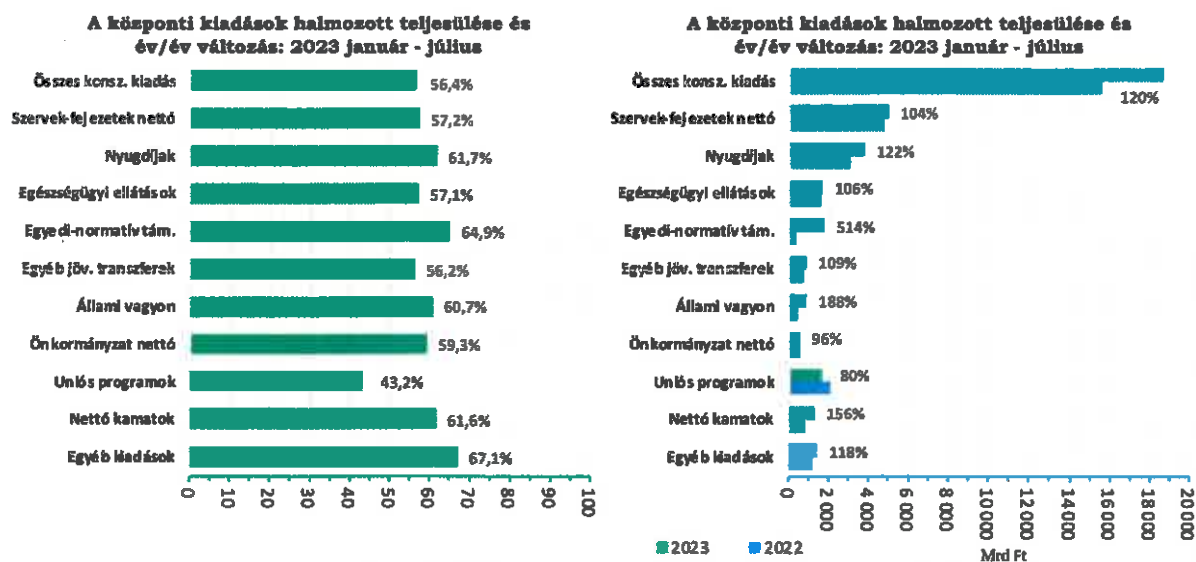
Megjegyzés: A költségvetési számok a központi alrendszeren belüli pénzügyi mozgások főbb elemeitől megtisztított, részlegesen konszolidált pénzforgalmi értékeket mutatják. A központi költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásai, a pénzforgalmi kamatok, valamint az önkormányzatoknak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

A leginkább szembeszökő az alulteljesítés a (különadók nélkül számba vett) *fogyasztáshoz kapcsolt adók*, és azon belül is a legjelentősebb adónem, az áfa esetében. Az *áfabevételek* az év első 7 hónapjában alig 1,5%-kal nőttek az előző év azonos időszakához képest, míg a törvényi előirányzat több mint 16%-os év/év növekménnyel kalkulál. Ez a kiskereskedelmi forgalom lassulása mellett a visszautalások szokatlanul magas szintjét is tükrözi. Az *SZJA- és járulékbévételek* alakulása is elmaradást mutat, bár szerényebb mértékben. A *gazdálkodó szervezetek befizetései* ugyanakkor valamennyire ellensúlyozták a többi adónem visszafogott teljesülését, főleg a *társasági adóbevételek* erős dinamikájának köszönhetően.

Noha a július végéig befolyt mintegy 800 milliárd forint *uniós támogatás* 40%-kal meghaladta a megelőző év azonos időszakának a bevételeit, ez az éves előirányzatnak csupán a 36%-át tette ki. Az uniós bevételek zöme tipikusan az év végén szokott beérkezni, de a Helyreállítási Alap és a 2021-2027-es ciklus forrásainak elhúzódó felfüggesztése miatt az idén is a tervezettnél alacsonyabb bevétel várható ezen a jogcímen. Fontos azonban megjegyezni, hogy az uniós pénzforgalmi bevételek késlekedése közvetlenül nem rontja az eredményeszeleletű egyenleget.

A központi alrendszer első 7 hónapban elkönyvelt 18.600 milliárd forint összegű (konszolidált) *kiadásai* az éves tervszám 56%-át érték el. A költségvetési kiadások ugyanakkor kisebb mértékben maradtak el az időarányos volumentól, mint a bevételek, ami magyarázatot ad a deficit felfutására. A főbb kiadási tételek

előirányzathoz viszonyított alakulása a bevételi oldalnál változatosabb képet mutat, de ez *többszire* az éven belül várható lefutások eltéréseit tükrözi, nem pedig az éves előirányzatok túllépését vagy megtakarítások képződését vetíti előre.



Ami az időarányosnál magasabban teljesülő kiadási jogcímekeket illeti, az *egyedi és normatív támogatások* és azon belül különösen az *energiaártámogatások* fűtési szezonhoz kapcsolódó „orrtér” lefutása érdemben hozzájárult a hiány év elején látott gyors növekedéséhez. Július végéig a központi költségvetés mintegy 1.080 milliárd forintot költött *lakossági* rezsvédelmi kiadásokra, az éves előirányzat közel háromnegyedét. A *nyugdíjakra* és *nyugdíjszerű ellátásokra* fordított, valamint az *állami vagyonnal* kapcsolatos kiadások esetében a tervszámokkal összhangban álló egyedi tételek – így a 13. havi juttatások februári kifizetése, illetve a Vodafone-részesedés vásárlása – okozták az év első felében jelentkező kiadási többleteket. A költségvetésben prognosztizáltnál magasabb fogyasztói áremelkedés miatt szükségessé váló kiegészítő nyugdíjmelés következtében azonban a nyugdíjkiadások várhatóan meghaladják majd a tervezett szintet. Kisebb mértékű túllépés valószínűsíthető a júliusig végéig az éves előirányzat több mint kétharmadát elérő *egyéb elsődleges kiadásoknál* is, főleg a lakástámogatásokhoz kapcsolódóan.

2023 első 7 hónapjában a *nettó kamatkiadások* az előirányzat mintegy 62%-át tették ki és 56%-kal meghaladták előző év azonos időszakának a kiadásait, szemben azzal, hogy a 2023. évi tervszám csak 12%-kal magasabb a 2022. évi ténynél. Mindezt a kamatkiadások lefutásának a megváltozása magyarázhatja, amit alátámaszt, hogy június-július folyamán a nettó adósságszolgálat már kisebb volt a tavalyi szintnél. Figyelembe véve azonban a tényleges 7 havi és a tervezett éves növekmények közötti jelentős eltérést, az előirányzat túllépése sem zárható ki.

A legnagyobb kiadási jogcímcsoport, a *költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai* ugyanakkor rendkívül visszafogottan alakultak. Az év első 7 hónapjára eső kiadások csak 4%-os növekményt mutattak az előző évhez képest. Ez az éves előirányzat 57%-ának felelt meg, de úgy, hogy a viszonyítási alapként szolgáló előirányzat nem foglalja magában az *államháztartási tartalékokat*. A 2023. évi költségvetés mintegy 980 milliárd forint központi tartalékot tartalmaz,

aminek a zöme tipikusan a szakmai fejezeteknél kerül felhasználásra. A kiadások alacsony teljesülési foka lehetőséget adhat megtakarításokra a bevételkiesés ellensúlyozására. Ezt azonban korlátozza az a körülmény, hogy a szakmai fejezetek kiadásai jellegzetesen az év végére koncentrálnak, amit a számlafizetések ütemezése is erősen determinál. A szakmai fejezetek mellett az egészségügyre és a különféle jövedelemtranszferekre fordított kiadások is elmaradtak az időarányos szinttől, azonban az eltérés mértéke érdemben nem haladta meg a sokéves átlagot. A helyi önkormányzatok támogatásai esetében viszont az időarányosnál kismértékben magasabb teljesülés csak látszólagos, az a központi tartalékok, illetve a fejezeti források egy részének a jogcímre történt átcsoportosítását tükrözi.

Július végéig a költségvetés valamivel több mint 1.600 milliárd forintot fordított az uniós programok kiadásaira, ami az éves terv 43%-át képviselte és 20%-kal alacsonyabb volt az előző évi első 7 havi kiadásainál. Ez a körülmény az előirányzat éves szinten várható alulteljesülését valószínűsíti. A kormány a jelek szerint a támogatásokkal kapcsolatos bizonytalanságra a projektek megvalósításának lassításával reagál. Bár az uniós programok kiadásainak elmaradása közvetlenül csak igen korlátozott hatással van az eredményeszemléletű egyenlegre, ez mérsékelheti az államháztartás finanszírozási igényét.

A fentiekben bemutatott folyamatok tükrében a Kopint-Tárki prognózisa szerint 2023-ban a kormányzati szektor eredményeszemléletű hiánya a GDP arányában 4,9% körül alakulhat. A hivatalos hiánycél 1 százalékpontos túllépése előrejelzésünkben elsősorban az adó- és járulékbevételek elmaradásával függ össze és kisebb részben a várható kiadási többletek következménye, ami főként a nyugdíjak évközi indexálásához kapcsolódik. A 2023-as deficit-prognózisunkat inkább negatív irányba mutató kockázatok övezik. A bevételek kiesése az alapesetben feltételezetttnél érdemben magasabb is lehet, amennyiben a fogyasztási, illetve a jövedelmi dinamika nem javul az év hátralévő részében. Ennél kisebb mértékű negatív kockázat jelentkezik a kamatkiadásoknál. A pozitív oldalon a szakmai fejezetek kiadásainak (illetve a tartalékok tényleges felhasználásának) az év első 7 hónapjában látott visszafogott alakulása potenciálisan mozgásteret nyújthat az egyenleg stabilizálására, de ezt behatárolja a kapcsolódó kiadási jogcímek „farnéhez” lefutása és determináltsága.

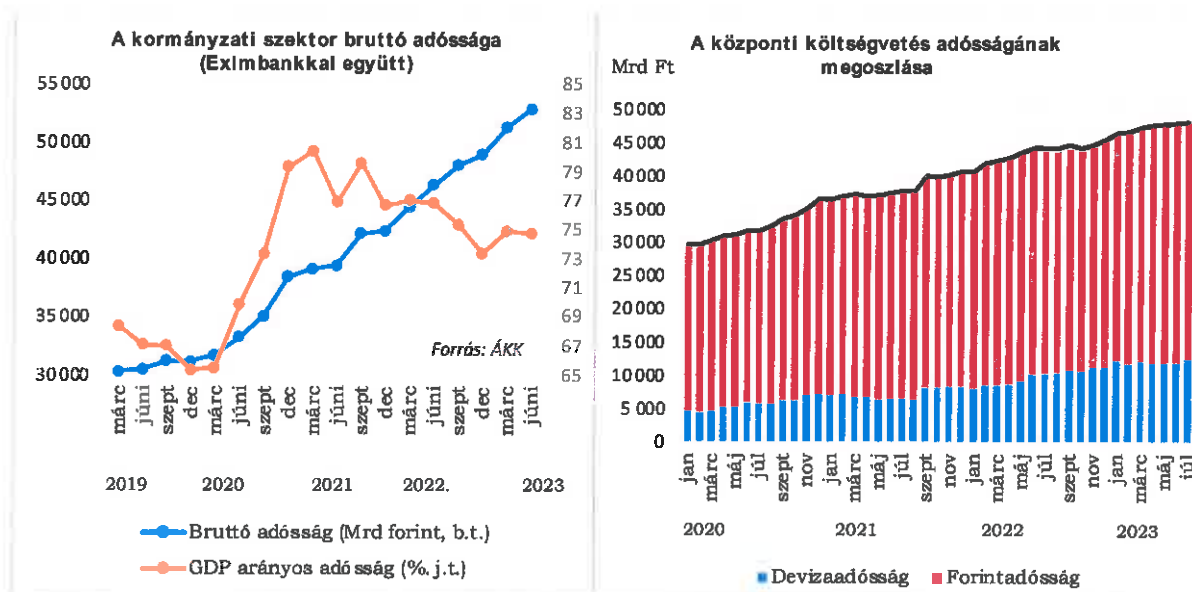
3.1.3. Államadósság

A pandémia kitörését követően a kormányzati szektor 80% körüli szinten tetőzött GDP-arányos (maastrichti) államadóssága 2022 végéig 73,3%-ra mérséklődött. Miközben a bruttó adósságállomány névértéke meredeken nőtt, az adósságráta csökkenését a nevezőhatáson keresztül erőteljesen támogatta a magas gazdasági növekedés és a 2022-ben jelentősen felgyorsult infláció.

2023 első félévében a teljes kormányzati szektort lefedő bruttó adósságállomány további közel 3.900 milliárd forinttal emelkedett és így elérte az 52.700 milliárd forintot. A növekmény nagyjából megegyezett a megelőző év azonos időszakában látott mértékkel, miközben mintegy 1.500 milliárd forinttal meghaladta a központi költségvetés adósságának első féléves bővülését. Ebből a szempontból figyelemre

méltó, hogy a Pénzügyminisztérium a 2024. évi költségvetési törvényjavaslatához mellékelt prognózisa szerint a *központi alrendszeren kívüli, de a kormányzati szektorba sorolt* tételek 2023-ban több mint 2.300 milliárd forinttal (a GDP arányában 3,0%-kal) növelhetik az adósságállomány szintjét.

A kormányzati szektor *GDP-arányos* adóssága az állománynövekedéssel párhuzamosan július végére 74,7%-ra emelkedett. A kormány várakozása szerint az adósságráta az év végéig 70% alá csökkenhet. A *Kopint-Tárki ennél pesszimistább prognózisa* szerint a GDP-arányos államadósság 71,5% körüli szintre mérséklődhet az idén és legkorábban csak 2024 végére süllyedhet 70% alá. A magasabb adósságpálya tükrözi a hivatalos deficitcél meghaladó költségvetési hiányra, illetve a kormány által feltételezettől elmaradó gazdasági növekedésre vonatkozó előrejelzésünket. Az államadósság költségvetési törvényben megcélzotthoz képest kedvezőtlenebb alakulását megerősíteni látszik az a körülmény is, hogy a kormány szeptemberben 700 milliárd forinttal megemelte a központi költségvetés idei finanszírozási igényét.



Az eltelt időszakban a *devizaforrások szerepe folyamatosan nőtt* az állam finanszírozási igényének fedezésében. A teljes államadósság több mint 90%-át lefedő központi költségvetés adósságában a devizaadósság aránya 2022 végére elérte a 25%-ot, míg ez az arány egy évvel korábban nagyjából 21%-on állt. A rugalmas finanszírozási mozgástér fenntartása érdekében az Államadósság Kezelő Központ 2023-tól a devizaarány felső határára vonatkozó referenciaértéket 30%-ra növelte a korábbi 25%-ról.

2023 első hét hónapjában a központi költségvetés adóssága összesen mintegy 2.580 milliárd forinttal nőtt. Ezen belül a *devizaadósság* megközelítőleg 1.120 milliárd forinttal emelkedett úgy, hogy az 1.600 milliárd forint nettó devizakötvény kibocsátást 480 milliárd forintnyi átértékelődési hatás ellensúlyozta a forint árfolyamának erősödése miatt. A devizaadósság ezzel csaknem 10%-kal bővült a december végi záróállományhoz képest. A *forintadósság* eközben ugyan abszolút összegben nagyobb mértékű növekményt mutatott, de a záróállományhoz viszonyítva csupán 5%-kal emelkedett. Így július végére az államadósság devizaaránya már 26%-ot tett ki.

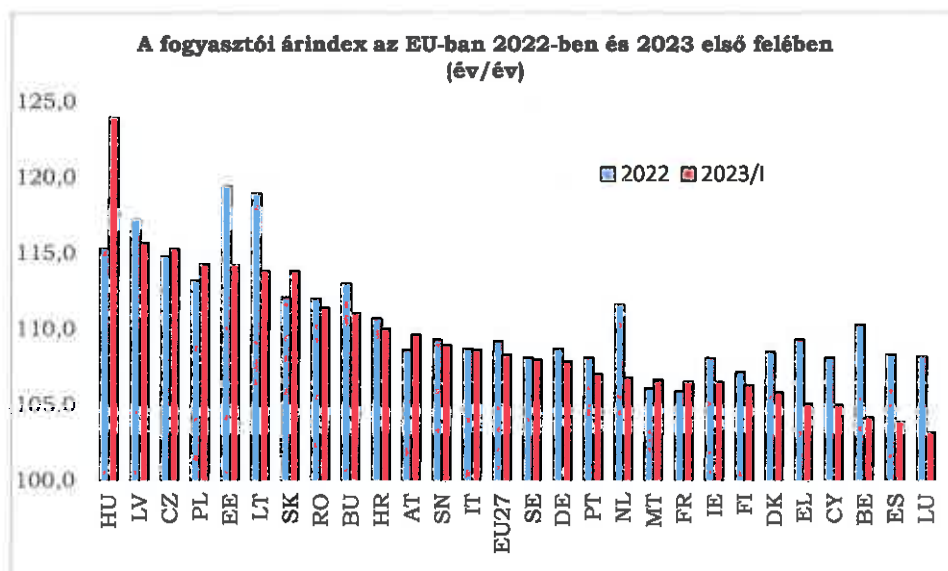
3.2. Infláció

3.2.1. Főbb inflációs tendenciák az elmúlt másfél évben

Túlzás nélkül állatható, hogy az elmúlt másfél év legdrámaibb makrogazdasági fejleménye Magyarországon az infláció elszabadulása, a fogyasztói áraknak a kilencvenes évek közepe óta nem tapasztalt, és az európai országokét is messze meghaladó emelkedése volt. 2022-ben Magyarország a 15,3%-os éves árindexszel² még „csak” a negyedik helyen állt az inflációs rangsorban, a balti országok után, 2023 első felében azonban már egyértelműen a negatív lista élére került. Az 2023 első félévi 24%-os magyar infláció (HICP) mintegy 9 százalékponttal meghaladja a sorban következő Lettországot és majdnem háromszorosa az EU-átlagának (8,3%). A lista jobb felén, az alacsonyabb árindexszel rendelkező országok között egyaránt megtalálunk nyugat- és dél európai országokat.

Érdeemes megjegyezni, hogy – ahogyan a korábbi években is – az inflációs rangsor első 11 helyét a 3 balti, a 4 visegrádi ország, Románia, Bulgária és Horvátország (tehát összefoglalóan kelet európainak mondható ország) foglalja el.

A HICP fogyasztói árindex az EU-országokban 2022-ben és 2023 első felében



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

Az Európai Unión belül az elmúlt 2 év fogyasztói áremelkedésének figyelemreméltó regionális karaktere körvonalazódik. Alapvetően 3 országcsoportot különböztethetünk meg.

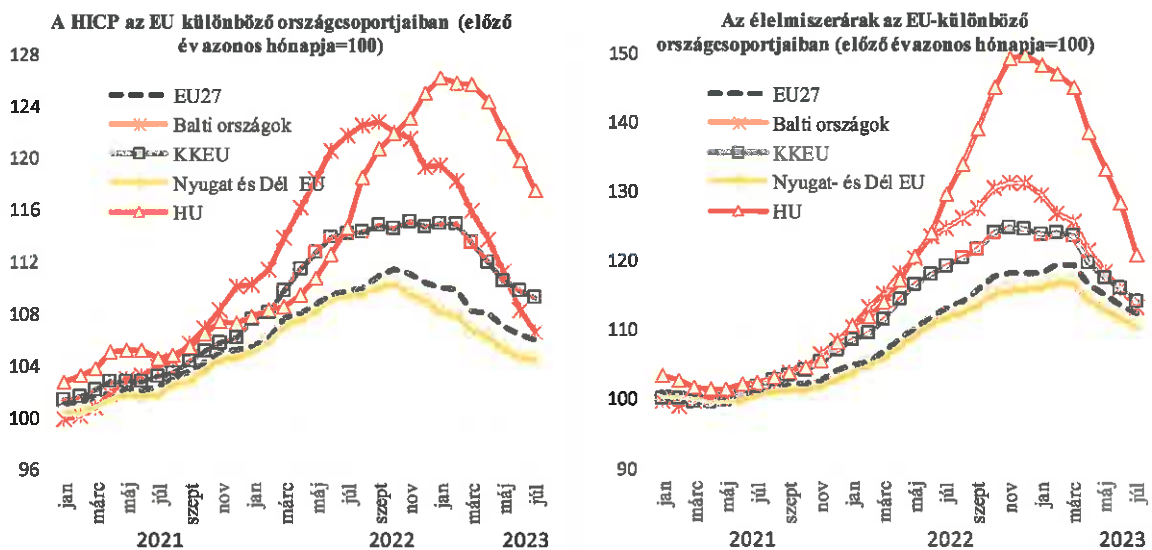
- **A 3 balti ország**, ahol a fogyasztói árindex már 2021-ben, de különösen 2022-ben meredeken, más országokéhoz képest is kimagaslóan nőtt. Ennek oka elsősorban az energia fogyasztói árának az erőteljes emelkedése volt, mivel a balti kormányok a világpiaci energia-áremelkedést teljes mértékben érvényesítették a belföldi árakban.

² A KSH módszerével mért éves fogyasztói árindex 2022-ben 14,5% volt. Az Eurostat által egységesen alkalmazott HICP (Harmonizált Fogyasztói Árindex) módszertan szerint pedig 15,3%.

De korántsem csak az energiaárak emelkedése volt kiemelkedő, hanem sok más termékcsoporthé is, mint pl. az élelmiszereké, illetve az éttermi áraké. Az infláció a balti országokban 2022 szeptemberében 22,9%-on tetőzött, majd decemberre 19,4%-ra csökkent, az egyes országokban **17,5 és 20,7%** közötti mozgott. 2022. évi éves szinten 18,5%-os fogyasztói árindex 2023 júliusára pedig 6,7%-ra mérséklődött.

- A széles értelemben vett **kelet-közép-európai országok** (Magyarország nélkül), amely Csehország, Szlovákia és Lengyelország mellett magába foglalja Bulgáriát és Romániát, valamint Horvátországot is. Ez az országcsoport is figyelemre méltóan homogénnek bizonyult az infláció tekintetében az elmúlt 2 évben. Az infláció minden országban alacsonyabb volt, mint a balti országokban. Az év/éves havi fogyasztói árindex Bulgárián kívül minden országban 2022 novemberében tetőzött és éves szinten decemberben már árnyalatnyit csökkent, 14,7%-ra és **14,1-16,8%** között ingadozott az egyes országokban. 2022-ben ebben az országcsoportban az éves átlagos fogyasztói árindex 12,6% volt, 2023 első felében 12,7%, júliusában viszont már csak 9,3%. Ebben az országcsoportban az infláció nem volt olyan meredek felfutású, mint a balti országokban, de a csökkenés is lassabban megy végbe.

A HICP és az élelmiszer-árindex az egyes európai országcsoportokban



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

Az egyes országcsoportok:

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

- A nyugat-és dél-európai országok, amelyekben az infláció az elmúlt 2 évben lényegesen alacsonyabb volt, mint a balti és a közép-kelet-európai országokban.

Ebben a 17 országban már kissé heterogénebb az infláció mintázata, mint a másik 2 országcsoportban, de kifejezetten egységes abban az értelemben, hogy – az előző két országcsoporttal ellentétben – a havi év/éves áremelkedés mértéke az elmúlt 2 évben jellemzően egyik országban sem haladta meg a 13%-ot. A csúcspont az infláció 2022 októberében érte el, 10,3%-os év/éves átlagos árindexszel, ami decemberre 9%-ra szelídült, az egyes országokban **6,7-12,6%** közötti ingadozással. Az éves átlagos árindex ebben az országcsoportban 2022-ben 8,4% volt, 2023 első felében már csak 6,5, júliusban pedig 4,5% (!). Ezen belül a dél-európai országok (különösen Spanyolország) inflációs lefutása az alacsonyabbak közé tartozik, de nem különbözik karakterisztikusan a nyugat-európaiaktól.

- A száguldó **magyar** infláció egyetlen csoportba sem sorolható, mivel ilyen mértékű fogyasztói áremelkedést 2022 őszétől egyetlen országban sem mértek. A magyar árindex már 2021-ben is, Lengyelországgal együtt a legmagasabb volt (5,2%). 2022 első felében a háztartási energia és az üzemanyagok ársapkája lefojtotta az inflációs nyomást, ezért az árindex pár százalékponttal nem csak a balti, hanem a KKEU árindexénél is alacsonyabb volt. Az ársapkák részleges kivezetése után azonban az árindex magasba szökött, és messze meghaladta a régiós országokét, sőt az év végére már a balti államokét is. Mindezt úgy, hogy 9 élelmiszeren még továbbra is hatósági ár volt érvényben. A 2022 decemberi 25%-os magyar harmonizált fogyasztói árindex (HICP), mintegy 5 százalékponttal meghaladja a második legmagasabb európai árindexet (20,7% Lettország) és pontosan 10 százalékponttal a hasonló fejlettségű, gazdaság-szerkezetű és energia-kitettséggű Szlovákiáét (15%). 2023 első felét már folyamatosan csökkenő fogyasztói árindex jellemezte, a HICP a januári 26,2%-ról (ez volt a csúcs) júliusra 17,5%-ra szelídült. Ez a **17,5%** azonban – az év első feléhez hasonlóan – még messze kiemelkedik az EU-országok mezőnyéből és jócskán meghaladja a szintén enyhén 10% feletti árindexszel rendelkező cseh, szlovák és lengyel mutatót, és háromszorosa az EU átlagának (a román árindex júliusban már 8,9% volt, kb. a fele a magyarnak).

Az élelmiszerárak

Mint a 2. ábra jobb oldali grafikonján látható, a kimagasló magyar HICP elsősorban az **élelmiszerárak** elszabadulásával magyarázható. Az inflációs folyamat csúcspontján, 2022 decemberében az élelmiszerárak **49,6%-kal** voltak magasabbak, mint 1 évvel korábban, azaz majdnem a másfélszeresükre nőttek. Összességében a másfél év alatt az élelmiszerek ára Magyarországon 78,6%-kal emelkedett. S noha az élelmiszerek áremelkedése a többi EU-országban is élen járt (az energia mellett) az inflációban, ilyen mértékű emelkedésre egyetlen országban sem került sor.

Ugyanakkor, az élelmiszerárak 2022 második félévi rakétaszerű emelkedését 2023 első felében az árnövekedés viszonylag gyors mérséklődése követte. Ennek ellenére 2023 júliusában a magyar élelmiszer-infláció (21%!) még mindig 8-9 százalékponttal meghaladta a legmagasabb élelmiszer-árindexű országokét is. Ráadásul, ez a 21% arra a 29,7%-os árindexre rakódott rá, amelyet az előző évi júliusában mért a statisztika.

Az élelmiszer-árstopok hatásáról intenzív vita folyik a kormány és a szakértők között, az adatok alapján azt bizton kijelenthetjük, hogy az ársapkák nem fejtettek ki pozitív

hatást az élelmiszerárak emelkedésével szemben, hiszen a magyar élelmiszer-áremelkedés úgy haladta meg sokszorosan a többi országét, hogy sehol máshol ilyen eszközt nem alkalmaztak. Sokkal valószínűbb az, hogy addicionális áremelkedést okoztak, mivel olyan ártorzító hatást fejtettek ki, amely a boltokat eltérítette a normál árképzési gyakorlatuktól és szabályaitól, ami egészen torz és megmagyarázhatatlan árszintek kialakulásához vezetett egyes termékek esetén.

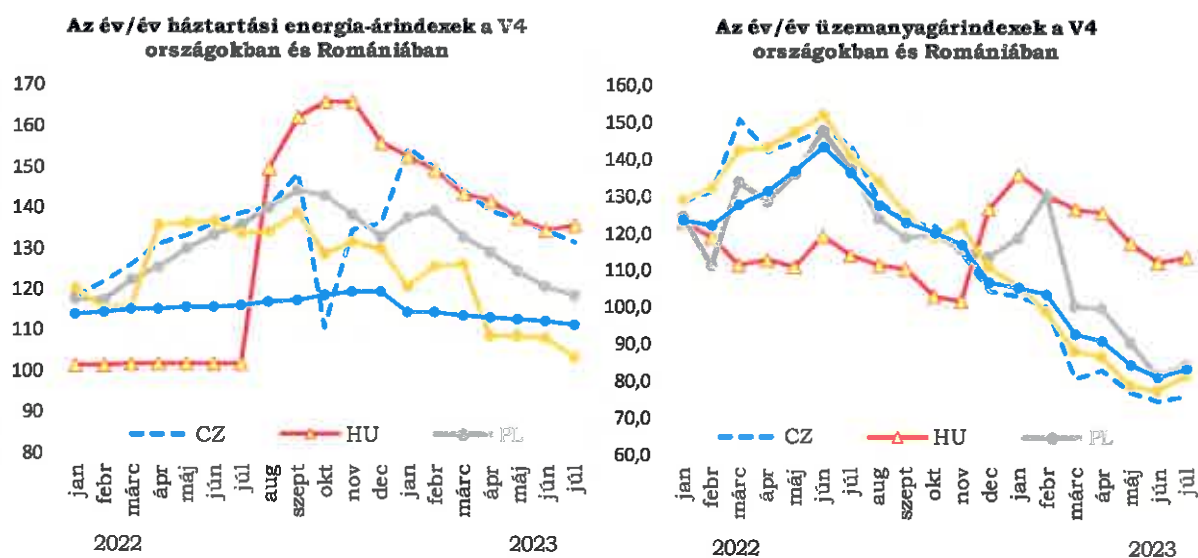
Azt még nem lehet tudni, hogy augusztusban az árstopok kivezetése és ezzel egyidejűleg a kötelező ár-akciózás elrendelése milyen hatással lesz az élelmiszerárakra. Az ideiglenes akciók a boltok rendes gyakorlatához tartoznak, ezért nem feltétlenül vezetnek olyan torz ár-struktúrához, mint az árstopok. Az árfigyelő rendszer bevezetése azonban jótékony hatással lehet az árak mérséklésére, mivel megakadályozhatja kiugróan magas árak alkalmazását.

Az energiaárak

A 2023 első félévi kimagasló magyar árindex oka többek között az is, hogy a magyar kormány sokáig befagyasztva tartotta a háztartási energia és az üzemanyagok árát, majd ezek drasztikus megemelése 2022 utolsó harmadában, illetve 2023-ban fejtette ki áremelő hatását.

Ami a háztartási energia árát illeti, az egyes EU-országok meglehetősen eltérő magatartást tanúsítottak a világpiaci áraknak a lakossági árakban való érvényesítése és annak mértéke tekintetében. Az azonban megállapítható, hogy az országok többségében 2022-ben, a világpiaci energiaárak megsokszorozódása időszakában, ezt az áremelkedést valamilyen mértékben a fogyasztói árakban is érvényesítették. 2023-ban azonban az EU-országok többségében már csökkentek energia- és üzemanyag-árak, olyannyira, hogy júliusban a V4 országokon (és kismértékben Németországon) kívül már mindenütt jelentős, akár 20-30%-os áresés volt tapasztalható.

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

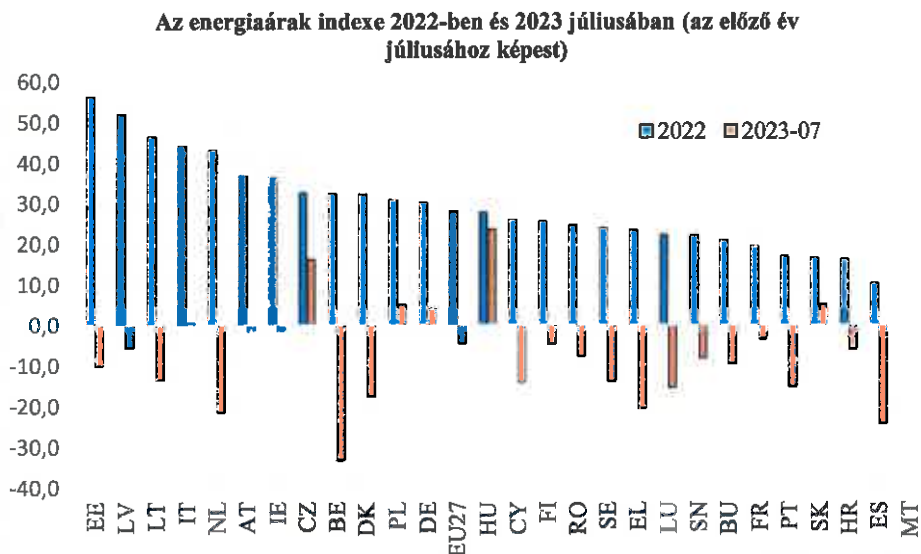


Forrás: Eurostat, Economy and Finance, Prices, [prc_hicp_manr

Ami a háztartási energia árát illeti, az egyes EU-országok meglehetősen eltérő magatartást tanúsítottak a világpiaci áraknak a lakossági árakban való érvényesítése és annak mértéke tekintetében. Az azonban megállapítható, hogy az országok többségében 2022-ben, a világpiaci energiaárak megsokszorozódása időszakában, ezt az áremelkedést valamilyen mértékben a fogyasztói árakban is érvényesítették. 2023-ban azonban az EU-országok többségében már csökkentek energia- és üzemanyagárak, olyannyira, hogy júliusban a V4 országokon (és kismértékben Németországon) kívül már mindenütt jelentős, akár 20-30%-os áresés volt tapasztalható.

Összességében az energiaárak 2022-ben számottevően felfelé húzták az EU-országok többségének az árindexét, 2023-ban azonban jelentős ár-korrektció zajlott. Ennek ellenére az energiaárak 2023 júliusában még jócskán magasabbak voltak, mint 2022 előtt.

Az energiaárak indexe az EU-országokban 2022-ben és 2023 júliusában (az előző év júliusához viszonyítva)



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

Mivel a rezsiárak befagyasztása egészen 2022 augusztusáig fennmaradt, ezt követően azonban drasztikus emelésre került sor, a késleltetett hatás miatt 2023 első hét hónapjában a magyar energiaár-index lett a legmagasabb az EU-ban. 2023 augusztusában ez a hatás jelentősen gyengülni fog, mivel belép az előző évi háztartási energiaár-emelésnek a bázist növelő hatása a HICP árindexben. A KSH által mért árindexben ez csak szeptemberben fog érvényesülni, mivel az Eurostattal ellentétben a KSH abban a hónapban méri a közüzemi számlák mértékének a hatását, amikor azok kiszámlázásra és kifizetésre kerülnek.

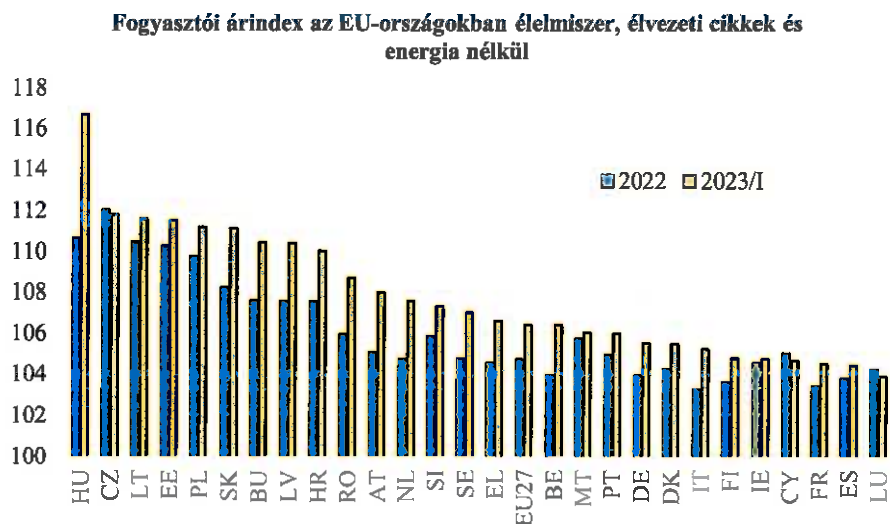
Egyéb termék és szolgáltatáscsoportok

Mint láttuk, az elmúlt másfél évben elsősorban az élelmiszerárak, 2023-ban pedig emellett az *energiaárak* emelkedése húzta felfelé a magyar árindexet. Figyelemre méltó azonban, hogy a magyar árindex szinte minden egyéb termék- és szolgáltatáscsoportban a legmagasabb, vagy a legmagasabbak egyike volt 2023 első

felében. Az Eurostat által mért 12 HICP kategóriából 9-ben a magyar árindex volt a legmagasabb 2023 első 6 hónapjában (1. élelmiszer, 2. élvezeti cikkek, 5. bútortartási eszközök, 6. egészségügy, 7. közlekedés, 8. kommunikáció, 9. rekreáció, 11. Szállás-vendéglátás, 12. egyéb). Mindössze 3 termékcsoporthoz van, amelyben nem Magyarország az első az infláció listán (3. ruházkodás, 4. háztartás, víz-gáz-áramellátás és 10. oktatás), bár ami a háztartási közüzemi kiadásokat illeti (4), itt is a harmadik helyen áll, Csehország és Litvánia után.

Ez azt jelzi, hogy a magyar gazdaságot az elmúlt másfél évet nem csak egyes termék- és szolgáltatáscsoportok kiemelt áremelkedése jellemezte, hanem egy általánosan erős inflációs tendencia, amely lényegében minden termék- és szolgáltatáscsoportban érvényesült. Ez 2022 folyamán nem választható el a választási költségvetés során kiosztott 2 ezer milliárd forintnyi vásárlóerő kiáramlásától, amely megakadályozta, hogy az amúgy is erős, általános inflációs környezetben gátat szabjon a további áremeléseknek. Ez csak 2022 végén, 2023 első felében következett be, amikor az infláció mérséklődésében, a bázishatás mellett, a kereslet-csökkenés is szerepet játszott. A bolti kiskereskedelmi forgalom volumene 2023 első felében a KSH adatai szerint több mint 10%-kal esett vissza (ezen belül a második negyedévben 11,4%-kal), igaz a szintén KSH forrású GDP adat szerint viszont a háztartások teljes vásárolt fogyasztása³ az első félévben csupán 3,6%-kal (ezen belül a második negyedévben 3,2%-kal) esett vissza.

Az élelmiszerek, élvezeti cikkek és az energia nélkül számított fogyasztói árindex az EU-ban 2022-ben és 203 első felében



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

Mint a fenti ábra jelzi, Magyarország 2023 első felében a három kiemelten emelkedő árú termékek, azaz az élelmiszerek, élvezeti cikkek és az energia nélkül számított árindexben is messze az első helyen állt (2022-ben a másodikban). Az eddig nem tárgyalt élvezeti cikkek ára is Magyarországon emelkedett a legnagyobb mértékben:

³ ideértve a nem bolti forgalmú fogyasztást, és a vásárolt szolgáltatások igénybevételét

2022-ben 9,6%-kal, 2023-ban pedig 18,7%-kal miközben az EU-átlag 4,3, illetve 7,9% volt.

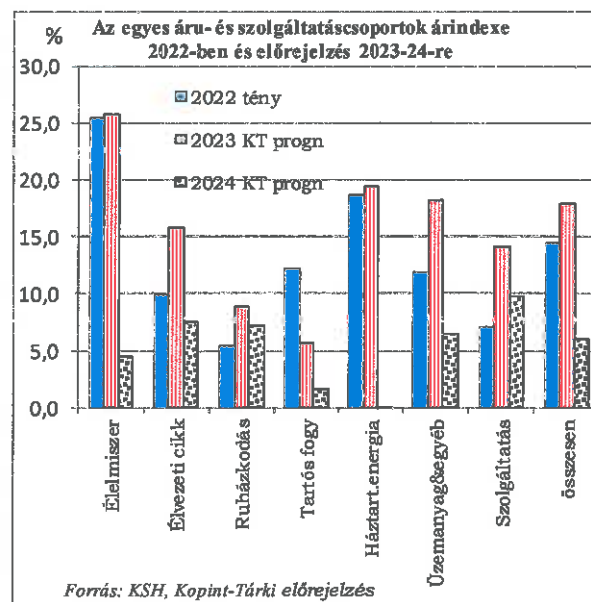
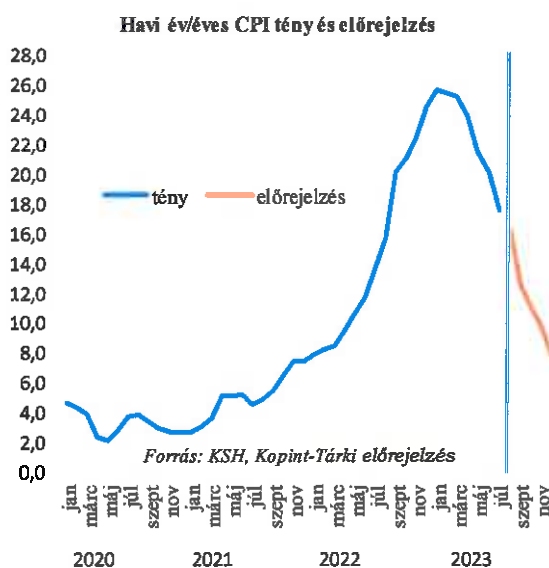
3.2.2. Kilátások 2023 második felében és 2024-ben

2023-ra a Kopint-Tárki 18%-os éves átlagos fogyasztói árindexet jelez előre. Ez 1 százalékponttal alacsonyabb, mint az áprilisban prognosztizált érték. Ennek oka, hogy az első félévben, különösen a nyári hónapokban az áremelkedés üteme árnyalatnyival nagyobb mértékben fékeződött, mint az várható. Az áprilisi jelentésünkben az első félévre 24-25%-os árindexet jeleztünk előre első félévre, a tényadat 23,63% lett (a KSDH módszertana szerint számítva).

Igaz, az augusztusi és a szeptemberi árindex még hozhat meglepetéseket. Augusztusban az élelmiszer-ársapkák felszabadítása és a kötelező bolti akciózás bevezetésének a nettó hatása nehezen előre-jelezhető, szeptemberben pedig az energiaárak tényleges alakulása, azaz az emelt árú gáz- és villanyfogyasztásba esők arányának a változása okozhat meglepetést, mivel ekkor történik az átalányt fizetők éves leolvasása és az elszámoló számlák készítése. Ehhez semmiféle információ nem áll jelenleg rendelkezésre. A 18%-os előrejelzést ezért lefelé és felfelé mutató kockázatok egyaránt jellemzik, plusz-mínusz 0,3-04%-kal.

Az első félévi 23,6% után a második félévre 12,5%-os átlagos árindex várható. A csökkenés oka elsősorban a bázishatás, mivel az infláció 2022 második felében, és különösen az év végén tetőzött. Emellett a keresleti tényezők korlátozó hatása még a második félévben is érvényesülhet az áremelésekben, de jóval kisebb mértékben, mint az első félévben.

A Kopint-Tárki fogyasztói árindex előrejelzése havonta és árucsoportonként



Forrás: KSH és Kopint-Tárki számítás

Mint már a 2023 április jelentésben is megírtuk, 2023 végére a fogyasztói árindex 10% alá esik, sőt ez már novemberben is megtörténhet (előrejelzésünk szerint 9,8%-ra).

Ezen belül az élelmiszerek árindexe az év egészében kimagasló lesz, kb. 25%, hasonló a 2022. évihez, csak az éves lefutás különbözik: 2022-ben az év második felében, 2023-ban pedig az első felében volt 40% körüli, Mindent egybevetve, 2023 végére, **az élelmiszerek 57%-kal lesznek magasabbak**, mint 2021 átlagában, azaz több, mint másfélszeresre emelkednek.

Az élelmiszerek esetében a kiskereskedelmi különadók 2023. évi további emelése is növeli az árakat, amelyet a kereskedőknek az árképzésben kell kigazdálkodniuk. A szolgáltatások áremelkedését a bérek számottevő növekedése támasztja alá.

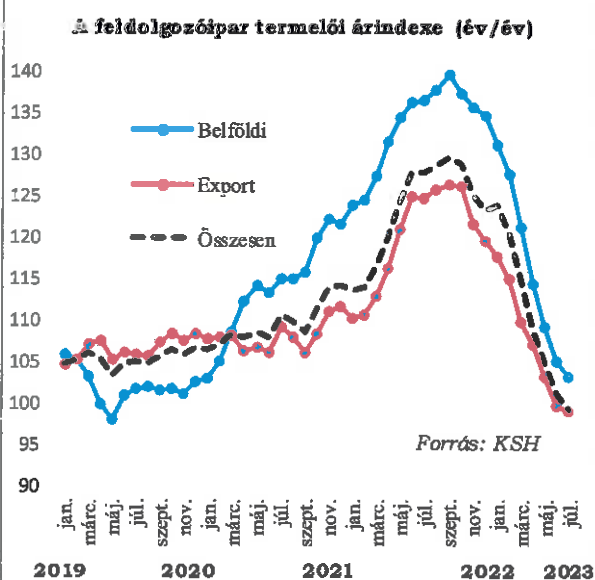
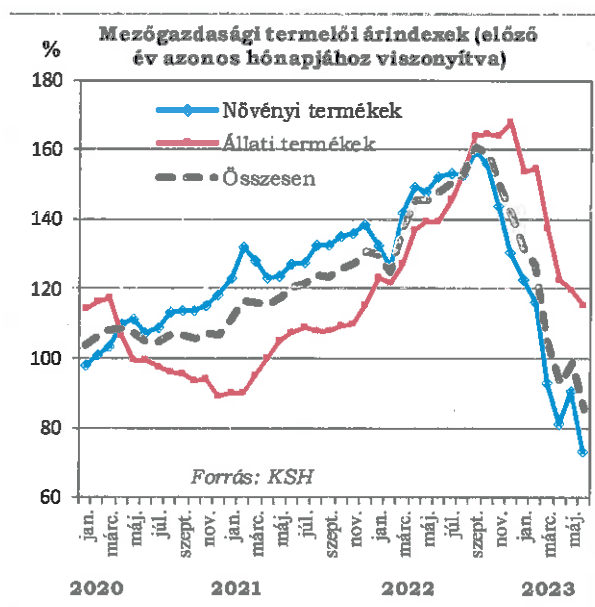
2024-ben 6% körüli fogyasztói árindexet várunk

3.2.3. Termelői árak

2023 első felében a termelői árak alapján véve kedvezően alakultak, szinte minden ágazatban csökkenő tendencia volt megfigyelhető.

A *mezőgazdasági* termelői árak emelkedése 2022 ősze óta mérséklődött, 2023 áprilisa óta pedig kifejezetten csökkentek (7/a. ábra, bal grafikon). Ez azonban nem érvényes valamennyi termékcsoportra: a gabonafélék és az ipari magvak árindexe 2023 júliusában 60, illetve 59,9% volt, igaz a rendkívül magas előző évi csúcshoz képest. Az első félévi átlagár 97,4, illetve 70,8% volt az előző év első feléhez viszonyítva. Ugyanakkor, a zöldség- és gyümölcsárak júliusban 21,3, illetve 35,4%-kal haladták meg az előző évi, szintén magas szintet, a burgonyafélék pedig 70%-kal voltak drágábbak 2023 júliusában, mint 1 évvel korábban. Az élőállat és állati termékek esetében az árak kiegyensúlyozottabban alakultak: itt folyamatos, de nagyon lassú csökkenés figyelhető meg, és 2023 júliusában az árak még mindig 19,7, illetve 5,5%-kal magasabbak voltak, mint az előző évben. Mindez a zöldség-gyümölcs termékeknél és a húсарuknál a viszonylag magas árindex fennmaradására utal a fogyasztói árakban is.

A mezőgazdasági és feldolgozóipari termelői árindexek

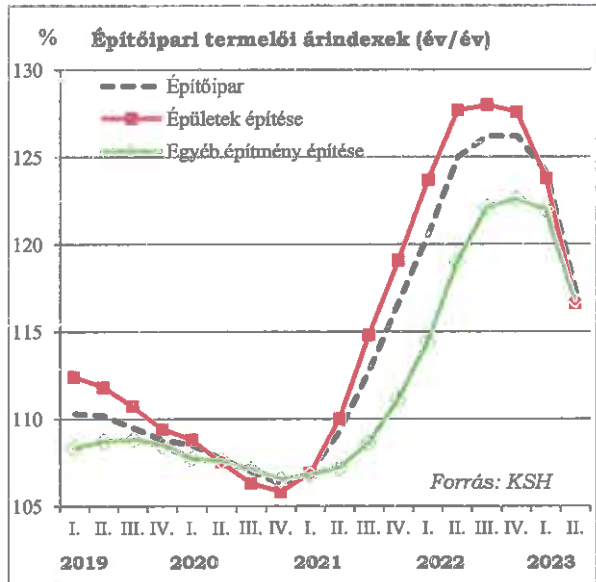


Forrás: KSH STADAT

2022 utolsó harmadától a *feldolgozóipar* termelői áremelkedése is lanyhul, elsősorban a korábban kiemelkedően emelkedő belföldi értékesítési áraké (7/a ábra jobb grafikon). A belföldi értékesítés árindexe a 2022 szeptemberi 139,5%-os csúcsról 2023 júliusra 103,5%-ra szelődött. Az exportértékesítés árindexe pedig májustól 100 alá csökkent. A kettő eredőjeként a feldolgozóipar összes értékesítésének az árindex 2023 júliusában már 0,7%-kal alacsonyabbak voltak, mint 1 évvel korábban.

Ami pedig az *építőipart* illeti, itt is enyhült a rendkívüli árnyomás. Az áremelkedés üteme 2022 második felében tetőzött, azóta fokozatosan csökken, azonban még 2023 második negyedében is **16%-kal magasabbak** voltak az építőipar termelői árai, mint 1 évvel korábban, amikor 25%-os emelkedés történt. 2023 második negyedév végén az építőipar árai 50%-kal voltak magasabbak, mint 2021-ben.

Egyúttal az épületek és az egyéb építmények árindexe összeért, ami részben a lakásépítés bezuhanásának a keresletet visszafogó hatásával magyarázható. Mivel 2023-ban az egyéb építmények, elsősorban az út- és vasútépítések, illetve az egyéb infrastrukturális állami beruházások is visszaesnek, az áremelkedés további mérséklődése várható az év hátralévő részében. Az árak tényleges csökkenése azonban az építőiparban, a különösen rossz konjunktúra következtében, sem várható.

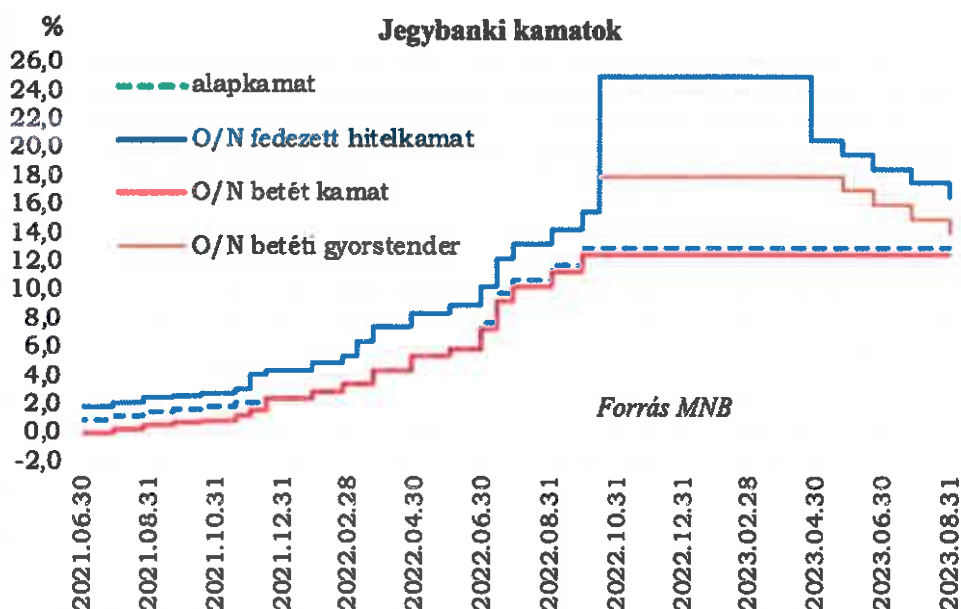


3.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok

3.3.1. Jegybanki kamatok és árfolyam

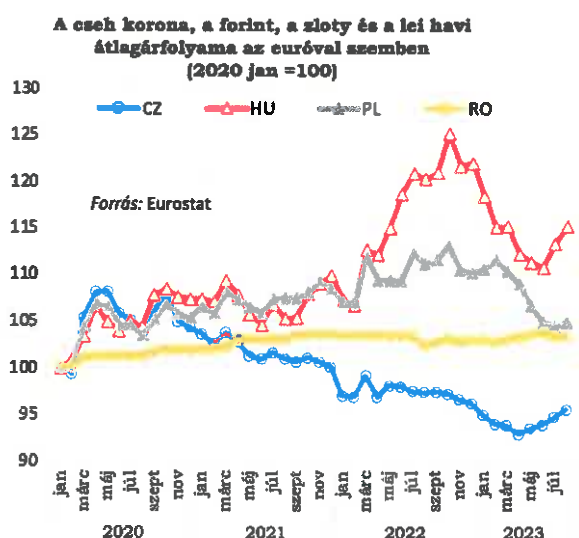
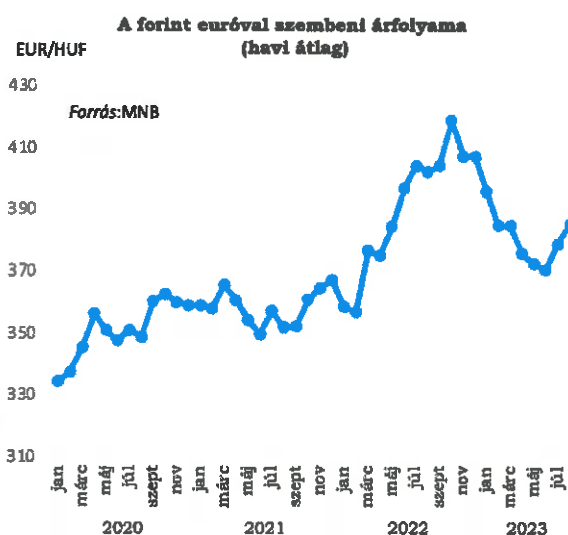
A 2021 második feléig követett ultralaza monetáris politikát követően és nem kis részben annak hatásait ellensúlyozandó a magyar jegybank hajtotta végre a régióban a legnagyobb mértékű monetáris szigorítást. 2021 júliusa és szeptembere között az MNB az alapkamatot 1.240 bázisponttal emelte, majd tavaly októberben az új egynapos betéti eszköz bevezetésével az alapkamattól ismét elszakadó irányadó ráta további 500 bázisponttal 18 százalékra emelkedett. Ezzel a régiós jegybanki irányadó rátákkal összevetve a magyar kamatkülönbözet elérte a 11 százalékpontot.

A kamatfolyosó effektív szerepet nem betöltő felső sávjának a 2023 áprilisi végi lejjebb vitelével a jegybank előrevetítette kamatcsökkentési ciklus megkezdését. A befektetői reakciók óvatos tesztelése után az irányadó ráta augusztus végéig 4 egyenként 100 bázispontos kamatvágással 14%-ra mérséklődött. Az egynapos betéti tenderek kamata így szeptemberre már elérheti a 13%-os jegybanki alapkamat szintjét. Az jegybanki kommunikáció igyekszik hűteni a várakozásokat a kamatcsökkentés automatikus folytatását illetően elkerülendő a tavaly ősszel látott pénzügyi turbulenciát. Mindenesetre az elemzői várakozások szerint az újra irányadó rátaként funkcionáló alapkamat az év végéig megközelítheti a 11%-ot.



A tavaly elszenvedett jelentős gyengülés után, a forint árfolyama 2022 végétől erőre kapott. A nemzetközi pénzügyi zavarok okozta márciusi megtorpanást követően az árfolyamerősödés lendülete a jegybanki kamatcsökkentési ciklus elindítása után is egészen 2023 első félévének végéig kitartott. 2022 decembere és 2023 júniusa között a forint havi átlagos árfolyama az euróhoz képest mintegy 10%-kal erősödött. Júliustól azonban az a trend megfordult és a nyár végéig a forint euró-árfolyama több 4%-ot veszített az első félévben elkönyvelt erősödésből. Az augusztusi átlagosan 385 forint körüli euróárfolyam nagyjából a márciusban látott szintnek felelt meg.

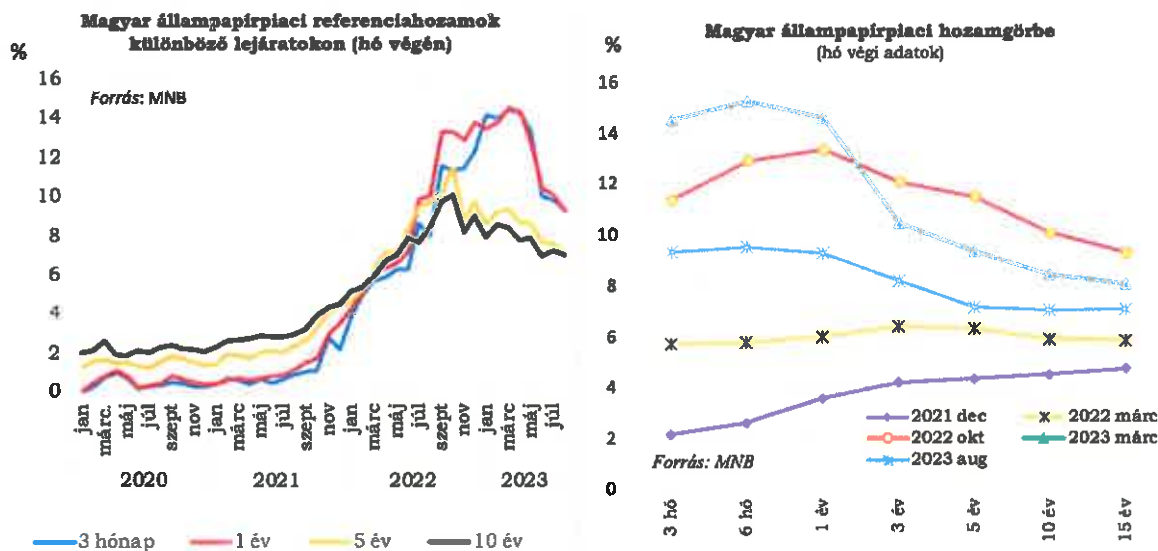
A forint eltelt két hónapban látott gyengülése egybeesett a befektetői hangulatot befolyásoló belföldi, illetve nemzetközi eredetű hatásokkal, amire az árfolyam jelentős kilengésekkel reagált. Eközben a magyar kamatszint továbbra is vonzó maradt, de a kamatelőny szűkült. Ehhez a nagy jegybankok nyáron még folytatódó kamatemelési ciklusa is hozzájárult. A piaci hangulátváltozások és a kamatkülönbözet alakulásának az árfolyamra gyakorolt hatását ugyanakkor összekapcsolja az a körülmény, hogy a magas kamatszint jelentős mennyiségű „forró pénzt” vonzott be a forint piacára. Ennek következtében a kamatelőny csökkenésével párhuzamosan a forint árfolyamának a kockázatérzékenysége egyre erősebbé válik, és ez az árfolyam gyengülése irányába hat.



Míg 2022 folyamán a forint euróval szembeni árfolyamának alakulása látványosan elszakadt a többi régiós deviza árfolyammozgásától, 2023 első félévében ez a rés jelentős mértékben zárult. A lengyel zlotyi és a cseh korona is erősödött ugyan az euróval szemben az év első 6 hónapjában, de a forintnál szerényebb mértékben, míg a román lei stabil maradt. Így a forint a régiós devizákhoz képest érdemben tudott erősödni. Júliustól azonban a forint ismét távolodni kezdett a régiós trendtől. A forinthez képest a többi régiós valuta árfolyama nem, vagy csak kisebb mértékben gyengült a befektetői hangulat eltelt időszakban tapasztalható romlása, illetve az amerikai kötvényhozamok emelkedésének hatására. Ez a körülmény is rávilágít a forint megnövekedett sérülékenységére.

3.3.2. Állampapír-piaci hozamok

Az állampapír-piaci hozamok 2022 évi meredek emelkedését követően, 2023 második negyedévére a referenciahozamok már gyakorlatilag valamennyi lejáraton csökkenő pályára kerültek. A hozamok alakulása ugyanakkor lejáratától függően *eltérő dinamikát* mutatott az eltelt bő másfél évben. A hozamgörbe rövid oldalán az emelkedés mértéke magasabb volt és hosszabb ideig tartott, de a tetőzést követő hozamesés is gyorsabb volt, mint a hosszú lejáratokon.



A 3 hónapos és az 1 éves referenciahozamok a 2021 végi értékhez képest 1.200, illetve 1.100 bázisponttal emelkedve 2023 márciusában 14% felett tetőztek, majd augusztus végéig 5 hónap alatt több mint 500 bázisponttal estek. Ezzel szemben az 5 és 10 éves lejáratokon a referenciahozamok már tavaly októberben elérték a tetőpontjukat 11,5, illetve 10,1%-os szintek mellett: a 2021 végi értékhez képest az 5 éves hozamok 720, míg a 10 éves hozamok 560 bázispontos növekményt mutattak. A következő 10 hónap alatt viszont 430, illetve 300 bázispontos hozamcsökkenés következett be ezeken a lejáratokon. Az idén augusztusig közel 9%-ra mérséklődő rövid hozamok a tavaly őszi elején látott szintjükhöz tértek vissza, míg az 5 és 10 éves hozamok 7% körüli értéke a tavaly májusi szintnek felelt meg.

Figyelmet érdemel a hozamcsökkenés idén júniusban tapasztalt *átmeneti meglódulása*, ami különösen a rövid hozamok esetében volt erőteljes. Ezt az állampapírok iránti keresletet serkenteni kívánó *kormányzati beavatkozás* idézte elő. Egyrészt a kormány arra kötelezte a befektetési alapokat, hogy likvid eszközeik legalább 20%-át diszkont kincstárjegyekben tartsák. Másrészt július 1-től szociális hozzájárulási adót vetett ki a kamatjövedelmekre, ami alól az állampapírok mentesültek.

A magyar *hozamgörbe* alakja és pozíciója jellegzetes változásokon ment keresztül. 2021 decemberében még a klasszikus emelkedő mintázatot mutatta, majd 2022 március végére a görbe feljebb tolódott és a lejáratok mentén ellaposodott. Tavaly októberre a magasabb hozamszintek irányába tolódás még erőteljesebbé vált, miközben a jegybanki irányadó ráta nagyarányú emelkedésével párhuzamosan a görbe meredeksége inverz irányba kezdett átfordulni. 2023 márciusára a rövid hozamok tetőzésével és a hosszú hozamok érzékelhető mértékű csökkenésével a

hozamgörbe már markánsan negatív lejtésűvé vált (bár sajátos módon 6 hónapos lejáratnál csúcsosodott a hozamszint). Végül idén augusztusra a görbe lefelé tolódott és egyúttal az inverz meredeksége csökkent.

