



**Világgazdasági változások hatása az EU-ra, különösen a német gazdaságra,
mindezek hatása Magyarország gazdaságára, államháztartására**

Készült a Költségvetési Tanács Titkársága megbízásából

Készítették:

Csaba Iván

Bogoné Jehoda Rozália

Nagy Katalin

Oblath Gábor

Palócz Éva

Vakhal Péter

A munkacsoportot vezette: Nagy Katalin

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



Budapest, 2023. szeptember 8.

Készült KVT/8-1/2023. 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

Világ gazdasági változások hatása az EU-ra, különösen a német gazdaságra, mindezek hatása Magyarországra, államháztartására	4
Vezetői összefoglaló	4
Bevezetés	11
1. Nemzetközi gazdaság és növekedési folyamatok a világ gazdaságban 2023 közepén	12
1.1. Globális növekedési kilátások 2023-ban	12
1.2. Fokozott bizonytalanság, csökkenő, de még mindig magas infláció	15
1.3. Világkereskedelem és nyersanyagpiacok, megtorpanó áremelkedés, kereslet-kínálat viszonya	17
1.3.1. A világkereskedelmi tendenciák	17
1.3.2. Olaj- és gázpiaci összefüggések, érdekek, mozgatórugók	20
1.3.3. Nem energiahordozó nyersanyagok piacának jellemzői	22
1.4. A monetáris szigorítás erősödésével kapcsolatos bizonytalanságok; a tartósan magas infláció globális következményei	26
1.5. Az Európai Unió nemzetközi környezete	34
1.5.2. A brit gazdaság helyzete	37
1.5.3. Kína világ gazdasági szerepe, gazdasági átalakulásának globális következményei	39
1.5.4. Fejlődő országok – India érdekei az orosz-ukrán konfliktusban	44
2. Az Európai Unió gazdasága	48
2.3. Növekedési tendenciák az eurózónában, különös tekintettel Németországra és Franciaországra	49
2.4. Németország, Franciaország és Olaszország gazdasági kilátásai	53
2.5. Az eurózónán kívüli régi tagországok gazdasági helyzete	58
2.4. Az inflációs nyomás alakulása Közép-Kelet-Európában	59
3. A világ gazdasági környezet hatása a magyar államháztartásra	71
3.1. A nemzetközi környezet hatása a makrogazdasági helyzetre, a növekedési kilátásokra 71	
3.2. A nemzetközi cserearányok változásának a hatásai Magyarország külkereskedelmi mérlegére és bruttó hazai reáljövedelmére 2023 első felében	73
3.3. A fiskális politika mozgásterét a magas infláció körülményei között	79
Hivatkozások	82

Világgazdasági változások hatása az EU-ra, különösen a német gazdaságra, mindezek hatása Magyarország gazdaságára, államháztartására

Vezetői összefoglaló

A *világgazdasági helyzetet* továbbra is jelentős bizonytalanságok övezik. A geopolitikai feszültségek, amelyek fékezik a növekedést nem enyhülnek. A tavaly megindult orosz-ukrán konfliktus tovább tart: azok a félelmek, hogy a háború még évekig elhúzódhat egyre inkább beigazolódnak. Az Oroszországra kivetett szankciók nem igazán hoztak eredményt a tekintetben, hogy Oroszország kompromisszumkészségét növelték volna, ugyanakkor az európai országok egy részét, de különösen Németországot recesszióba taszították. A tavalyi 3,3%-os globális növekedés után az idén – a korábbi reményekkel ellentétben – némi lassulás várható. E tekintetben az OECD júniusi előrejelzése az idei évre 2,7%-os, jövőre 2,9%-os globális növekedést vár. Az IMF friss prognózisa ennél optimistább: mind 2023-ra, mind 2024-re 3% körüli növekedést vár. A többi intézet prognózisa is egyetért abban, hogy az idén a tavalyinál lassúbb globális GDP bővülés várható, s a jövő évi kilátások is nagyon vegyesek. A legnagyobb problémát továbbra is az infláció alakulása körüli bizonytalanságok jelentik. A prognózisidőszakon túl a növekedés gyorsulása elsősorban azon múlik, hogy az infláció mennyire enyhül és a reáljüvedelmek mennyire emelkednek. Régióként továbbra is nagyok a különbségek. Noha az inflációs ráták mindenütt csökkenésnek indultak, a maginfláció magas, sőt több országban növekvő maradt, ami bizonytalanságot jelent a tekintetben, hogy mikor és milyen mértékben enyhülhet a monetáris politika növekedést fékező hatása. A legtöbb országban prioritás marad a dezinflációs folyamatok elősegítése és a pénzügyi stabilitás megőrzése.

A *világkereskedelem bővülése* a 2008-as pénzügyi válság után veszített jelentősen a lendületéből, és a korábbi trendekhez nem tért már vissza, majd 2020-ban ismét egy törés volt a trendben a világjárvány miatt. A mögöttes okok sokfélék. A globális értékláncok terjedése a 2010-es évekre lelassult, sőt, egyes ágazatokban még vissza is szorult. Az FDI befektetések átrendeződtek, Kína a világ legnagyobb beruházójaként jelent meg, nem csak Európában és az USA-ban, hanem a korábban alacsony tőkevonzó képességgel rendelkező Afrikában is. Az az új törekvés, hogy az USA és az EU teljesen leválassa magát a kínai termelőkről, nagy valószínűséggel nem lesz sikeres. Ugyanakkor egy-egy stratégiai fontosságú termék kategóriában (például elektronikai eszközök) elképzelhető, hogy a fejlett országok újra fel tudják építeni saját ellátási láncukat, megkerülve ezzel Kínát. Nem fér hozzá kétség, hogy a kereskedelmi háborúk, a nemzetközi munkamegosztás adminisztratív eszközökkel való korlátozása egyik félnek sem előnyös. Egy új irányt vihetnek a világkereskedelmi folyamatokba a készülő vagy már érvényben lévő környezetvédelmi előírások és a karbonvám intézménye, különösen az EU-ban, mivel ezek jelentősen drágíthatják a kereskedelmet, még akár a szabadkereskedelmi blokkon belül is. Mindez utat nyithat arra, hogy a termelés magasabb ár- és bérszínvonalú országba települjön, mivel az alacsonyabb termelési költségű országok árelőnye így lassan elolvad. A világkereskedelem bővülési üteme az átrendeződés hatására valószínűleg nem fog érdemben megváltozni, az évtized végéig a 3-5%-os átlagos növekedési ütem lehet a jellemző. Oroszország további elszigetelődése

valószínűsíthető, és bár van kereslet az orosz energiahordozókra a világon, a piac csak jóval alacsonyabb árszínvonalat fogad majd el.

A *nemzetközi kőolaj- és földgázpiaci irányzatokat* is jelentős bizonytalanságok jellemzik. A *Brent nyersolajár* éves átlagban 80 dollár körül mozog hordónként. Miközben idén júniusban 71-76 dollár körül mozgott a hordónkénti ár, július végétől egy emelkedő trend rajzolódott ki, s augusztusban 86-89 dollárra is felkúszott az olajár. Ebben részben a nyári utazások miatt megélenkült kereslet játszott szerepet, részben olyan tényezők, mint, hogy Szaúdi-Arábia júliustól csökkentette kitermelését. A globális olajkereslet az idén az IEA várakozásai szerint napi 102,2 millió barrelre emelkedhet, azaz napi 2,2 millió hordóval lesz több, mint tavaly. A Kínáról érkező vegyes hírek ellenére a növekmény 70%-a a kínai kereslet bővülésének tudható be. Az OECD országok kereslete is magasabb volt a nyári hónapokban, mint ahogyan azt korábban várták. A globális olajkitermelés az idén napi 101,5 millió hordóra nőhet (napi 1,5 millió hordóval haladva meg a múlt évi teljesítményt). Az orosz olajexport a becslések szerint az elmúlt hónapokban stabil maradt. A szállítások mintegy 80%-a Kínába és Indiába irányult. A következő hónapokban a kínai kínálat szűkülése várható, mivel a szaúdi és az orosz kitermelés visszafogása várhatóan szeptember végéig kitart, sőt a szaúdiaké az év végéig meg lett hosszabbítva. Összességében tehát van esély arra, hogy az év második felében az olajárak tartósan megindulnak felfelé. Egyelőre a legtöbb előrejelzés az idei évre – éves átlagban – 80 dollár körüli hordónkénti nyersolajárral számol, ami a konjunkturális kilátások fényében jövőre sem nagyon változhat, de jelentősek a bizonytalanságok.

Míg a *gázárak* a korábbi töredékére estek vissza (idén júliusban mintegy negyede volt a gáz ára a tavaly decemberi szintnek) az európai ipari gázkereslet az év első 7 hónapjában 12%-kal csökkent. Ennek többféle oka lehet: részben a kedvezőtlen piaci-konjunkturális helyzet, az energiahatékonyság javulása, a cégek kitelepülése, a meglevő készletek leépítése stb. Ugyanakkor a piacon nagyok az áringadozások, minden hír kisebb-nagyobb piaci mozgásokat idéz elő, s a félelem, hogy az árak megindulnak felfelé, megmaradt.

A világpiacon árádrágulása 2019-hez képest szinte minden *nyersanyagot* érintett. Az áremelkedési hullámra később rácsatlakozott a háború okozta ársokk is, különösen az élelmiszerek és a mezőgazdasági nyersanyagok piacán. Az élelmiszereknél idén felemás a kép: egyes termékek (kávé, kakaó, rizsfélék) sokkal drágábbak, mint tavaly, míg mások (pálma, szója, repce és napraforgó) 30-40%-kal is kevesebbe kerülnek, mint 2022-ben. Ugyanakkor a 2019-es átlaghoz képest a drágulás még így is jelentős. Az ipari fémek esetében megint más a helyzet: 2023 augusztusában az ipari fémek többsége jelentősen olcsóbb volt, mint 2022-ben. Elsősorban építőipari felhasználásra termelt fémek ára csökkent mutatva e termékek konjunktúra iránti érzékenységét. A tavalyi év végén a kitermelők 2023-ra még jelentős áremelkedést prognosztizáltak az újrainduló kínai gazdaság óriási nyersanyagigénye miatt. A kelet-ázsiai gazdaság azonban jóval a várakozások alatt teljesít, építőipara jelentősen elmarad a korábbi években tapasztalt kapacitáskihasználtságtól. Ahogy az élelmiszerek árában, úgy az ipari fémek esetében sem várható, hogy a járvány előtti szintekre esnének vissza az árak. Néhány kivételtől eltekintve továbbra is 40-50%-kal magasabbak, mint 2019 átlagában. Az inflációs nyomás az nyersanyagok oldaláról tehát idén nyugvóponton van, 2030-ig azonban arra lehet számítani, hogy a klímavédelmi, valamint gazdaságösztönző programok nyersanyag igénye újabb rekordszintekre fogja emelni a nyersanyagárakat.

A legfrissebb *inflációs* adatok az áremelkedés ütemének mérséklődését jelzik, ugyanakkor a maginfláció mindenütt makacsul magas maradt. Az energiaárak mérséklődése ellenére az élelmiszerárak továbbra is emelkednek, s a korábbi áremelkedések már beépültek a fogyasztói árakba, ami a maginfláció trendjén is látszik. Ilyen körülmények között a *monetáris politika* számottevő lazítására nemigen lehet számítani. Noha az 2021-től meglóduló inflációval szembeálló nagy jegybankok – így a FED és az EKB – az elemzői értékelések szerint megkésve változtattak korábbi laza monetáris politikájukon, az eltelt bő egy évben látott kamatemelési ciklusok jelentős monetáris szigorítást eredményeztek. A piaci várakozások inkább a jelenlegi magas kamatszintek hosszabb idejű tartását prognosztizálják, bár teljesen nem zárhatók ki további kisebb léptékű kamatemelések mielőtt a szigorítási ciklusok végleg lezárulnának.

A *FED* részéről nincsen egyértelmű kommunikáció: az idén négy alkalommal, összesen 100 bázisponttal emelték az irányadó kamatot, amely jelenleg az 5,25-5,50%-os sávban mozog. Az inflációs ráta bár csökken, de még mindig a jegybanki célérték felett mozog, s mivel a gazdaság robusztus, a munkaerőpiac feszes, további kamatemelések sem zárhatók ki. Az *EKB* az idén két 50 bázispontos, és három 25 bázispontos emelést hajtott végre, tavaly nyár óta összességében 400 bázisponttal emelte a kamatot. A további kamatemelés azon múlik, hogy az infláció hogyan alakul. Az infláció az euróövezetben az év eleji 8,6%-ról júliusra 5,3%-ra csökkent, és augusztusban is ennyi volt; a maginfláció azonban továbbra is inkább emelkedő trendet követ: a májusi 5,4%-ról június-júliusban 5,5%-ra emelkedett, ami jelzi, hogy még mindig nagy az inflációs nyomás a gazdaságokban, így nem kizárt, hogy újabb kamatemelésre szánja el magát az európai jegybank. Az *Egyesült Királyságban* a nyári hónapokban is tovább folytatódott az erőteljes kamatemelés, mivel az infláció változatlanul 6% felett mozog, s így újabb – még ha nem is 50 bázispontos – kamatemelések várhatók. Még *Svájcban* is a kamatemelés eszközához nyúltak, hogy az inflációt a jegybanki célérték (2%) alá szorítsák, de itt a kamatkiigazítás mértéke csak 25 bázispont volt, s a jegybanki alapkamat 1,75%-kal sokkal alacsonyabb, mint a többi fejlett országban. *Japánban* egyelőre kitartanak a laza monetáris politika mellett, noha a szigorítás gondolata itt is kezd felmerülni: nem annyira az infláció mértéke, mint inkább a jen gyengesége miatt. *Oroszországban* és *Törökországban* mind a magas infláció, mind a nemzeti valuta árfolyamgyengülése brutális kamatemelésekre kényszerítette a jegybankokat. Ugyanakkor – a feltörekvő országok közül talán egyedülként – *Kínában* a jegybank a monetáris lazítás mellett döntött, amit elsősorban az utóbbi időben a gazdaság lassulását sugalló előrejelzések indokolnak.

Az *Európai Unió nemzetközi környezete* vegyes képet mutat. Az idei *amerikai* növekedés jóval lassúbb lesz a tavalyinál, s jövőre további gyengülés várható. Ebben a jegybanki politikának és az inflációnak jelentős szerepe van. Az amerikai GDP az előrejelzések szerint 2023-ban 1,6%-kal, 2024-ben pedig 1,0%-kal nő. A magánfogyasztás és a beruházások növekedése – a monetáris és pénzügyi feltételek szigorodására reagálva és a megtakarítások növekedésének hatására – várhatóan mérséklődik. Az export egyelőre viszonylag kedvező képet mutat, s a nettó export az idén támasztani fogja a növekedést.

A *japán* gazdaság az idén 1,3%-kal, jövőre is több mint 1%-kal növekedhet. A jelenlegi előrejelzések szerint az idén a magánfogyasztás és a bruttó állóeszközfelhalmozás lesz a növekedés két fő mozgatórugója, amiben az állami ösztönző intézkedéseknek még nagy szerepük van. Jövőre már az export is hozzájárul a növekedéshez, miközben a magánfogyasztás bővülése erőteljesen

lelassul, mert bizonyos fogyasztást támogató intézkedések (gyerekes családok egyszeri támogatása, elektromos áram és gáz fogyasztói árának támogatása) kifutnak.

Az *Egyesült Királyságban* az idén szerény, 0,3%-os növekedés várható, s az élénkülés jövőre sem lesz sokkal erősebb. Az állami fogyasztás és a beruházások támasztják inkább a növekedést, míg a magánfogyasztás visszafogott marad, s a vállalatok a készletezéseiket is visszafogják. A lanya külső kereslet és a Brexit hatása következtében az export az idén akár 3-4%-kal is csökkenhet. Mivel a belföldi kereslet nyomott marad, az import is csökken, így a nettó export pozitívan járul hozzá a GDP növekedéséhez. Az infláció az idén még magas marad (7,2%), aminek következtében a monetáris szigorítás folytatódik. A maginfláció – elsősorban a szolgáltatások emelkedő ára miatt – változatlanul magas marad. A bruttó államadósság továbbra is a GDP 100%-a felett mozog, s a prognózisidőszakban a fiskális politika restriktív marad.

Annak ellenére, hogy egyre-másra jelennek meg vészjósló hírek a *kínai gazdaság* különféle válságjelenségeiről, és a korábbi évtizedekben megszokott gazdasági növekedés már a múlté, de ez inkább tudatos vállalás, ami azt jelzi, hogy Kína új fejlődési szakaszba lépett a 2015-ben beindított „*Made in China 2025*” program következetes megvalósítása révén. Az alacsony árfekvésű tömegtermékek exportőri szerepét, az ipar 4.0 eszköztára felhasználásán alapuló ágazatok és hálózatok fejlesztése és a kínai cégek globális terjeszkedése váltotta fel. Mára már a hagyományos ázsiai partnerországai mellett komoly befolyásra tett szert Oroszországban, valamint Afrika és Latin-Amerika számos országában is. 2022-ben már nagyobb volt az ország GNI-ja, mint a GDP-je, ami azt jelzi, hogy a kínaiak több terméket és szolgáltatást állítottak elő otthon és a nagyvilágban, mint amennyit a hazai és a külföldi cégek az ország határain belül. A lassuló kínai növekedésnél sokkal nagyobb veszély, hogy feléledni látszik a kereskedelmi hidegháború réme.

A *fejlődő világ* igen sok országa elveszett évtized elé néz, mivel a klímaváltozás okozta katasztrófák mellett az ukrajnai háború következményei, az élelmiszerhiány, a gyorsan szigorodó pénzügyi feltételek tovább növelték az éhezést és a szegénységet, visszafordítva a fenntartható fejlődési célok (SDG) terén elért eddigi eredményeket. A számottevő gazdasági potenciállal rendelkező országok közül 2023-ban és 2024-ben egyaránt *India* gazdasági növekedése lesz a leggyorsabb. Idénre 6, jövőre 7 százalék körüli GDP bővülésre számíthatnak, mindazonáltal a lenyűgöző növekedés és fejlődés ellenére, továbbra is súlyos kihívások állnak a világ legnépesebb országa előtt. Sokévnnyi igen dinamikus gazdasági növekedésre lesz szükség ahhoz, hogy India gazdasági jelentőségét tekintve felzárkózzék Kínához. Az orosz-ukrán konfliktust illetően India a semlegességet választva igyekszik mindkét féllel fenntartani, sőt minél erőteljesebben tovább fejleszteni korábban kialakított gyümölcsöző gazdasági kapcsolatait. Fokozódik a BRICS országok (Brazília, Oroszország, India, Kína és a Dél-Afrikai Köztársaság) aktivitása, egyre inkább a „Globális Dél” szószólóiként, a G7 csoport riválisaként lépnek fel. Egyik fontos célkitűzésük a kereskedelmük de-dollarizálása. Bankjuk, az Új Fejlesztési Bank (NDB) az IMF/Világbank csoport versenytársává igyekszik válni. A szervezet 2024 januárjától 6 új taggal, Argentínával, az Egyesült Arab Emírségekkel, Egyiptommal, Etiópiával, Iránnal és Szaúd-Arábiával bővül.

Az *Európai Unió* gazdasági kilátásait az idén is elsősorban a még mindig magas infláció és az orosz-ukrán konfliktus eszkalálódása és annak következményei befolyásolják. Mind az euróövezet, mind az euróövezeten kívüli tagországok esetében lassúbb lesz az idei és a jövő évi növekedés a

korábban vártánál. Ezt megerősíti az ESI index trendje is, amely 2023 márciusa óta csökken, illetve a negyedéves GDP adatok alakulása is. Az idei évre az EU-27 országai átlagában 0,7%-os GDP bővülést várunk, ami jövőre 1,9%-ra gyorsulhat. Hasonló trend figyelhető meg az *euróövezet* országaiiban is: az idei évre 0,6%-os, jövőre 1,7%-os GDP bővülés várható. Ahogy a negyedéves GDP-adatok alakulása jelzi, az euróövezet egyes országainak teljesítménye jelentősen különbözik egymástól. Az egy évvel korábbi sinthez képest az idei első negyedévben az EU-20 GDP-je 1,3%-kal nőtt, a második negyedévben 0,6%-kal, s az év további részében inkább újabb lassulás várható. Mind az az euróövezet, mind az EU-27 esetében gondot okoz, hogy az unió legnagyobb országa, Németország a recesszió szélén táncol. A német gazdaságot jobban megviselték az orosz-ukrán háború és az oroszokra kivetett szankciók következményei, mint ahogyan azt korábban feltételezték. Az energiaválság, a magas infláció a felhasznált energia szerkezetének átalakítása nagyobb költségeket és versenyképességbeli veszteségeket okoztak, mint amire a szakemberek és a politikusok korábban számítottak. Így az idén a német GDP enyhe zsugorodására lehet számítani: mind a magánfogyasztás, mind a beruházások visszaesnek, az állami fogyasztás is csökken, csak az export mutat némi bővülést. Jövőre ugyan már szerény élénkülésre számítanak (1-2%-os GDP bővülés), de a lefelé mutató kockázatok jelentősek maradnak.

Az *infláció* mind az EU-27, mind az EU-20 esetében az idén még 5-7% között alakul, tehát magas marad, országonként nagy különbségekkel, míg jövőre – részben a bázishatás következtében – csökkenhet, de továbbra is a jegybanki célértékek fölött marad. Az infláció az euróövezetben 10,6%-on tetőzött tavaly októberben, a legfrissebb, idén júliusi infláció 5,3%-ra mérséklődött éves szinten, s augusztusban nem csökkent tovább. A maginfláció, amely jobban mutatja az inflációs nyomást, azonban továbbra is makacsul magas: 5,5%.

A növekedés lassulása egyelőre érdemi változást nem okoz a *munkaerőpiacon*, a munkanélküliség 6% körül mozog majd, a munkaerőpiaci feszültségek, amelyet a munkaerőhiány okozott a konjunkturális fellendülés időszakában, egyes ágazatokban továbbra is jellemzőek maradnak.

Az *államháztartás* helyzete az EU-20 országaiiban vegyes képet mutat. A költségvetési egyenleg 2020 óta, amikor a COVID-19 hatásainak csökkentését mérséklő intézkedések következtében a hiány mindenütt elszállt, mindenütt javuló tendenciát mutat, s várhatóan 2024-re visszatér a Maastricht-i keretek közé. Az *államadósság* tekintetében már nem ennyire fényes a helyzet. 2022-ben a GDP-arányos bruttó államadósság az EU-20 átlagában 93,2% volt, ami 2024-re 90% körülire csökkenhet. Az egyes országok között nagyok a különbségek: hat ország (Görögország, Olaszország, Franciaország, Portugália, Spanyolország, Belgium) esetében 100% felett van és a prognózisidőszakban marad is a GDP-arányos adósságráta.

A pandémia két éve alatt látott ultralaza jegybanki politikákat és költségvetési expanziót követően 2022-től az *Európai Unióban érvényesülő gazdaságpolitikai keverékben irányváltás* következett be. *Mind a monetáris, mind a fiskális politikák hűtik az európai gazdaságot*, miközben a gazdasági aktivitás 2023-ra érdemben lelassult. Tavaly már az EU szintű strukturális költségvetési egyenleg is javult és a következő két évben strukturális értelemben várhatóan tovább szigorodik a fiskális politika iránya. A fiskális konszolidációt átmenetileg segítette a felgyorsult infláció is, de az a hatás már kifulladásban van és részben vissza is fordul. 2024-ben a Stabilitási és Növekedési Paktum követelményeit felfüggesztő általános mentesítési záradék hatályát veszti, amit az Európai

Bizottság a *fiskális szabályrendszer reformjával* szándékozik összekapcsolni. Az új szabályrendszer a tagállamok által benyújtandó középtávú költségvetési-strukturális tervekre épülne, amelyek a nettó elsődleges kiadások pályájának több évre szóló rögzítésén keresztül biztosítanák az államadósság fenntarthatóságát.

A *közép-kelet-európai országokban* is az infláció okozza a legnagyobb gondot. Akár az Európai Unió legtöbb országában a koronavírus járvány lecsengése utáni időszakra datálható az inflációs nyomás kezdete, amelyben több tényező szerepet játszott. Az ellátási zavarok (részben a túlkereslet, részben a korlátozások miatt) hamar minden termék és szolgáltatás piacán érezhetőek lettek, további inflációs nyomást generálva, amit tovább rontott az energiahordozók drágulása. 2021-ben az *új tagállamok* inflációja még csak 4,2% volt, de voltak olyan árucsoportok, amelyek minden tagállamban jóval az átlag fölötti árindexszel zárták az évet. Az orosz-ukrán háború 2022-ben az energiahordozók árát emelte tovább a beszállítási bizonytalanságok miatt. A tagállamok készletfelhalmozásba kezdtek, ami egy inflációs szuperciklust indított el, amelyben a nyersanyagárak hosszabb időszakon keresztül drágultak. A közép-kelet európai tagállamok többsége importra szorul energiahordozókból, és az energiaválság idején minden tagállamban gyorsan emelkedtek az energiaárak és az üzemanyagárak, nem ritkán 100%-ot meghaladó mértékben. Az energiaárakon kívül a második leginkább dráguló termékkategória minden tagállamban az élelmiszerek voltak, részben az energiaárak drágulásának multiplikátor hatása miatt. Az egyre élesebb megélhetési válságot a kormányzatok döntően az élelmiszerek árainak befolyásolásával igyekeztek enyhíteni, ez azonban szelektív volt, így a kereskedők a kedvezményes körbe nem tartozó termékek árát emelték. Az intézkedések infláció lassító hatása inkább elhanyagolható volt, azonban a megélhetési válság kezelése adott válasz társadalmi hasznossága feltehetően ellensúlyozta a drágulást.

A globális értékláncoknak egyre meghatározóbb szerepe van a világ gazdaságban, így az ártranszmissziós csatornák is globális szintre emelkedtek., ezért a belföldi hatások mellett, a háztartásoknak közvetlen vagy közvetett módon külföldi hatásokkal is számolni szükséges. Mindez kiszolgáltatottá teszi a lakosságot, a jegybankot és a kormányokat is olyan ársokkoknak, amelyekre se rálátásuk, se ráhatásuk nincs.

A fogyasztói árindexre belföldről a legtöbb esetben az ingatlanügyletek (lényegében bérlakás árak) és a kereskedelmi ágazatok felől éri a legnagyobb hatás az EU-13 tagállamaiban. Nemzetközi inflációs nyomás leginkább Németországból, Oroszországból (ez szinte kizárólag az energiaárakra korlátozódik) valamint leginkább a szomszédos országokból nehezedik a térségre. Összességében a 15%-ot meghaladó régiós inflációért az energiaválság azonban csak részben tehető felelőssé, legalább ekkora részben felelős a járványhelyzet utáni fiskális, továbbá a későn lépő monetáris politika.

2022 második felében és 2023 első felében kizárólag a nettó export járult hozzá pozitívan a *magyar GDP* változásához, és 2023-ban megakadályozta, hogy a GDP még nagyobb mértékben csökkenjen.

2022-ben az importált energiahordozók árának meredek emelkedése miatt jelentős *cserearányvesztés* érte az országot, ezért a cserearányhatással kiigazított GDP, a bruttó hazai reáljövedelem (RGDI) az év egészét tekintve csökkent. Mivel a belföldi kereslet – politikai okokból – nem, illetve

csak jelentős késéssel alkalmazkodhatott az RGDI változásához, az elkerülhetőnél sokkal nagyobb mértékben romlott az ország külső egyensúlya. Az ebből eredő kiigazítási kényszer következménye, hogy a 2003 első felében tapasztalt cserearány-javulás és RDGI-növekedés ellenére, a belföldi felhasználás jelentősen, és bár mérsékeltebben, de a GDP is csökkent.

2023. első negyedévében a *kormányzati szektor eredményszemléletű hiánya* a GDP 9,8%-át tette ki. Ennél magasabb első negyedéves deficit utoljára a 2000-es években volt tapasztalható. A havi adatok alapján a második negyedévre ennél alacsonyabb eredményszemléletű hiányt jelzünk előre, ennek ellenére a kormányzati hiánycélnál 1 százalékponttal magasabb, 4,9%-os ESA-hiányt várunk, negatív kockázatok mellett. Az ÁFA bevételek elmaradása szorosan kapcsolódik a nemzetközi folyamatokhoz, az exportnak a belföldi felhasználásnál jóval nagyobb növekedéshez. Az exporthoz nem kapcsolódik ÁFA befizetés, s ezzel elvész a termelési láncban felhalmozott ÁFA-tartalom, azaz nő a visszaigénylések összege.

Bevezetés

A világgazdasági helyzetet továbbra is jelentős bizonytalanságok övezik. A geopolitikai feszültségek, amelyek fékezik a növekedést nem enyhülnek. A tavaly megindult orosz-ukrán konfliktus tovább tart: azok a félelmek, hogy a háború még évekig elhúzódhat egyre inkább beigazolódnak. Az Oroszországra kivetett szankciók nem igazán hoztak eredményt a tekintetben, hogy Oroszország kompromisszumkészségét növelték volna, ugyanakkor az európai országok egy részét, de különösen Németországot recesszióba taszították, ami ott egyre több belpolitikai feszültséget okoz, s az utóbbi időben már a kormánypártok részéről is elhangzottak olyan jellegű megállapítások¹, hogy a hagyományos diplomáciai eszközök hatástalannak bizonyultak az orosz-ukrán konfliktus kezelése szempontjából, Ukrajna – miközben egyre több fegyverszállításban részesül – egyelőre nem képes érdemben változtatni a helyzeten, de egyre nagyobb áldozatokat fizet a civil lakosság. A jelenleg katasztrofális állapotban levő ukrán gazdaság helyreállítása majd évtizedeket vesz igénybe, s a már elmenekült mintegy 5 millió ember majd hiányozni fog az újjáépítésben.

Továbbra is az egyik legnagyobb gazdasági probléma az infláció, amely ugyan az idén enyhülni látszik, de az árak sok országban változatlanul nagyon magas szinten vannak, és a monetáris politika – kevés kivétellel – restriktív, a növekedést fékező irányt kénytelen követni. A maginfláció makacsul magas mindenütt, jelezvén, hogy az inflációs várakozások, illetve a korábbi magas energiaköltségek beépültek az árakba.

A COVID-19 válság és az energiaválság hatásaira reagáló fiskális intézkedések nem egy országban nagyon felnyomták az államadósságot, amelynek kezelése a magas kamatkörnyezetben – különösen az egyéb strukturális problémákkal küszködő országok esetében – nehézségeket okoz. Így a fiskális politika is a legtöbb országban a következő két évben inkább restriktív kurzust követ majd, s nem támasztja a növekedést.

A COVID válságot követően a szolgáltató szektor különösen a fejlett országokban dinamikus növekedést mutatott, a turizmus, a mobilitás megélnélt. Ugyanakkor a termelő ágazatok, de különösen a feldolgozóipar teljesítménye továbbra is gyenge, s a háztartások reáljövedelmét csökkentő infláció a magánfogyasztást is visszafogja. A drágább finanszírozási feltételek és a bizonytalan kereslet a beruházók aktivitását is csökkenti.

Összességében az idén a tavalyinál lassúbb globális növekedés várható, amit jövőre ugyan élénkülés követ, de ennek mértéke szerény marad. A jelenlegi növekedést fékező tényezők (geopolitikai konfliktusok, infláció, energiaellátási problémák, magas élelmiszerárak, chiphiány, szigorúbb monetáris környezet) csak lassan enyhülnek.

¹ <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230824/a-nemet-kormanybol-elkezdtek-kritizalni-az-oroszokkal-szembeni-szankciokat-635333?print=1>

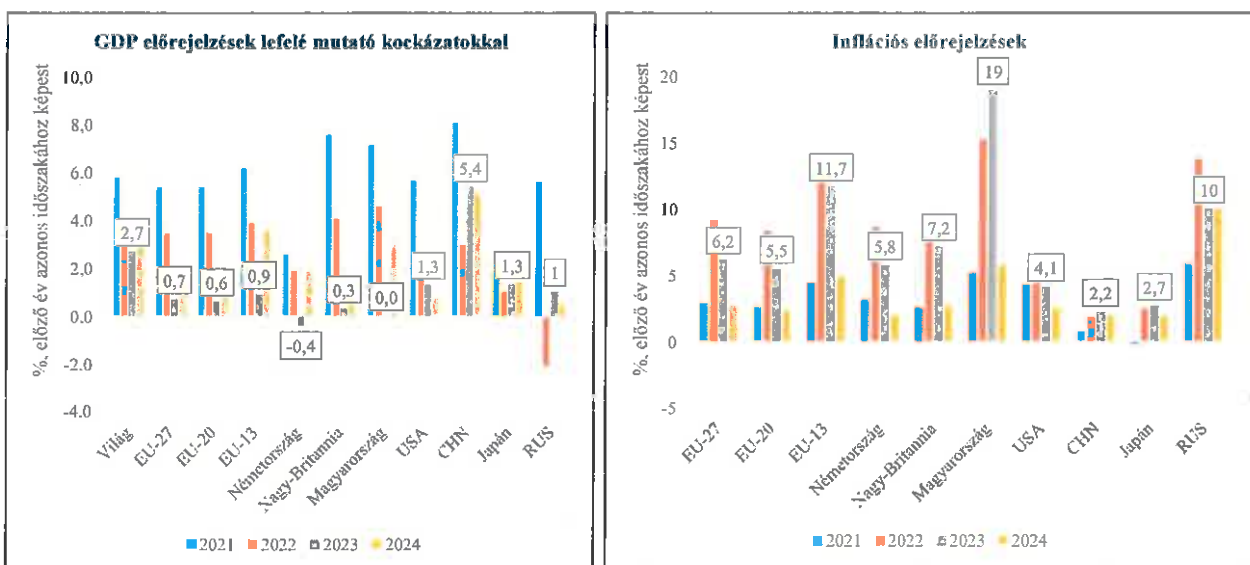
1. Nemzetközi gazdaság és növekedési folyamatok a világgazdaságban 2023 közepén

A tavalyi 3,3%-os globális növekedés után az idén – a korábbi reményekkel ellentétben – némi lassulás várható. E tekintetben az OECD júniusi előrejelzése² az idei évre 2,7%-os, jövőre 2,9%-os globális növekedést vár. Az IMF friss prognózisa³ ennél optimistább: mind 2023-ra, mind 2024-re 3% körüli növekedést jelez előre. A többi intézet prognózisa is egyetért abban, hogy az idén a tavalyinál lassúbb globális GDP bővülés várható, s a jövő évi kilátások is nagyon vegyesek. A legnagyobb problémát továbbra is az infláció alakulása körüli bizonytalanságok jelentik. Noha az inflációs ráták mindenütt csökkenésnek indultak, a maginfláció magas, sőt több országban növekvő maradt, ami bizonytalanságot jelent a tekintetben, hogy mikor és milyen mértékben enyhülhet a monetáris politika növekedést fékező hatása. A legtöbb országban prioritás marad a dezinflációs folyamatok elősegítése és a pénzügyi stabilitás megőrzése.

1.1. Globális növekedési kilátások 2023-ban

A növekedés gyorsulása elsősorban azon múlik, hogy az infláció mennyire enyhül és a reáljövedelmek mennyire emelkednek. Régióként továbbra is nagyok a különbségek: a feltörekvő országok, így India és Kína esetében dinamikus (5-6% körüli) növekedés, az USA-ban és Japánban 1% feletti növekedés, míg Európában inkább stagnálás várható. A globális kibocsátás az év első felében ugyan erőteljesen bővült, de nem világos, hogy mennyire lesz tartós ez a trend. A globális növekedés szempontjából Kína teljesítménye meghatározó: azonban az utóbbi időben a kínai növekedés kapcsán is egyre több bizonytalanság körvonalazódik. (1. ábra)

1. ábra: Mérsékelt növekedés és lassuló infláció



Forrás: OECD, EUROSTAT, Kopint-Tárki előrejelzés

² OECD Economic Outlook, Volume 1, June 2023 <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/ce188438-en/1/3/1/index.html?itemId=/content/publication/ce188438-en&csp=f8e326092da6dbb8f8fbfa1b8ad3d52&itemI=oeecd&itemContentType=book>

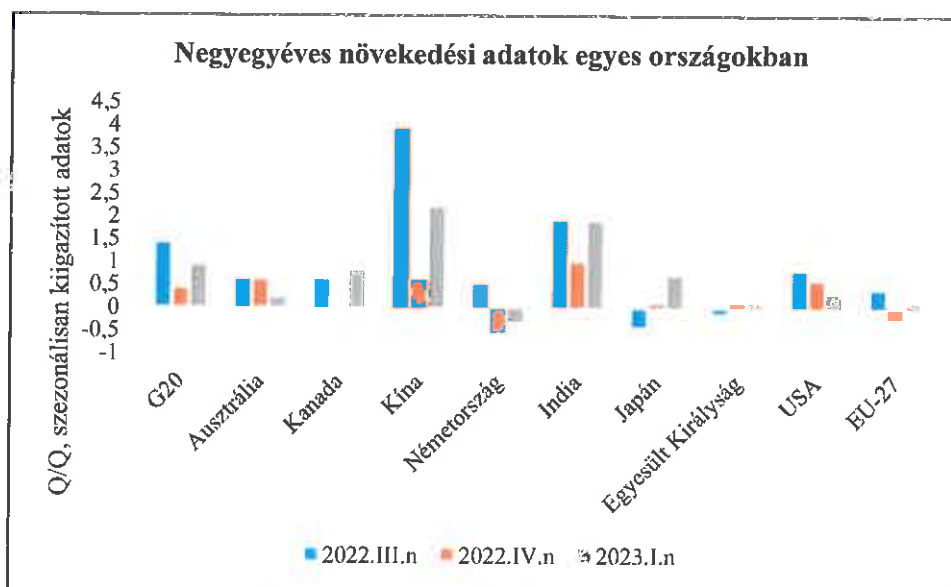
³ World Economic Update, Near-term Resilience, Persistent Challenges, July 2023 <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/07/10/world-economic-outlook-update-july-2023?CID=sm-com-bl-WEOET2023004>

Az idei inflációs előrejelzéseket tekintve még mindig szomorú a kép: az infláció Kína kivételével mindenütt jóval a jegybanki célérték fölött mozog, s a nyersanyagárak csökkenése ellenére még erősek az árfelhajtó tényezők, és a mérséklődő nyersanyagárak csak lassan lesznek érezhetőek az árak alakulásában. Az áremelkedés jövőre várhatóan tovább enyhül, de e tekintetben is vannak negatív kockázatok, különösen, hogy általában jellemző, hogy a maginfláció magas szinten befagyott. Esetleges újabb energiaellátási zavarok felléphetnek, és ezek a prognózis szempontjából szintén lefelé mutató kockázatot jelentenek, azonban – az eddigi tapasztalatok alapján legalábbis úgy tűnik –, hogy a piacok gyorsan alkalmazkodnak a változásokhoz. Az egyelőre még többnyire szigorú monetáris politika fékezi a növekedést, s a magas kamatok miatt a fiskális politika növekedést támogató mozgástere is nagyon szűk.

Azok a tényezők tehát, amelyek a növekedést már tavaly is fékeztek, egyelőre megmaradtak. Ennek ellenére a 2023. évi első negyedéves adatok arról tanúskodnak, hogy a gazdaságok többségének alkalmazkodóképessége viszonylag erős, s különösen a szolgáltató szektor húzza a növekedést. Ugyanakkor a nem szolgáltató ágazatok, köztük a feldolgozóipar továbbra is gyengélkedik, s egyes indikátorok a második negyedévre is további lassulást mutatnak. (2. ábra)

A lanyhuló árufogyasztás, a jövőbeli geopolitikai helyzetre vonatkozó fokozott bizonytalanság, a gyenge termelékenységnövekedés és a magasabb kamatok miatt feszesebb pénzügyi környezet közepette a vállalatok visszafogták a termelőkapacitásaik bővítésébe történő beruházásaikat. A bruttó állóeszköz-felhalmozás és az ipari termelés jelentősen lelassult vagy visszaesett a főbb fejlett gazdaságokban, magával rántva a feltörekvő piacok nemzetközi kereskedelmét és feldolgozóiparát. A nemzetközi kereskedelem, valamint a feldolgozóipari kereslet és termelés mutatói mind további gyengeségre utalnak. A világjárvány idején felhalmozott többletmegetakarítások csökkennek a fejlett gazdaságokban, különösen az Egyesült Államokban, ami azt jelenti, hogy a sokkokkal szemben – beleértve a megélhetési költségeket és a hitelek korlátozottabb elérhetőségéből eredő sokkokat is – egyre kisebb puffer áll rendelkezésre.

2. ábra: A borús kilátások ellenére viszonylag kedvező negyedéves növekedési adatok

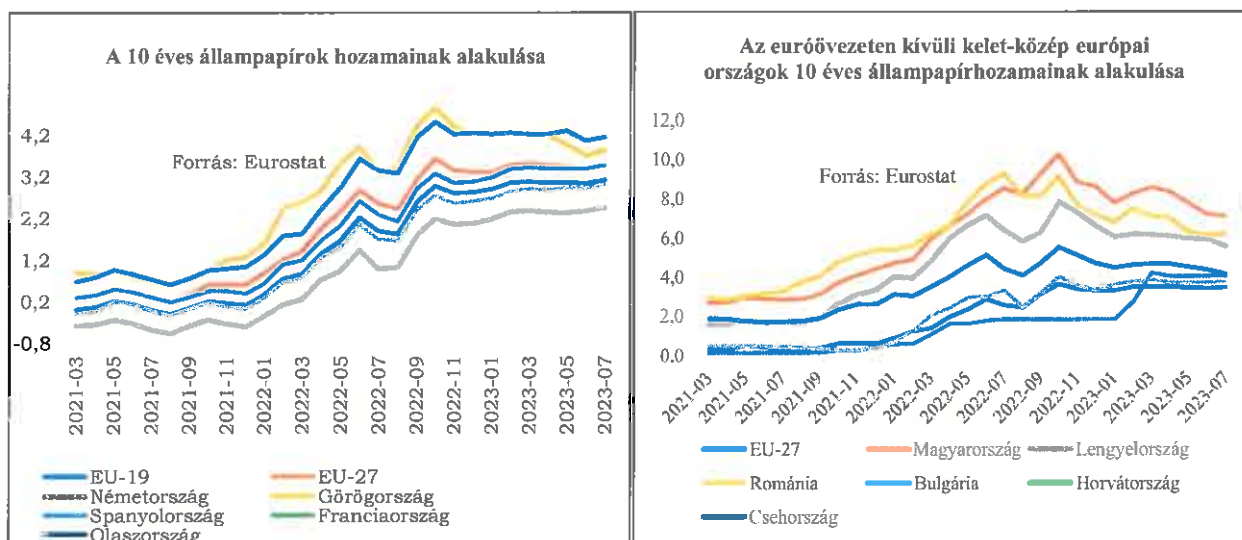


Forrás: Source: OECD (2023) Quarterly National Accounts (Database)

A fejlett gazdaságokban a gyengébb feldolgozóipari teljesítmény továbbra is fékezi a növekedést, s ezt a hatást az élénkülő szolgáltatási tevékenység sem tudja ellensúlyozni. A feltörekvő piacokon és a fejlődő gazdaságokban a növekedési kilátások 2023-ra és 2024-re nagyjából kedvezőbbek, bár régióként jelentős különbségek mutatkoznak. Éves összehasonlításban a globális növekedés 2022 negyedik negyedévében érte el mélypontját. Néhány nagyobb gazdaságban azonban várhatóan csak 2023 második felében éri el a mélypontot.

A fejlett gazdaságokban összeségében jelentős növekedésslassulás várható: a tavalyi 2,7%-ról 1,5%-ra az IMF legfrissebb, már idézett prognózisa szerint. A feltörekvő gazdaságokban ugyanakkor valamelyest gyorsul a növekedés, ami jelentős részben Kína és India hatásának tudható be. Ezekben az országokban átlagosan 4% körüli GDP bővülés várható az idén is, illetve jövőre, míg Indiában 6%, Kínában 5% körüli növekedési ráták várhatók az idén, illetve jövőre. Ugyanakkor a kínai növekedéssel kapcsolatban újra fokozottabb a bizonytalanság: egyre több elemző jelzi, hogy az idén a vártnál jóval lassabban bővül majd a kínai gazdaság, aminek globális következményei lehetnek. Az ingatlanpiac esése, a kiskereskedelmi forgalom lassulása, az export visszaesése, az infláció mérséklődése mind olyan jelek, amelyek a kínai növekedés lassulását sejtetik.⁴

3. ábra: Felfelé induló hozamok



Forrás: Eurostat

A magasabb kamatszintre reagálva a kötvényhozamok is elindultak felfelé. Az elmúlt időszakban a tízéves német kötvényhozamok 2,71%-ra ugrottak, ami az elmúlt 10 év legmagasabb szintjét közelíti meg.⁵ A hosszabb lejáratú kötvények esetében a hozamemelkedést az amerikai gazdasággal kapcsolatos jelenlegi – lehet, hogy csak átmeneti – optimizmusnak, több központi bank által végrehajtott, illetve előrejelzett kamatemelésnek tudható be. Emelkedésnek indultak a brit, az olasz hozamok is. (3. ábra) Az amerikai állampapírokra augusztus végén szinte rávetették magukat a befektetők, mivel azok évek óta a legjobb hozamokkal kecsegtetnek. A 10 éves amerikai

⁴ <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230815/barclays-lassabban-nohet-a-kinai-gazdasag-633607>

⁵ <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230815/nagyot-ugrottak-a-nemet-kotvenyhozamok-egyre-kozelebb-a-csucs-633611>

állampapírok hozama 2007 óta a legmagasabb szintre emelkedett. Ez a hozamemelkedés a jelzáloghitelek kamatlábait is több mint két évtizede nem látott szintre emelte. A 30 éves kincstárjegyek hozama 4,379%-ra emelkedett augusztusban, míg 2020-ban még csak 1,2% volt.⁶ Ugyanakkor a FED jövődi politikája miatti bizonytalanság ingadozásokat is bevisz a hozamok alakulásába.

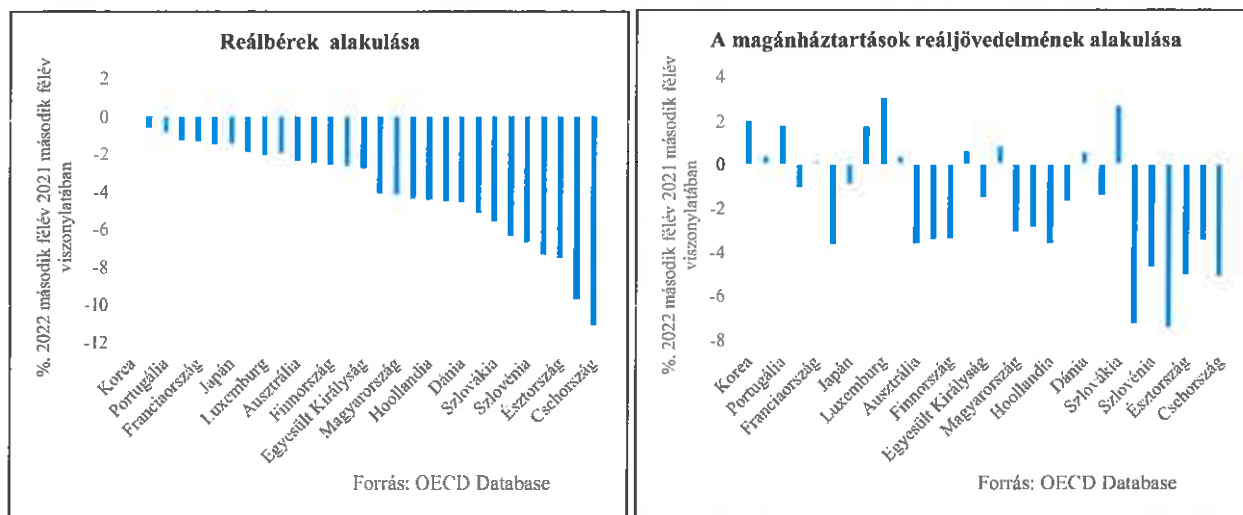
1.2. Fokozott bizonytalanság, csökkenő, de még mindig magas infláció

A legfrissebb inflációs adatok az áremelkedés ütemének mérséklődését jelzik. Ennek több oka van. Az európai gázkészletek felhalmozódását és a vártnál gyengébb kínai keresletet követően az energia- és élelmiszerárak jelentősen csökkentek a 2022-es csúcsokhoz képest, bár az élelmiszerárak továbbra is magasak. Az ellátási láncok normalizálódásával együtt ezek a fejlemények hozzájárultak ahhoz, hogy a legtöbb országban gyorsan csökkent az általános infláció. Májusban az OECD átlagában 6,5% volt a fogyasztói árindex az előző év azonos időszakához képest, s mintegy 0,9 százalékponttal maradt alatta a tavaly októberi csúcsnak. Az energiaárak jelentősebb mérséklődése mellett az élelmiszerárak csak lassan csökkennek, s a korábbi áremelkedések már beépültek a fogyasztói árakba, ami a maginfláció trendjén is látszik, amely mindenütt makacsul magas maradt. A májusi adat szerint az USA-ban a maginfláció 5,3% (júniusban 4,8%, júliusban 4,7%), az Egyesült Királyságban 6,5% (júliusban 6,9%), Németországban 5,1% (júliusban 6,2%) volt, Olaszországban 5,1% (júliusban 4,7%), Japánban 3,2% (júliusban 3,1%) volt. A maginfláció tehát majdnem mindenütt emelkedő trendet mutat, s továbbra is jóval a legtöbb központi bank célértéke felett mozog. Tartós fennmaradása az adott gazdaságtól függően azt tükrözi, hogy a múltbeli sokkhatások átgyűrűznek a maginflációba, a vállalati nyereségek magasak maradnak, és a munkaerőpiacok feszesek, a bérek erőteljes növekedése jellemző, miközben a termelékenység gyengén növekszik, ami növeli a fajlagos munkaerőköltséget. A mai napig azonban úgy tűnik, hogy a bér-árspirál – amikor az árak és a bérek tartósan együtt gyorsulnak – nem érvényesül az átlagos fejlett gazdaságokban, és a hosszabb távú inflációs várakozások továbbra is stabilak. (4. ábra)

A maginfláció tartós fennmaradására válaszul a főbb központi bankok közölték, hogy további monetáris politikai szigorításra lesz szükségük. A FED júniusi ülésén szüneteltette a kamatemeléseket, de jelezte, hogy továbbiak következnek, júliusban 25 bázisponttal emelte az alapkamatot, de egyelőre nyitva hagyta, hogy lesz-e még további kamatemelés, illetve utalt arra, hogy az infláció további lassítása a jelenleginél lassúbb növekedést tesz szükségessé, és ennek érdekében a jegybank nem fél megtenni a szükséges lépéseket, azaz további kamatemelést is érvényesíthet. Az ausztrál jegybank, a Bank of Canada, a Bank of England és az Európai Központi Bank is folytatta a kamatemeléseket. Ugyanakkor néhány más gazdaságban, különösen Kelet-Ázsiában, ahol a világválság idején a mobilitás korlátozása korlátozta a keresletet a szolgáltatások iránt. Kínában, ahol az infláció jóval a célérték alatt van, a központi bank nemrég csökkentette az irányadó kamatlábakat. A Bank of Japan a hozamgörbe-szabályozással járó mennyiségi és minőségi monetáris lazítás keretében a kamatlábakat nulla közelében tartotta.

⁶ <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230820/szint-vallottak-a-kotvenyhozamok-hatterfolyamatairol-a-guruk-634501?print=1>

4. ábra: Az infláció hatása a reálbérek és a háztartások rendelkezésére álló jövedelmek alakulására



Forrás: <https://www.oecd.org/economic-outlook/june-2023/>

A COVID-19 pandémia hatásainak mérséklése érdekében a mindenütt expanzív fiskális intézkedések léptek életbe. Ezeknek következtében az államadósság mindenütt megemelkedett (lásd 1. táblázat: **Megnövekedett, de lassan mérséklődő államadósság a fejlett országokban**). Az intézkedések ugyan 2021-2022-ben kivezetésre kerültek, de az energiaválság következtében újabb gazdaságtámogató intézkedésekre volt szükség. Mindennek és a magas kamatkörnyezetnek következtében az államháztartás eladósodottsága a legtöbb országban magasabb szinten van az idén, mint a pandémia előtt volt. Ugyan várhatóan – a gazdasági növekedés gyorsulásának és az energiaválság enyhülésének következtében – az adósságszint mindenütt csökkenni fog, még így is nem egy fejlett országban magas, a GDP 100%-a felett marad, s mérséklése mindenütt a következő évek feladata lesz, ami ismételten fékezni fogja a növekedést.

1. táblázat: Megnövekedett, de lassan mérséklődő államadósság a fejlett országokban

Egyes országok bruttó államadósságának GDP-hez viszonyított aránya (%)					
	2020	2021	2022	2023	2024
Németország	68,7	69,3	66,3	65,2	64,1
Franciaország	114,6	112,9	111,5	109,6	109,5
Olaszország	154,9	149,9	144,4	140,4	140,3
Hollandia	54,7	52,5	51,0	49,3	49,8
Belgium	112,0	109,1	105,1	106,0	107,3
Luxemburg	24,5	24,5	24,6	25,9	27,0
Írország	58,4	55,4	44,7	40,4	38,3
Görögország	206,3	194,6	171,3	160,2	154,4
Spanyolország	120,0	118,6	113,2	110,6	109,1
Portugália	134,9	125,4	113,9	106,2	103,1
Ausztria	82,9	82,3	78,4	75,4	72,7
Finnország	74,7	72,6	73,0	73,9	76,2
Eurózána	99,2	97,3	93,2	90,8	89,9
Dánia	42,2	36,7	30,1	30,1	28,8

Egyes országok bruttó államadosságának GDP-hez viszonyított aránya (%)					
	2020	2021	2022	2023	2024
Svédország	39,8	36,5	33,0	31,4	30,7
Egyesült Királyság	105,6	105,9	101,0	102,5	103,8
USA	133,3	126,2	121,2	121,3	123,3
Japán	240,4	240,2	245,8	246,9	246,9

Forrás: OECD Economic Outlook, Volume 1, June 2023 <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/ce188438-en/1/3/1/index.html?itemId=/content/publication/ce188438-en&csp=f8e326092da6d8bbef8fbfa1b8ad3d52&itemIGO=oecd&itemContentType=book>
European Commission, European Economic Forecast, Spring 2023, https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2023-05/SF_2023_Statistical%20Annex.pdf

1.3. Világkereskedelem és nyersanyagpiacok, megtorpanó áremelkedés, kereslet-kínálat viszonya

1.3.1. A világkereskedelmi tendenciák

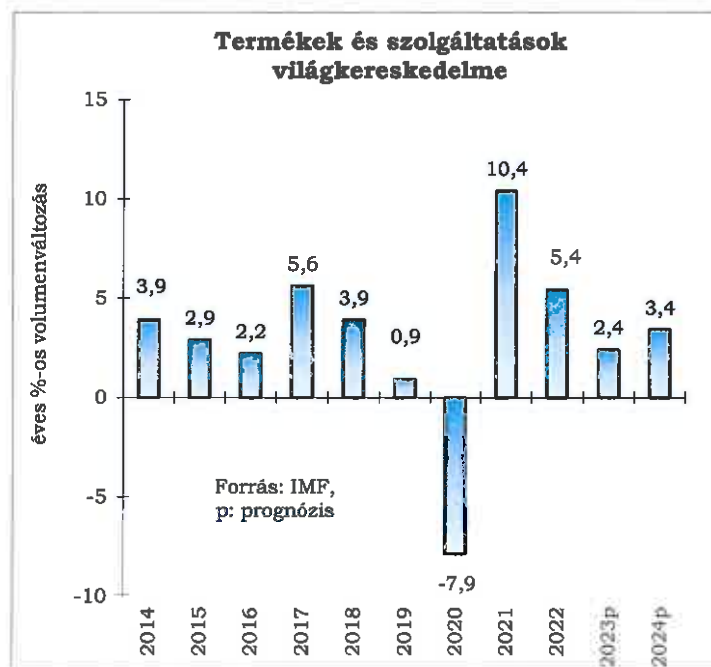
A világkereskedelem bővülése a 2008-as pénzügyi válság után veszített jelentősen a lendületéből, és a korábbi trendekhez nem tért már vissza, majd 2020-ban ismét egy törés volt a trendben a világjárvány miatt. A mögöttes okok sokfélék. A globális értékláncok terjedése a 2010-es évekre lelassult, sőt, egyes ágazatokban még vissza is szorult. Az FDI befektetések átrendeződtek, Kína a világ legnagyobb beruházójaként jelent meg nem csak Európában és az USA-ban, hanem a korábban alacsony tőkevonzó képességgel rendelkező Afrikában is. A kontinens infrastrukturális fejlettsége azonban messze elmarad a fejlett, de még a felzárkózó országoktól is, így előbb ilyen irányú fejlesztésekre van szükség. Kína a fogadó országok GDP-jéhez képest jelentős hiteleket nyújtott, ezek azonban lassabban térülnek meg. Az afrikai országok ezért még nem tudtak jelentős mértékben hozzájárulni a világkereskedelem bővüléséhez, még kínai segítséggel sem, ez pedig az évtized végéig jó eséllyel így is marad.

2016-tól a Trump adminisztráció gyakorlatban is hozzákezdett az amerikai gazdaság Kínától való leválasztásához, ami lényegében a választások után is folytatódik. Eközben az Európai Unió is új iparpolitikai terveket készített annak érdekében, hogy az európai vállalatok termelését visszahozzák külföldről, elsősorban Kínából, illetve a kínai vállalatok további térnyerését is megpróbálják megakadályozni. Ezen intézkedések sikeressége azonban igencsak kérdéses, mivel Kína monopóliumot élvez számos ásványkincs és terméktípus terén, továbbá a hazatelepülés jelentős költségemelkedést jelentene az európai vállalatoknak, ami infláció gerjesztő hatású.

Mindeközben Kína és India a világ legnagyobb fogyasztójává vált, ami azt jelenti, hogy az amerikai és az európai vállalatok számára egy folyamatosan bővülő piac áll rendelkezésre Ázsiában, szemben a hazai szűkülő piacokkal. Kína globális térnyerése új vagy megújult regionális kereskedelmi blokkok kialakulásához vezetett (lásd a BRICS országok nemrég lezajlott találkoztóját). Alapvetően felzárkózó és fejlődő országok kezdenek kialakítani kereskedelmi övezeteket, ami még jó ideig nem fenyegeti az amerikai és európai hegemoniát a világgazdaságban, de mindenképpen erodálja azt.

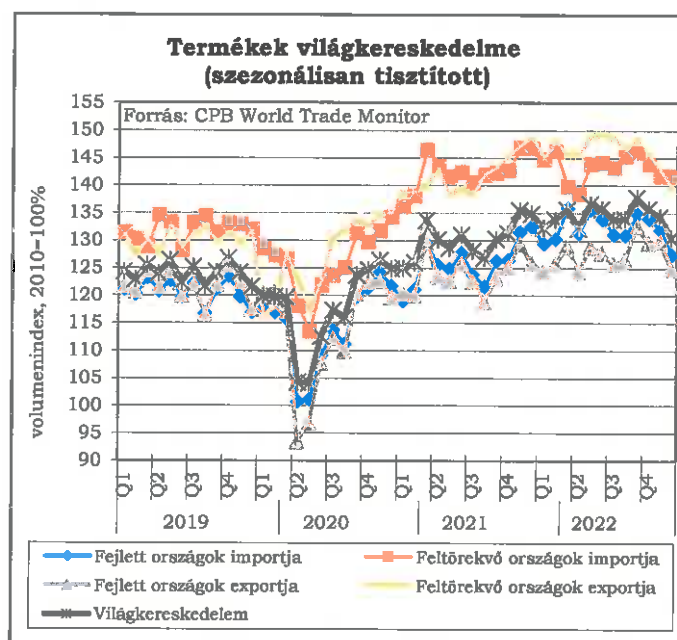
Az amerikai és európai törekvések a Kínától való leválásra részlegesen sikeresek lehetnek, ennek az inflációban megfizetett ára azonban kérdéses. Mindez arra enged következtetni, hogy a már létező regionális kereskedelmi blokkok szorosabb szövetséggé alakulhatnak, és a világkereskedelem pedig tovább fragmentálódhat. Mindez jelentős mértékű kereskedelem-elterelést indukálhat, ráirányítva a figyelmet az országok, ágazatok és vállalatok versenyképességére. Az USA és az EU azon törekvése, hogy teljesen leválassa magát a kínai termelőről, nagy valószínűséggel nem lehetséges. Ugyanakkor egy-egy stratégiai fontosságú termék kategóriában (például elektronikai eszközök) elképzelhető, hogy a fejlett országok fel újra tudják építeni saját ellátási láncukat, megkerülve ezzel Kínát.

5. ábra: A világkereskedelem alakulása



Forrás: CPB World Trade Monitor

6. ábra: A világkereskedelem alakulása régióként



Nem fér hozzá kétség, hogy a kereskedelmi háborúk, a nemzetközi munkamegosztás adminisztratív eszközökkel való korlátozása egyik félnek sem előnyös. Hosszú távon nem zárható ki egy olyan kereskedelmi és befektetésvédelmi megállapodás Kínával, ami minden résztvevő számára előnyös, és megfelel és összhangban van a klímacélokkal is.

Egy új irányt vihet a világkereskedelmi folyamatokba a készülő vagy már érvényben lévő környezetvédelmi előírás és a karbonvám intézménye, különösen az EU-ban, mivel ezek jelentősen drágíthatják a kereskedelmet, még akár a szabadkereskedelmi blokkon belül is. Mindez utat nyithat arra, hogy a termelés magasabb ár- és bérszínvonalú országba települjön, mivel az alacsonyabb termelési költségű országok ár előnye így lassan elolvad.

Magyarország helyzete ebben a szituációban még kérdéses. Az EU tagság egyfajta garanciát jelent arra, hogy az EU újra-iparosodási törekvéseiből a hazai vállalatok is részesülhetnek közvetlen vagy közvetett módon. Ugyanakkor Magyarország az EU egyik legrosszabb versenyképességi mutatóival rendelkezik, így továbbra is az alacsony bérszínvonal marad a fő vonzerő az FDI számára.

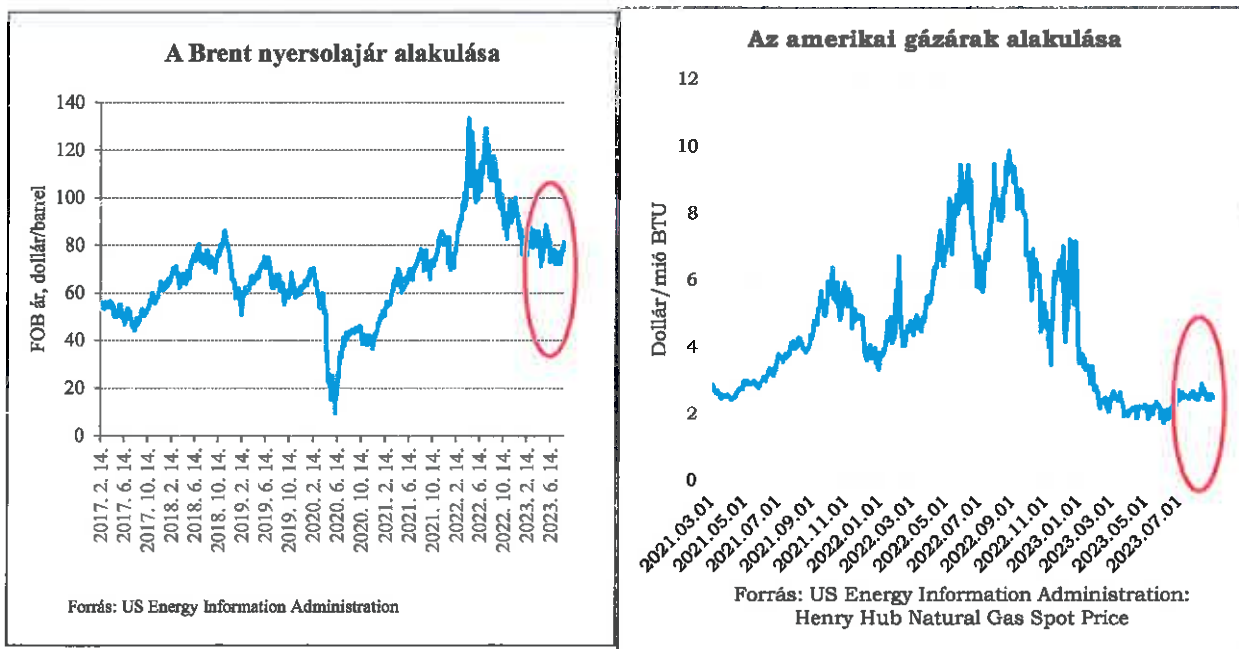
A világkereskedelem bővülési üteme az áttrendeződés hatására valószínűleg nem fog érdemben megváltozni, az évtized végéig a 3-5%-os átlagos növekedési ütem lehet a jellemző. **(5. ábra: A világkereskedelem alakulása)** Oroszország további elszigetelődése valószínűsíthető, és bár van kereslet az orosz energiahordozókra a világon, ez már egy jóval alacsonyabb árszínvonal mellett képzelhető csak el. A Kínától való részleges leválás feltehetően csak kis részben, inkább csak egy-egy termékkategóriában lesz majd sikeres, ugyanakkor a későbbiekben egy befektetésvédelmi és kereskedelmi kiegyezés sincs teljesen kizárva, mivel a status quo Kína számára sem előnyös, ez azonban inkább csak a 2030 utáni időszakra várható.

1.3.2. Olaj- és gázpiaci összefüggések, érdekek, mozgatórugók

Jelenleg a *Brent nyersolajár* éves átlagban 80 dollár körül mozog hordónként. Miközben idén júniusban 71-76 dollár körül mozgott a hordónkénti ár, július végétől egy emelkedő trend rajzolódott ki, s augusztusban 86-89 dollárra is felkúszott az olajár. Ebben részben a nyári utazások miatt megélnékült kereslet játszott szerepet, részben olyan tényezők, mint, hogy Szaúdi-Arábia júliustól napi egy millió barrellel csökkentette kitermelését. A globális olajkereslet az idén az IEA várakozásai szerint⁷ napi 102,2 millió barrelre emelkedhet, azaz napi 2,2 millió hordóval lesz több, mint tavaly. A Kínáról érkező vegyes hírek ellenére a növekmény 70%-a a kínai kereslet bővülésének tudható be. Az OECD országok kereslete is magasabb volt a nyári hónapokban, mint ahogyan azt korábban várták. A globális olajkitermelés az idén napi 101,5 millió hordóra nőhet (napi 1,5 millió hordóval haladva meg a múlt évi teljesítményt). Az orosz olajexport a becslések szerint az elmúlt hónapokban stabil maradt. A szállítások mintegy 80%-a Kínába és Indiába irányult.

A következő hónapokban a kínálat szűkülése várható, mivel a szaúdi és az orosz kitermelés visszafogása várhatóan szeptember végéig kitart. Sőt a legfrissebb hírek szerint a szaúdiak meghosszabbították az év végéig az olajkitermelés visszafogását⁸, ami az olajár újabb megugrását eredményezte. Júliusban az OPEC-országok olajtermelése napi 839 ezer barrellel napi 27,31 millió barrelre csökkent.⁹ 2023-ra az OPEC nyersolaj iránti kereslet éves átlagban napi 23,3 millió hordót érhet el, míg jövőre napi 30,1 millióra emelkedhet az OPEC-tagországok legfrissebb előrejelzése szerint.

7. ábra: Enyhén emelkedő nyersolajár, egyelőre még csökkenő gázárak

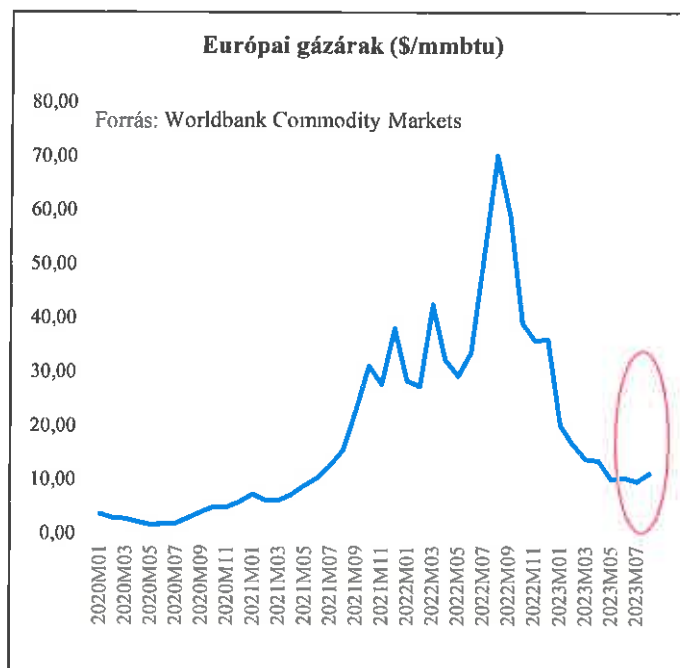


Forrás: EIA, US Energy Information Administration, <https://www.eia.gov/dnav/pet/hist/RBRTED.htm>

⁷ <https://www.iea.org/reports/oil-market-report-august-2023?mode=overview>

⁸ <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230905/ugrik-az-olajar-a-friss-bejelentésre-637887>

⁹ <https://momr.opec.org/pdf-download/>



Forrás: Forrás: Worldbank Commodity Markets <https://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>

Összességében tehát van esély arra, hogy az év második felében az olajárak tartósan megindulnak felfelé, s inkább a 85-90 dolláros sávban fognak mozogni. Egyelőre a legtöbb előrejelzés az idei évre – éves átlagban – 80 dollár körüli hordónkénti nyersolajárral számol, ami a konjunkturális kilátások fényében jövőre sem nagyon változhat, de vannak bizonytalanságok.

Míg a *gázárak* a korábbi töredékére estek vissza (idén júliusban mintegy negyede volt a gáz ára a tavaly decemberi szintnek, **2. táblázat: Néhány nyersanyag világpiaci árának alakulása**) az európai ipari gázkereslet az év első 7 hónapjában 12%-kal csökkent. Elemzések szerint¹⁰ a legnagyobb fogyasztású országokban – Németországban, Olaszországban, Hollandiában, az Egyesült Királyságban, Franciaországban és Spanyolországban –, ha az energiaválság előtti 2021-es év azonos időszakához viszonyítunk, akkor közel 30%-os a zuhanás mértéke. Ennek oka többféle lehet: egyes cégek áttelepültek Európán kívülre és ezért mérséklődött gázfogyasztásuk; a gyenge makrogazdasági környezet következtében csökkent a kereslet, ami a gázfelhasználást is mérsékelte; a cégek egy része úgy döntött, hogy nem indítja el újra termelését, mert tart a gázárak újbóli emelkedésétől; és végül a cégek energiatöbbet lettek, és ezért használnak kevesebb gázt. (**7. ábra**) Ugyanakkor a gázpiacon nagy a bizonytalanság: a legnagyobb ausztrál LNG termelőnél fennálló sztrájkveszély az európai árakat augusztusban rekordmagasra tornáztta fel (40 euró/MWh felett volt a szeptemberi határidős TTF gázár), de hamarosan az árak újra visszaestek a határidős jegyzéseknél, s amióta az egyezség megszületett újra 30 euró alá esett a szeptemberi határidős TTF gázár¹¹.

A Goldman Sachs egy friss elemzése szerint a visszafogott európai ipari gázkeresletet egy további lényeges tényező is magyarázza, miszerint az energiaintenzív iparágai vállalatoknak magasak voltak

¹⁰ Financial Times, Why industrial gas demand has failed to recover, <https://www.ft.com/content/047e6a9a-56c9-4360-9d1e-7de2f6651657>

¹¹ <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230824/megvan-az-alku-szakad-a-gazar-635327?print=1>

a késztermék-készleteik, amelyek csak lassan épültek le, így a termelésüket is visszafogták.¹² Egy további technikai tényező is erre utal: ugyanis az energaintenzív vállalatok jellemzően gázfedezeti szerződéseket használnak az árak hosszú távú rögzítésére, és most a jóval alacsonyabb spot árak következtében a fedezeti szerződések költségei 2024 második negyedévéig folyamatosan csökkennek. Ez viszont a későbbiekben újra arra ösztönözheti a cégeket, hogy ismét elkezdjék használni a gázt. Ennek jelei már Németországban, Franciaországban, Hollandiában és Spanyolországban is láthatók: a gázfogyasztás jelenleg már a 2022-es szint körül van (tehát nincs újabb csökkenés), a német kereslet pedig július vége óta 15 százalékkal a tavalyi szint fölé emelkedett. Ez viszont azt sejteti, hogy az év vége felé újra elindulhatnak felfelé a gázárak.

1.3.3. Nem energiahordozó nyersanyagok piacának jellemzői

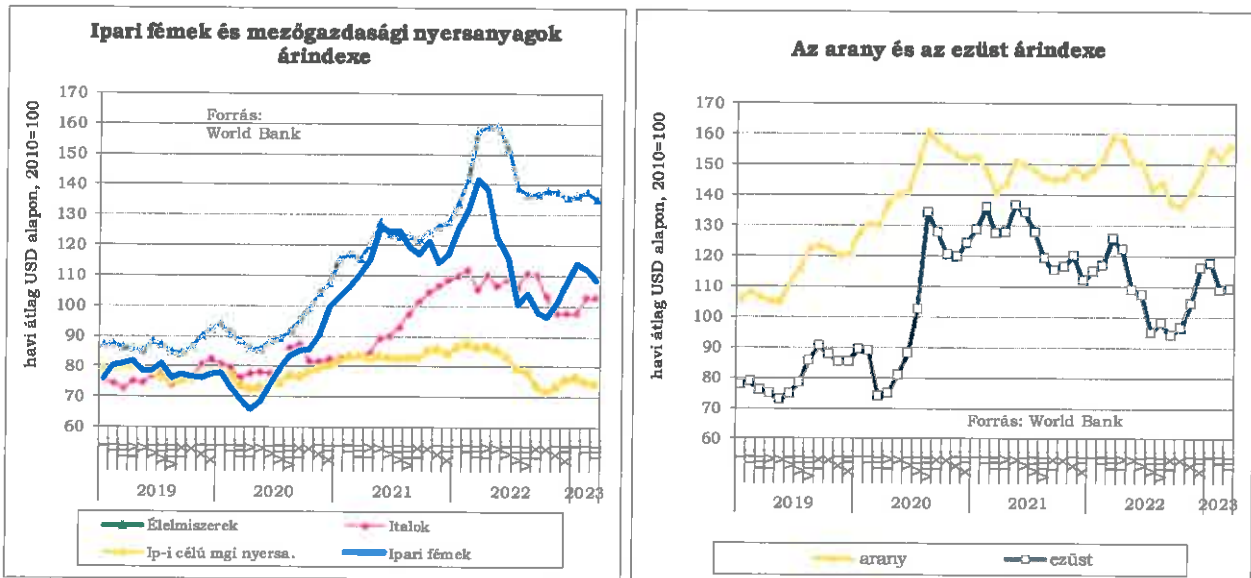
A világpiaci árak drágulása szinte minden nyersanyagot érintett. A áremelkedési hullámra később rácsatlakozott a háború okozta ársokk is, különösen az élelmiszerek és a mezőgazdasági nyersanyagok piacán. A műtrágya ára többszörösére emelkedett, ami elsősorban a fejlődő országokban okozott komoly gondokat, de a fejlett országokban is megdrágult a termelés. Az alapanyag általánosságban nem helyettesíthető, ha kevesebbet használnak belőle, akkor a jó időjárás ellenére is valószínűleg csökkennek a termés hozamok. Az élelmiszerek piacán kisebb lokális válságok is történtek világszerte 2022-ben, főként az extrém időjárási viszonyok miatt, amelyek egy-egy élelmiszertípus árát a térségben jelentősen megemelték.

Idén az élelmiszerárak felemás képet mutatnak. A kakaó ára továbbra is jelentősen drágul, júliusban már 40%-os az emelkedés a tavalyi átlaghoz képest. Ugyanebben az időszakban a földimogyoró 25%-kal, a robuszta kávé 23%-kal kerül többre és a rizsfélék is 20% körüli emelkedést mutatnak. Mindeközben az arabica kávéért 25%-kal kérnek kevesebbet a világpiacon, a magyar élelmiszeripar számára is fontos olajok (pálma, szója, repce és napraforgó) ára már 35%-kal olcsóbb, mint a tavalyi évben volt. A búza világpiaci ára is az ötödével csökkent 2022-höz képest.

Ugyanakkor a 2019-es átlaghoz képest a drágulás még így is jelentős. Az előbb említett olajfélék 50%-kal kerülnek többre, a kakaó 70%-kal drágult, a kávé átlagosan 40%-kal, a kukorica több, mint 60%-kal, a búza pedig mintegy 80%-kal. A korábbi szintre való visszatérés már valószínűleg nem lehetséges, mivel az infláció már beépült az inputok árába, kiváltképp a bérekbe, vagyis további árkorrekció már sokkal inkább az aktuális kereslet-kínálati viszonyok eredménye lesz. Ilyen viszonyok között pedig a jelentős volatilitás már piaci zavarnak tekinthető, ami pedig a gazdaságok számára inkább káros, mint előnyös, így az árak idej csökkenését sem szabad feltétlenül pozitív hírként kezelni, mivel az sokkal inkább a recesszióban lévő gazdaságokban tapasztalt fogyasztáscsökkenés eredménye. Mikor a gazdaságok majd újra tartós növekedési pályára állnak (reálbéremelkedést feltételezve), akkor átlagos időjárási viszonyok mellett az élelmiszerárak megint drágulhatnak.

¹² <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230817/hova-tunt-az-europai-ipari-gazkereslet-es-felporog-e-meg-valaha-634069?print=1>

8. ábra: Átmenetileg megtorpanó áremelkedés a nyersanyagáraknál



Forrás: Világbank

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

2023 augusztusában az ipari fémek többsége jelentősen olcsóbb volt, mint 2022-ben. (8. ábra: **Átmenetileg megtorpanó áremelkedés a nyersanyagáraknál**) Az elsősorban építőipari felhasználásra termelt fémek, mint például az alumínium 20%-kal kerül kevesebbe, míg a vasérc világszintű ára 6%-os csökkenést mutat. Az elektronikai, gép- és járműipari ágazatok számára rendkívül fontos réz 4%-kal kerül kevesebbe idén nyáron, mint a tavalyi év átlagában. Mindez egy nem várt folyamat eredménye, azonban jól mutatja e termékek konjunkturális kitérttségét. A tavalyi év végén a kitermelők idénre jelentős áremelkedést prognosztizáltak az újrainduló kínai gazdasági óriási nyersanyagigénye miatt. A kelet-ázsiai gazdaság azonban jóval a várakozások alatt teljesít, építőipara jelentősen elmarad a korábbi kapacitáskihasználtságtól.

Mindez azonban nem jelenti azt, hogy az ipari fémek nyersanyagpiacán tartós nyugalomra lehet számítani, sőt ennek akár az ellenkezőjére is van esély. Bár a kínai gazdasági növekedés valószínűleg idén és jövőre is elmarad a járvány előtti időkben megszokott szintektől, az építőiparban jövőre 10% fölötti bővülés sem kizárt, ami újra emelheti az alumínium és a vasérc árát. A réz piacát az újra növekedési pályára álló európai gazdaságok kereslete is emelheti majd.

Ahogy az élelmiszerek árában, úgy az ipari fémek esetében sem várható, hogy a járvány előtti szintekre esnének vissza az árak. Néhány kivételtől eltekintve továbbra is 40-50%-kal magasabbak a világszintű árak, mint 2019 átlagában. Az inflációs nyomás az nyersanyagok oldaláról tehát idén

nyugvópontján van, 2030-ig azonban arra lehet számítani, hogy a klímavédelmi, valamint gazdaságösztönző programok nyersanyag igénye újabb rekordszintekre fogja emelni a őket.

2. táblázat: Néhány nyersanyag világsági árának alakulása

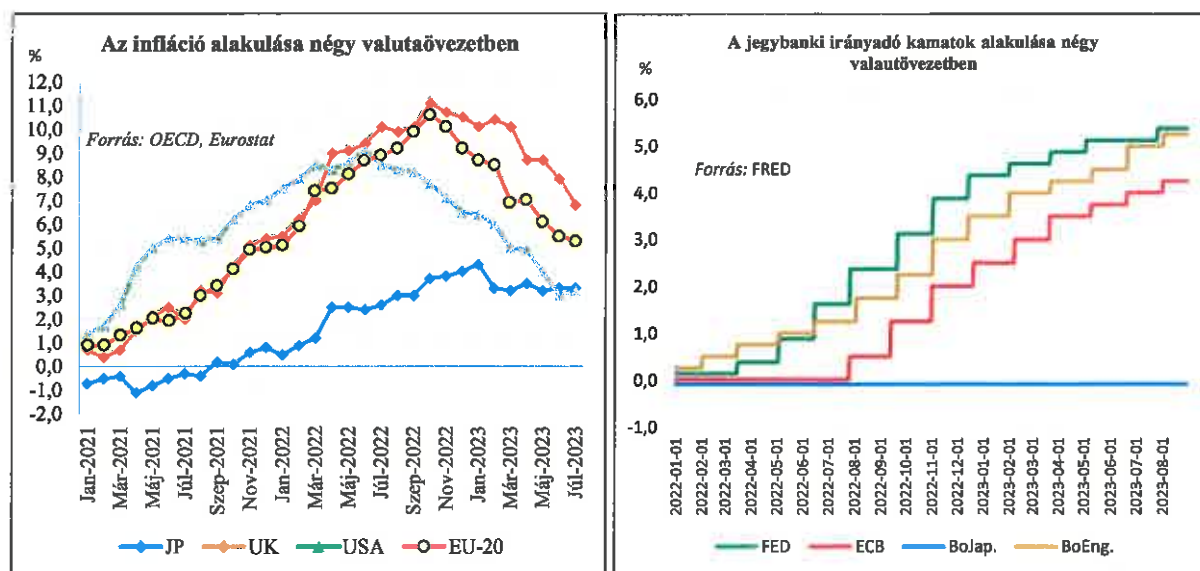
	Crude oil, Brent (\$/bbl)	Natural gas, US (\$/mmbtu)	Natural gas, Europe ** (\$/mmbtu)	Liquefied natural gas, Japan (\$/mmbtu)	Natural gas index (2010=100)	Sunflower oil (\$/mt)	Maize (\$/mt)	Wheat, US SRW (\$/mt)	Aluminum (\$/mt)	Copper (\$/mt)	Lead (\$/mt)	Tin (\$/mt)	Nickel (\$/mt)
2022M01	85,53	4,33	28,26	14,69	196,91	1411,73	276,62	325,16	3005,98	9782,34	2331,85	41791,70	22355,40
2022M02	95,76	4,66	27,23	17,00	197,52	1499,12	292,62	339,35	3245,79	9943,17	2296,86	43983,35	24015,55
2022M03	115,59	4,88	42,39	15,11	271,08	2361,13	335,53	446,66	3498,37	10230,89	2344,84	43949,67	33924,18
2022M04	105,78	6,53	32,20	16,29	243,44	2275,76	348,17	427,31	3244,41	10161,38	2380,41	42991,11	33132,74
2022M05	112,37	8,14	29,17	16,68	248,79	2079,30	344,84	438,38	2830,32	9377,15	2142,48	35769,39	28062,55
2022M06	120,08	7,67	33,56	15,53	263,24	1884,59	335,71	379,89	2563,44	9024,46	2066,38	31559,31	25658,63
2022M07	108,92	7,26	51,33	16,44	344,93	1556,87	322,97	316,69	2408,42	7544,81	1985,20	25395,77	21481,89
2022M08	95,97	8,79	70,04	20,15	454,04	453,32	1496,22	289,84	382,86	108,85	7981,84	2072,72	24647,48
2022M09	90,16	7,76	59,10	23,73	391,32	1304,75	312,66	..	2224,76	7746,01	1870,10	21124,04	22773,97
2022M10	93,13	5,62	39,02	21,84	268,55	1359,15	343,56	..	2255,54	7651,08	1999,86	19391,17	22032,89
2022M11	91,07	5,28	35,72	19,59	247,18	1347,28	320,92	..	2350,72	8049,86	2099,99	21249,50	25562,70
2022M12	80,90	5,50	36,04	20,58	252,12	1233,80	302,25	..	2401,69	8375,40	2216,48	24172,37	28946,81
2023M01	83,09	3,27	20,18	20,19	149,38	1218,34	302,78	..	2501,82	9037,95	2201,26	28154,14	28194,61
2023M02	82,71	2,38	16,54	18,42	120,04	1158,60	298,18	311,88	2416,18	8936,59	2093,06	26862,90	26727,95
2023M03	78,53	2,30	13,81	16,03	104,51	1075,05	282,49	284,68	2296,42	8856,31	2115,18	23999,96	23288,61
2023M04	84,11	2,16	13,52	14,37	100,25	1034,83	291,11	277,16	2343,23	8809,42	2149,43	25793,75	23894,56
2023M05	75,70	2,15	10,11	13,43	83,22	961,79	268,14	260,51	2268,60	8217,47	2083,60	25533,80	21970,39
2023M06	74,89	2,18	10,35	12,68	84,31	910,95	266,87	257,00	2184,75	8396,52	2122,89	27216,68	21233,28
2023M07	80,10	2,55	9,55	12,49	85,19	1038,80	242,38	249,85	2159,73	8476,68	2109,12	28743,14	21091,26
2023M08	86,16	2,58	11,19	12,88	93,32	989,42	207,61	230,81	2136,57	8349,13	2153,84	26074,87	20438,65

Forrás: Worldbank Commodity Markets <https://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>

1.4. A monetáris szigorítás erősödésével kapcsolatos bizonytalanságok; a tartósan magas infláció globális következményei

A világgazdaságot egymást követően sújtó három sokk – (i) a pandémia és annak negatív hatásait ellensúlyozó erőteljes monetáris és fiskális lazítás, (ii) a kereslet gyors visszapattanásával párhuzamosan előálló szűk keresztmetszetek a kínálati oldalon, majd (iii) az energiaárak megugrása, amit tovább súlyosbítottak az ukrajnai orosz invázió következményei – hatására 2021-től kezdődően az infláció a fejlett országok többségében gyorsuló pályára lépett. A fogyasztói árindexek 12 havi emelkedése többnyire 2022 közepén-második felében érte el a csúcspontját, az USA-ban tavaly júniusban 9,1%-on, míg az eurózónában és az Egyesült Királyságban 2022. októberében 10,6, illetve 11,1%-os szinten. Jelentős részben az energiaárak esésének, valamint a termelési láncok normalizálódásának köszönhetően az inflációs ráták 2023 nyaráig érzékelhetően mérséklődtek, de a jegybanki inflációs célértékek felett maradtak. A „headline” árindexhez képest a *maginfláció* esetében azonban trendforduló még kevésbé markáns. Az *inflációs várakozások* is javultak ugyan, de mind az egy évre, mind a három évre előre tekintő értékek még tipikusan meghaladják az egyensúlyinak tekintett szinteket. Noha a meglóduló inflációval szembeálló jegybankok az elemzői értékelések szerint megkésve változtattak támogató monetáris politikájukon, az eltelt bő egy évben látott kamatemelési ciklusok jelentős monetáris szigorítást eredményeztek. A piaci várakozások a magas kamatszintek tartósabb fennmaradására számítanak. Az infláció kihívása ugyanakkor nem egyformán érintette az egyes gazdaságokat, ami a jegybanki politikákban is heterogenitást teremtett: *Japánban* az inflációs nyomás jóval gyengébbnek bizonyult, míg *Kínában* a közelmúltban már deflációs folyamatok jelentek. A továbbiakban röviden áttekintjük a jelentősebb jegybankok monetáris politikájának alakulását. (Lásd 9. ábra: Infláció és jegybanki alapkamatok alakulása a fontosabb régiókban)

9. ábra: Infláció és jegybanki alapkamatok alakulása a fontosabb régiókban



Forrás: OECD, EUROSTAT, FRED

A legfrissebb *inflációs* adatok ugyan az áremelkedés ütemének mérséklődését jelzik, ugyanakkor a *maginfláció* mindenütt makacsul magas maradt. A májusi adatok szerint az USA-ban 5,3% júniusban 4,8%, júliusban már csak 3,2% volt az infláció mértéke. Az amerikai inflációs ráta mintegy harmadát kitevő lakhatási költségek mérséklődtek az utóbbi időben, és úgy tűnik, hogy a bérnövekedés is lassul. A Fed által nagy figyelemmel követett munkaerőköltség-index a második negyedévben 4,6 százalékra esett vissza az egy évvel korábbi 5,7 százalékos csúcsról.¹³

Az Egyesült Királyságban májusban 6,5% volt az infláció évesítetten, júliusban 6,8%, tehát továbbra is jóval a jegybanki célérték fölött. Németországban a májusi 5,1%-ról júliusra 6,1%-ra kúszott fel a maginfláció, s az inflációs ráta júliusban még 6,5%-on volt. Olaszországban a májusi 5,1%-ról júliusra 4,7%, mérséklődött a maginfláció, míg az inflációs ráta 6,3%-ot ért el júliusban. Májusban az OECD átlagában 6,5% volt a fogyasztói árindex az előző év azonos időszakához képest, s mintegy 0,9 százalékponttal maradt el a tavaly októberi csúcstól. Az energiaárak mérséklődése ellenére az élelmiszerárak továbbra is magasak, s a korábbi áremelkedések már beépültek a fogyasztói árakba, ami a maginfláció trendjén is látszik. Ilyen körülmények között a monetáris politika számottevő lazítására nemigen lehet számítani.

A FED részéről egyelőre nincs egyértelmű kommunikáció: az idén 100 bázisponttal emelték az irányadó kamatlábat, s további kamatemeléseket sem zárnak ki. Amikor júniusban nem emelték a kamatlábat, mindenki reménykedni kezdett, hogy a szigorítási ciklus végéhez kezd közeledni. Júliusban azonban újra megemelték az irányadó kamatot, amely az 5,25-5,50%-os sávban mozog, noha a júliusi inflációs ráta 3%-kal már közelebb került a jegybanki célértékhez. Az amerikai központi bank kamatemelési ciklusa tavaly márciusban vette kezdetét és az irányadó ráta 11 lépésben, összesen 525 bázisponttal emelkedett. Ezzel párhuzamosan a FED *mennyiségi szigorításba* is kezdett egy év alatt közel 9 billió dollárról 8,3 billió dollárra szűkítve a jegybanki mérlegfőösszeget. A kamatemelési ciklus végét vetítheti elő, hogy a 12 havi fogyasztói árindex változása júliusra már 3% körüli szintre mérséklődött. Az (élelmiszerek és energia nélkül számított) maginfláció 4,7%-os értéke azonban még érdemben eltért a 2%-os inflációs céltől. A feszes munkaerőpiac és a vártnál kedvezőbb növekedési adatok is fennmaradó inflációs kockázatokat jeleznek, és egyúttal nagyobb mozgásteret adnak a monetáris szigorítás számára. Noha a FED kommunikációja nem zárja ki, hogy az idén még egy egyszeri kamatemelésre sor kerülhet, az elemzői konszenzus inkább a jelenlegi szint tartására számít 2024 közepéig, amikor megkezdődhet az irányadó ráta fokozatos csökkentése.

Ezzel szemben az amerikai jegybank több képviselője jelezte, hogy további emelésre hajlik, hivatkozva arra, hogy az amerikai infláció továbbra is a célérték fölött mozog, a gazdaság meglepően robusztus, még akkor is, ha a rövidtávú kilátások nem annyira kedvezőek. Így a korábban beharangozott két további kamatemelésre lehet, hogy sor kerül. A FED elnöke éves értékelő beszédében¹⁴ augusztus végén hangsúlyozta, az amerikai gazdaság túl erős, az inflációs cél eléréséhez mindenképpen csekélyebb, a potenciális szint alatti növekedésre van szükség, és

¹³ <https://www.vg.hu/nemzetkozi-gazdasag/2023/08/lassul-az-amerikai-inflacio-de-ez-keves-lesz-a-fednek>

¹⁴ <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230825/jerome-powell-ha-kell-tovabb-emeljuk-a-kamatokat-nem-allunk-meg-a-celig-635681?print=1>

ennek érdekében a FED hajlandó tovább emelni az alapkamatot. A FED az amerikai munkaerőpiacot továbbra is túl feszesnek tartja, ami hozzájárul ahhoz, hogy az infláció nem mérséklődik a várt ütemben és a bérnyomás erős marad. Ez is azt indokolja, hogy a FED újabb kamatemeléssel fékezze a gazdaságot és ezáltal az inflációt. Jerome Powell azt is bejelentette, hogy a 2%-os inflációs cél elérését továbbra sem adják fel. A szeptemberben megjelent Bézis Könyv¹⁵ viszont már lassuló növekedésről, lassuló inflációról és visszafogott munkahelyteremtésről számol be, ami újabb megfontolásokra készítheti a FED-et.

Az EKB viszonylag későn, 2022 júliusában váltott a monetáris politika irányán és 2023 augusztusáig 9 lépésben 425 bázispontos kamatemelést hajtott végre. Ennek nyomán az *irányadó betéti* kamat 3,75%-ra, míg a FED rátával közvetlenebbül összehasonlítható *refinanszírozási műveletek* kamata 4,25%-ra emelkedett. Idén márciustól a monetáris szigorítás már kiegészült az *eszközvásárlási program* (APP) portfóliójának a fokozatos csökkentésén keresztül megvalósított mennyiségi szűkítéssel is. A *pandémiás vásárlási program* (PEPP) portfóliójának a megújítását ugyanakkor a jegybank rugalmasan kezeli elkerülendő az állampapírpiaci turbulenciákat a magas adósságrátával rendelkező déli államoknál. A fogyasztói árak emelkedése év/év alapon az eurozónában idén júliusra 5,3%-ra csökkent: ez több mint 5 százalékpontos esést jelent a tavaly októberi csúcshoz képest, de mind a középtávú inflációs célnál, mind az amerikai mutatonál érdemben magasabb. A júliusban 5,5%-on álló *maginfláció* még nem mutatott számottevő lassulást, bár csak szerényebb mértékben haladta meg a hasonló amerikai értéket. A reálbérek csökkenése és a gazdasági aktivitás visszafogott növekedése viszont mérséklőleg hat az árak további emelkedésére és kivárára sarkallhatja az EKB-t. Az elemzői várakozások is inkább a jelenlegi kamatszint tartását prognosztizálják 2024 második negyedévének végéig. Az amerikaihoz képest magasabb infláció és alacsonyabb kamatszint azonban további szigorításra kényszerítheti az EKB-t különösen, ha a FED a júliusi emelést követően újabb kamatemelés mellett dönt. Ennek eshetőségét csökkenti az a körülmény, hogy a tavaly nyáron látott mélyrepülést követően az *euro árfolyama* a dollárhoz képest ismét erőre kapott és az eltelt időszakban némileg a sokéves átlag alatt stabilizálódott. **(10. ábra: Gyenge euró, továbbra is magas maginfláció)**

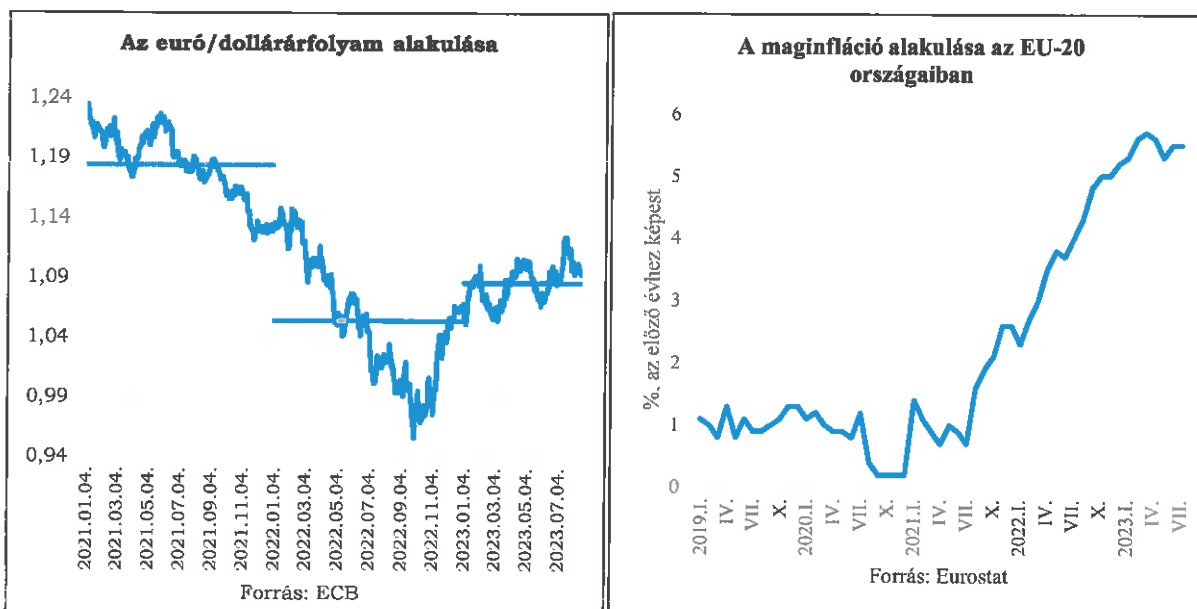
A jelenlegi információk szerint az *euróövezetben* az inflációs várakozások május óta nem emelkednek, sőt augusztusban érezhetően csökkentek. Ezzel együtt a maginfláció továbbra is magas szintje arra enged következtetni, hogy az inflációs ráta még jó ideig az EKB inflációs célja fölött mozog majd.¹⁶ (10. ábra) A további kamatemelés, az azon múlik, hogy az infláció hogyan alakul. Az EKB jelenleg a másodkörös kockázatokra figyel, így például a munkaerőköltségek alakulására. A magas maginfláció is jelzi, hogy még mindig nagy az inflációs nyomás a gazdaságokban, így nem kizárt, hogy újabb kamatemelésre szánja el magát az európai jegybank. Legutóbbi megnyilatkozásában az EKB vezetője nem volt egyértelmű a jövőt illetően, viszont jelezte, hogy az inflációt még mindig túl magasnak tartja, és a

¹⁵ https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/BeigeBook_20230906.pdf

¹⁶ A ZEW 125 pénzügyi szakértő bevonásával készített felmérése szerint a pénzügyi szakértők 2023-ra, 2024-re és 2025-re átlagosan 5,5 százalékos, 3,3 százalékos és 2,5 százalékos inflációs rátát várnak. A májusban készített hasonló felmérésben még magasabb, 5,8 százalékos és 3,7 százalékos inflációt jeleztek előre az idei és a következő évre a pénzügyi szakértők. <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230819/trendfordulo-kovetkezett-be-az-eurozona-inflacios-varakozasaiban-megsem-dolhet-hatra-az-ekb-634381?print=1>

maginfláció emelkedő trendje miatt is aggodását fejezte ki.¹⁷ Az EKB az idei évre 5,4 százalékos euróvezeti inflációval számol. Az euróövezetben a bérek emelkedése továbbra is erőteljes inflációs hatást fejt ki, míg a gazdaság gyenge teljesítménye fékezi az inflációt.

10. ábra: Gyenge euró, továbbra is magas maginfláció



Forrás: Eurostat, EKB

A *Bank of England* 2021 decemberétől kezdődően 14 alkalommal összesen 515 bázisponttal emelte az irányadó (betéti) kamatot, ami idén augusztusra 5,25%-ra nőtt. A korábban elindított monetáris szigorítás ellenére 2023 folyamán a fogyasztói árak 12 havi emelkedése az Egyesült Királyságban legalább másfél százalékponttal meghaladta az eurozóna átlagos szintjét: júliusban a „headline” mutató 6,8%-ot tett ki, míg a maginfláció 6,9%-on állt. A többletinfláció a brit gazdaság viszonylag magas földgázfüggősége és a brexit árnövelő hatásai mellett, a viszonylag erőteljes bérdinamikával is összefügg. Az elemzők többsége az idén még legalább 25 bázispontos kamatemelést valószínűsít, de a továbbra is erős inflációs nyomás tükrében az alapkamat ennél nagyobb növelése sem zárható ki. A következő kamatdöntő ülés szeptemberben lesz, amikor is további kamatemelés nem kizárt. *Svájcban* a legutóbbi 25 bázispontos kamatemelés után szintén további kamatemelések várhatók egészen addig, ameddig az infláció nem süllyed újra 2% alá.

Japánban nehéz helyzetben van a jegybank, mivel a japán fogyasztói árak növekedése júliusban lassult az előző hónaphoz képest, főként az energiaárak csökkenése miatt. A japán jegybank az eddig követett ultralaza monetáris politika változtatását fontolgatja, amire alapot eddig az áremelkedés ütemének élnkülése adott.¹⁸ A júliusi maginfláció 3,1%-kal már csökkent, s úgy tűnik, hogy túl van a csúcson, ami egy esetleg szigorítást nem igazán indokol. Ugyanakkor a

¹⁷ <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230828/lagarde-ovatos-volt-emiatt-nekunk-eberebbnek-kell-lennunk-635957?print=1>

¹⁸ <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230818/lassult-a-japan-inflacio-bonyolult-helyzetben-a-boj-634183?print=1>

jen továbbra is gyenge, mivel – az általános trenddel szemben alkalmazott laza monetáris politikát – a jen leértékelődésével fizették meg. A *japán központi bank* az eltelt időszakban sem módosított jelentős mértékben az évek óta követett laza monetáris politikáján. Miközben az irányadó rövidtávú betéti kamat változatlanul a negatív, -0,1%-os szinten maradt, a jegybank július végén enyhített a 10 éves futamidejű értékpapírok hozamának a kontrollján a korábbi 0,5%-os limit helyett 1%-os maximális áron is felkínálva azok vásárlását. Ez a lépés nagyjából 20 bázisponttal feljebb tolta a piaci hozamszintet. Korai lenne azonban a monetáris szigorítás kezdetéről beszélni a szigetországban. A hosszú ideje stagflációs csapdával küzdő gazdaságban az infláció évtizedek óta nem látott szintre, 4% fölé kúszott idén januárban, de ez a lassú növekvő trend megállt és azóta árszínvonal éves emelkedésének az üteme 3%-hoz közeli szinten mozgott.

Oroszországban a rubel gyengülése miatt a jegybank újabb kamatemelést nem tart kizártnak. 2023 július 21-e óta az orosz irányadó kamat 8,5%-ra emelkedett, a 100 bázispontos emelés jelzi, hogy nagyok a gondok az orosz gazdaságban. A következő ülés csak szeptember közepén lett volna, azonban a gyenge rubel miatt, augusztusban rendkívüli ülésen újabb kamatemelést hajtott végre nem is akármilyen mértékben: 350 bázisponttal 12%-ra emelte az alapkamatot.¹⁹ A döntést azzal indokolták, hogy a rubel gyengülése mellett nagy a veszélye annak, hogy az inflációt 2024-ben sem sikerül a jegybanki célérték közelébe vinni. A kamatemelés átmenetileg segítette a rubelen, de aztán a dollárral szemben újra esni kezdett. A GDP bővülés az idén 1% körül lehet, de nagyok a lefelé mutató kockázatok. Az inflációs ráta éves átlagban 6,5-7% körül lehet majd, noha a júliusi adat az orosz jegybank adatai szerint 4,3%, volt, ami a jegybanki célértéket (4%) már megközelíti. Ugyanakkor a rubel gyengülése az importált inflációt fokozza, így az inflációs nyomás a látszólag kedvező adatok ellenére sem enyhül. Jelenleg egy dollár 101 rubelt ér, egy euró pedig 110 rubelt.

Ugyancsak nehéz helyzetben van *Törökország* is. Az inflációs kilátások a gyenge líra miatt egyre romlanak²⁰, a következő hónapokban – évesítetten – akár 42%-os vagy még magasabb infláció sem zárható ki. A török líra folyamatosan gyengül a dollárral szemben, s az importált infláció egyre inkább felfelé hajtja a fogyasztói árakat. Így a török központi banknak nem lesz más választása, mint tovább emelni a kamatokat. Idén júliusban 250 bázisponttal 17,5%-ra emelték a török alapkamatot, de várhatóan újabb emelések nem lesznek elkerülhetők.

A monetáris szigorítás általános irányvonalától eltér a *kinai jegybank* politikája is, amely idén július-augusztus folyamán a korábban is alacsony szintű kamatokat tovább mérsékelte. A korábbi 2,65%-ról 15 bázisponttal 2,50%-ra csökkentette az egyes pénzügyintézeteknek nyújtott 401 milliárd jüan (55,25 milliárd dollár) értékű egyéves közép-távú hitelkeret (MLF) kamatát.²¹ A komplex kamattrendszert működtető pénzügyi rendszerben a rövidtávú betétekre fizetett kamatokat meghatározó fordított repóügyletek rátája 10-10 bázisponttal 1,8%-ra mérséklődött, míg az egyéves futamidejű hitelek irányadó kamatszintje hasonló mértékben 3,45%-ra

¹⁹ <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230815/veszkamatemelesrol-dontott-oroszorszag-633551>

²⁰ <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230818/melybe-rantja-torokorszagot-a-lira-beszakadasa-634251?print=1>

²¹ <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230815/kamatvagyas-es-intervencio-kinaban-a-gyenge-gazdasagi-jelentesekre-633513>

csökkent.²² A monetáris lazítást a jegybank a legfrissebb gazdasági adatokra reagálva jelentette be, amelyek a kínai növekedés lassulását vetítik előre. A jegybank tavaly augusztus óta idén júniusban változtatta először a kamatot, amely akkor 3,65% volt. Ugyanakkor öt éves lejáratú hitelek kamatát változatlanul, 4,20%-on tartotta. Az öt éves hitelek kamata szintén idén júniusban csökkent először a tavaly augusztus óta érvényes 4,30%-ról.

1.4.2. A monetáris és a fiskális politika mozgástere az inflációs környezetben

A pandémia két éve alatt látott ultralaza jegybanki politikákat és költségvetési expanziót követően 2022-től az Európai Unióban érvényesülő *gazdaságpolitikai keverékben* irányváltás következett be. Az elkövetkező két évben mind a monetáris, mind a fiskális politikák hűtik az európai gazdaságot, miközben a gazdasági aktivitás 2023-ra érdemben lelassult. Míg a monetáris fronton az infláció nem várt felgyorsulása kényszerítette ki a fordulatot, addig a fiskális területen napirendre került a megugrott költségvetési deficit és államadósság ráták konszolidációja a pénzügyi stabilitási kockázatok csökkentése, valamint a jövőbeli költségvetési mozgástér megteremtése érdekében.

Az eurózónában a monetáris unió történetében eddig nem látott mértékű – 2022 júliusa és 2022 augusztusa között összesen 425 bázispontos – *jegybanki alapkamat-emelkedés* következett be. A svéd és a dán jegybankok az EKB-val szinkronban, de valamivel kisebb mértékben emelték az irányadó rátáikat, míg a közép-kelet európai tagállamok jegybankjai (ezen belül különösen az MNB) erőteljesebb kamatszigorításra kényszerültek. Visszatekintve elmondható, hogy az EKB késlekedve reagált az inflációs környezet változására. Némileg árnyalja a képet, hogy az infláció 2021. évi felkúszásakor a kínálati sokkok szerepe erősebb, míg a gazdaság ciklikus pozíciója kedvezőtlenebb volt az euróövezetben, mint az USA-ban vagy az Egyesült Királyságban. Az árszínvonal emelkedésének inflációs céltól való távolodása ugyanakkor gyengítette az *inflációs várakozások horgonyozottságát*, ami potenciálisan nagyobb monetáris szigorítást tett szükségessé egy korábban megkezdett beavatkozáshoz képest. Az előretekintő módon becsült *reálkamatok* az euróövezetben pozitív tartományba kerültek: a 2 és 10 éves kamatszintek 2022 végén már durván 0,5%-os reálkamatot képviseltek, míg a rövid oldali reálkamatok előreláthatólag 2023 második felétől vesznek fel pozitív értéket. Eközben a jegybanki döntéshozók mind Európában, mind az óceán túlpartján egyre inkább arra az álláspontra helyezkednek, hogy a *hosszútávú egyensúlyi reálkamat* magasabb a korábban feltételezett nulla közeli szintnél. Így az eltelt évtizedben tapasztalt alacsony kamatkörnyezet visszatérésére azt követően sem számíthatunk miután a prognózisok szerint 2024 második felétől az EKB hozzáfog az irányadó ráta nominális enyhítéséhez.

Az EU-27 átlagos *költségvetési hiánya* a pandémia előtti 0,5%-ról 2020-ban a GDP 6,7%-ára nőtt, majd 2022-ig 3,4%-ra mérséklődött. Az *Európai Bizottság* legutolsó, május közepén publikált előrejelzése szerint a költségvetési kiigazítás a tavalyinál ugyan lassabb ütemben, de tovább folytatódik és 2024-re az államháztartási deficit 2,5% körüli szintre mérséklődhet. Noha a 2022. évi egyenlegjavulást a ciklikus hatások is erőteljesen támogatták, tavaly már az EU

²² <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230821/a-vartnal-kisebbet-lepett-a-harapofogoba-kerult-kinai-jegybank-634523?print=1>

szintű *strukturális egyenleg* is javult és a következő két évben strukturális értelemben várhatóan tovább szigorodik a fiskális politika iránya enyhén negatív, illetve zérushoz közeli kibocsátási rés mellett. 2022-ben az egyenlegjavulás alapvetően a *GDP-arányos kiadások* visszafogása révén valósult meg. Egyrészt a pandémiával összefüggő támogatások fokozatos kivételését csak részben ellensúlyozták a megnövekedett energiaárak hatását tompító intézkedések költségei. Másrészt a meglepetés-infláció erodálta a kiadások reálértékét az eredetileg tervezett szinthez képest. A kiadások 2023-2024 folyamán tovább mérséklődhetnek az energiaártámogatások és a tőkefinanszírozások visszaesésének köszönhetően. Az inflációból fakadó átmeneti megtakarítások ugyanakkor már visszafordulnak a korábbi reálértékcsökkenés kompenzálása miatt.

A felgyorsult infláció segítette a 2020-ban felszökött *GDP-arányos bruttó államadósság* lefaragását is. 2022-ben 11%-os nominális gazdasági növekedés mellett az EU összesített adósságrátája több mint 4 százalékponttal 85,3%-ra csökkent, de még jócskán meghaladta a válság előtti 79,3%-os szintet. Az elkövetkező időszakban a GDP deflátor, illetve a folyóáras GDP növekedés várható visszaesésével azonban gyengül az adósságrátákat porlasztó *nevezőhatás*: így 2024 végéig az EU adósságmutatója lassuló ütemben, kevesebb mint 3 százalékponttal csökkenhet csupán.

2024-ben a *Stabilitási és Növekedési Paktum* (SNP) 2020-ban aktivált *általános mentesítő záradéka érvényét veszíti* és ezzel az uniós fiskális szabályoktól való eltérés ismét korrekciós eljárást vonhat maga után. Ebből a szempontból figyelemre méltó, hogy az Európai Bizottság prognózisa szerint 2024-ben még 10 tagállam sértheti meg a 3%-os deficitplafont. Emellett a tagállamok felében az adósságráta 60% felett marad és ezen belül 6 országban a 100%-ot is meghaladja.

A Bizottság a mentesítő záradék kivételését össze kívánja kapcsolni az SNP szabályrendszerének módosításával. Az erre vonatkozó koncepciót ismertető tavaly novemberi kommunikáció követően, a brüsszeli testület 2023 áprilisában publikálta a *gazdasági kormányzás reformjának* részletes jogszabályi javaslatát. A tervek szerint a javaslat Tanács és az Európai Parlament általi jóváhagyására még az idén sor kerülne. Ennek hiányában a Bizottság saját hatáskörben bevezethető átmeneti rendelkezésekkel kezdené meg jövőre az új fiskális szabályokra való áttérést.

A javaslat értelmében az SNP *preventív ágának* rendkívül bonyolulttá vált szabályai a jelenlegi formájukban hatályukat vesztenék. Ezzel együtt a közvetlenül nem megfigyelhető és jelentős becslési bizonytalanságoknak kitett *strukturális egyenleg*, illetve a *középtávú egyenlegcél* (MTO) értékelési kritériumként való alkalmazása megszűnne. Miközben az alapszerződésben rögzített 3%-os deficitplafon és a 60%-os adósságbenchmark fennmaradna, a *korrekciós ág* 1/20-os adósságcsökkentési követelménye szintén kikerülne a szabályozásból. Ennek gyakorlati jelentőségét az adja, hogy az 1/20-os szabály irreális kiigazítási kényszert eredményezne a magasan eladósodott tagállamokban. A jövőben kizárólag a kiadási mutató – vagyis a diszkrecionális bevételi intézkedések hatásával, az uniós támogatásokkal, valamint a munkanélküli ellátások ciklikus komponensével korrigált nettó elsődleges költségvetési kiadások változása – funkcionálna operatív szabályozási eszközként. A kiadási szabály

fókuszba állítása az egyszerűsítés mellett, a *prociklikusság elkerülését* is szolgálja, ugyanis a ciklikus pozíciótól függetlenül meghatározott kiadási pálya lehetővé teszi az automatikus stabilizátorok érvényesülését.

Az új szabályrendszer központi eleme a *középtávú költségvetési-strukturális terv*. Ezekben a dokumentumokban a tagállamoknak az EU prioritásaival összhangban álló átfogó intézkedési tervek mellett a nettó elsődleges kiadásaik olyan, legalább négy évre szóló pályáját kell bemutatniuk, amely eleget tesz a következő feltételeknek: (i) a deficit stabilan a 3%-os szint alatt marad vagy kielégítő ütemben e szint alá csökken; (ii) 60%-ot meghaladó induló adósság esetén az adósságmutató a tervezési időszak végére az induló érték alá kerül; (iii) a kiadási pályában tükröződő fiskális erőfeszítések nem esnek aránytalanul a kiigazítási periódus utolsó éveire; valamint (iv) a középtávú terv végpontjától számított 10 éves időhorizonton az adósságráta további intézkedések nélkül biztonsággal csökkenő pályára kerül, illetve 60% alatti szint esetén továbbra is a küszöbérték alatt marad.

A küszöbértéket meghaladó GDP-arányos adóssággal rendelkező tagállamok számára a Bizottság előzetesen *technikai pályát* készítene az adósságfenntarthatósági elemzések uniós módszertanára támaszkodva. A tagállamok konzultációt követően a benyújtott középtávú terveikben eltérhetnek a Bizottság által javasolt technikai pályától feltéve, hogy a fenti kritériumok teljesülnek. A középtávú tervek kiigazítási időtartama opcionálisan 7 évre növelhető, amennyiben a tagállamok olyan beruházásokra és reformokra vállalnak kötelezettséget, amelyek igazolhatóan erősítik a növekedési potenciált, illetve javítják az adósságpálya fenntarthatóságát.

Az elképzelt *új fiskális tervezési-monitorozási rendszerben* az éves stabilitási és konvergencia programokat felváltaná a középtávú tervek benyújtásának, majd az azt követő években a tagállami végrehajtási jelentések elkészítésének és értékelésének a többéves ciklusa. Ez azt is jelenti, hogy a költségvetési-strukturális tervek kiadási pályája a bizottsági, illetve a tanácsi megerősítést követően a kiigazítási horizonton *rögzített marad* és csak külön eljárás keretében nyílna mód a középtávú tervek esetleges módosítására. Az értékelés keretében a Bizottság nyilvántartást vezetne a vállalt kiadási pályától való *kumulatív eltérésről*.

A korrekciós ágon a *3%-os deficitplafon* megsértése esetén elindítható *túlzottadeficit-eljárás* szabályai alapvetően nem változnának. Így fennmaradna a 3% alatti hiány eléréséig az évente legalább a GDP 0,5%-át elérő strukturális kiigazítás követelménye is: ez az új keretekbe illeszkedően a nettó elsődleges kiadások növekedési ütemének a csökkentésére vonatkozó előírás formájában határozható meg. Az *adósságkritérium* esetében viszont az új kiadás-alapú szabályozás lépne az eddigi 1/20-os szabály helyébe. Eszerint a középtávú költségvetési-tervben vállalt *nettó kiadási pályától való eltérés* túlzottdeficit-eljárás megindítását vonná maga után, amennyiben a kumulatív eltérés magasnak ítélt adósságfenntarthatósági kockázatot eredményez. A súlyosan kedvezőtlen gazdasági események rugalmas kezelésére továbbra is megmaradnának a korrekciós eljárások alkalmazásának a felfüggesztését lehetővé tevő általános és országspecifikus *mentesítési záradékok*.

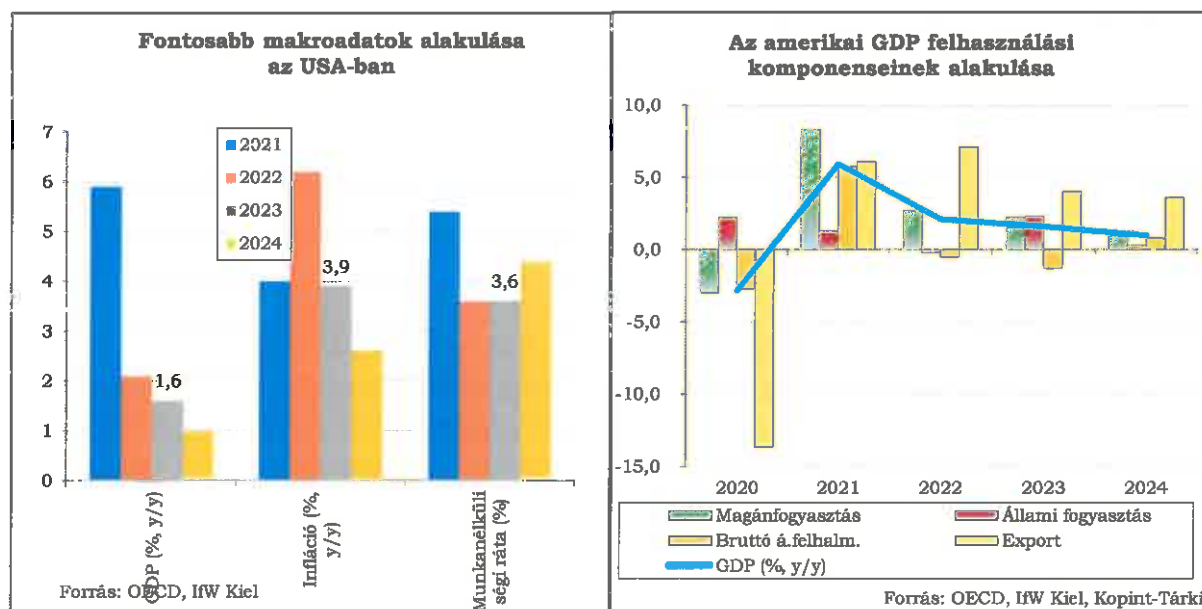
A bizottsági javaslat magában foglalja a nemzeti költségvetési keretrendszerre vonatkozó tanácsi direktíva módosítását is és ennek részeként *a nemzeti költségvetési tanácsok szerepének a megerősítését*. Ezzel a 2012-es fiskális paktum nemzeti fiskális kormányzásra vonatkozó követelményei valamennyi tagállam számára kötelező érvényűvé válnának. Ennek értelmében a tagállamoknak megfelelő erőforrásokkal ellátott, független költségvetési intézményeket kell működtetniük, amelyek önálló makrogazdasági és fiskális előrejelzéseket, adósságfenntarthatósági és költségvetési hatásvizsgálatokat készítenek, továbbá értékelik és jóváhagyják a nemzeti középtávú költségvetési terveket.

1.5. Az Európai Unió nemzetközi környezete

Idén júliusban az *amerikai* fogyasztók rövid távú inflációs várakozásai már a negyedik egymást követő hónapban csökkentek, s 2021 óta a legalacsonyabb szintre süllyedtek. Miközben a háztartások javuló optimizmust mutattak pénzügyi helyzetükkel és a munkaerőpiaccal kapcsolatban, mind a fogyasztói, mind a termelői árnyomás csökken, ami önmagában már nem tenne indokoltá újabb kamatemelést.²³ Mint tudjuk, jelenleg a FED irányadó kamatlába a júliusi döntés után 5,25-5,50%-os sávban mozog, várakozások szerint szeptemberben már nem emelkedik tovább, különösen a fogyasztói bizalom és a munkaerőpiaci adatok ilyen kedvezőek maradnak. Ugyanakkor a jegybankelnök legutóbbi kommunikációja alapján – az infláció további visszaszorítása érdekében – újabb kamatemelés nem zárható ki.

A külső környezet az export szempontjából kedvezően alakult: a Kínába irányuló export az év első hónapjaiban bővült, a nyersanyagárak csökkenése kedvezően hatott a termelési költségek alakulására.

11. ábra: Lassuló növekedés, mérséklődő infláció az USA-ban



Forrás: OECD, Kopint-Tárki adatbázis, IfW Kiel

²³ <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230814/olyan-jelzest-kapott-a-fed-amely-valtasra-kenyszeritheti-633471>

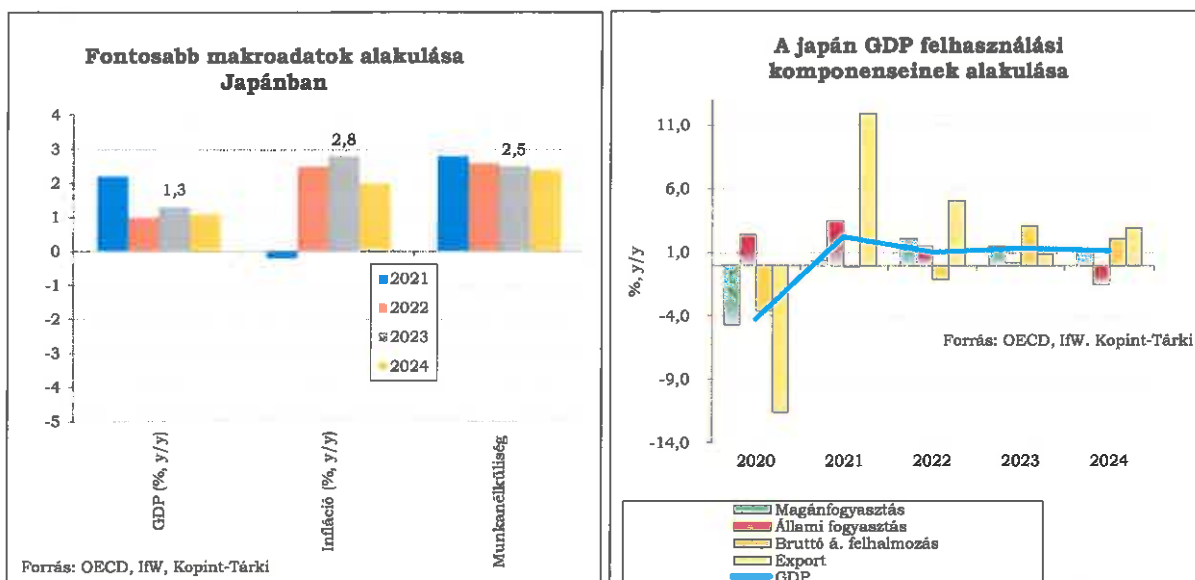
Az amerikai GDP az előrejelzések szerint 2023-ban 1,6%-kal, 2024-ben pedig 1,0%-kal nő. A magánfogyasztás és a beruházások növekedése a monetáris és pénzügyi feltételek szigorodására reagálva és a megtakarítások további növekedésével várhatóan mérséklődik. A kereslet lassulásával a foglalkoztatás várhatóan csökkenni fog, és a munkanélküliségi ráta az előrejelzések szerint fokozatosan emelkedik, 2024-ben 4,5 százalék körül várható. A munkaerőpiac feszességének enyhülésével a bérnövekedés mérséklődése várható, s az inflációs nyomás is csökken. A továbbra is emelkedő kamatok azonban lefelé mutató kockázatot jelentenek, a vártnál nagyobb defláció viszont a növekedés élénkítését hozhatja magával. *(11. ábra)*

Az amerikai gazdaság ideji kilátásaival kapcsolatban derültebb az IMF áprilishoz képest: az ideji GDP-növekedési előrejelzését 0,2százalékponttal, 1,8 százalékra javította, viszont a jövő évi 0,1 százalékponttal, 1 százalékra rontotta. Az amerikai GDP tavaly 2,1százalékkal nőtt. Mindez azonban azt is jelzi, hogy nagyok a bizonytalanságok a tekintetben, hogy hogyan is alakul az idén, illetve jövőre az amerikai konjunktúra.

Ugyanakkor a legfrissebb adatok arra engednek következtetni, hogy a jövő év mégsem lesz annyira kedvezőtlen az USA gazdasága szempontjából. A Bloomberg becslései²⁴ szerint az ideji utolsó negyedévben – évesítetten – akár 1,8%-os GDP-bővülés várható, s az infláció mérséklődésével a magánháztartások kiadásai is erőteljesebben bővíhetnek, mint ahogy az ma látszik. Mivel a munkaerőpiac továbbra is robosztus marad, s a munkanélküliség nem nő, elképzelhető azonban, hogy a FED továbbra is fenntartja a szigorúbb monetáris politikát annak érdekében, hogy az élénkítés ne gerjessze újra az inflációt. A legfrissebb (2023 augusztusi) BMI adatok viszont azt sugallják, hogy romlik a hangulat, a magánszektor stagnál, a gyártók a termelés visszaesésével küzdenek, s a szolgáltatók is a kereslet csökkenését érzélik.

²⁴ <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230818/sokkolo-erot-varnak-az-egyesult-allamoktol-634303>

12. ábra: A japán GDP várható alakulása



Forrás: OECD, Kopint-Tárki adatbázis, IfW Kiel

A japán²⁵ gazdaság az idei második negyedévben – éves alapon – 2020 utolsó negyedéve óta nem látott mértékben bővült. A GDP idei második negyedévben negyedéves évesített összehasonlításban 6%-kal bővült, ami azt jelenti, hogy a japán gazdaság a harmadik egymást követő negyedévben növekedett. Az első negyedévhez képest a növekedés 1,5%-os volt. A jelenlegi előrejelzések szerint az idén a magánfogyasztás és a bruttó állóeszközfelhalmozás lesz a növekedés két fő mozgatórugója, amiben az állami ösztönző intézkedéseknek még nagy szerepük van. Jövőre már az export is hozzájárul a növekedéshez, miközben a magánfogyasztás bővülése erőteljesen lelassul, mert bizonyos fogyasztást támogató (gyerekes családok egyszeri támogatása, elektromos áram és gáz fogyasztói árának támogatása) intézkedések kifutnak. Az idei évre 1,3%-os GDP bővülés várható, s jövőre is 1% körüli. (12. ábra) Az infláció éves átlagban 2,8%-kal viszonylag magas lesz, de jövőre újra lassulhat. A fiskális politika mozgásterére egyre szűkül, mivel a japán bruttó államadósság 2024-ben a GDP akár 247%-át is elérheti.

A fenti prognózissal kapcsolatban jelentősek a lefelé mutató kockázatok: amennyiben a külső kereslet jövőre kedvezőtlenebbül alakul a jelenleg becslétnél, úgy a növekedés jelentősen lassulhat, hiszen a belső keresletből származó impulzusok 2024-ben lényegesen gyengébbek lesznek, mint az idén. Bizonytalanságok vannak a monetáris politika vonatkozásában is: mivel az utóbbi időben egyre több jel utal arra, hogy a japán jegybank valamennyire szigorítani akar. A magas államadósság jelentősen beszűkíti a fiskális politika mozgásterét. Egy további probléma a munkaerőkínálat szűkülése és az öregedő népesség. Ugyan a legfrissebb (idén júliusi) adatok szerint valamelyest nőtt a munkanélküliség Japánban (2,5%-ról 2,7%-ra), és ugyanakkor az üres állások száma is csökkent.

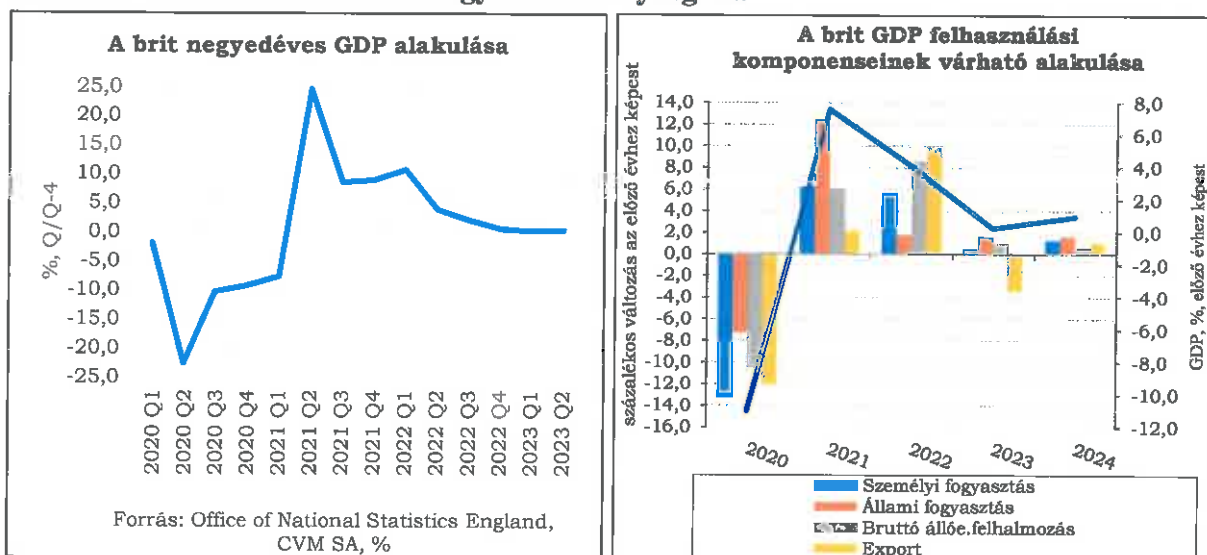
²⁵ <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230815/robog-a-japan-gazdasag-633533>

1.5.2. A brit gazdaság helyzete

Az Egyesült Királyságban az idén szerény, 0,3%-os növekedés várható, s az élénkülés jövőre sem lesz sokkal erősebb. Az állami fogyasztás és a beruházások támasztják inkább a növekedést, míg a magánfogyasztás visszafogott marad, s a vállalatok a készletezéseiket is visszafogják. A lanyha külső kereslet és a Brexit hatása következtében az export az idén akár 3-4%-kal is csökkenhet. Mivel a belföldi kereslet nyomott marad, az import is csökken, így a nettó export pozitívan járul hozzá a GDP növekedéséhez. Az infláció az idén még magas marad (7,2%), aminek következtében a monetáris szigorítás folytatódik. A maginfláció – elsősorban a szolgáltatások emelkedő ára miatt – makacsul magas marad. A bruttó államadósság továbbra is a GDP 100%-a felett mozog, s a prognózisidőszakban a fiskális politika restriktív marad.

2022 első negyede óta a brit GDP csökkenő dinamikát mutat, minden negyedévben (negyedév/negyedév alapon) valamelyest mérséklődött a növekedés üteme. 2023 első negyedében 0,2%-kal, a második negyedben 0,4%-kal nőtt a brit GDP az egy évvel korábbi szinthez képest. (13. ábra) A magánfogyasztás és a lakásépítés, más országokhoz hasonlóan, az utóbbi hónapokban itt is gyengébben teljesített. A háztartások rendelkezésére álló reáljövedelmek messze a COVID-időszak előtti szint alatt mozognak. Az üzleti hangulat vegyes képet mutat: a szolgáltatások esetében optimistábbak a vállalkozók, míg a feldolgozóipar esetében sokkal inkább borúlátóak. Az év további részében nagyok a lefelé mutató kockázatok, így – brit kutatók becslése szerint²⁶ – mintegy 50%-os a valószínűsége annak, hogy az év utolsó negyedében recesszióba csúszik a brit gazdaság.

13. ábra: Lassuló növekedés az Egyesült Királyságban



Forrás: National Office for Statistics,

<https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/timeseries/ihyr/pn2>.

OECD, Kopint-Tárki

²⁶ NIESR: Paula Bejarano Carbo, Hailey Low, Leaza McSorley, Stephen Millard and Kemar Whyte: UK Economic Outlook – Summer, 2023. <https://www.niesr.ac.uk/publications/uk-heading-towards-five-years-lost-economic-growth?type=uk-economic-outlook>

Mind a monetáris, mind a fiskális politika restriktívebb kurzust követ. Az inflációs ráta 6,8%-on áll, ami még mindig jóval meghaladja a jegybanki célértéket. Az inflációs várakozások még mindig magasak, ezeknek a lehűtése nagyon fontos ahhoz, hogy a monetáris szigorítás valóban hatékonyan tudjon működni. Ahogy már korábban említettük, legutóbbi ülésén a brit jegybank 5,25%-ra emelte az irányadó kamatlábat, s szeptemberi ülésén nem zárható ki egy újabb emelés. Becslések szerint a kamatkiigazítás 5,50%-on megáll majd, s utána újabb kamatemelésre nem lesz szükség. Mivel az államadósság a GDP 100%-a fölött mozog a fiskális politika mozgásterére is szűkebb, mint korábban volt. Szakértői várakozások szerint az év végére a fogyasztói árindex 5,2%-ra csökkenhet, míg 2024 végére már akár 3,9%-ra.

A reálbérek az idén várhatóan nem nőnek majd, és mivel a vállalkozások munkaerőigénye az alacsony kereslet következtében csökken, a munkaerőpiaci feszültségek is enyhülnek. A nominális bérek 6%-kal emelkedhetnek az idén, s jövőre is várható valamennyi bérnyomás. A munkanélküliség az idén 3,7%, jövőre 4,5% körül alakul majd. A stagnáló gazdasági környezetben a korábbi időszakban tapasztalt súlyos munkaerőhiány valamelyest enyhülni fog, legalábbis az üres állások csökkenő száma erre enged következtetni. A foglalkoztatás szerkezetének változása is azt mutatja, hogy a vállalkozások bizonytalanok: inkább csak részmunkaidős embereket vesznek fel, mert nem bíznak a közeli fellendülésben. A Brexit következtében a brit munkaerőpiac az utóbbi időben nagyon feszes volt, mert a külföldiek munkavállalása nehezebbé vált. A jelenlegi dekonjunktúra ezt a problémát átmenetileg enyhítette, azonban egy újabb élénkülés újra a felszínre hozhatja.

Noha a brit gazdaság alkalmazkodott a Brexit jelentette megváltozott környezethez, a vállalkozások mindig új kihívásokkal kell, hogy szembenézzenek. Ilyen például, hogy a tervek szerint idén októberben az EU-ból származó friss agrártermékekre új importkontrollt vetnének ki, ezt az intézkedést azonban újra elhalasztották²⁷. A brit agrártermelők már korábban nehezményezték, hogy az ő termékeikre az EU-piacra lépéskor mindenféle kontrollt vetnek ki, ami a szállítások elhúzódsához, s a költségeik emelkedéséhez vezet, miközben az uniós termékek eddig szabadon bejöhetnek a brit piacra. Az új intézkedés azonban felhajthatja az árakat, különösen, ha a lassúbb piacra lépés bizonyos termékekben hiányt idézhet elő, ezért az intézkedés bevezetését átcsúsztatták 2024-re.

Idén júniusban sor került az EU Bizottság és a brit kormány között a pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó kooperáció formáit érintő megállapodásra²⁸. A megállapodás keretében olyan közös kihívások kezelésének szabályozásáról lenne szó, mint a pénzügyi kriminalitás visszaszorítása, a digitalizálás ösztönzése a bankszektorban stb. Egyelőre egy közös, kétoldalú fórum kialakításáról van szó, amely évente kétszer tárgyalna, s kialakítaná azokat közös jogi kereteket, amely a két entitás közötti pénzügyi szolgáltatások működését szabályozná. Mindez azért is fontos, mert London pénzügyi pozíciója, amióta az Egyesült Királyság kilépett az Unióból, gyengülni látszik. Párizs, Frankfurt, Brüsszel és Dublin egyaránt szeretne részesülni ebből a

²⁷ <https://www.bbc.com/news/business-66394235>

²⁸ <https://www.euronews.com/my-europe/2023/06/27/brussels-and-london-strike-deal-to-boost-financial-services-cooperation>

piacból, s a korábbinál nagyobb szerepre szert tenni. London szerepének gyengülését jelzi, hogy a Brexit óta 7000 állás szűnt meg a bankszektorban²⁹

1.5.3. Kína világgazdasági szerepe, gazdasági átalakulásának globális következményei

Annak ellenére, hogy egyre-másra jelennek meg vészjósló elemzések, cikkek a kínai gazdaság különféle válságjelenségeiről, ez inkább azt jelenti, hogy a korábbi évtizedekben megszokott kétszámjegyű, vagy ahhoz közeli gazdasági növekedése már a múlté, és Kína új fejlődési pályára lépett. A világgazdaság elemzésével foglalkozó nemzetközi szervezetek 2023-ra 5,4-5,2, 2024-re 5,1-4,5 százalékos kínai GDP növekedéssel számolnak³⁰, ami jószerevével megfelel a kínai vezetés 5% körüli hivatalos elvárásának is. (3. táblázat)

3. táblázat: A kínai gazdaság fontosabb mutatóinak alakulása

	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*
A GDP növekedése (az előző év %-ában)	6,0	2,2	8,1	3,0	5,4	5,1
Infláció (a fogyasztói árindex az előző évhez képest, %)	2,9	2,5	0,8	1,9	2,1	2,0
Áru és szolgáltatás export alakulása (az előző évhez képest, %)	1,3	3,06	15,7	-4,0	0,2	5,8
Áru és szolgáltatás import alakulása (az előző évhez képest, %)	0,4	-0,3	7,6	-6,7	3,9	5,3

*= előrejelzés

Forrás: OECD Economic Outlook Database

Kétségtelen, hogy nem problémamentes a kínai gazdaság helyzete. A gondok egyik csoportja ahhoz kapcsolódik, hogy még mindig nem látható pontosan, hogy az ingatlanpiaci helyzet miként fog rendeződni. Már évek óta nyilvánvaló, hogy egy olyan túlkínálat, finanszírozási problémahalmaz alakult ki, ami állami mentőöv nélkül nem csendesíthető le. Ráadásul a karantén megszüntetése utánra várt keresletélénkülés nem következett be az ingatlanok, valamint a tartós fogyasztási cikkek piacán sem. Mind a magánemberek, mind a vállalkozások továbbra is csak igen óvatosan költekeznek.

A fiatalok, különösen a frissen végzett diplomások körében tapasztalható munkanélküliség is akut problémává vált. E korosztályra jellemző, a 20 százalékot is meghaladó munkanélküliségi ráta legfőbb oka, hogy azok a cégek, így az ingatlanfejlesztéshez, -értékesítéshez kötődő vállalkozások, a pénzügyi szféra intézményei, amelyek korábban a friss tudással rendelkező, dinamikus fiatal munkaerő fő felvevőpiacai voltak mostanság nem igényelnek új munkatársakat. Ráadásul a fiatal diplomások a nagyvárosokban akarnak elhelyezkedni, vidékre már nem óhajtanak menni, még azok sem, akik onnan származnak, noha ott lenne munkaalkalom.³¹

²⁹ <https://www.euronews.com/2023/08/23/city-flitters-7000-jobs-leave-londons-square-mile-after-brexite>

³⁰ <https://www.oecd.org/economic-outlook/june-2023/>,
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/07/10/world-economic-outlook-update-july-2023>

³¹ <https://kci.hu/kilatas-2023-11-mi-tortenik-a-kinai-gazdasagban-problemak-es-megoldasi-kiserletek/>

Az első féléves statisztikai adatok ismeretében a kormány egy 31 pontból álló akcióttervet hirdetett meg a magánszektor „nagyobb, jobbá és erősebbé” tétele érdekében.³² Ennek egyik igen lényeges eleme, hogy a magánszektor engedélyt kapott a kormányzati programok igénybevételére és a bankoknak is finanszírozniuk kell a magáncégeket. Ennek különösen a start-up-ok ambicionálása terén lehetnek igen kedvező hatásai.

Abban, hogy a külső szemlélők által vártnál kisebb gondot jelentenek az utóbbi évek megrázkódtatásai, leginkább az játszik szerepet, hogy Kína már 2015-ben stratégiát váltott, s beindította a „*Made in China 2025*” programot³³, amelynek célja, hogy csökkentse Kína külföldi technológiától való függőségét, és elősegítse a kínai cégek globális terjeszkedését, termékpalalettájukon az alacsony árfekvésű termékek lecserélését, továbbá az ipar 4.0 eszköztárának széleskörű alkalmazását.

A program a következő ágazatokra terjed ki:

- új generációs információs technológia,
- fejlett numerikus vezérlésű szerszámgépek és robotika,
- repülőgép-technológia, beleértve a repülőgépmotorokat és a légi járműveket is,
- biogyógyszeripari termékek,
- nagy teljesítményű orvosi berendezések,
- elektromos berendezések,
- mezőgazdasági gépek,
- vasúti berendezések,
- energiatakarékos és új energiával működő járművek,
- óceán technika.

Nagyon fontos stratégiai lépés volt, hogy mindezen ágazatok esetében az ipar 4.0 eszköztára bevetéséhez szükséges infrastruktúra fejlesztésére is már idejekorán nagy hangsúlyt fektettek. A 4, majd 5G hálózati infrastruktúra kiépítése, óriási adatmennyiség tárolására, felhasználására képes adatközpontok, felhők létesítése, üzemeltetése, folyamatos bővítése prioritást élvezett.

A 2020-as évtized „*Duális körforgás*” elnevezésű stratégiája értelmében a felsorolt ágazatok termelése első körben a hazai igények kielégítését, a kínai gazdaság modernizálását, átalakítását szolgálja. Ez persze nem zárja ki azt, hogy termékeik egyre nagyobb hányada az ország exportja áruszerkezetének megváltoztatását, a kivitelben a hagyományos tömegtermékek fokozatos csökkentését is elősegítse.

2022-ben a kínai GDP 17,8 %-át az ún. „*Három új gazdaság*” állította elő. Ez az elnevezés a digitalizáció fejlődése folyamánként létrejött új iparágak (mint pl. az elektromos autók gyártása), a régiek új üzleti technikákkal való feljavítása (pl. személyre szabott szolgáltatások) és új üzleti modellek (pl. egy ablakos ügyintézés) összességét jelenti³⁴

³² <https://www.scmp.com/economy/china-economy/article/3228308/can-chinas-new-action-plan-lift-economy-out-deep-rooted-malaise-bring-market-peace-mind?module=inline&pgtype=article>

³³ <https://nhglobalpartners.com/made-in-china-2025/>

³⁴ http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202308/t20230803_1941761.html

2023 első félévében tapasztalt gyenge exporteredmények ellenére a „hármak” impozáns eredményeket értek el. Az előző év azonos időszakához képest az új energiameghajtású járművek termelése 45,1, exportja 172,4%-kal nőtt. A lítium-ionos akkumulátorok kivitele 78,5, a napelemeké 23,6 százalékkal bővült.³⁵

Nemcsak Kína, hanem az egész világgazdaság számára fenyegető, hogy feléledni látszik a kereskedelmi *hidegháború* réme. Az utóbbi hónapokban az USA egyre határozottabban törekszik arra, hogy megakadályozza Kínát abban, hogy félvezetőket, és az azok gyártásához szükséges berendezéseket szerezzen be, ami egyben azzal is járhat, hogy ezáltal kiszorul az újgenerációs termékek gyártóinak és exportőreinek sorából.

Az USA ebben a törekvésében nincs egyedül. A múlt hónapban Japán is exportellenőrzést vezetett be 23 olyan termékre, amelyek a fejlett félvezetők gyártásához szükségesek, ami újabb súlyos csapást jelentett Kína technológiai ambíciói szempontjából. Ezeknek a termékeknek az exportja mostantól kormányzati jóváhagyást igényel, ami azt jelenti, hogy a japán exportőrök valószínűleg inkább alternatív vevőket keresnek majd.

Kihhasználva a kínálkozó lehetőséget, India júniusban az USA-val és Japánnal is egyezményt kötött egy-egy, jórészt általuk finanszírozandó félvezető gyár létesítésére.

E fejleményekre válaszul Kína júliusban korlátozásokat vezetett be a gallium és a germánium – a félvezetők gyártásához szükséges ritka fémek – kivitelére, azzal az indokkal, hogy ez "a biztonság és a nemzeti érdekek megőrzését" szolgálja. Egyébként Kína adja e fémek világtermelésének mintegy 80 százalékát.

Az USA kereskedelmi korlátozásai ellenére, legalábbis hivatalos amerikai kormányzati adatok szerint³⁶, bővült az oda irányuló kínai export értéke, csakúgy, mint a külföldi működőtőke beruházások (FDI) csökkenő világtendenciája³⁷ ellenére élénkült az élenjáró technológiában érdekelt amerikai multik érdeklődése a Kína felé irányuló terjeszkedés iránt.

Figyelemre méltó jelenség, hogy a Világbank által nyilvántartott adatok szerint 2022-ben *Kína bruttó nemzeti jövedelmének (GNI) értéke meghaladta a bruttó hazai termékét (GDP)*, vagyis ebben az évben az országban a hazaiak és a külföldiek által előállított termékek és szolgáltatások értéke kisebb volt, mint a kínai termelők és szolgáltatók által otthon és külföldön megtermelt javak és nyújtott szolgáltatások értéke. Az előbbi 17 963 milliárd, az utóbbi 18 151 milliárd USD-t tett ki.³⁸

Úgy tűnik, a kínai vezetés elérkezettnek látja az időt arra, hogy *nagyobb sebességgel kapcsolja régóta dédelgetett világhatalmi törekvései megvalósítását*, az afro-eurázsiai szuperkontinens behálózását³⁹. Annak ellenére, hogy Kína az orosz-ukrán háború révén számottevő gazdasági

³⁵ <https://www.chinausfocus.com/finance-economy/chinas-economy-a-steady-rebound>

³⁶ <https://www.census.gov/foreign-trade/balance/c5700.html>

³⁷ <https://unctad.org/publication/global-investment-trends-monitor-no-44>

³⁸ <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GNP.ATLS.CD?locations=CN>

³⁹ <https://index.hu/belfold/2023/04/04/kibeszelo-kina-vilagrend-oroszorszag-usa-kulpolitika-tajvan/>

előnyökre tett szert, ma már úgy ítéli meg, hogy a mielőbb – lehetőleg kínai közreműködéssel – megteremtendő béke és az azt követő újjáépítés még több hasznot hozna az országnak. Annál is inkább, mert Ukrajna az immár tíz éve tartó „Egy övezet, egy út” Kezdeményezés (Belt and Road Initiative – BRI) egyik kulcsfontosságú országa, amely nélkül nehezen valósulhatna meg a Kínát Európával összekötő nagykapacitású vasútvonal kiépítése.

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

A többi BRICS országhoz, Indiához, Brazíliához és a Dél-Afrikai Köztársasághoz hasonlóan Kína nem ítélte el Oroszország Ukrajnával szembeni agresszióját, nem csatlakozott az emiatt kirótt szankciókhoz. Következésképpen Oroszország számára egyre fontosabb partnerré válik mind az áruk és szolgáltatások kereskedelme, mind a működőtőke áramlás terén. A kínai vállalkozók rugalmasan alkalmazkodva a kínálkozó lehetőségekhez, már most igyekeznek betölteni azt az űrt, amit a kivonult európai és amerikai cégek hagytak az orosz piacon, és jelenlétük a jövőben tovább fog erősödni. Magasabb sebességre kapcsolnak a már korábban megkezdett szállítási és hírközlési infrastruktúra fejlesztését célzó beruházások megvalósítása terén, különösen az Oroszországból Ázsia irányába vezető alternatív szállítási útvonalak, távvezetékek létesítését illetően.

Ezen túlmenően *Kína egyre aktívabban veszi ki a részét a háború következtében élelmiszer- és energiahordozó ellátottságukat biztosítani képtelen fejlődő országok támogatásából.* Célzott segélyek folyósítása mellett, többek között az „Egy övezet, egy út” kezdeményezés (Belt and Road Initiative – BRI) keretében felgyorsítják a járvány miatt visszafogottabbá vált infrastruktúrafejlesztést célzó beruházások támogatását Eurázsia és Afrika országaiban.

Kína a nemzetközi pénzügyek területén is az USA, pontosabban az amerikai dollár hegemoniájának megtörésére törekszik. Az IMF adatai szerint a világ USA-dollárban denominált deviza-tartalékainak aránya 2022-ben 59,8% volt, ami az 1999-es 72%-hoz képest számottevő csökkenést jelent. Egyre több ország áll át a zöldhasúról más valutákra a tartalékok, a külkereskedelem és a banki szolgáltatások tekintetében egyaránt.

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

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

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

Kína *külföldi beruházóként* is egyre aktívabb. Számos ázsiai országban a BRI égisze alatt megvalósult, illetve folyamatban lévő infrastruktúrafejlesztést célzó beruházása mellett szépen lassan beszivárogtak a cégei több afrikai és latin-amerikai országba is. Afrikában a nagyobb beruházásokat, így például a kenyai és etiópai vasútépítési projekteket, valamint a Dzsibuti és Nigéria kikötőinek fejlesztését szintén a BRI ernyője alatt hajtották végre, aztán az Afrikában kialakított jó államközi kapcsolatok révén sikerült az elektromos autókhoz és a napelemekhez elengedhetetlenül szükséges nyersanyagok kitermelésébe is beszállniuk. Zimbabwében és Namíbiában lítium, a Kongói Köztársaságban és Zambiában kobalt kitermelésére szereztek hosszúlejáratú koncessziókat.⁴⁰ Most pedig azt sikerült elérniük, hogy két afrikai ország, Egyiptom és Etiópia is felvételt nyerjen a BRICS csoportba.

Kínai állami és magáncégek számos befektetést hajtottak végre Latin-Amerikában⁴¹ is. Ezek jelentős része energiával kapcsolatos (az előállításától az elosztáson át a megújulókkal kapcsolatos technológiáig), és szintén nagy szerepe van az ásványkincseknek (a hagyományos termékek mellett a lítium érdemel figyelmet: az Argentína–Bolívia–Chile „lítiumháromszögben” található az akkumulátorokhoz nélkülözhetetlen fém ismert globális készleteinek fele). Ezek mellett az élet minden területén találkozunk kínai tőkével. A kínai építőipari cégek – amelyek otthon túlkapacitásokkal küzdenek – aktívak a latin-amerikai infrastruktúrafejlesztési projekteken, rendszerint állami tendereken indulnak és nyernek, sokszor amerikai és egyéb nyugati riválisokat maguk mögé utasítva. Ezek jellemzően látványos, jól kommunikálható, stratégiai jelentőségű projektek, amelyek tovább növelik Kína elfogadottságát és a kínai technológiába vetett bizalmat (legyen szó a bogotái metróról, Latin-Amerika legnagyobb naperóművéről a patagóniai sivatagban vagy a chilei 5G-hálózatokról).

⁴⁰ <https://www.scmp.com/news/china/diplomacy/article/3230790/china-winning-lions-share-construction-projects-africa-study-finds>

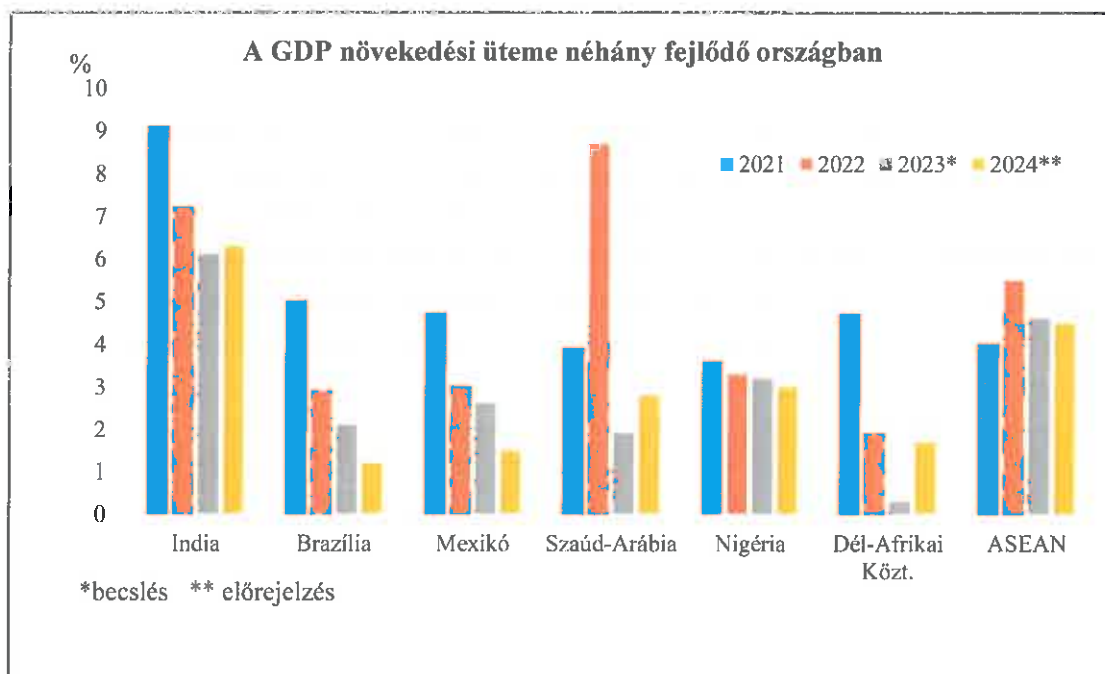
⁴¹ https://kki.hu/wp-content/uploads/2023/08/KE_2023_34_CN_LA_Kina_LatinAmerika_kapcsolatai_SG.pdf

1.5.4. Fejlődő országok – India érdekei az orosz-ukrán konfliktusban

Az ENSZ szakosított ügynökségei képviselőiből alakított szakértői munkacsoport már a COVID-19 járvány kellős közepén olyan folyamatok beindulására hívta fel a világ figyelmét, amelyek következtében a világgazdaság fejlődése szempontjából elveszett évtized elé kell néznünk. Legfrissebb jelentésükből⁴² kiderül, hogy sajnos igazuk lesz, hiszen az ukrajnai háború, az élelmiszer- és energiaárak hirtelen emelkedése és a gyorsan szigorodó pénzügyi feltételek számos ország számára tovább súlyosbították a kihívásokat, növelve az éhezést és a szegénységet, visszafordítva a fenntartható fejlődési célok (Sustainable Development Goals - SDG) terén elért haladást. Különösen borúsak a növekvő adósságszolgálati terhekkel, egyre szűkülő költségvetési korlátokkal szembesülni kénytelen legkevésbé fejlett országok (LDC) és a fejlődő kis szigetországok kilátásai.

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

14. ábra: A GDP alakulása a fejlődő országokban



Forrás: IMF World Economic Outlook, July 2023

⁴² United Nations, Inter-agency Task Force on Financing for Development, Financing for Sustainable Development Report 2023: Financing Sustainable Transformations.-
https://desapublications.un.org/sites/default/files/publications/2023-04/FSDR_2023_Overview.pdf

India nagy szerencséje, hogy oda jellemzően nem a feldolgozóipar élők munkai-igényes ágazataikat helyezték ki a multik, hanem a digitalizáció fejlődése által lehetővé váló ún. platform munka segítségével megvalósítható szolgáltatásokat. Olyanokat, mint például a call centerek, amelyek működtetéséhez angolul kulturáltan kommunikáló, jól képzett, empatikus és türelmes, a monotonitást jól tűró munkaerőre van szükség. Mivel az ilyen típusú szolgáltatásokra a Covid-19 járvány idején, majd azt követően is nagy szükség volt, India gazdaságára kevésbé hatott negatív irányban ez a válság.

A gazdasági prognóziskészítéssel – is – foglalkozó mértékadó intézmények egyöntetű véleménye szerint a számottevő gazdasági potenciállal rendelkező országok közül *2023-ban és 2024-ben egyaránt India gazdasági növekedése lesz a leggyorsabb*. Idénre 6, jövőre 7 százalékos körüli GDP bővülésre számíthatnak.

Az OECD szakértői 2023 júniusában közzétett jelentésükben⁴³ arra figyelmeztetnek, hogy a lenyűgöző növekedés és fejlődés ellenére továbbra is súlyos kihívások állnak a világ legnépesebb országa előtt. Ezek közül kiemelkedik egy sajátosan indiai társadalmi probléma, a hivatalosan ugyan már évtizedekkel ezelőtt megszüntetett, de mind a mai napig fennálló kasztrendszer. A lakosság kb. egynegyedét kitevő „érinthetetlenek” sorsa annyira kilátástalan, mintha nem is abban az országban élnének, amely gazdasági fejlődése, műszaki, tudományos eredményei, katonai potenciálja alapján mielőbb a világ egyik vezető hatalmává kíván válni. Tavaly, India brit uralomtól való függetlenné válása 75. évfordulóján, a miniszterelnök arra szólította fel a nemzetet, hogy „uralja a világot”, ami elsősorban Kína lekörözését jelentené.

Ez, reálisan nézve a folyamatokat, meglehetősen lehetetlen küldetésnek tekinthető. Az évtizedekig tartó stagnálás után India bruttó hazai terméke 2014 óta évente átlagosan 6 százalékkal nőtt, és tavaly 9,1 százalékos rekordot ért el, ami lenyűgöző a Covid-19 járvány és a világ számos részén tapasztalható recesszió okozta megrázkódtatások fényében. Azonban számos strukturális reformra lenne szükség ahhoz, hogy India megszabaduljon gazdasági múltjának béklyóitól. Így többek között a kasztrendszer szorításától, a végletekig eltúlzott bürokráciától, az átláthatatlan adószabályoktól, a helyi kiskirályok, üzleti mágnások üzelmektől és a világ legmagasabb importvám tarifáitól. Jó munkahelyek teremtése a legígéretesebb út a szegénység, a munkanélküliség csökkentésére, amely különösen magas a női lakosság körében. Az oktatásba és a szakképzésbe történő beruházások növelése és a munkaügyi jogszabályok korszerűsítése segíthetne a cél elérésében.

Sokévnnyi igen dinamikus gazdasági növekedésre lesz szükség ahhoz, hogy India gazdasági jelentőségét tekintve felzárkózzék Kínához. 2000-ben India a világ feldolgozóipari termelésének 1 százalékát állította elő szemben Kína 7 százalékaival. 2022-re India részesedése 3 százalékosra nőtt, míg Kínáé 31 százalékos lett. 2000-ben India a világ exportjának 1, Kína pedig 2 százalékát adta, 2022-ben Kína 15 százalékkal részesedett a világ exportjából, szemben India 2 százalékos súlyával.

⁴³ OECD Economic Outlook - <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/ce188438-en/1/3/3/23/index.html?itemId=/content/publication/ce188438-en&csp=f8e326092da6d6bbef8fbfa1b8ad3d52&itemIGO=oecd&itemContentType=book>

Az orosz-ukrán konfliktust illetően India a semlegességet választva igyekszik mindkét féllel fenntartani, sőt minél erőteljesebben tovább fejleszteni korábban kialakított gyümölcsöző gazdasági kapcsolatait. Oroszország energiahordozókból hatalmas készletekkel rendelkezik, míg India az egyik legnagyobb energiafogyasztó a világon. A korábbi együttműködés során szerzett tapasztalataik arra ösztönözték az indiai állami vállalatokat, hogy a háború következtében Oroszországból kivonuló olajipari világcégek leányvállalatai részvényeinek jelentős hányadát felvásárolják. Hasonlóképpen jártak el számos gyógyszeripari cég esetében is.

Mivel Kína „Egy övezet, egy út” kezdeményezése Indiára nem terjed ki, infrastruktúra fejlesztési projektjeiben erőteljesen támaszkodik az orosz technológiára és berendezésekre. Saját fejlesztési projektjei mellett külön prioritást élvez az Oroszországot, Iránt és Indiát összekötő nemzetközi észak-déli közlekedési folyosó (International North-South Transport Corridor – INSTC) Mumbai és Moszkva közötti szakaszának fejlesztése és zavartalan működtetése. Ez a vasúti, közúti és tengeri szállítási útvonalat biztosító folyosó Oroszország számára lehetőséget teremt exportcikkeinek a világpiacra a hagyományos útvonalak mellőzésével történő eljuttatására.

India és Oroszország közötti kereskedelmi forgalom értéke a 2022 április és 2023 március között 45 milliárd USD-t tett ki, míg egy évvel korábban 13,6 és még egy évvel előtte 9,3 milliárd USD volt.⁴⁴

Megfigyelők India semleges pozíciója felmondásaként értékelik, hogy a G20 szeptemberben Delhiben tartandó csúcstalálkozására nem hívták meg Ukrajnát.⁴⁵ Ezt azzal indokolták a szervezők, hogy a csúcson nem újabb szankciók bevezetésével kell foglalkozniuk a résztvevő országok képviselőinek, hanem az egyre válságosabb helyzetben lévő fejlődő országok mielőbbi megsegítését célzó intézkedések megalapozására kell törekedniük. A G20 tagállam Oroszország és a vendégként meghívható Ukrajna delegációinak együttes jelenléte vélhetően nem ebbe az irányba terelné a tárgyalásokat. A döntésben minden bizonnyal közrejátszott az is, hogy Narendra Modi indiai miniszterelnök fegyverletételt szorgalmazó közvetítő szerepét hatékonyabbnak véli abban az esetben, ha nem multilaterális környezetben, ráadásul az ezen a területen is konkurens Kína képviselőinek jelenlétében sikerülne meggyőznie a feleket a béke fontosságáról.

4. táblázat: Néhány adat a BRIX országok világgazdasági súlyának érzékeltetésére (Százalékos részesedés, világ = 100%)

	GDP	Lakosság	Kőolaj kitermelés	Export
Brazília	2,0	2,7	3,3	1,3
Oroszország	2,0	1,8	11,9	2,1
India	3,6	17,8	0,8	1,8
Kína	18,4	17,7	4,4	14,7
Dél-Afrikai Közt.	1,0	0,8	0,0	0,5
BRIX összesen 2023-ban	27,0	40,8	20,4	20,1
Szaúd-Arábia	1,0	0,5	12,9	1,6
Irán	0,4	1,1	4,1	0,3

⁴⁴ <https://www.russia-briefing.com/news/india-and-russia-the-2023-trade-and-investment-dynamics.html/>

⁴⁵ <https://infostart.hu/kulfold/2023/08/16/g20-india-latvanyosan-az-oroszok-fele-fordult>

Etiópia	0,1	1,6	0,0	0,02
Egyiptom	0,4	1,4	0,7	0,2
Argentína	0,6	0,6	0,8	0,4
EAE	0,5	0,1	4,3	2,4
BRIX összesen 2024-ben	30,0	46,1	43,2	25,02

Forrás: <https://www.visualcapitalist.com>

Az utóbbi időben a világgazdasági hírek, elemzések egyre többet foglalkoznak egy országocsoporttal, a **BRICS**-el. Ez a tagállamai angol nevének kezdőbetűiből alkotott betűszó Brazília, Oroszország, India, Kína és a Dél-Afrikai Köztársaság együttműködési szervezetét jelöli. (Lásd **4. táblázat**) Az öt ország 2010-ben létrejött gazdasági társulását eredetileg az egymás országaiba való befektetések elősegítése céljából hozták létre, majd fokozatosan a „Globális Dél”, vagyis a fejlődő országok szószólóinak, támogatóinak szerepét vállalják magukra. Szervezetüket a G7 csoport geopolitikai riválisának tartják. 2014-ben, a Világbank ellensúlyozására megalapították az Új Fejlesztési Bankot (New Development Bank – NDB)⁴⁶, amely kezdetben csak a tagállamokban, majd egyre nagyobb lendülettel a harmadik világ más, az IMF/Világbank csoport által kevésbé preferált országaiban is finanszíroz a fenntartható fejlődést elősegítő beruházásokat.⁴⁷ Az alapításkor a tagországok 10-10 milliárd dollárral járultak hozzá a bank alaptőkéjéhez, majd az így összejött 50 milliárd dollárt később 100 milliárd dollárra emelték.

A szervezet egyik fontos célkitűzése a világgazdasági folyamatok, első körben a tagállamok közötti kereskedelem, de-dollarizálása, vagyis az USA dollár szerepének mérséklése, a kétoldalú kereskedelem egy részének nemzeti valutákban történő elszámolása. Távlati célként felmerült egy, az euróhoz hasonló közös „globális déli” valuta bevezetésének gondolata is.⁴⁸ A BRICS 2022. évi csúcstalálkozóján a tagállamok úgy döntöttek, hogy lehetővé teszik más, a célkitűzéseiket elfogadó fejlődő országok felvételét, és a 2023. augusztusi johannesburgi csúcstalálkozón bejelentették, hogy a szervezet 2024 januárjától hat új taggal bővül. (Argentína, az Egyesült Arab Emírségek, Egyiptom, Etiópia, Irán és Szaúd-Arábia)

⁴⁶ <https://www.ndb.int/>

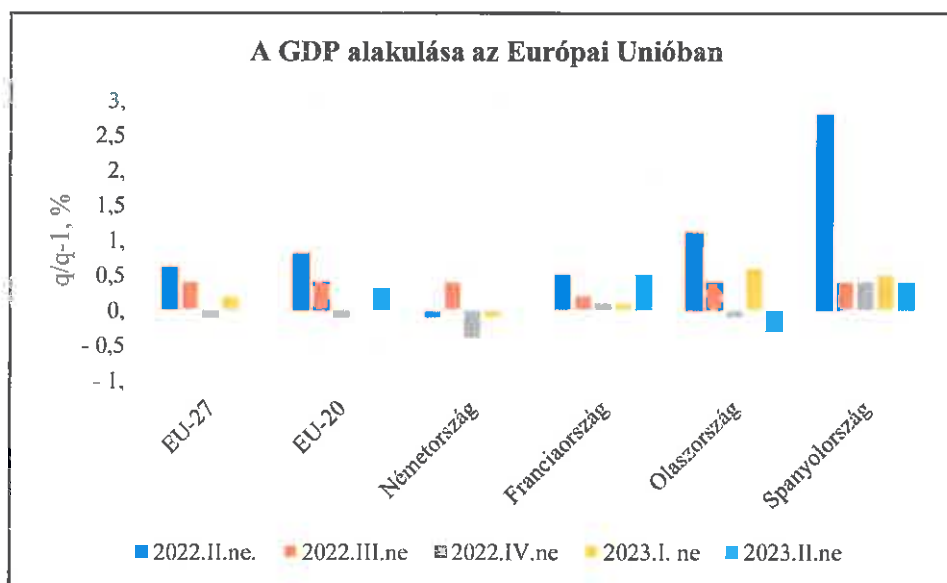
⁴⁷ <https://www.ndb.int/about-ndb/focus-areas/>

⁴⁸ https://www.scmp.com/economy/china-economy/article/3231585/china-led-de-dollarisation-gains-traction-among-emerging-economies-ahead-brics-summit?module=hard_link&pgtype=article

2. Az Európai Unió gazdasága

Az Európai Unió gazdasági kilátásait az idén is elsősorban a még mindig magas infláció és az orosz-ukrán konfliktus eszkalálódása és annak következményei befolyásolják. Mind az euróövezet, mind az euróövezeten kívüli tagországok esetében lassúbb lesz az idei és a jövő évi növekedés a korábban vártnál. Ezt megerősíti az ESI index trendje is (17. ábra), amely 2023 márciusa óta csökken, illetve a negyedéves GDP adatok alakulása (15. ábra) is. A negyedév/negyedév alapú⁴⁹ GDP adatok 2022 második negyedéve óta folyamatosan mérséklődnek. Az előző év azonos időszakával összevetve az EU-27 GDP-je az első negyedévi 1,2% után a második negyedben csak 0%-os növekedést mutatott. Az idei évre az EU-27 országai átlagában 0,7%-os GDP bővülést várunk, ami jövőre 1,9%-ra gyorsulhat. Hasonló trend figyelhető meg az euróövezet országaiban is: a második negyedévben 0,1%-kal bővült a GDP, s az idei évre 0,6%-os, jövőre 1,7%-os GDP bővülés várható. Az infláció mind az EU-27, mind az EU-20 esetében az idén még 5-7% között alakul, tehát magas marad, országonként nagy különbségekkel, míg jövőre – részben a bázishatás következtében – csökkenhet, de továbbra is a jegybanki célértékek fölött marad. A növekedés lassulása egyelőre érdemi változást nem okoz a munkaerőpiacon, a munkanélküliség 6% körül mozog majd, a munkaerőpiaci feszültségek, amit a munkaerőhiány okozott a konjunkturális fellendülés időszakában egyes ágazatokban továbbra is jellemző marad.

15. ábra: Lassúbb növekedés az idén az Európai Unióban



Forrás: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/TEINA011/default/table?lang=en>

Mind az az euróövezet, mind az EU-27 esetében gondot okoz, hogy az unió legnagyobb országa, Németország a recesszió szélén táncol. A német gazdaságot jobban megviselték az orosz-ukrán háború és az oroszokra kivetett szankciók következményei, mint ahogyan azt korábban feltételezték. Az energiaválság, a magas infláció a felhasznált energia szerkezetének

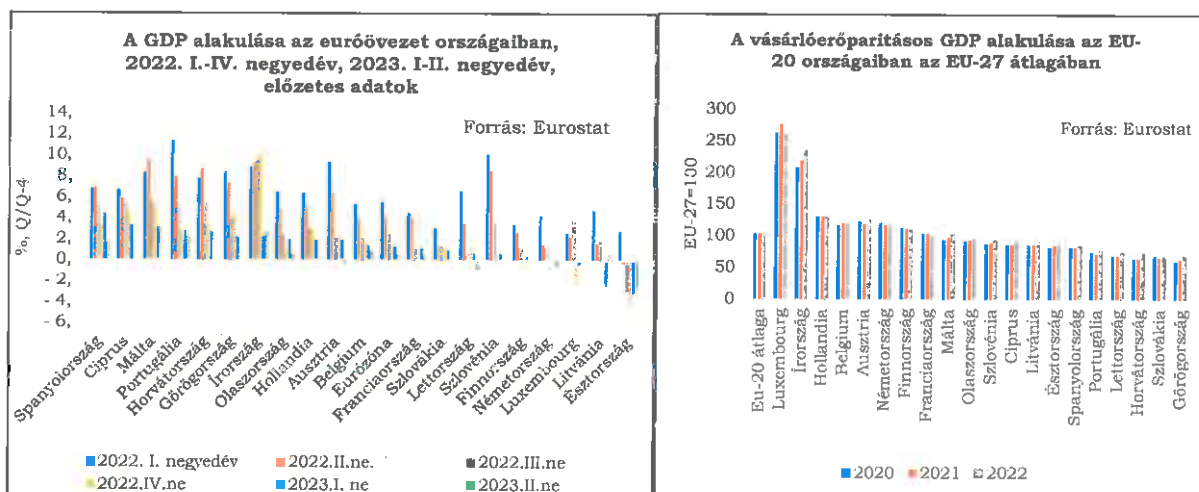
⁴⁹ Szezonálisan és naptárhatás szerint kiigazított adatok.

átalakítása nagyobb költségeket és versenyképességbeli veszteségeket okoztak, mint amire a szakemberek és a politikusok korábban számítottak.

2.3. Növekedési tendenciák az eurózónában, különös tekintettel Németországra és Franciaországra

Ahogy a negyedéves GDP-adatok alakulása jelzi, az euróövezet egyes országainak teljesítménye jelentősen különbözik egymástól. Az egy évvel korábbi sinthez képest az idei első negyedévben az EU-20 GDP-je 1,4%-kal nőtt, a második negyedben 0,1%-kal, s az év további részében inkább újabb lassulás várható. Az idei első negyedévben (16. ábra) Spanyolország, Ciprus és Málta produkálták a legnagyobb növekedést, Németország, Luxemburg, Litvánia és Észtország a legalacsonyabbat. A második negyedévben már Németország, Ausztria és Lettország is negatív növekedési pályára csúszott. Az egy főre jutó vásárlóerőparitások GDP adatok arra utalnak (16. ábra), hogy a COVID-19 okozta veszteségeket 2021-ben sikerült nagyrészt ledolgozni, de 2022-ben az energiaválság és az orosz-ukrán konfliktus következményei az országok egy részében ismét negatív következményekkel jártak.

16. ábra: Növekedési különbségek az euróövezetben

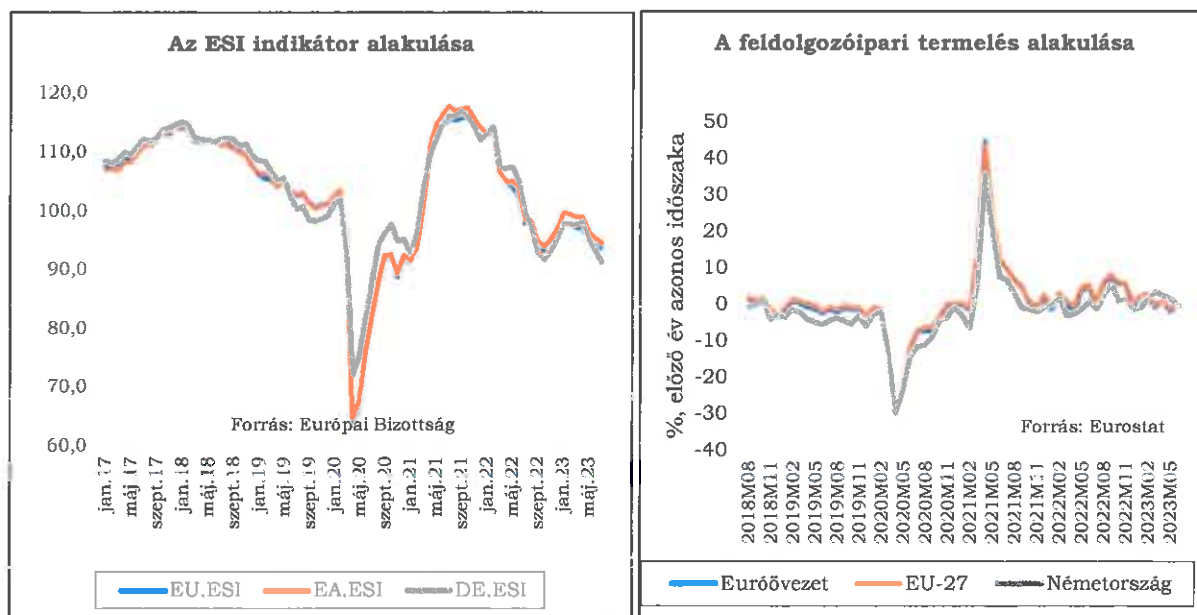


Forrás: Eurostat, GDP NSA, <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/TEINA011/default/table?lang=en>

A *hangulatindikátorok* lefelé mutató trendje is megerősíti a növekedés lassulását feltételező várakozásokat. (17. ábra: Romló hangulatindikátorok, stagnáló ipari termelés az Európai Unióban). Idén január óta az ESI hangulatindex csökkenő trendet mutat mind az EU-27-ben, mind az euróövezetben, s a legfrissebb augusztusi flash indikátorok is további hangulatrosszabbodást mutatnak. A feldolgozóipar alakulását mutató indikátorok az ágazat gyengélkedését jelzik, a május-júniusi adatok újabb csökkenést mutatnak, s valószínűleg ez a trend folytatódik. A feldolgozóipari árak is az országok többségében júliusban csökkentést mutattak, ami az infláció mérséklődésén túlmenően szintén a kereslet csökkenésére utal. Mind a belső kereslet, mind a külső környezet alakulása abba az irányba hat, hogy a vállalkozások nem készülnek a termelés bővítésére. A magánfogyasztás bővülése már az idei első negyedévben jelentősen lelassult, akárcsak az állami fogyasztói kiadások. A jelenlegi

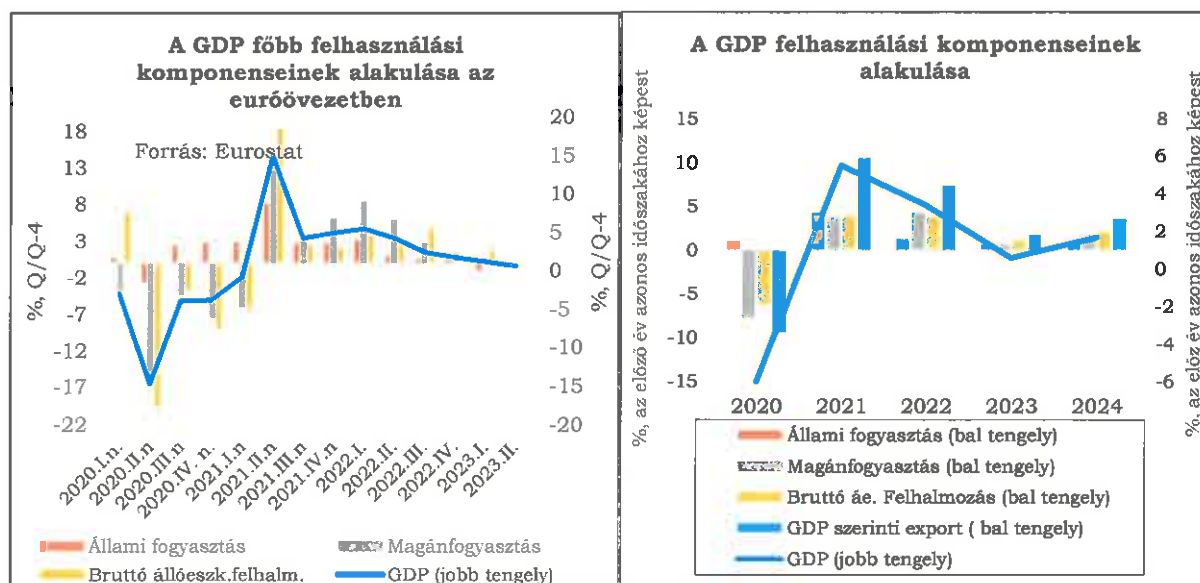
előrejelzések szerint az idén – az év egészében – elsősorban a magánfogyasztás és az állami fogyasztás üteme lassul, míg a beruházások és az export mérsékelt növekedést mutat. Ahogy korábban jeleztük az idén az EU-20 GDP-je, csekély mértékben 0,6%-kal bővülhet, jövőre mérsékelt élénkülés – lefelé mutató kockázatokkal – várható. **(18. ábra: A GDP felhasználási komponenseinek alakulása az euróövezetben)** A jövő évi élénkülési előrejelzés azon alapszik, hogy az infláció mérséklődik, így a magánfogyasztás is élénkül majd, az energiaárak alacsonyabb szinten stabilizálódnak, újabb energiaellátási zavarok nem következnek be, a külső környezetben nem következik be kedvezőtlen változás, s a monetáris politika restriktív jellege enyhül. Az eddig látható folyamatok alapján arra számítunk, hogy jövőre, ha nem is robotsztus, de 1,7%-os GDP bővülés várható az euróövezetben.

17. ábra: Romló hangulatindikátorok, stagnáló ipari termelés az Európai Unióban



Forrás: Eurostat, Európai Bizottság

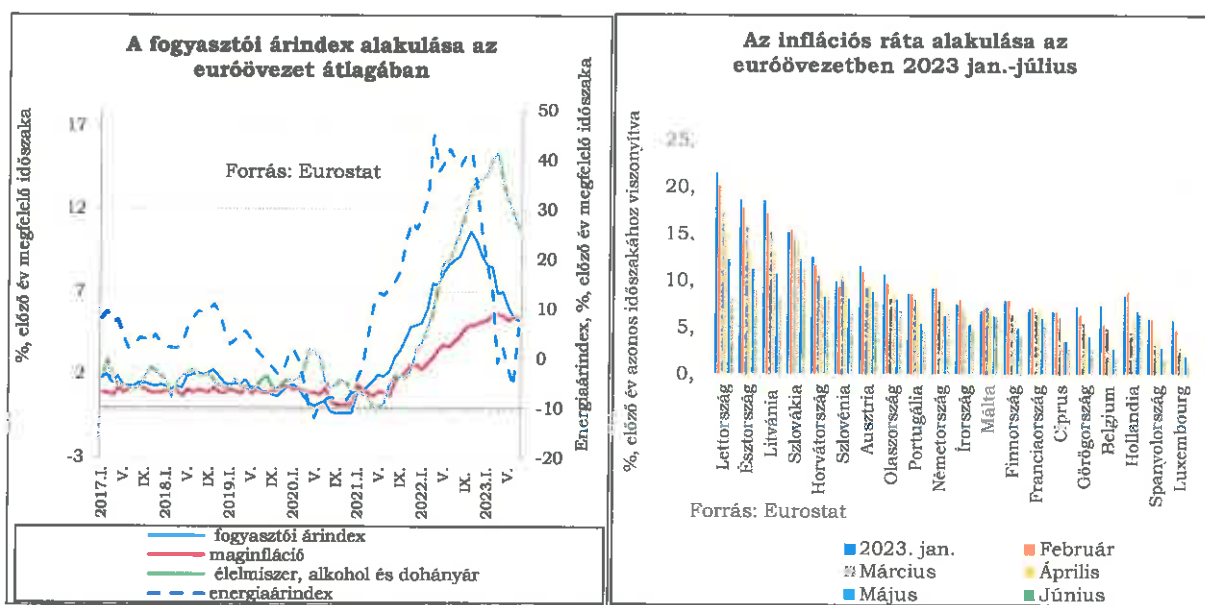
18. ábra: A GDP felhasználási komponenseinek alakulása az euróövezetben



Forrás: Eurostat, GDP SCA, IFW Kiel, Kopint-Tárki adatbázis

Az euróövezet esetében az *infláció* alakulása elsősorban a magasabb energiainport-árak és a magasabb vállalati nyereségek hatásait tükrözi. (19. ábra: Az infláció alakulása az euróövezet egyes országaiban) A bérek eddig kevésbé nyomták fel az inflációt, de a következő időszakban ez könnyen bekövetkezhet, mert a munkavállalók egyre kevésbé tolerálják majd jövedelmük vásárlóerejének csökkenését.⁵⁰ Az infláció az euróövezetben 10,6%-on tetőzött tavaly októberben, a legfrissebb, idén júliusi infláció 5,3%-ra mérséklődött éves szinten, s az augusztusban – flash adatok szerint – már nem csökkent tovább. A maginfláció azonban továbbra is inkább emelkedő trendet követ: a májusi 5,4%-ról június-júliusban 5,5%-ra emelkedett.

19. ábra: Az infláció alakulása az euróövezet egyes országaiban



Forrás: Eurostat,

https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/PRC_HICP_MANR_custom_3761882/bookmark/table?lang=en&bookmarkId=4ad27e6f-358a-4a3d-82a0-587d69a833eb

A maginfláció, amely jobban mutatja az inflációs nyomást, tehát továbbra is makacsul magas: 5,5%. Az IMF szakértőinek becslése szerint a jelenlegi áremelkedést mintegy 50%-ban a vállalati profitok emelkedése okozza, jelezve, hogy a vállalatok emelkedő költségeiket tovább tudták hárítani a fogyasztókra. Modellszámításaik szerint az euróövezetben a vállalatok nyeresége reálértéken 1%-kal haladta meg a pandémia előtti szintet, míg a munkavállalók bérszintje 2%-kal maradt el attól. Így az elkövetkező időben, nagyjából a következő két év során, a munkavállalók a nominális bérek 4-5%-os emelését kényszeríthetik ki, ami az EKB-t továbbra is óvatosságra készíti.

⁵⁰ Niels-Jakob Hansen, Frederik Toscani, Jing Zhou: Higher prices so far mostly reflect increases in profits and import costs, but labor costs are picking up, <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/06/26/europes-inflation-outlook-depends-on-how-corporate-profits-absorb-wage-gains>

Az egyes országok között az infláció mértéke erős különbségeket mutat. Az idén éves átlagban az inflációs ráta a balti államokban és Szlovákiában a legmagasabb, míg Görögországban, Belgiumban, Hollandiában és Luxemburgban a legalacsonyabb. Mindenütt csökkenő trend figyelhető meg. (19. ábra: Az infláció alakulása az euróövezet egyes országaiban)

Az államháztartás helyzete az EU-20 országaiban vegyes képet mutat. A költségvetési egyenleg 2020 óta, amikor a COVID-19 hatásainak csökkentését mérséklő intézkedések következtében a hiány mindenütt elszállt, mindenütt javuló tendenciát mutat, s várhatóan 2024-re visszatér a Maastricht-i keretek közé. (5. táblázat: Az államháztartás egyenlege a GDP %-ában)

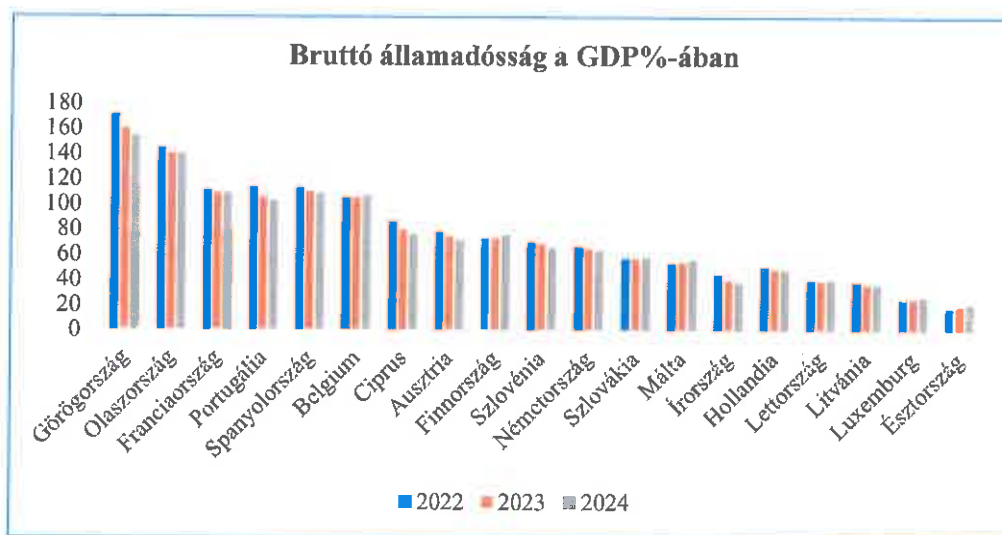
Az államadósság tekintetében már nem ennyire fényes a helyzet. 2022-ben a GDP-arányos bruttó államadósság az EU-20 átlagában 93,2% volt, ami 2024-re 90% körülre csökkenhet. Az egyes országok között nagyok a különbségek: hat ország (Görögország, Olaszország, Franciaország, Portugália, Spanyolország, Belgium)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

5. táblázat: Az államháztartás egyenlege a GDP %-ában

ORSZÁG	2020	2021	2022	2023	2024
Ausztria	-8,0	-5,8	-3,2	-2,4	-1,3
Belgium	-9,0	-5,5	-3,9	-5,0	-4,7
Ciprus	-5,8	-2,0	2,1	1,8	2,1
Hollandia	-3,7	-2,4	0,0	-2,1	-1,7
Észtország	-5,5	-2,4	-0,9	-3,1	-2,7
Finnország	-5,6	-2,8	-0,9	-2,6	-2,6
Franciaország	-9,0	-6,5	-4,7	-4,7	-4,3
Görögország	-9,7	-7,1	-2,3	-1,3	-0,6
Horvátország	-7,3	-2,5	0,4	-0,5	-1,3
Írország	-5,0	-1,6	1,6	1,7	2,2
Lettország	-4,4	-7,1	-4,4	-3,8	-2,7
Litvánia	-6,5	-1,2	-0,6	-1,7	-1,4
Luxemburg	-3,4	0,7	0,2	-1,7	-1,5
Málta	-9,7	-7,8	-5,8	-5,1	-4,5
Németország	-4,3	-3,7	-2,6	-2,3	-0,9
Olaszország	-9,7	-9,0	-8,0	-4,5	-3,7
Portugália	-5,8	-2,9	-0,4	-0,1	-0,1
Spanyolország	-10,1	-6,9	-4,8	-4,1	-3,3
Szlovákia	-5,4	-5,4	-2,0	-6,1	-4,8
Szlovénia	-7,7	-4,6	-3,0	-3,7	-2,9
Euróövezet	-7,1	-5,3	-3,6	-3,2	-2,4

Forrás: European Commission, European Economic Forecast, Spring 2023, https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2023-05/SF_2023_Statistical%20Annex.pdf

20. ábra: Növekvő eladósodás az euróövezetben (Maastricht-i definíció)



Forrás: European Commission, European Commission, European Economic Forecast, Spring 2023, https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2023-05/SF_2023_Statistical%20Annex.pdf

2.4. Németország, Franciaország és Olaszország gazdasági kilátásai

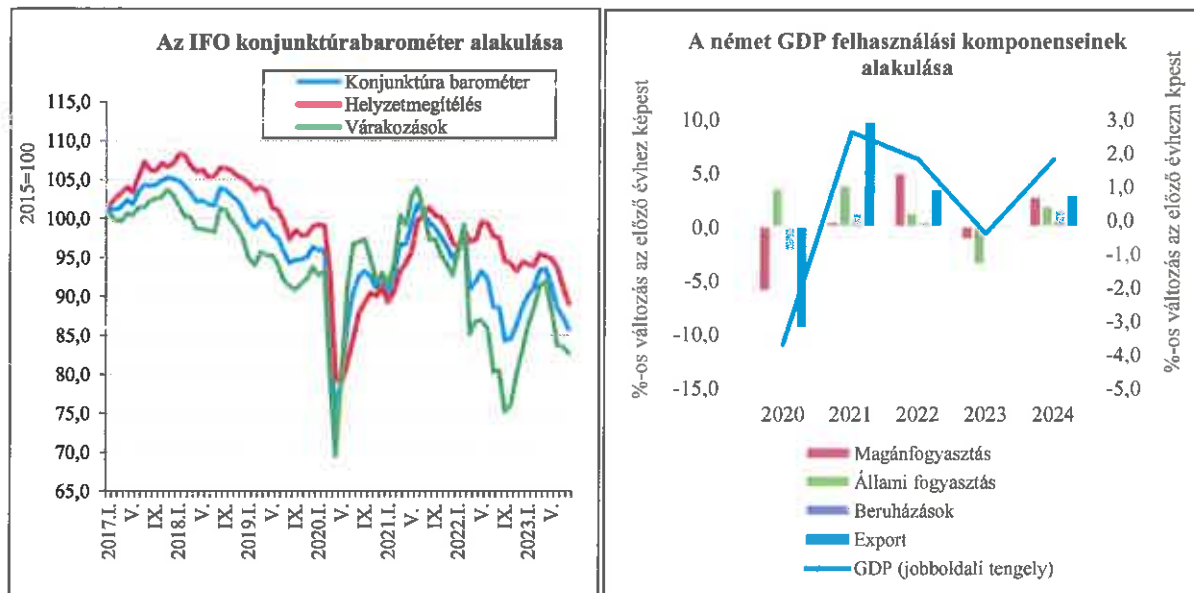
A német GDP 2023 első negyedében visszaesett, s a hangulatindikátorok is egyre nyomottabbak. Ennek a magyarázata részben abban rejlik, hogy az állami kiadások nagyon erősen csökkentek. Ez a speciális hatás azonban a további negyedekben nem lesz jellemző. A második negyedében – negyedév/negyedév alapon – stagnált a GDP, az előző évhez képest azonban visszaesett. Minden arra utal, hogy az energiaválság utóhatásai és a monetáris szigorítás következményei nagyobb mértékben terhelik meg a német gazdaságot, mint ahogyan azt korábban gondolták. Halvány reményt jelez, hogy a ZEW hangulatindex augusztusban valamelyest javult, azonban -12,7 ponttal még mindig bőven a negatív tartományban mozog. Az index 2022 februárja, az orosz-ukrán konfliktus kezdete óta az idén januárban került először pozitív tartományba, azonban azóta újra visszacsúszott a negatív féltérre. A javulás oka, hogy a válaszadók a második félévben már ismét felfelé ívelő trendre számítanak, igaz, hogy csak akkor, ha az EKB nem emeli többet a kamatot.

Ezzel ellentétes trendet sugall a német beszerzési index alakulása: az augusztusi adatok szerint a német üzleti aktivitás 2023 augusztusában három éve nem tapasztalt alacsony szinten mozgott.⁵¹ Szakemberek egyre inkább attól tartanak, hogy a német gazdaság gyengélkedése egész Európát magával húzza.

Az ipari megrendelések júniusban kismértékben nőttek (+0,8%), a fogyasztókhöz közelálló szolgáltatások profitálnak a megemelkedett bérekből. A feldolgozóipar február-májusban emelkedő trendet mutatott, a júniusi adat azonban ismét negatív lett, s az idei teljesítmény várhatóan nem fogja meghaladni a 2018. évi szintet.

⁵¹ <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230823/a-gyenge-nemet-gazdasagi-adatok-maris-megtettek-hatasukat-635081?print=1>

21. ábra: Romló hangulat Németországban, jelentős lefelé mutató kockázatok



Forrás: IFO, OECD, IfW Kiel, Kopint-Tárki adatbázis

A gyenge első félévi teljesítmény következtében az idei év egészében a német GDP várhatóan kismértékben zsugorodik, de 2023 második felében már kismértékű élénkülést várnak a szakemberek, bár a hangulatindexek nem ezt sugallják. A vállalatok hangulata továbbra is nyomott. Április óta az IFO konjunktúraindex⁵² szintén lejtmenetbe kapcsolt: a vállalatok mind a jelenlegi helyzetük megítélése, mind a kilátások terén egyre pesszimistábbak, négy hónapja folyamatosan romlik az index és összes komponense. Az augusztusi 85,7 pont 7,9 ponttal volt alacsonyabb, mint az áprilisi csúc, és 1,7 ponttal a júliusi értéktől, és elmaradt a szakértői várakozásoktól is. (21. ábra) A hangulatindikátor mind a feldolgozóiparban, mind a szolgáltató vállalatok, mind a kereskedelem és az építőipar területén is jelentősen romlott, jelezve, hogy a rossz hangulat minden ágazatot elért.

Idén mind a magánfogyasztás, mind a beruházások visszaesnek, az állami fogyasztás is csökken, csak az export mutat némi bővülést. Itt is elsősorban a szolgáltatásexport az, ami hajtja a növekedést. A német statisztikai adatok tanúsága szerint az Európán kívüli német export júliusban éves szinten szerény mértékben, 1%-kal nőtt. Az áruexport azonban főbb piacokon (EU, USA, Kína) az év első felében visszaesett. Különösen feltűnő, hogy a Kínába irányuló export több fő árucsoportban (gépjármű, fogyasztási cikkek, féltermékek) csökkenést mutatott az elmúlt 12 hónapban. Szakértői becslések szerint azonban ebben az is szerepet játszik, hogy számos német gyártó nem exportál Kínába, hanem eleve ott termel.⁵³ A legfontosabb kereskedelmi partner továbbra is az Egyesült Államok, míg a Kínába irányuló export a kínai gazdaság gyengélkedése és a geopolitikai feszültségek következtében visszaesett.⁵⁴ Ebben a

⁵² <https://www.ifo.de/fakten/2023-08-25/ifo-geschaeftsklimaindex-faellt-august-2023>

⁵³ <https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/aktuelles/deutsche-exporte-ausgebremst-china-ersetzt-made-in-germany/>

⁵⁴ <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230823/erdekesen-alakul-a-nemet-export-beszedes-az-osszkep-635057?print=1>

visszaesésben szerepet játszott az is, hogy a német kormány jelentősen visszafogta a Kínában beruházó német cégek számára nyújtott beruházási garanciákat.⁵⁵ A beruházási garanciák ilyen mértékű csökkentése (a tavalyi értéknek mindössze 7%-a) stratégiai irányváltást jelent, s arra ösztönzi a német cégeket, hogy csökkentsék kínai befektetéseiket, s ezáltal másfelé orientálódjanak, s ily módon csökkenjen a függés Kínától. Németország gazdasági fellendülése és kereskedelmi kapcsolatai két évtized óta egyre erősebben összefonódtak a kínai gazdasággal. Mivel Kína az EU importjában egyre nagyobb részt hasít ki magának, különösen olyan területeken, amelyeken a német ipar is érdekelt, mint pl. az autógyártás, az irányváltás a német versenyképességi problémákkal is összefügg.

Miután a lanyha belső kereslet következtében az import is visszaesik, (már az első negyedévben jelentős importcsökkenés volt megfigyelhető), a nettó export támasztja a növekedést. Jövőre 1,9%-os GDP növekedést jeleznek előre, de ennek megvalósulása sokban függ attól, hogy a külső környezet hogyan alakul, és az inflációt mennyire sikerül megfékezni.

Az inflációs nyomás a várakozások szerint hónapról hónapra enyhül, s jövőre már csak 2% körüli fogyasztói áremelkedés várható. A munkaerőpiacon a demográfiai okokból kialakuló csökkenő munkaerőkínálat jellemző, ami egyes ágazatokban jelentős feszültségekhez vezet, s végülis a munkaerőhiány is növekedést fékező hatású. Jövőre már a foglalkoztatottak számának csökkenésével számolnak. Az államháztartás továbbra is stabil, a költségvetési hiány már az idén is a Maastrichti kritériumok alatt mozog, s jövőre már majdnem kiegyensúlyozott lesz a mérleg.

Ebben a helyzetben a német kormány gazdasági ösztönző csomag meghirdetése mellett döntött⁵⁶. A csomag 7,035 milliárd euró nagyságrendben különböző adókönyvitéseket tesz elérhetővé a gazdasági szereplők számára 2028-ig elcsúsztatva. Szakértők a csomagot nem találják elégségesnek. Különösen nagy az aggodalom az energiaintenzív ágazatok esetében (vegyipar, üvegipar, fémipar, papíripar), hogy a magas energiaköltségek miatt megindulhat a vállalatok külföldre települése⁵⁷. Különösen hét tartományt (Bajorország, Hessen, Alsó-Szászország, Észak-Rajna-Vesztfália, Rajna-Pfalz, Szászország és Szász-Anhalt tartományokat) érintené érzékenyen egy ilyen fejlemény. Ahhoz, hogy a vállalatok Németországban maradjanak jobb keretfeltételeket kell számukra teremteni, ami biztosítja versenyképességüket. Ehhez alacsonyabb villamos áram-árakra van szükség, az áram után fizetendő adó csökkentésére, illetve különböző egyéb adók és járulékok csökkentésére lenne szükség. A klímasemleges energiapolitika nemcsak a már említett ágazatokban, hanem egyéb területeken

⁵⁵ <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230823/kibukott-nemetorszag-sulyos-lepeseket-tett-kina-ellen-635191?print=1>

⁵⁶ <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/entlastungen-fuer-die-wirtschaft-wachstumspaket-steht-ampel-entlastet-wirtschaft-um-sieben-milliarden-euro/29360786.html>

⁵⁷ <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/standortpolitik-sieben-ministerpraesidenten-wollen-die-chemische-industrie-retten/29360116.html>

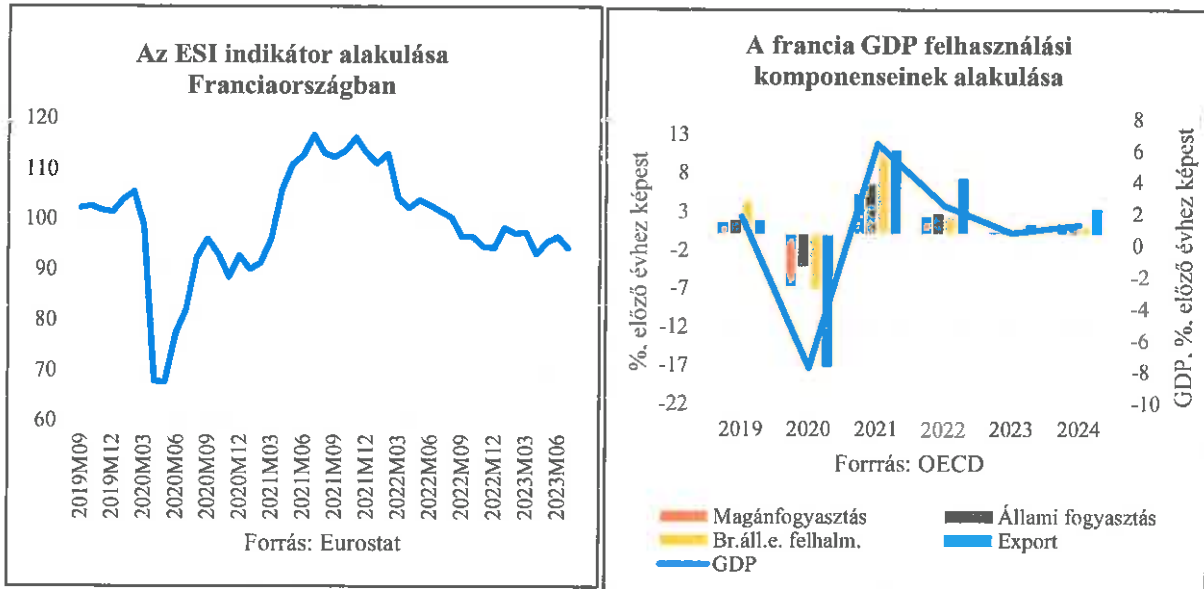
is versenyképességi gondokat okoz a vállalkozások, különösen a középvállalkozások számára⁵⁸.

A magas energiaárak, az orosz-ukrán konfliktus világgazdasági következményei mind hozzájárultak ahhoz, hogy a 2021-2022. évek fellendülése megakadjon *Franciaországban*. A francia GDP 2022 utolsó negyedében már stagnált, 2023 első negyedében 1,1%-kal emelkedett éves szinten, a második negyedben pedig 0,6%-kal. Az idei évre szakemberek szerény, 1 százalékos alatti növekedést várnak, s a jövő év tekintetében is sok múlik azon, hogy a külső környezet hogyan változik. A hangulatindikátorok az utóbbi hónapokban enyhén csökkentek, jelezve a gazdasági szereplők bizonytalanságát. **(22. ábra)** A romló német kilátások is hozzájárulnak ahhoz, hogy a francia növekedési prognózisokat lefelé korrigálták. A vállalatok és a magánháztartások romló hangulata a beruházások alakulására is kedvezőtlenül hat: 0,5-0,8%-os beruházásbővülésnél több az idén nem várható. Az export várhatóan 1,3%-os bővülésével a GDP legdinamikusabb komponensét jelenti az idén.

A 6% körüli inflációs ráta a háztartások reáljövedelmét erősen csökkenti. Jövőre az inflációs ráta felére csökkenhet, de a maginfláció – akár az euróövezet többi országában – itt is viszonylag magas, ami arra utal, hogy az inflációs várakozások nem mérséklődnek olyan gyorsan. A bérek emelkednek, ami mind az idén, mind jövőre az új állások számát korlátozhatja. A fiskális politika az elmúlt két évben támogató volt, míg az idén és jövőre a háztartások jövedelmi helyzetét javító intézkedések kivezetésre kerülnek. A munkanélküliségi támogatások változása és a nyugdíjreform az államháztartás ilyen jellegű kiadásait csökkenteni fogja. Az államadósság magas: az idén és jövőre is a GDP 113%-a körül mozog, ami hamarosan kikényszerít különböző konszolidációs intézkedéseket, amelyek szintén fékezhetik a növekedést. Franciaország, Görögország és Olaszország mellett a leginkább eladósodott ország az euróövezetben. (Lásd **20. ábra: Növekvő eladósodás az euróövezetben (Maastricht-i definíció)**)

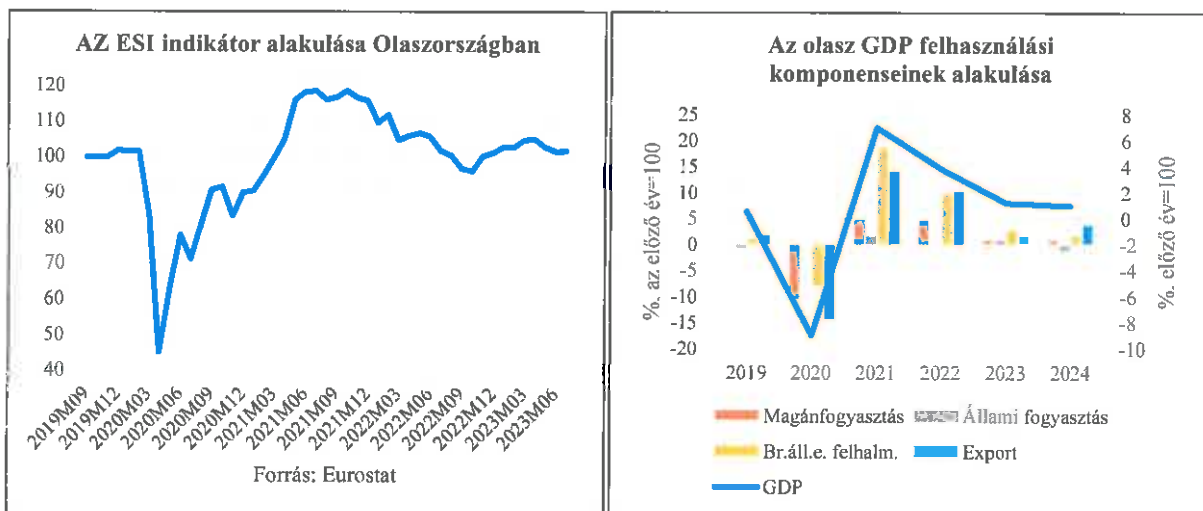
⁵⁸ <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/umfrage-deutsche-firmen-zweifeln-am-erfolg-der-energiewende/29360122.html>

22. ábra: Lassuló növekedés kockázatokkal Franciaországban



Forrás: Eurostat, OECD, <https://www.oecd.org/economy/france-economic-snapshot/>

23. ábra: Lassuló növekedés Olaszországban



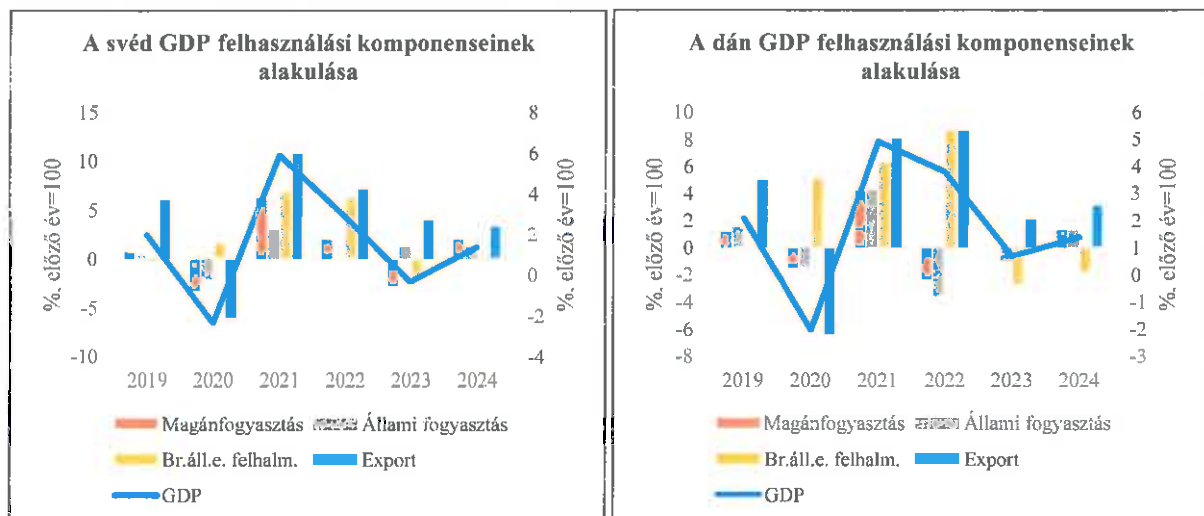
Forrás: Eurostat, OECD, <https://www.oecd.org/economy/italy-economic-snapshot/>

Olaszországban a legfrissebb beszerzési menedzserindexek eléggé lefelé mutatnak. A magas infláció továbbra is fékezi a növekedést. Az idei évre még 6% feletti infláció várható, jövőre csökkenhet majd. A magánfogyasztás a csökkenő reáljüvedelmek következtében az idén alig nő, s a háztartásokat az energiaválság alatt segítő intézkedések is lassan kivezetésre kerülnek. A magánháztartások viszonylag jelentős megtakarításokkal rendelkeznek, ami segíthet abban, hogy átvészeljék a magas infláció időszakát. Az nemzeti helyreállítási és ellenállóképesség javító program (NRRP) olaszországi előrehaladása nehézkesnek tűnik, így ez a növekedési impulzus csak kevésbé érvényesül. Mind az idén, mind jövőre 1% körüli GDP bővülés várható. (23. ábra) Az államadósság Olaszország esetében is problémát jelent: a bruttó államadósság a GDP 140%-a körül mozog, amivel Görögország után a második legmagasabb az euróövezetben.

2.5. Az eurózónán kívüli régi tagországok gazdasági helyzete

Svédországban az idén a gazdasági teljesítmény zsugorodása várható. **(24. ábra: Gazdasági kilátások alakulása Svédországban és Dániában)** A magánfogyasztás és a beruházások is visszaesnek az idén. Az első negyedévi stagnálás után a második negyedben a GDP 1,5%-kal volt alacsonyabb, mint az előző negyedévben. A lakásépítés tekintetében a magasabb költségek és a csökkenő lakásárak következtében jelentős visszaesés várható, s a jövőt tekintve sem biztatóak a kilátások. Az infláció az idén még erősen csökkenti a háztartások reáljövedelmét. A monetáris politika egyelőre szigorít, mivel nemcsak az infláció magas (az idén még mindig akár 7-8% körüli infláció várható), hanem az inflációs várakozások is nagyon erősek. Az inflációra reagálva a svéd jegybank, a Riksbank június végén 3,75%-ra emelte a repokamatot, ami 15 év óta a legmagasabb szint. Várhatóan a következő hónapokban nem kerül sor újabb kamatemelésre, hiszen a júliusi inflációs ráta már némileg csökkent, noha így is 6,3%-ot ért el. (Míg januárban még 9,6%-on állt, de március óta folyamatosan csökken.) A munkaerőpiac egyelőre jó állapotban van, bár az utóbbi időben érkeznek jelzések a vállalatoktól, hogy munkaerőt kívánnak elbocsátani.

24. ábra: Gazdasági kilátások alakulása Svédországban és Dániában



Forrás: OECD, <https://www.oecd.org/economy/denmark-economic-snapshot/>,
<https://issuu.com/oecd-publishing/docs/sweden-oecd-economic-outlook-june-2023?fr=sZjEIZTUwNTY2MTA>

Dániában a gazdasági növekedés 2022 második fele óta lassul. Kivételt egyedül a továbbra is dinamikus teljesítményt nyújtó gyógyszeripari szektor képez. Az energiaárak tavalyi emelkedése, s a magas kamatok mind a magánfogyasztást, mind a lakásépítést nagyon visszahúzták. A korábbi munkaerőpiaci feszültségek valamelyest mérséklődtek, a munkanélküliség kismértékben nőtt, de egyes területeken továbbra is munkaerőhiánnyal küszködnek. Az idei évre a GDP szerény, 0,7%-os bővülése várható. A magánfogyasztás inkább stagnálni fog, s mind az állami fogyasztás, mind a beruházások visszaesnek. Az export növekedési üteme a tavalyi több mint 8%-ról az idén 2% körülire mérséklődik. Az import lassuló bővülése következtében a nettó export összességében támasztja a növekedést. Jövőre már élénkülés várható, és a GDP összes komponense az idei jobb teljesítményt mutat majd. **(24. ábra: Gazdasági kilátások alakulása Svédországban és Dániában)** Az infláció jelenleg még

magas, s éves átlagban is 5% körül alakul. A maginfláció is makacsul magas maradt. A monetáris politika kamatemelésekkel reagált a kialakult helyzetre. Jövőre ugyan az infláció 3%-ra való mérséklődését várják, de az előrejelzés szempontjából továbbra is e tekintetben láthatók a legnagyobb kockázatok. Amennyiben az árak a vártnál magasabb szinten befagynak, s a bérek is elindulnak felfelé, úgy a jövő évi növekedés a vártnál alacsonyabb lehet.

2.4. Az inflációs nyomás alakulása Közép-Kelet-Európában

Az Európai Unióban a koronavírus járvány lecsengése utáni időszakra datálható az inflációs nyomás kezdete, amelyben több tényező szerepet játszott. A lezárások alatt jelentősen megváltozott a fogyasztói magatartás, a keresletben torzítások léptek fel, amely során a fogyasztói kosárban bizonyos termékek súlya drámaian csökkent (például vendéglátóipari szolgáltatások), míg más termékkategóriában a fogyasztói kiadások számottevően emelkedtek. Ez már eleve egy parciális inflációs nyomást okozott, azonban az egyensúly megteremtődött. A személyi mozgást érintő korlátozások feloldását követően azonban olyan mértékű kereslet zúdult egyes piacokra, hogy ellátási nehézségek alakultak ki. Mindez nem csupán bizonyos termékek esetén volt tapasztalható, hanem a szolgáltatások terén is, elég csupán a nyári káoszokra gondolni a világ repülőterein.

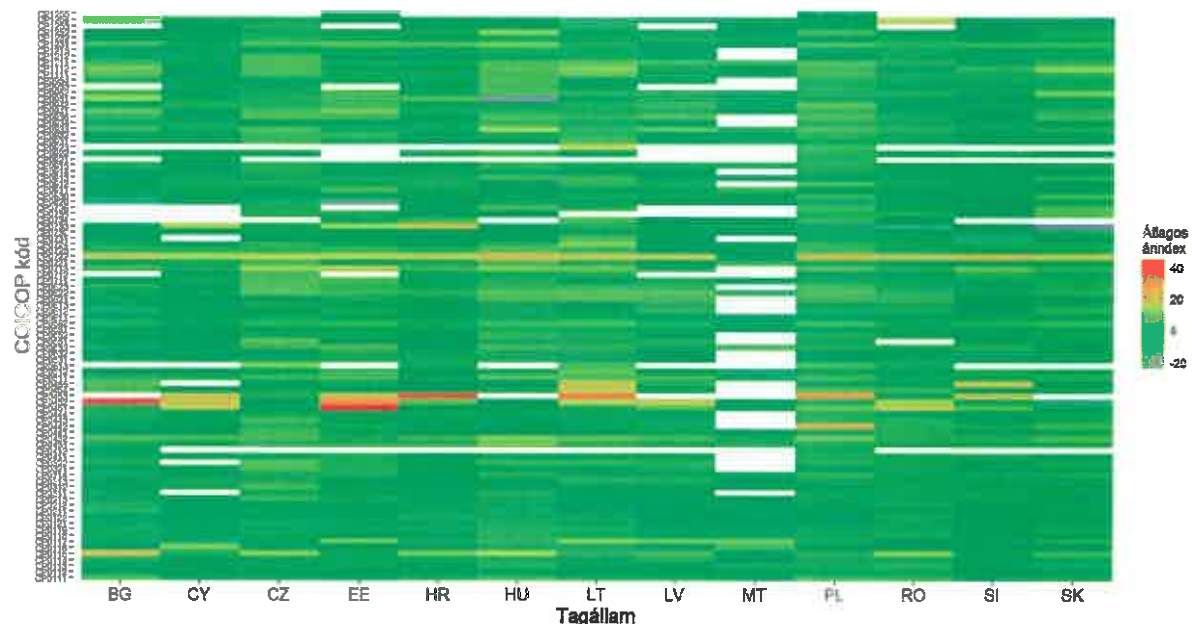
Mindezt tetőzte, hogy a járványügyi veszélyhelyzet alatt a fejlett országok kormányai azon voltak, hogy a fogyasztók megőrizzék vásárlóerejüket, és soha nem látott likviditással árasztották el a piacokat. Az ellátási zavarok (részben a túlkereslet, részben a korlátozások miatt) hamar minden termék és szolgáltatás piacán érezhetőek lettek, további inflációs nyomást generálva. Az olajárak már 2020 végétől emelkedésnek indultak és a 40 dollár körüli szintről egy év alatt 80 dollárra változtak, majd 2022 nyarán elérték, illetve meghaladták a 100 dollárt. A földgáz ára is hasonló trendet mutatott, a drágulás azonban legalább ötszörös volt tavaly nyáron az egy évvel korábbi időszakhoz képest. Ez utóbbi esetben mögöttes okként az orosz-ukrán háború okozta készletezési keresletnövekedés is meghúzódik.

Kezdetben a jegybankok átmenetinek minősítették az inflációs folyamatokat, arra hivatkozva, hogy csupán a szűk keresztmetszetek ("bottleneck") eredménye, amit a járvány miatti jelentős változások okoznak a keresletben és a logisztikában. Mindezek valós tényezők voltak, a világ kikötőiben drasztikusan növekedett a kirakodás várakozási ideje, miközben a konténeres szállítási díjak többszörösükre emelkedtek, a piacon pedig kapacitáshiány alakult ki (az árak azóta jelentős korrekción estek át, a szállítmányozási vállalatok pedig null-szaldót vagy éppen veszteséget jeleztek előre az idei évre). Ez a fajta túlfűtöttség valóban jelentős árfelhajtó hatással volt a fogyasztói árakra. A nagy nemzetközi hajótársaságok a kapacitások bővítésével igyekeztek hűteni a piacokat (részben új járművek rendelésével, részben használaton kívüliek bevonásával), így racionálisan valóban a szűk keresztmetszetek enyhülésével lehetett számolni, legalábbis a logisztikában. A szállítási költségek nagyon széles sávban mozognak, így termékcsoport szintjén nem mondható meg, hogy mekkora szerepük volt teljes árváltozásban, ugyanakkor a termékek alapárai is minden rekordot megdöntő szintre drágultak a járvány időszaka alatt és után, némiképp függetlenül a szállítási költségektől.

2021-ben az új EU tagállamok inflációja még csupán a mérsékeltnek mondható 4,2%-ot érte el, azonban már egyértelműen voltak olyan árucsoportok, amely minden tagállamban jóval az átlag fölötti árindexszel zárták az évet. Tipikusan ilyenek voltak az elektromosság (COICOP CP0451), a földgáz (CP0452) valamint az üzemanyagok (CP0453). Ez utóbbiakkal párhuzamosan szinte minden tagállamban drágultak a gépjárművekhez tartozó kenőanyagok és olajok is (CP0722). Az élelmiszerek terén pedig a különféle olajok (CP0115) és a zöldségfélék (CP0117) kerültek jelentősen többre, mint egy évvel korábban.

A két évvel ezelőtti időszak inflációs szerkezetét mutatja be az **25. ábra: Változatlan adótartalmú harmonizált fogyasztói árindex struktúra az EU13 tagállamokban 2021-ben** egyes árucsoportok szerint, amiből kitűnik, hogy elsősorban a Balti országokban és a V4 államokban jóval egyenletesebb volt a drágulás, mint a többi EU13 tagállamban, ahol sokkal inkább csupán az energiaárak emelkedtek jelentősen.

25. ábra: Változatlan adótartalmú harmonizált fogyasztói árindex struktúra az EU13 tagállamokban 2021-ben



Forrás: Eurostat, Kopint-Tárki

Az ábra értelmezése a következő: minden sor egy-egy termékcsoporthot jelenít meg 4 számjegyű mélységben (összesen 94-et), 13 tagállamban, így generálva 1222 mezőt. Minden mező egy-egy színnel jelzi, hogy az adott termék árindexe a vizsgált országban hogyan változott. Az hasonló színstruktúrát mutató országokban az infláció szerkezete is hasonló.

Az inflációs folyamatok, amelyek egyes termékcsoporthot esetében a 10%-ot is meghaladták, tehát már 2021-ben is markánsan jelen voltak a térségben, igaz az energiahordozók szerinti koncentráció valóban erős volt. Ez utóbbiak multiplikátor hatása valószínűleg meglehetősen magas, így a különböző csatornákon való szétterjedés viszonylag rövid időn belül lezajlott.

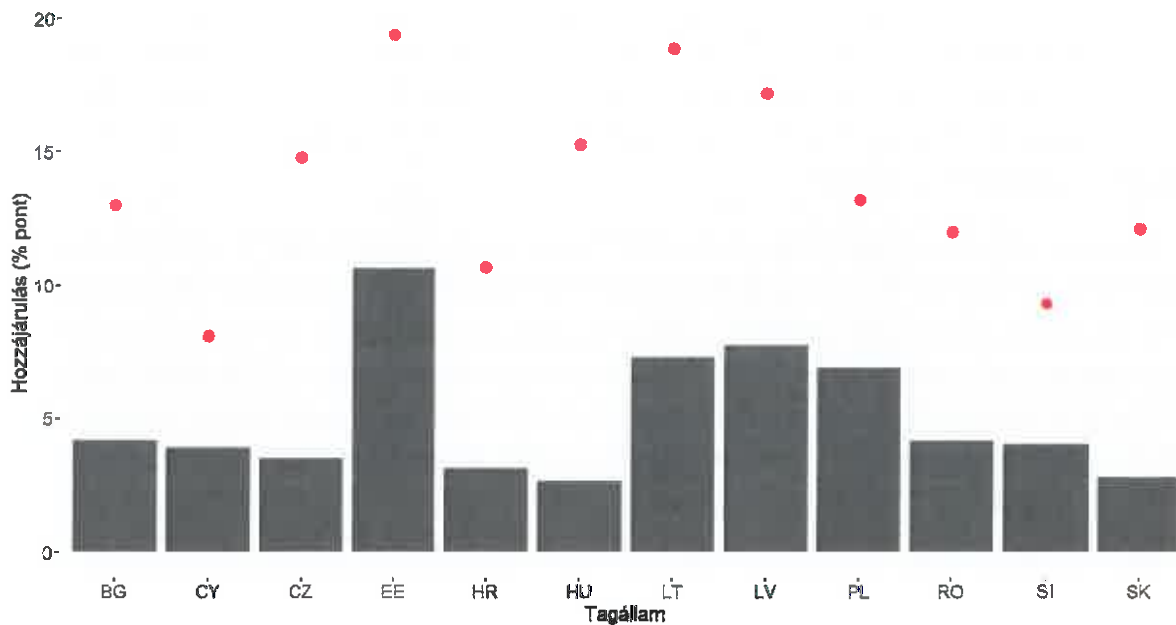
Erre az inflációs nyomásra telepedett rá az orosz-ukrán háború 2022-ben, amely elsősorban az energiahordozók árát emelte tovább a beszállítási bizonytalanságok csatornáján keresztül. A tagállamok, tartva a beszerzési források elapadásától, készletfelhalmozásba kezdtek, ami egy

inflációs szuperciklust indított el, amelyben a nyersanyagárak hosszabb időszakon keresztül drágultak, miközben a gazdasági növekedés (köszönhetően az ösztönző programoknak) fennmaradt. A közép-kelet európai tagállamok többsége importra szorul energiahordozókból, földgáz és kőolaj tekintetében a legfőbb beszállító Oroszország volt az európai szankciók kivetéséig. Kivételt képez elsősorban Románia, amely saját kőolajkitermeléssel rendelkezik, illetve Lengyelország, amelynek energiapolitikája az elmúlt évtizedben az orosz forrásokról függés megszüntetését célozta.

Elsősorban a Balti országok vannak leginkább kitéve az Oroszországból származó energiaimportnak, de a Lengyelország nélküli Visegrádi országok is erősen függenek tőle. Az infláció szempontjából kedvezőtlen körülmény, hogy az energiát jellemzően hatósági áron kínálják a lakosságnak, ami csak részben függ a valós beszerzési ártól, mivel az állam csak részlegesen hárítja át az energiaárak terheit a lakossági fogyasztókra.⁵⁹ Az energiaválság idején azonban minden tagállamban gyorsan emelkedtek az energiaárak és az üzemanyagárak, nem ritkán 100%-ot meghaladó mértékben (elsősorban a Balti államokban). Mindezek a tagállamok inflációs mutatóihoz jelentősen hozzájárultak. Észtországban a 19,4%-os fogyasztói árindexből mintegy 10,6 százalékpont az energia és üzemanyagáraknak volt betudható, míg Litvániában és Lettországból pedig 7 százalékpont feletti a hozzájárulás, Lengyelországban pedig 7 százalékpontos. Magyarországon az üzemanyagár-stop miatt csupán 2,7 százalékponttal emelkedett az infláció, ami pedig a legalacsonyabb az új EU tagállamok körében. Ugyanakkor meg kell jegyeznünk, hogy Magyarországon az üzemanyag ársapka kizárólag a háztartások számára volt elérhető, a vállalatok számára a piaci áron történt az értékesítés. Mindez a fogyasztói árindexben ugyan közvetlenül nem látszódott, azonban közvetett módon (mivel a logisztikai költségek jelentősen drágultak), szinte minden termék árába beépült, ezáltal magasan tartva a magyar inflációt, amely még most is a legmagasabb a térségben.

⁵⁹ Ennek több különböző formája létezik, a rögzített áráktól, a szociális alapon történő kedvezményes árképzésig. A támogatási rendszer szerteágazó, de elmondható, hogy szinte minden tagállamban létezik valamilyen, széles körben elérhető formában. (Sgaravatti és mtsai., 2023)

26. ábra: A háztartási energia és üzemanyagárak (szürke oszlop) hozzájárulása a változatlan adótartalmú fogyasztói árindexhez (piros pont) 2022-ben az új EU tagállamokban⁶⁰



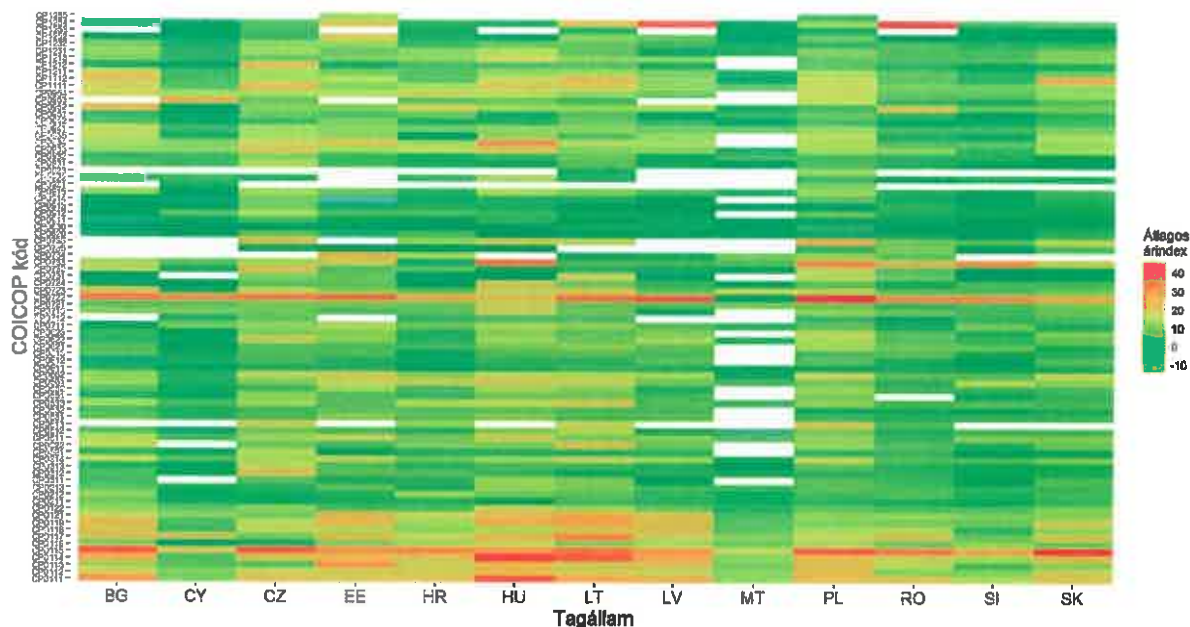
Forrás: Eurostat, Kopint-Tárki

Az energiaárakon kívül 2022-ben még folytatódott az élelmiszerárak további emelkedése, de a többi termékcsoportban is egyértelműen megindultak a drágulási folyamatok. A tagállamok inflációs folyamatai hasonló struktúrát mutattak, kivéve Málta és Ciprus, ahol az élelmiszerárak jóval kevésbé drágultak.

Horvátország és Szlovénia esete valamelyest eltérő a többi régiós tagállamtól, nem csupán a relatíve alacsonyabb fogyasztói árindex tekintetében, hanem abban is, hogy a drágulás elsősorban az élelmiszerekre és italokra koncentrálódott, míg más termékcsoportokban jóval szerényebb volt az áremelkedés. Horvátországban az euró bevezetése, valamint a lassan élénkülő, a gazdaság fő motorjának számító idegenforgalom miatti mérsékelt háztartási kereslet állhat a háttérben. Szlovéniában a 20%-os inflációs nyomás az év vége felé jelentkezett, ami így kisebb hatással volt az éves adatokra. A kormányzat adminisztratív eszközökkel igyekezett elejét venni a drágulásnak (például árplafont vezettek be), a növekvő kamatok pedig elejét vették a fogyasztás bővülésének, miközben a nominális bérek folyamatosan emelkedtek a feszes munkaerőpiacon (IMF, 2023). A szlovén infláció 2023-ban csökkenő pályára állt, és bár a maginfláció még továbbra is magas, a harmonizált árindex már nem fog jelentős mértékben emelkedni.

⁶⁰ Adathiány miatt az ábra Máltát nem tartalmazza.

27. ábra: Változatlan adótartalmú fogyasztói árindexek az energia és üzemanyag termékcsoportok nélkül 2022-ben

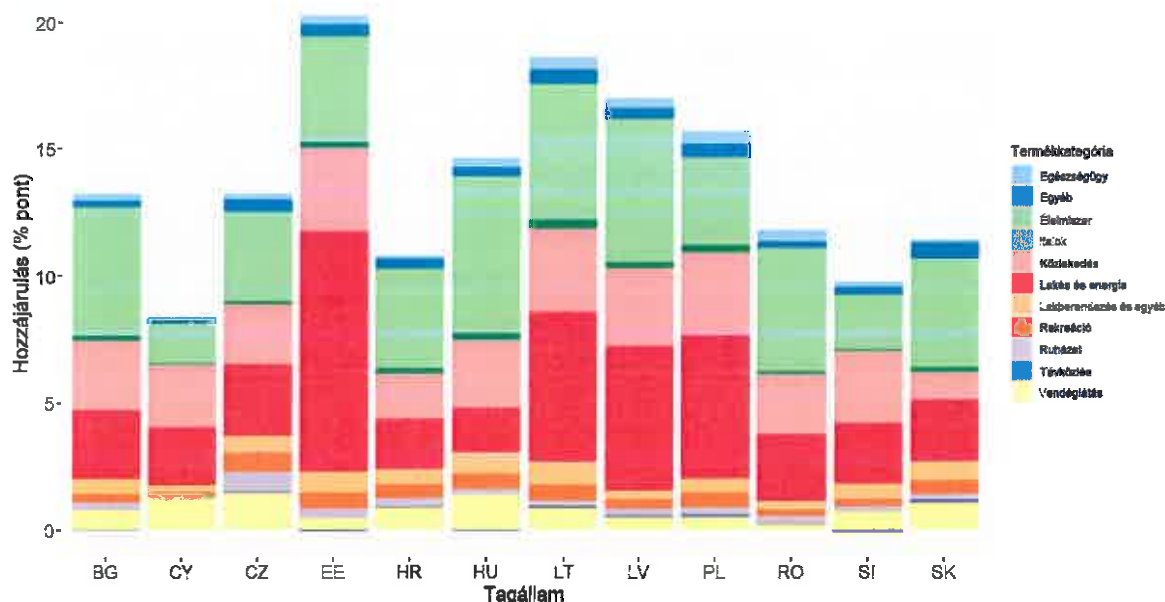


Forrás: Eurostat, Kopint-Tárki

Az energiaárakon kívül a második leginkább dráguló termékkategória minden tagállamban az élelmiszerek voltak, ahol a drágulás több forrásból származik. Egyes élelmiszeripari kategóriákban a világpiaci ár az irányadó, különösen, ha a tagállam importra szorul, de a nettó export többlettel rendelkező országokban is felfelé nyomja a fogyasztói árakat. Ebben jelentős szerepe van az orosz-ukrán háborúnak, amelynek következtében a világ egyik legnagyobb gabonatermelő országában a mezőgazdaság kibocsátása drámaian esett. A másik csatorna az energiaárakon és a munkabérekén keresztül érvényesíti az infláció hatását az élelmiszerárakban, különösen a feldolgozott élelmiszerek árában. A harmadik tényező a rendkívül energiaigényes műtrágyagyártás volt, amely számottevően megdrágította a földműveléssel járó mezőgazdasági termelést. Szintén nem elhanyagolható, hogy az időjárás miatt egyes területek jelentős terméshozam veszteséget szenvedtek el (ez Magyarországon kevésbé érvényesült).

Az egyre élesebb megélhetési válságot a kormányzatok döntően az élelmiszerek árainak befolyásolásával igyekeztek enyhíteni, ez azonban szelektív volt, így a kereskedők a kedvezményes körbe nem tartozó termékek árát emelték. Ezen kívül számos más intézkedéssel próbálták enyhíteni a megélhetési válságot: üzemanyagok és egyéb energiatípusok ármaximalizálása, adókedvezmények (pl.: ÁFA csökkentés) és szociális pénzügyi transzferek. Magyarországon kívül más tagállamok is igyekeztek az üzemanyagárakat visszafogni, jellemzően ÁFA és jövedéki adó csökkentéssel (pl.: Lengyelország, Portugália, Franciaország), vagy egy fix összegű árcsökkentéssel, mint például Németországban. Görögország egy utazástámogatási rendszert vezetett be, amellyel azokat segítették, akiknek a munkába járáshoz elengedhetetlen volt a saját gépjármű használat (Czezei és mtsai., 2023).

28. ábra: Fő termékcsoportok hozzájárulása a változatlan adótartalmú árindexekhez az új EU tagállamokban 2022-ben



Forrás: Eurostat, Kopint-Tárki

Az energiaárak tekintetében a magyar megoldás mellett néhány tagállam szintén árplafont vezettek, mint például Franciaország. Ez utóbbi határozott időre szűlt és erősen érvényesült a szociális alapon történő érvényesítés. A világgpiaci árak valamekkora részének fogyasztókra való áthárítása szinte minden új EU tagállamban megtörtént. Az áthárítás jellemzően részleges, a központi költségvetés követlen vagy közvetett támogatást nyújt (például Ausztria) szociális alapon. A megélhetési válságot általános eszközökkel is igyekeztek fékezni. Lengyelországban ÁFA-csökkentést hajtottak végre, sőt az alapvető élelmiszerek esetében 0%-os kulcsot vezettek be. Észtországban 2021. július 1-jétől az élelmiszeripari termékek, a vendéglátóipari szolgáltatások és a szálláshely-szolgáltatások ÁFA-kulcsa 20%-ról 9%-ra csökkent. Litvániában 2022. január 1-jétől az éttermi szolgáltatások és a nem alkoholos italok ÁFA-kulcsa 21%-ról 9%-ra mérséklődött. Lettorszában 2022. január 1-jétől az élelmiszeripari termékek, a vendéglátóipari szolgáltatások és a szálláshely-szolgáltatások ÁFA-kulcsa 21%-ról 12%-ra változott. Szlovákiában 2022. január 1-jétől az éttermi szolgáltatások és a nem alkoholos italok ÁFA-kulcsa 20%-ról 10%-ra csökkent. Csehországban pedig 2022. január 1-jétől az élelmiszeripari termékek, a vendéglátóipari szolgáltatások és a szálláshely-szolgáltatások ÁFA-kulcsa mérséklődött 15%-ról 10%-ra.

Mindezek mellett a szociálisan rászoruló társadalmi csoportok intenzív támogatása kezdődött, elsősorban a nyugdíjak esetében, de az alacsony jövedelműek is kaptak támogatásokat, valamint minimálbér emelést is végrehajtott több tagállam. Ezek az intézkedések azonban nem az infláció mérséklését célozták, hanem a megélhetési válság enyhítését, amelynek társadalmi hasznosságága vélelmezhetően nagyobb, mint az inflációra gyakorolt negatív hatás. Hasonló megfontolás mellett születtek olyan intézkedések, amelyek az adósságszolgálatot könnyítették meg a háztartások számára.

A termékcsoport szintű vizsgálat arra mutatott rá, hogy elsősorban a behozott, kvázi monopol helyzetben lévő importőr által előállított termékek mentén alakult ki súlyos inflációs nyomás a gazdaságokban. Az ilyen irányú hatásokkal szemben a monetáris politika csak részben tud hatékony lenni. Ugyanakkor mivel az energiahordozók nem csak fogyasztási cikkek, hanem félkész termékek is egyben, így a hazai termelők árképzésébe is beépültek az energiaárakon keresztül érkező sokkok, ezért érvényesültek a multiplikátor hatások a gazdaságban.

A háztartási energia súlya a fogyasztói kosárban a régióban átlagosan 7% körül volt 2022-ben, ami nem számít kifejezetten magasnak, hiszen az élelmiszerek árucsoport esetében nagyjából 20%-os részesedésről beszélhetünk. Vagyis kisebb energiaár sokkoknak (minden egyéb tényező változatlanúsága esetén) nincs számottevő hatásuk a hazai inflációra, annak fő forrásai jellemzően hazai eredetűek, amely így hatékony monetáris és támogató fiskális politikai eszköztárral kontrollálhatók, az árindex a célérték közelében tartható.

Tanulmányunk további részében az infláció lehetséges forrásait tekintjük át ágazati input-output szemléletben. Termékszemléletű bontásban sajnos az elemzés nem végezhető el, mivel a fogyasztói kosárban csupán késztermékek találhatók, félkész termékek nem, így az árváltozások forrása nem tárható fel. Minden termeléshez inputok szükségesek, amelyeket a termelők a világ minden tájáról beszerezhetnek. Habár térségünkben a külkereskedelem szerepe a GDP-ben igen jelentős, érdemes megjegyezni, hogy a hazai fogyasztás döntő része a hazai beszállítók termékeire épül. Mindez összhangban van a fogyasztói kosár súlyaival is, hiszen a 20%-ot képviselő élelmiszerek, továbbá az egészségügy (átlagosan 5%), közlekedés (átlagosan 13%), szabadidő (8%) és egyéb termékcsoportok jórészt hazai szolgáltatásokra és termékekre épülnek (Vakhal, 2023).

A beszállítói láncok teljesen átszövik a termelési struktúrát, olyan csatornákat kialakítva, amelyeken keresztül az ártranszmisszió globális jelleget ölt, vagyis az inputokon keresztül épül be a fogyasztói árakba. A fogyasztói árak emelkedése minden esetben először a termelői árindexben jelentkezik. A drágulásnak többféle, egymást nem kizáró forrása lehetséges (amennyiben a beszállítói láncnak több tagja is van):

- Az alapanyag gyártók profitot „emelnek” a hatékonyság növelés nélkül. Ekkor a lánc többi tagjánál költségemelkedés keletkezik, amit többféle módon kezelhet:
 - Saját profitját csökkentve nem engedi tovább saját költségeinek emelkedését a vevő számára.
 - Hatékonyságot növelve csökkenti saját költségeit.
 - Kihasználva a világgazdasági versenyhelyzetet, új beszállítót keres.
 - Tovább hárítja a költségeket.
- A kiskereskedő profitot „emel”, a hatékonyság növelése nélkül. Ilyenkor költségoldalról nincs emelési kényszer, azonban a jelenlegi árak a kereskedő meglátása szerint számottevő fogyasztói többletet eredményeznek, amit le kíván fölözni. Amennyiben a lakosság jelentős reáljövedelem emelkedésben részesül, ez egy tipikus forgatókönyv.

- Az árak költség és profit oldalon nem változnak, ugyanakkor az árfolyam gyengülése drágítja az importot, így végül az importőr és a kiskereskedő is költségnövekedést tapasztal, amit áthárít a fogyasztókra.

Látható, hogy a fogyasztók csak abban az esetben tudják elkerülni az inflációt, ha a beszállítói lánc (amelynek hangsúlyosan részese a kiskereskedő) tagjai vagy saját profitjuk terhére nem engedik tovább a költségalapú drágulást, vagy ha hatékonyságot növelve saját termelési költségeiket csökkentik. Számításba jön még az alternatív beszállító keresése is, ez azonban inkább egy hosszú távú opció. Ha a beszállító cseréje minőségromlással jár, akkor a termelőnek kell kijavítania azért, hogy bevételeit szinten tudja tartani, vagyis a költségek nála jelentkeznek. Másként megközelítve a problémát, a lánc tagjai saját hozzáadott értéküket változtatva tudják befolyásolni az ártranszmissziós folyamatokat, mindez pedig természetesen kihatással van GDP-re is.

A globális értékláncoknak (GVC) egyre meghatározóbb szerepe van a világgazdaságban, így az ártranszmissziós csatornák is globális szintre emelkedtek. A hatások már rövid távon érvényesülhetnek, minél monopolisztikusabb a piac, annál gyorsabban, annál nagyobb árrugalmasság mellett. Minél szélesebb körű felhasználást tesz lehetővé az érintett termék annál több helyen jelentkezhetnek az inflációs hatások. Például az élelmiszerek világpiaci árának változása leginkább az élelmiszerek termékcsoportban, illetve a vendéglátásban árindexében érezhető, ugyanakkor az ipari fémek, vagy a kőolaj árának változása már szinte minden ágazat, minden késztermék árában tetten érhető. A hazai háztartások tehát úgy szembesülhetnek a globális ártranszmissziós hatásokkal, hogy közvetve nem is fogyasztanak import terméket, de még közvetett módon is csak sok szereplőn keresztül teszik. Mindez kiszolgáltatottá teszi a lakosságot, a jegybankot és a kormányokat is olyan ársokkoknak, amelyekre se ráhatásuk, se ráhatásuk nincs.

A globális inflációs ártranszmissziók módszertanáról Koppány, Vakhal és Pusztai (2023b) ír, a konkrét magyar hatásokat pedig Koppány, Vakhal és Pusztai (2023a) foglalja össze. A továbbiakban megvizsgáljuk, hogy a közép-kelet európai régióban milyen az inflációs kitettség a saját belső gazdaság, valamint a globális beszállítók felé. Az elemzési módszer egy árrugalmasság alapú vizsgálat, amely azt a kérdést vizsgálja, hogy *ceteris paribus* milyen hatással jár a fogyasztói árindexre, ha a vizsgált beszállítói ágazatban 1%-kal emelkednek az árak, a hatás pedig közvetlen (az ágazat által előállított fogyasztási cikkeken keresztül), illetve közvetett (az ágazat által előállított, saját vagy más ágazatok által előállított termékeken keresztül) módon jelentkezik. Illusztrációs példaként tekinthetjük az üzemanyagárak emelkedését. Mivel a fogyasztó közvetlenül is vásárol ilyen terméket, így szembesül a drágulással tankoláskor, de a logisztikai szolgáltatókon keresztül a legtöbb termék árába beépül az áremelkedés, így a lakosság akkor is szembesül vele, ha éppen nem is vásárol üzemanyagot.

Az inflációs kitettséget hazai és nemzetközi forrásra bonthatjuk. A hazai forrás legnagyobb része a kis- és nagykereskedelemben jelentkezik. Nem szabad elfelejteni azonban, hogy a kis- és nagykereskedelmi drágulás, mivel viszonteladásról van szó, nem foglalják magukban a beszerzett áruk drágulásának hatását, mivel az a késztermék előállító termelőnél jelentkeznek. Más szavakkal, ha az élelmiszerek ára emelkedik, és a kereskedő nem változtatott

szolgáltatásainak árain, akkor a drágulás az élelmiszeriparhoz tartozik. Ugyanakkor, ha a beszállítói árak nem változtak, azonban a kereskedő emel díjain a beszállítók felé (vagyis saját profitját növeli), akkor ez a drágulás a kis- és nagykereskedelemben tartozik.

A következő táblázat (6. táblázat) a top3 hazai inflációs forrást jelöli a térségünkben:

6. táblázat: Háztartások inflációs kitétsége a top3 hazai ágazat felé, 2018

Tagállam	Top1	Top2	Top3
Bulgária	Ingatlanügylek (0,182 %-pont)	Kis- és nagykereskedelelem, gépjárműkereskedelelem (0,154 %-pont)	Élelmiszeripar (0,087 %-pont)
Ciprus	Kis- és nagykereskedelelem, gépjárműkereskedelelem (0,184 %-pont)	Ingatlanügylek (0,12 %-pont)	Szálláshelyszolg., vendéglátás (0,107 %-pont)
Csehország	Ingatlanügylek (0,216 %-pont)	Kis- és nagykereskedelelem, gépjárműkereskedelelem (0,161 %-pont)	Élelmiszeripar (0,097 %-pont)
Észtország	Ingatlanügylek (0,184 %-pont)	Kis- és nagykereskedelelem, gépjárműkereskedelelem (0,15 %-pont)	Villamosenergia-, gáz-, gőzellátás (0,074 %-pont)
Horvátország	Ingatlanügylek (0,199 %-pont)	Kis- és nagykereskedelelem, gépjárműkereskedelelem (0,133 %-pont)	Élelmiszeripar (0,087 %-pont)
Lengyelország	Kis- és nagykereskedelelem, gépjárműker. (0,203 %-pont)	Élelmiszeripar (0,121 %-pont)	Ingatlanügylek (0,115 %-pont)
Lettország	Ingatlanügylek (0,191 %-pont)	Kis- és nagykereskedelelem, gépjárműkereskedelelem (0,162 %-pont)	Villamosenergia-, gáz-, gőzellátás (0,066 %-pont)
Litvánia	Kis- és nagykereskedelelem, gépjárműkereskedelelem (0,181 %-pont)	Ingatlanügylek (0,097 %-pont)	Szárazföldi szállítás (0,079 %-pont)
Magyarország	Ingatlanügylek (0,171 %-pont)	Kis- és nagykereskedelelem, gépjárműkereskedelelem (0,155 %-pont)	Élelmiszeripar (0,094 %-pont)
Málta	Kis- és nagykereskedelelem, gépjárműkereskedelelem (0,12 %-pont)	Ingatlanügylek (0,105 %-pont)	Szárazföldi szállítás (0,088 %-pont)
Románia	Kis- és nagykereskedelelem, gépjárműkereskedelelem (0,204 %-pont)	Élelmiszeripar (0,145 %-pont)	Ingatlanügylek (0,14 %-pont)
Szlovákia	Ingatlanügylek (0,168 %-pont)	Villamosenergia-, gáz-, gőzellátás (0,143 %-pont)	Kis- és nagykereskedelelem, gépjárműkereskedelelem (0,131 %-pont)

Tagállam	Top1	Top2	Top3
Szlovénia	Ingyanügylek (0,163 %-pont)	Kis- és nagykereskedelem, gépjárműkereskedelem (0,159 %-pont)	Pénzügy, biztosítás (0,067 %-pont)

Forrás: OECD, Kopint-Tárki

Értelmezés: az ágazat által ceteris paribus 1%-kal növelt kibocsátási ár közvetett és közvetlen hatása a fogyasztói árindexre

Látható, hogy a fogyasztói árindexre a legtöbb esetben az ingatlanügyletek, valamint a kereskedelmi ágazatok felől éri a legnagyobb hatás. Mindez arra is felhívja a figyelmet, hogy a régió bérlakáshelyzete valószínűsíthetően rendkívül kedvezőtlen a háztartások szempontjából, és az árindex egyik legfőbb befolyásoló tényezője a lakások bérleti díja. Az ingatlanügyletek minden OECD tagállamban az egyik legnagyobb ártranszmissziós rugalmasságú ágazat. Az energiaszektor pedig csupán néhány helyen fért be a top3 ágazat közé, vagyis önmagában az energiaszolgáltató néhány százalékos mértékű díjemelése (ez nincs összefüggésben az importált energia árával, mint például a földgáz és a kőolaj) nem szükségképpen járnak az infláció érdemi megemelkedésével.

A kereskedelem szerepe az inflációs nyomásban igen különleges. A vállalatok által előállított hozzáadott érték forrása elsősorban a fogyasztóktól származik, másrésről a beszállítóktól beszedett díjak jelentik a fedezetet. A kereskedelmi árrés nagyságát a piaci verseny természetesen befolyásolja, ennek azonban vannak területi és egyéb dimenziói (Ellickson & Misra, 2008). A kereskedelmi vállalatoknak vannak szervezési, raktározási és üzemeltetési költségei, a folyamatok élömunkaigényesek, a legtöbb esetben fennáll az árfolyam volatilitás fedezésének költsége is, így az árrés csupán a verseny intenzitásának növekedésével csak kis mértékben csökkenthető, az inflációra gyakorolt rugalmassági hatás ettől még nagy marad.

Az ártranszmisszió globális jellege miatt fontos megvizsgálni a nemzetközi kitétségeket is. A régióra jellemző, hogy a legnagyobb kitétség Németországgal szemben van, ami gyakran Kína követ. Ezeket az országok ezután általában a regionális partnerek követik, hiszen itt a legélénkebb a kereskedelmi kapcsolat.

7. táblázat: Tagállamok top3 legnagyobb kitétsége külföldi ágazatok felé, 2018

Tagállam	Top1	Top2	Top3
Bulgária	Oroszország (Bányászat, kőolaj és földgáztermelés 0,044%-pont)	Oroszország (Kőolajfeldolgozás 0,016%-pont)	Oroszország (Kis- és nagyker., gépjárműker 0,014%-pont)
Ciprus	Nagy-Britannia (pénzügy és biztosítás 0,018%-pont)	Görögország (Kis- és nagyker., gépjárműker 0,017%-pont)	Luxemburg (pénzügy és biztosítás 0,017%-pont)
Csehország	Németország (Kis- és nagyker., gépjárműker. 0,021%-pont)	Németország (Gépjárműgyártás 0,019%)	Oroszország (Bányászat, kőolaj és földgáztermelés 0,016%-pont)
Észtország	Kína (ruhaipar 0,023%-pont)	Oroszország (kőolajfeldolgozás 0,012%-pont)	Németország (járműipar 0,011%-pont)
Horvátország	Olaszország (Kis- és nagyker., gépjárműker 0,015%-pont)	Egyéb nem OECD országok (RoW) (Bányászat, kőolaj és	Szlovénia (Energiaipar 0,013%-pont)

Tagállam	Top1	Top2	Top3
		földgáztermelés 0,015%-pont)	
Lengyelország	Németország (járműipar 0,019%-pont)	Kína (ruhaipar 0,019%-pont)	Németország (Kis- és nagyker., gépjárműker 0,017%-pont)
Lettország	Oroszország (Bányászat, kőolaj és földgáztermelés 0,02%-pont)	Németország (járműipar 0,016%-pont)	Litvánia (Kis- és nagyker., gépjárműker 0,016%-pont)
Litvánia	Oroszország (Bányászat, kőolaj és földgáztermelés 0,034%-pont)	Lengyelország (Kis- és nagyker., gépjárműker 0,017%-pont)	Oroszország (Kis- és nagyker., gépjárműker 0,015%-pont)
Magyarország	Ausztria (Villamosenergia-, gáz-, gőzellátás 0,023%-pont)	Németország (Kis- és nagyker., gépjárműker. 0,021%-pont)	Oroszország (Bányászat, kőolaj és földgáztermelés 0,02%-pont)
Málta	Nagy-Britannia (pénzügy és biztosítás 0,027%-pont)	USA (pénzügy és biztosítás 0,022%-pont)	Olaszország (Kis- és nagyker., gépjárműker. 0,019%-pont)
Románia	Németország (Kis- és nagyker., gépjárműker. 0,013%-pont)	Németország (járműipar 0,012%-pont)	Oroszország (Bányászat, kőolaj és földgáztermelés 0,011%-pont)
Szlovákia	Oroszország (Bányászat, kőolaj és földgáztermelés 0,027%-pont)	Csehország (élelmiszeripar 0,018%-pont)	Németország (Kis- és nagyker., gépjárműker. 0,017%-pont)
Szlovénia	Olaszország (Kis- és nagyker., gépjárműker. 0,016%-pont)	Németország (járműipar 0,015%-pont)	Kína (ruhaipar 0,014%-pont)

Forrás: OECD, Kopint-Tárki

Értelmezés: az ágazat által ceteris paribus 1%-kal növelt kibocsátási ár közvetett és közvetlen hatása a fogyasztói árindexre

Magyarország ártranszmissziós kitettsége az osztrák energiaszektorttal szemben érdekes eredmény, a háttérben elsősorban technikai jellegű magyarázat állhat (bár a pontos ok nem ismert). A Barátság kőolajvezeték vége a Bécs közeli Schwechaton van, ahol az osztrák ÖMV Európa egyik legnagyobb kőolajfinomítóját és gáztározóját üzemelteti. Bár Magyarországon is léteznek erre alkalmas üzemek, az importált energiahordozók jelentős része Ausztriából érkezett Magyarországra a 2018-as adatok szerint. Ez nem zárja természetesen ki, hogy a nyersanyag Oroszországból érkezett.

A tagállamok Oroszországgal szembeni kitettsége néhány esetben kifejezetten jelentős, ugyanakkor kizárólag az energiahordozókat előállító ágazatokra koncentrálódik. Az eredmények azt mutatják, hogy ha a kibocsátási ár az orosz energetikai ágazatokban 100%-kal emelkedik, akkor az a hazai inflációt ceteris paribus 2-3 százalékponttal is megemelheti, erre pedig 2021 óta többször is volt példa, főleg a földgáz esetén. Összességében a 15%-ot meghaladó régiós inflációért az energiaválság azonban csak részben tehető felelőssé, legalább ekkora részben felelős a járványhelyzet utáni fiskális, továbbá a később lépő monetáris politika.

Ilyen magas árindexek már a növekedést is jelentősen visszafogják térségben. A háztartások lassan kezdtek el alkalmazkodni a megváltozott inflációs környezethez, mivel a járványhelyzet alatt visszafogott fogyasztás miatt felhalmozódtak a megtakarítások, valamint a kormányok igyekeztek megőrizni a fogyasztók vásárlóerejét. Így a drágulási hullám beindulásakor a

háztartások nem korrigálták egyből a fogyasztásukat. Ilyen inflációs szuperciklusok esetén a technikai recesszió egy hatékony megoldást jelenthet a drágulás letörésére, ám ez végül csak néhány tagállamban következett be. Az idei évre pedig csak Észtországban és Magyarországon várunk visszaesést, a térség növekedését pedig 1%-ra jelezzük előre. Jövőre erős bázishatás mellett lassulni tovább fog enyhülni az inflációs nyomás, a növekedés pedig 3-4% között alakulhat.

3. A világgazdasági környezet hatása a magyar államháztartásra

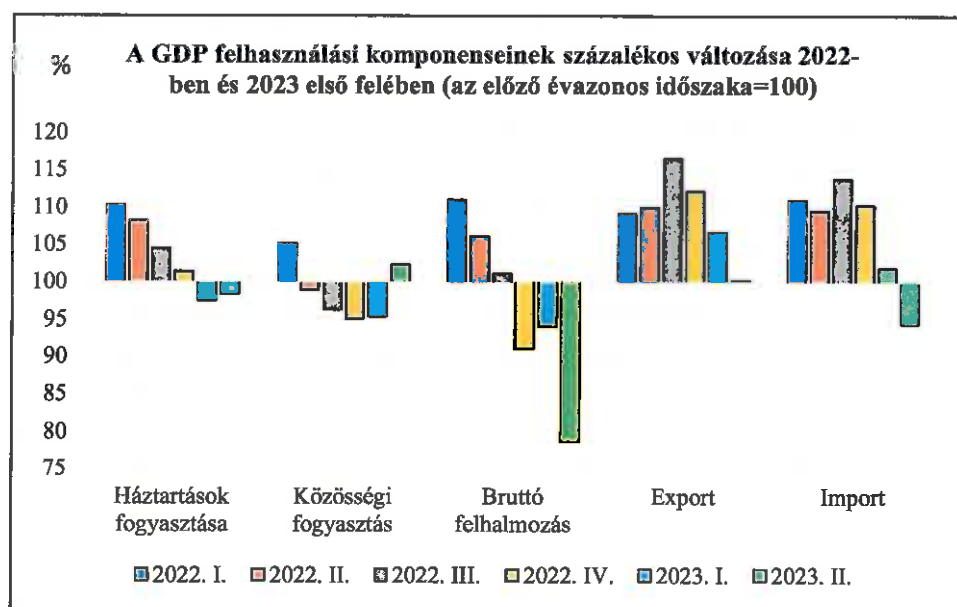
3.1. A nemzetközi környezet hatása a makrogazdasági helyzetre, a növekedési kilátásokra

A magyar gazdaság nemzetközi kitétsége különösen magas: az áruk és szolgáltatások külkereskedelme a GDP kb. 90%-át képviseli. 2021 közepéig az áruexport nominális értéke meghaladta az importét, 2021 második felét és a 2022. évet azonban negatív nettó áruexport és külkereskedelmi mérleg jellemezte. 2023 első felében azután visszatért az áruexport-többlet. A szolgáltatások nettó exportja ugyanakkor folyamatosan pozitív volt, s ez az aktívum az elmúlt időszakban emelkedett is. A külkereskedelmi áruegyenleg változása az elmúlt másfél évben szorosan összefüggött a cserarányok romlásával, az energia-import árak jelentős emelkedésével (lásd a 3.2. pontot).

Ami a külkereskedelmi forgalom *volumenét* illeti, az elmúlt másfél évben – az első negyedév kivételével – az export növekedése minden negyedévben meghaladta az importét. Mindez korántsem kifejezetten támogató nemzetközi közegben történt: a világkereskedelem stagnált, alig emelkedett, és a magyar export fő felvevőpiacai sem mutattak erős konjunktúrát. Ennek ellenére a magyar áruexportvolumene 2022 második felében átlagosan több mint 14%-kal, 2023 első felében

2022 második és negyedik negyedéve között az export nőtt a GDP valamennyi komponense közül a leggyorsabban, 2023 első két negyedévében pedig kizárólag az export (és az import) tudott növekedést felmutatni, mivel a többi GDP-komponens volumen-változása negatívba fordult. (29. ábra)

29. ábra: A GDP felhasználási komponenseinek százalékos változása 2022-ben és 2023 első felében (az előző évazonos időszaka=100)

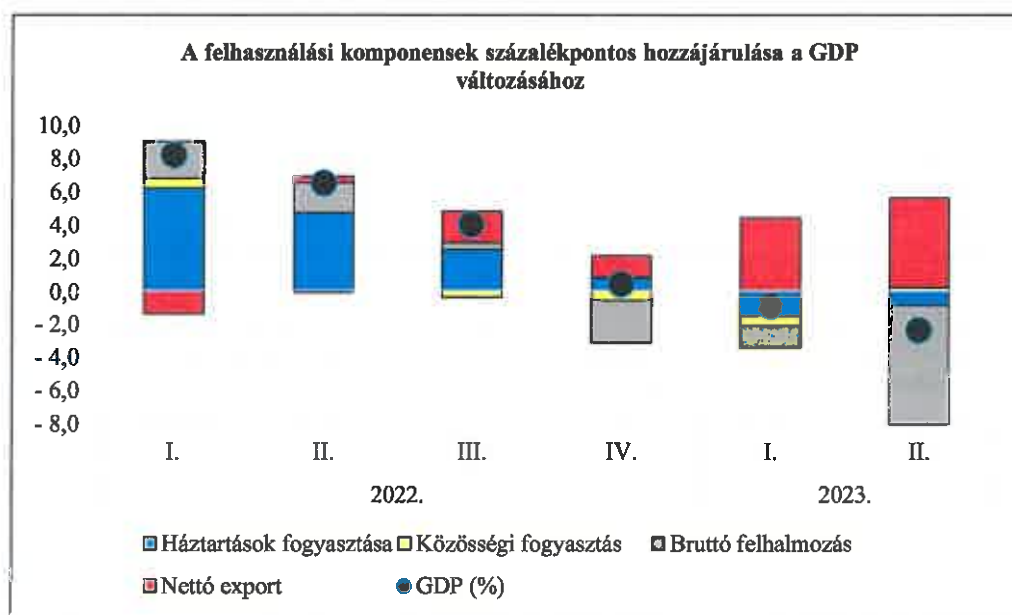


Forrás: KSH, Nemzeti Számlák

A nettó export hozzájárulása a GDP növekedéséhez 2022 első negyedében még negatív volt, mivel a magánfogyasztás és a beruházások szárnyalása (a választások előtti jelentős jövedelemkiáramlás és a költségvetési beruházási költségek következtében) jelentős importvonzattal járt, amint azt a 3.1. ábrán is láthattuk. A második negyedében már a nettó export hozzájárulása nagyjából semleges volt, mivel a belföldi felhasználás viharos emelkedése némileg alábbhagyott, bár még mindig jelentős volt, hiszen a magánfogyasztás 2022. második negyedében is még 4,7 százalékponttal járult hozzá a 6,5%-os GDP bővüléshez (30. ábra).

A magánfogyasztás hozzájárulása a GDP-hez az elmúlt másfél évben folyamatosan zsugorodott: míg 2022 első negyedében 6 százalékponttal (!) járult hozzá a GDP 8,2%-os növekedéséhez, 2023 második negyedében más mínusz 0,9 százalékponttal a GDP 2,4%-os visszaeséséhez. A bruttó felhalmozás hozzájárulása még meredekebben esett: a 2022 első negyedévi plusz 2,2 százalékponttól 2023 második negyedévére mínusz 7,1 százalékpontra.

30. ábra: A felhasználási komponensek százalékpontos hozzájárulása a GDP változásához



Forrás: KSH, Nemzeti Számlák

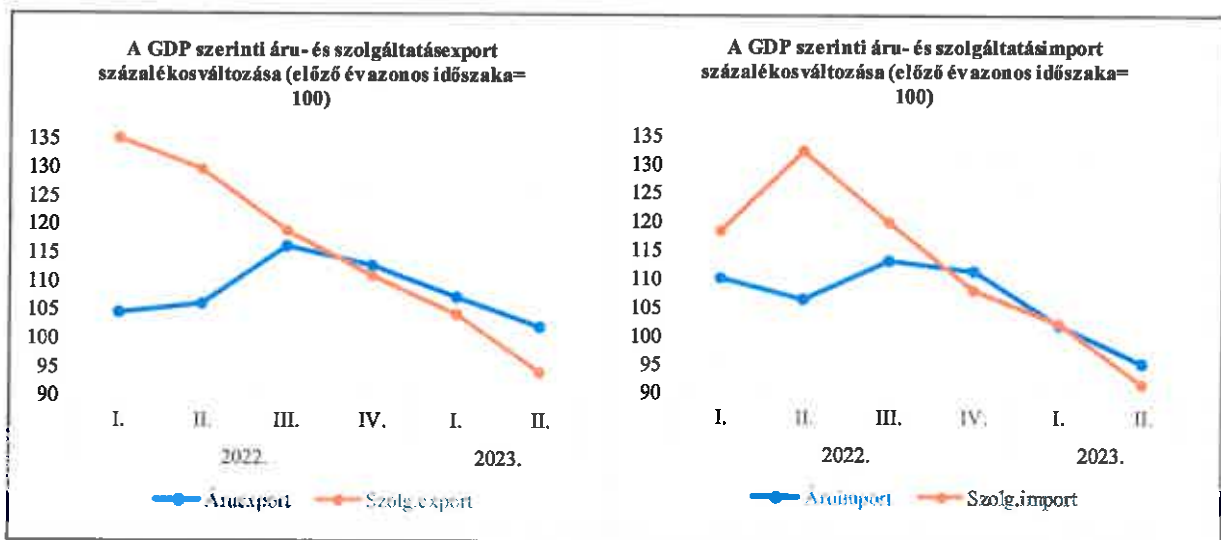
2022 utolsó negyedétől tehát egyedül a nettó export tudott növekedést felmutatni, a belföldi felhasználás valamennyi tétele zsugorodott. A belföldi felhasználás visszaesése és a nettó export emelkedése természetesen szorosan összefügg: a nettó export nem azért nőtt, mert a kivitel kiemelkedően dinamikus lett volna, hanem mert az import dinamikája a belföldi kereslet csökkenése következtében folyamatosan lanyhult, majd 2023 második negyedére volumenében vissza is esett. A kivitel volumenének a növekedése is negyedélvről negyedévre mérséklődött, ennyiben tehát érvényesültek a kedvezőtlen világgazdasági hatások, az import ennél nagyobb visszaesése azonban mégis a nettó export emelkedéséhez vezetett.

Érdeemes röviden egyenként is áttekinteni az áruk és szolgáltatások külkereskedelmének alakulását. Mind a szolgáltatásexport, mind az -import volumenének a növekedése az elmúlt másfél évben folyamatosan csökkent, 2023 második negyedében már mind az import, mind az export volumene visszaesett, az importé még jobban (31. ábra).

A KSH szolgáltatás-statisztikája szerint az euróban, folyó áron számított szolgáltatásexport 2023 első félévében kb. 10%-kal emelkedett, a GDP szerinti volumene azonban 1,1%-kal csökkent⁶¹. Ezen belül is az üzleti szolgáltatások értéke (euróban is) visszaesett. A turizmus-import (kiutazó turizmus) kiadásai is erőteljesebben emelkedtek, mint a beutazó turizmus bevételei.

A fentiek következtében a magyar szolgáltatás-külkereskedelem, amely korábban mindig számottevően hozzájárult a nettó exporthoz, nagyobb mértékben veszített a dinamikájából, mint az áru-külkereskedelem.

31. ábra: Az áruk és szolgáltatások külkereskedelmének dinamikája



Forrás: KSH, Nemzeti Számlák

A magyar külkereskedelem tehát erősen megsínylette a lanya külföldi konjunktúrát, a felvevő-piacok gyengélkedését. A nettó export pozitív hozzájárulása kifejezetten az import visszaesését, a belföldi kereslet zsugorodását tükrözte, ami korántsem pozitív fejlemény.

3.2. A nemzetközi cserearányok változásának a hatásai Magyarország külkereskedelmi mérlegére és bruttó hazai reáljövedelmére 2023 első felében

Cserearány-változás, belföldi felhasználás és a külkereskedelmi egyenleg alakulása: kétféle értelmezési keret

Az elmúlt másfél év hazai makrogazdasági és külső egyensúlyi folyamatainak értelmezése szempontjából nagyon sokat számít, hogy miként gondolkodunk a külkereskedelmi cserearányok változásának hatásáról. Különösen fontos, hogy figyelembe vesszük-e azt, hogy a cserearányromlás reáljövedelmet szív ki a gazdaságból, a cserearányok javulása pedig fordított következményekkel jár.

⁶¹ Meg kell jegyezni, hogy a két adat között nem csak az árváltozások hatása érvényesül, hanem a kétféle módon, azaz a GDP szerinti és a szolgáltatás-statisztika szerinti szolgáltatásexport számítási módszertana is eltér.

A szokásos értelmezés szerint 2022 elején a kormány – választási okokból -- túlfűtötte a gazdaságot, ezért a belföldi felhasználás a GDP-t meghaladó mértékben nőtt, s emiatt romlott a külső egyensúly (többletből deficitbe fordult a külkereskedelmi egyenleg). Erre pedig – úgymond – „rátett” az importált energia árának jelentős emelkedése okozta külkereskedelmi cserearányromlás. Így a külkereskedelmi egyenleg korábban nem látott mértékű romlásáért „egyrészt” a belföldi felhasználásnak a GDP-ét meghaladó növekedése, „másrészt” a külkereskedelmi cserearányok romlása okolható.

E megközelítés szerint – amely nemcsak a kormányzat és az MNB, hanem az EU Bizottságának, valamint a gazdasági elemző műhelyek többségének helyzetértékelését is jellemzi – a makrogazdasági folyamatok elemzésekor a belföldi felhasználás volumenének változását a GDP volumenváltozásához kell viszonyítani. Csak akkor indokolt rátérni a cserearányok vizsgálatára, amikor magyarázatot keresünk arra, hogy miért nőtt sokkal nagyobb mértékben a külső deficit annál, mint amit a belföldi kereslet és a termelés reálnövekedése közötti rés önmagában megmagyaráz. Pusztán technikai szempontból nézve, nincs semmi hiba ezzel a megközelítéssel, hiszen így is levezethető, hogy mely tényezők járultak hozzá a külső deficit növekedéséhez. Közgazdasági, különösen pedig gazdaságpolitikai szempontból azonban rendkívül félrevezetőnek tartjuk ezt a gondolkodási keretet.

Az alternatív értelmezési keretben nem arról van szó, hogy a külkereskedelmi cserearány-veszteség „rátenne” egy meglévő egyensúlyhiányra, hanem arról, hogy a cserearányromlás *eleve* szűkíti a gazdaság által elkölthető forrásokat a megtermelt forrásokhoz viszonyítva, vagyis csökkenti a megtermelt GDP vásárlóértékét. (A KT részére 2022-ben készített tanulmányban a Kopint-Tárki ebben a keretben értelmezte a hazai fejleményeket.)

A GDP vásárlóértékének változását a cserearányhatással kiigazított GDP, az úgynevezett bruttó hazai reáljövedelem (RGDI, real gross domestic income) mutatja, amely a cserearányok javulása, illetve romlása esetén a GDP reálváltozásánál nagyobb, illetve kisebb mértékben változik – annak megfelelően, hogy a cserearány-veszteség jövedelmet „szív ki”, a nyereség pedig jövedelmet „pumpál” a gazdaságba. A gazdaság szereplői, hacsak a gazdaságpolitika ebben meg nem akadályozza őket, képesek alkalmazkodni a gazdaság egészét érintő reáljövedelem-veszteséghez, például olyan módon, hogy a megdrágult importált javakból kevesebbet fogyasztanak.

Az alkalmazkodást a gazdaságpolitika kétféle módon tudja megakadályozni. Egyrészt azzal, hogy lefogja (vagyis a felhasználók számára nem teszi érzékelhetővé) a gazdaság egészét sújtó importár-emelkedést, másrészt pedig azzal, hogy a makrogazdasági jövedelemvesztéséget fokozott költségvetési költségekkel ellensúlyozza, illetve túlkompenzálja. Egyértelműen választási okokból, pontosan ez a konstelláció jellemezte Magyarországot 2022 első felében. A cserearány-veszteség makro-jövedelmi hatásait a kormány csak a nyertes választás után, 2022 második felétől kezdte áremelések és különféle megszorítások formájában ráengedni a gazdaságra.

E „ráengedés” 2023 első felében is folytatódott, amikor pedig a külkereskedelmi cserearányok csaknem annyival javultak, mint amennyivel az előző év azonos időszakában romlottak. Az, hogy a cserearányok 5%-os *javulását* és az RGDI 1,9 %-os *növekedését* 2023 második

negyedében a belföldi felhasználás rendkívül súlyos (7,4%-os), és a GDP enyhébb (2,4%-kos) visszaesése kísérte, pusztán annak a tükörképe, hogy a kormány 2022-ben árrögzítésekkel és keresletélénkítéssel reagált a cserearányok jelentős romlására. Az idei visszaesés egyáltalán nem volt végzetes, hanem egyenes következménye annak, hogy a kormány politikai törekvései határozták meg a belföldi kereslet alakulását. Ha tavaly az első félévben engedték volna, hogy a belföldi kereslet alkalmazkodjon a nemzetközi árárányok változása miatt beszűkült forrásokhoz, akkor a külső deficit lényegesen kevésbé nőtt volna, és idén a gazdaság nem esett volna vissza.

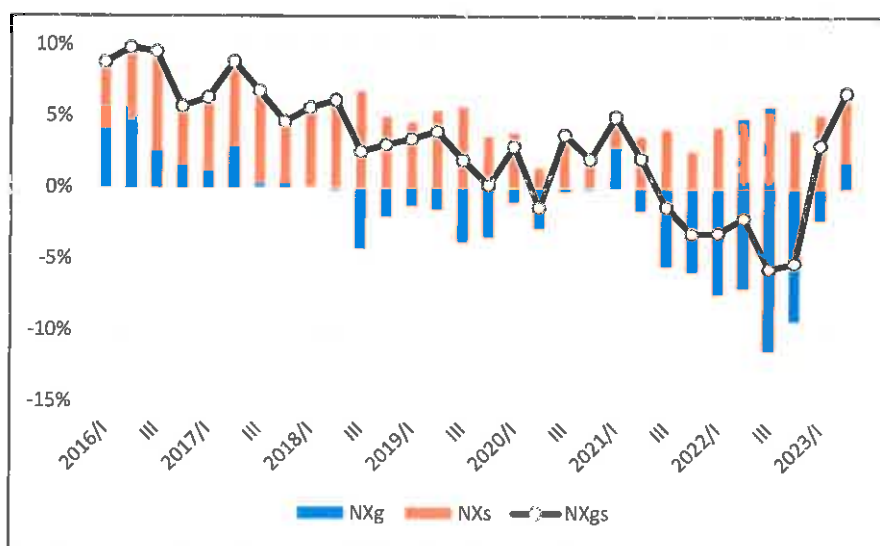
A továbbiakban néhány ábra segítségével nyújtunk áttekintést az elmúlt időszak témánkhoz kapcsolódó fejleményeiről, kiemelt figyelemmel a 2022. év első és az idei év második negyedére közötti periódusra.

Statisztikai áttekintés

Áttekintésünkben először a külkereskedelmi egyenleg (más elnevezéssel: a nettó export) és a cserearányok alakulásáról, majd a kettő összefüggéséről adunk képet. Ezt követően három tényezőre, volumen-, árszint- és cserearányhatásra bontjuk a nettó export változását, majd bemutatjuk a bruttó hazai reáljövedelem (RGDI) és összetevőinek alakulását az elmúlt másfél évben. Végül az igazoljuk, a GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg változása csaknem pontosan levezethető az RGDI és a belföldi felhasználás közötti növekedési ütemkülönbségből, míg a GDP és a belföldi felhasználás között növekedési rés a nettó export változásának csupán kis részét magyarázza meg.

A 32. ábra 2016-tól mutatja be a nettó export két összetevőjének, az áru- és szolgáltatásforgalmi egyenlegnek az alakulását.

32. ábra: A GDP-arányos áruforgalmi (NXg), szolgáltatásforgalmi (NXs) és a teljes külkereskedelmi egyenleg (NXgs) alakulása 2016 és 2023 között

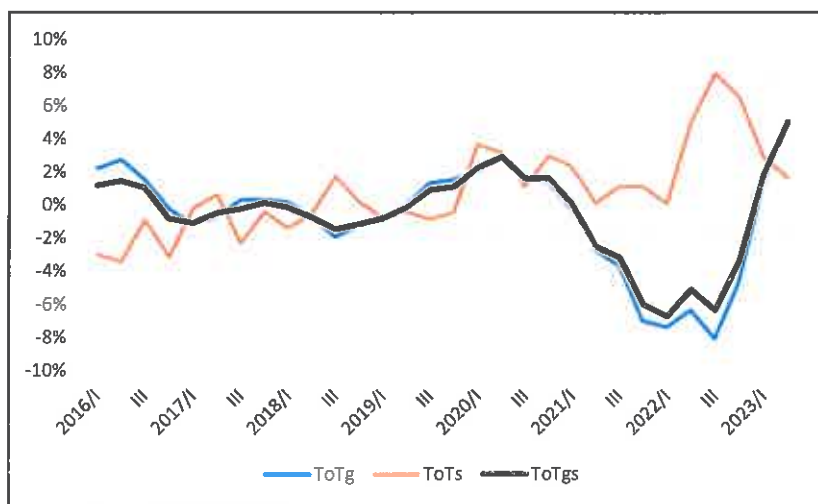


Forrás: KSH és saját számítás

Az ábrán egyrészt az látható, hogy a teljes külkereskedelmi egyenleg jelentős romlása 2021 elején kezdődött meg, másrészt az, hogy e romlás az áruforgalom folyamataihoz kapcsolódott; a szolgáltatásforgalom ezután is folyamatos többletet mutatott. A romló irányzat 2023 harmadik negyedében fordult meg, és a deficit az idei első két negyedében fordult át növekvő többletbe.

A következő, a **33. ábra** az áru-, és szolgáltatásforgalom, valamint a teljes külkereskedelem cserearányainak alakulását mutatja be ugyanebben az időszakban.

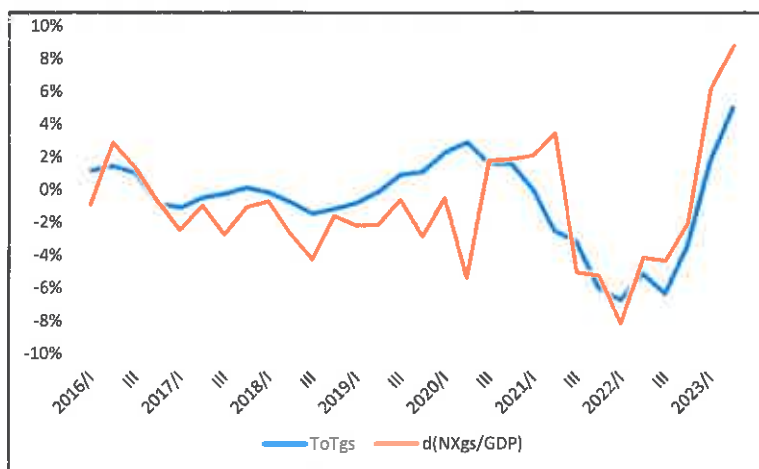
33. ábra: Az áruforgalmi (ToTg), a szolgáltatásforgalmi (ToTs) és a teljes külkereskedelem (ToTgs) cserearányainak alakulása 2016 és 2023 között előző év azonos negyedéhez viszonyítva



Forrás: KSH és saját számítás

Az áruforgalmi cserearányok romlása 2020-ban (tehát az Ukrajna elleni orosz agressziót jóval megelőzően) indult meg, és – bár az ábrán ez nem látszik – egyértelműen az importált energia-hordozók árának meredek emelkedéséhez köthető; a szolgáltatáskereskedelemben egyáltalán nem romlottak a cserearányok. A mélypontot itt is 2023 harmadik negyedévé jelentette; azóta a külkereskedelmi árányok számunkra kedvezően, és igen jelentősen változtak meg.

34. ábra: A GDP-arányos külkereskedelmi egyenlegnek az előző év azonos időszakához viszonyított változása és a cserearányok változása közötti összefüggés

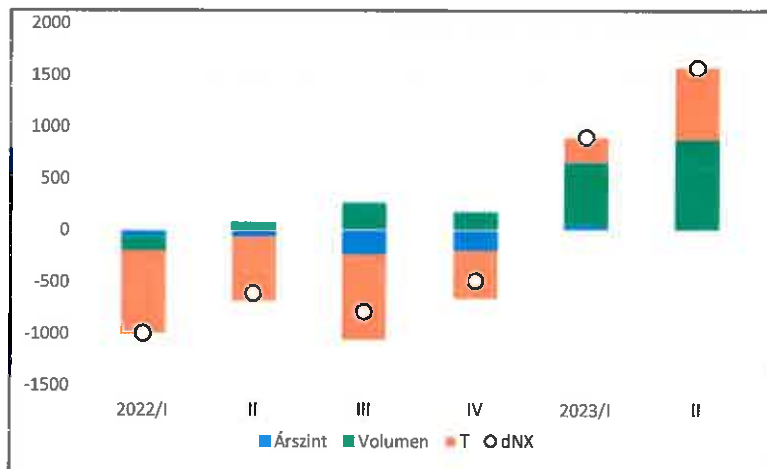


Forrás: KSH és saját számítás

A **34. ábra** azt dokumentálja, hogy 2021 második felétől rendkívül szorossá vált a nettó export változása és a cserearányok változása közötti összefüggés, és azt is mutatja, hogy az idei év első két negyedében az egyenleg javulása jelentősen meghaladta a cserearányok javulásának mértékét.

A **35. ábra** ugyanezt mutatja, de folyó áron mért adatok alapján, és kissé más szemléletben. Itt a nettó exportnak az előző év azonos időszakához viszonyított változását három összetevőre bontottuk: árszint-, volumen- és cserearányhatásra⁶². Az ábrán látható, hogy az egyenleg romlásának időszakában, 2022 negyedik negyedéig a „trading gain” rövidítéseként T-vel jelölt cserearányhatás fejtette ki a legerősebb negatív impulzust az egyenlegre; 2022 második felében ehhez hozzáadódott a negatív árszinthatás, mindezt pedig csak minimálisan tudta ellensúlyozni a pozitív volumenhatás (sőt, 2022 elején a volumenhatás is negatív volt). Úgy véljük, hogy megváltozott árarányokhoz történő erőteljesebb belföldi keresleti alkalmazkodás esetén a volumenhatás a negatív cserearányhatásnak lényegesen nagyobb részét ellensúlyozhatta volna. Emellett alacsonyabb importvolumen esetén kisebb lett volna az árveszteség. Amint látható, az idei cserearány-javuláshoz jelentős pozitív volumenhatás társul (az importnak nemcsak az ára, hanem a volumene is csökken), amire nem az idén, hanem az elmúlt évben lett volna szükség.

35. ábra: A külkereskedelmi egyenleg változásának (dNX) összetevő (Mrd forint)



Forrás: KSH és saját számítás

A **36. ábra** és a **37. ábra** a fentiekben bemutatott külkereskedelmi folyamatok makrogazdasági vetületeit mutatja be. A **37. ábrán** szaggatott vonal jelöli a bruttó hazai reáljövedelem (RGDI) változását az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az RGDI változását két tényező befolyásolja: a GDP volumenének kék oszloppal jelölt növekedése, és a külkereskedelmi árnyereségnek (T-nek) aránya az előző év azonos időszakának GDP-jéhez viszonyítva (narancssárga oszlop: tartalma megfelel a **35. ábrán** narancssárgával jelölt oszlopnak). Az

⁶² A külkereskedelmi egyenleg változásának három tényezőre bontása az alábbi képletre támaszkodik:

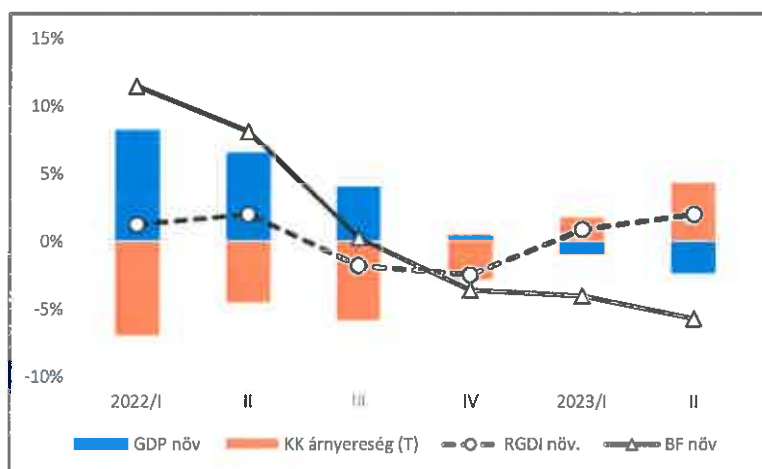
$$(X_1 - M_1) - (X_0 - M_0) = \underbrace{(X_1 - M_1) - \frac{X_1 - M_1}{P_{xm}}}_{\text{Árszinthatás}} + \underbrace{\left(\frac{X_1}{P_x} - \frac{M_1}{P_m}\right) - (X_0 - M_0)}_{\text{Volumenhatás}} + \underbrace{\frac{X_1 - M_1}{P_{xm}} - \left(\frac{X_1}{P_x} - \frac{M_1}{P_m}\right)}_{\text{Cserearányhatás}}$$

ahol a kivittelt X , a behozatalt M , a bázis-, illetve tárgyidőszakot 0 , illetve 1 , az export-, illetve importárindexet P_x , illetve P_m , a kettő átlagát pedig P_{xm} jelöli.

RGDI változása a GDP-növekedés és az így értelmezett árnyereség eredője (árvesztés negatív árnyereséget jelent, amint azt a 2022-es értékek mutatják). 2022 első felét igen dinamikus GDP-növekedés jellemezte, az RGDI azonban minimálisan nőtt, a második félévben pedig csökkent. 2022 egészét tekintve a GDP 4,7%-kal nőtt, az RGDI viszont 0,5%-kal csökkent. 2023-ban megfordultak a relációk: a GDP mindkét negyedében csökkent, az RGDI viszont nőtt.

Az ábrán telt fekete vonal jelzi a belföldi felhasználás (BF) volumenének változását. 2022 első felében lényegesen, harmadik negyedében enyhébben, de meghaladta az RGDI növekedését. Az alkalmazkodás csak a negyedik negyedévben kezdődött meg, 2023-ban pedig jelentősen felgyorsult: ekkor már az RGDI emelkedését a belföldi felhasználás számottevő csökkenése kísérte.

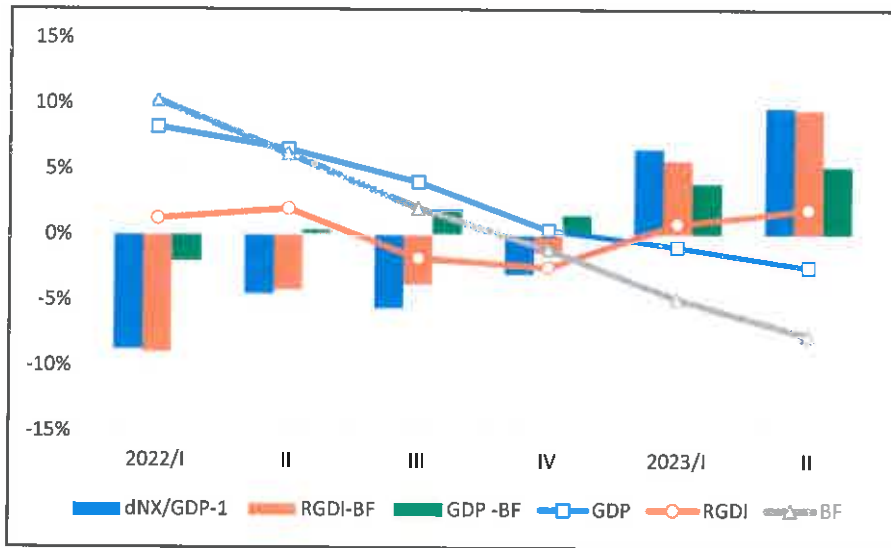
36. ábra: A GDP, a külkereskedelmi árnyereség, az RGDI és a belföldi felhasználás alakulása (százalékos változás az előző év azonos időszakához viszonyítva)



Forrás: KSH és saját számítás

Végül a **37. ábra** azt illusztrálja, hogy a nettó export változása (kék oszlop) csaknem pontosan megfeleltethető az RGDI és a belföldi felhasználás között növekedési ütemkülönbségnek. Kivételt csak a 2022 harmadik negyedéve jelent, amikor a **(35. ábra** szerint látható módon, jelentős volt a negatív árszinthatás). Mindebből azt szűrjük le, hogy ha tavaly a gazdaságpolitika engedte volna a belföldi kereslet alkalmazkodását az alig növekvő, illetve csökkenő RGDI-hoz, akkor lényegesebb kisebb lenne az ideai kiigazítási-megszorítási kényszer, és az RGDI növekedését nem kísérné a belföldi felhasználás súlyos visszaesése.

37. ábra: A GDP, az RGDI és a belföldi felhasználás növekedése (vonalak), továbbá GDP arányos export változása és GDP, illetve az RGDI valamint a belföldi felhasználás közötti növekedési rés (oszlopok)

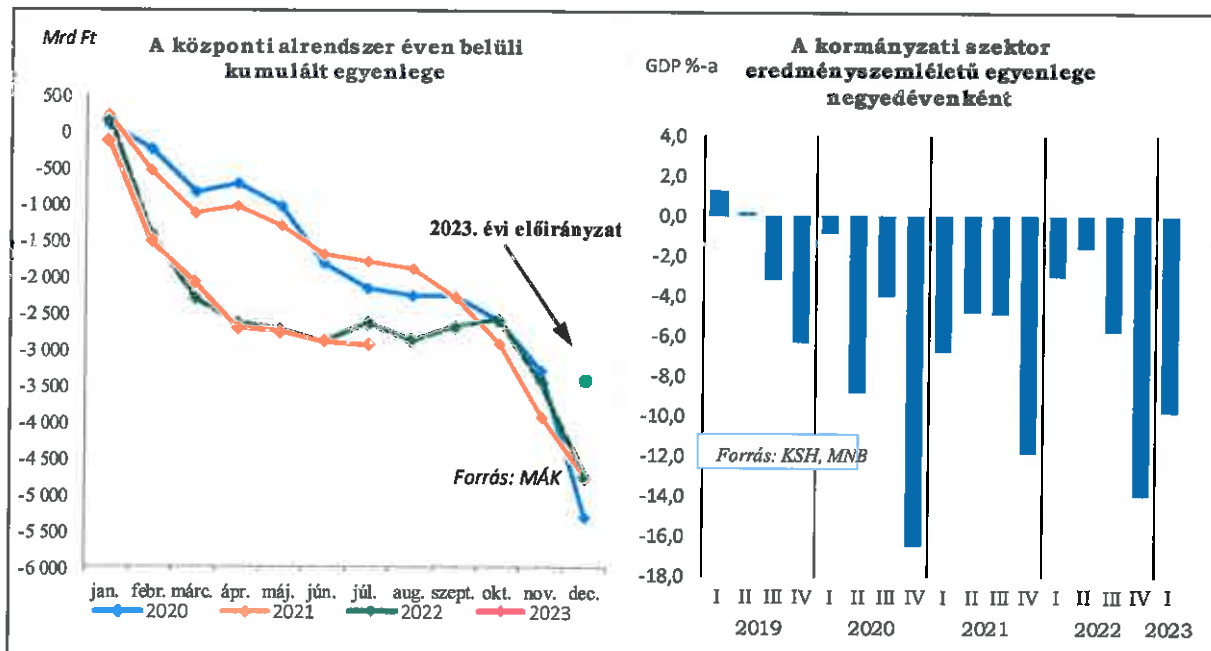


Forrás: KSH és saját számítás

3.3. A fiskális politika mozgástere a magas infláció körülményei között

A 2023. évi költségvetési prognózisunk érdemben romlott a Költségvetési Tanács számára készített áprilisi jelentésünk óta: a GDP arányában a kormányzati hiánycélnál 1 százalékponttal magasabb, 4,9%-os ESA-hiányt várunk, negatív kockázatok mellett.

38. ábra: A központi kormányzat főbb egyensúlyi mutatói



Forrás: KSH, MNB és Államkincstár

A 2023. évi, 2022. decemberében átdolgozott költségvetési törvény a központi kormányzat 3,400 ezer milliárdos hányát írja elő. Ezzel szemben az év első hét hónapjában már létrejött ennek több, mint 87%-a, 2,940 ezer milliárd forintos deficit.

Mint a fenti ábrából látható, ez az egyenleg-lefutás azonos a 2022. évivel, igaz, akkor választási év volt, amikor is a kormányzati költségek több ezer milliárd forinttal megemelte a költségvetés kiadásait. Végül is 2022-ben az eredetileg előírt 5,9%-kal szemben 6,2% lett az eredményszemléletű államháztartási hiány. 2023-ban nincs választás és az ehhez kapcsolódó kormányzati pénzosztás sem, a hiány mégis óriásira duzzadt 2023 első hét hónapjában.

2023. első negyedévében a kormányzati szektor *eredményszemléletű hiánya* a GDP 9,8%-át tette ki. Ennél magasabb első negyedéves deficit utoljára a 2000-es években volt tapasztalható. A havi adatok alapján a második negyedévre ennél alacsonyabb eredményszemléletű hiányt jelzünk előre, az éves hiány-túllépés ennek ellenére nem kerülhető el.

Ugyanakkor az első héthavi kimagasló deficit szezonális hatásokat is takar. A fűtési idényben, az év elején a lakossági rezsitámogatások elérték az éves előirányzat kétharmadát, miközben az ezt fedezni hivatott ágazati extraprofit-adók befizetése zömmel az év második felére esik.

Vannak azonban nem szezonális, hanem strukturális kihívások is a 2023. évi költségvetési folyamatokban. Ezek közül a legjelentősebb az ÁFA bevételek számottevő elmaradása a tervezettől. A fogyasztáshoz kapcsolt adókból az első hét hónapban mindössze az éves előirányzat 51,3%-a folyt be, miközben az időarányos 58% lett volna. Az első hét hónapban az időarányos elmaradás a fogyasztáshoz kapcsolt bevételekben megközelíti a 700 milliárd forintot. Másként megközelítve: a fogyasztási adók az első hét hónapban mindössze 4,8%-kal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest, miközben az éves költségvetési törvény a fogyasztási bevételek 17%-os növekedését írta elő.

Az ÁFA bevétel elmaradása részben a lakossági vásárlásoknak a vártnál nagyobb elmaradásával magyarázható. Noha a háztartások vásárolt fogyasztása a GDP statisztika szerint az első félévben csak 3,6%-kal csökkent, a kiskereskedelmi forgalom, amelyből az ÁFA bizonyosan befolyik, kb. 10%-kal. A háztartások vásárolt fogyasztásának az egyéb, a KSH által nem konkrétizált elemei, amelyek ezek szerint növekedtek, nem feltétlenül alanyai az ÁFA-befizetésnek. Feltehetőleg szerepet játszott a belföldi kiskereskedelmi forgalomnak a várttól jóval nagyobb elmaradásában az, hogy az EU-szinten kimagasló fogyasztói árindex következtében a szomszédos országok árait meghaladó magyar fogyasztói árak kialakulása következtében (elsősorban az élelmiszerek terén) 2023-ban jelentősen emelkedett a hatámenti kiáramló bevásárló-forgalom. Ez a vásárlás részét képezi a lakosság fogyasztásának, viszont egyetlen fillér ÁFA sem folyik be belőle a magyar költségvetésbe. Ebben az értelemben a magas fogyasztói árindex, amelytől a költségvetés a bevételek jelentős emelkedését remélhette 2023-ban, valójában visszaütött, és a belföldi bolti vásárlások jelentős visszaesése miatt alig növelte az államháztartási bevételeket.

A másik tényező, és ez már szorosan kapcsolódik a nemzetközi folyamatokhoz, az exportnak a belföldi felhasználásnál jóval nagyobb növekedése (lásd a 3.1. fejezetet). Márpedig az exporthoz nem kapcsolódik ÁFA befizetés, s ezzel elvész a termelési láncban felhalmozott

ÁFA-tartalom, azaz nő a visszaigénylések összege. Ami tehát kedvező a hazai GDP alakulása szempontjából, mivel megakadályozta a GDP még nagyobb visszaesését, nevezetesen az export húzóereje, kedvezőtlen az ÁFA bevételek szempontjából.

Hivatkozások

Czegezeli, V., Kolozsi, P. P., Kovács, K. V., Kutasi, G., & Torda, S. (2023). Az infláció nem monetáris kezelése az EU országokban. *Külgazdaság*, 67(3–4), 86–128.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2023.67.3-4.86>

Ellickson, P. B., & Misra, S. (2008). Supermarket Pricing Strategies. *Marketing Science*, 27(5), 811–828. <https://doi.org/10.1287/mksc.1080.0398>

European Commission, European Economic Forecast, Spring 2023, https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2023-05/SF_2023_Statistical%20Annex.pdf

FED: The Beige Book, Summary of Commentary on Current Economic Conditions By Federal Reserve District, September 6, 2023,

https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/BeigeBook_20230906.pdf

Financial Times, Why industrial gas demand has failed to recover,

<https://www.ft.com/content/047e6a9a-56c9-4360-9d1e-7de2f6651657>

IMF. (2023). Republic of Slovenia. *IMF Staff Country Reports*, 2023(027), 1.

<https://doi.org/10.5089/9798400230592.002>

International Energy Agency: Oil Market Report, August 2023,

<https://www.iea.org/reports/oil-market-report-august-2023?mode=overview>

Jens Boysen-Hogrefe, Dominik Groll, Nils Jannsen, Stefan Kooths, Nils Sonnenberg, Vincent Stamer, Timo Hoffmann: Deutsche Wirtschaft im Sommer 2023: Konjunktur tastet sich aus der Krise, Kieler Konjunkturberichte, Nr. 104 (2023|Q2, <https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/deutsche-wirtschaft-im-sommer-2023-konjunktur-tastet-sich-aus-der-krise-25906/>

Klaus-Jürgen Gern, Stefan Kooths, Jan Reents, Nils Sonnenberg und Ulrich Stolzenburg: Kieler Konjunkturberichte, Weltwirtschaft im Sommer 2023, KIELER Forschungszentrum Konjunktur und Wachstum, Juni 15.2023, <https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/weltwirtschaft-im-sommer-2023-expansion-bleibt-vorerst-schwach-25954/>

Koppány, K., Vakhal, P., & Pusztai, P. (2023a). Hungary's inflationary exposures to global price movements. *Society and Economy*. <https://doi.org/10.1556/204.2023.00015>

Koppány, K., Vakhal, P., & Pusztai, P. (2023b). Prices and Inflation in Global Value Chains: A global inflation-to-output price elasticity database with applications. *Külgazdaság*, 67((1)), 1–48. <https://doi.org/10.47630/KULG.2023.67.eng.1>

NIESR: Paula Bejarano Carbo, Hailey Low, Leaza McSorley, Stephen Millard and Kemar Whyte: UK Economic Outlook – Summer, 2023. <https://www.niesr.ac.uk/publications/uk-heading-towards-five-years-lost-economic-growth?type=uk-economic-outlook>

Niels-Jakob Hansen, Frederik Toscani, Jing Zhou: Higher prices so far mostly reflect increases in profits and import costs, but labor costs are picking up, <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/06/26/europes-inflation-outlook-depends-on-how-corporate-profits-absorb-wage-gains>

OECD Economic Outlook, Volume 1, June 2023 <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/ce188438-en/1/3/1/index.html?itemId=/content/publication/ce188438-en&csp=f8e326092da6dbbbef8fbfa1b8ad3d52&itemIGO=oecd&itemContentType=book>

OPEC, OIL Market Report, August 2023, <https://momr.opec.org/pdf-download/>

Sgaravatti, G., S., Tagliapietra, S., Trasi, C., & Zachmann, G. (2023, augusztus 30). *National fiscal policy responses to the energy crisis*. Bruegel | The Brussels-Based Economic Think Tank. <https://www.bruegel.org/dataset/national-policies-shield-consumers-rising-energy-prices>

United Nations, Inter-agency Task Force on Financing for Development, Financing for Sustainable Development Report 2023: Financing Sustainable Transformations.- https://desapublications.un.org/sites/default/files/publications/2023-04/FSDR_2023_Overview.pdf

Vakhal, P. (2023). The evolution of downstream global value chains in Eastern Europe. *Society and Economy*. <https://doi.org/10.1556/204.2023.00006>

Worldbank Commodity Markets <https://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>

World Economic Update, Near-term Resilience, Persistent Challenges, July 2023 <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/07/10/world-economic-outlook-update-july-2023?CID=sm-com-bl-WEOET2023004>

