

## **Kopint-Tárki Zrt.: Némi lassulás inflációval, ikerdeficittel**

MATHEIKA ZOLTÁN – NAGY KATALIN – PALÓCZ ÉVA

*A globális konjunktúra alakulására ható kedvezőtlen tényezők közül napjainkban az egyik legfontosabb az infláció felgyorsulása, ami a gazdaság minden szegmensében megjelenik. Az infláció veszélyére a jegybankok jellemzően a monetáris szigorítás különböző eszközeivel reagáltak, aminek rövid távon jelentős gazdasági növekedést fékező hatásai lehetnek. Emellett az orosz–ukrán háború egyes európai országokban nyersanyagellátási problémákhoz vezethet, valamint általános politikai-gazdasági bizonytalanságot okoz.*

*A magyar gazdaság kilátásait 2022-ben a gyorsuló infláció mellett a költségvetés kritikus helyzete és az orosz támadás közvetlen és közvetett következményei határozzák meg. Noha az év első hónapjaiban még folytatódni látszott az előző év végi erős gazdasági dinamika, az év folyamán ez bizonyosan lanyhulni fog. Az idei gazdasági növekedést a fogyasztás bővülése fogja húzni, ám az év második felében ez is várhatóan mérséklődik. Összességében jelenleg 4 százalék körüli növekedéssel számolunk, lefelé mutató kockázatokkal.*

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: O11, E31, E43, E52, H63.

*Kulcsszavak:* makrogazdasági elemzések, infláció, kamatok, monetáris politika, adósság, adósságmenedzsment.

A cikk a Kopint-Tárki A világ gazdaság és a magyar gazdaság helyzete és kilátásai 2022 tavaszán című konjunktúrajelentése alapján készült. A kiadvány szerzői: Bogóné Jehoda Rozália, Matheika Zoltán, Nagy Katalin, Oblath Gábor, Palócz Éva, Vakhai Péter. Szerkesztő: Nagy Katalin, Palócz Éva.

*Matheika Zoltán*, a Kopint-Tárki kutatója. E-mail: [zoltan.matheika@kopint-tarki.hu](mailto:zoltan.matheika@kopint-tarki.hu)

*Nagy Katalin*, a Kopint Konjunktúrakutatási Alapítvány ügyvezető igazgatója.

E-mail: [katalin.nagy@kopint-tarki.hu](mailto:katalin.nagy@kopint-tarki.hu)

*Palócz Éva*, a Kopint-Tárki vezérigazgatója. E-mail: [eva.palocz@kopint-tarki.hu](mailto:eva.palocz@kopint-tarki.hu)

A kézirat 2022. április 12-én érkezett szerkesztőségünkbe.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2022.66.3-4.36>

**Abstract**

**Kopint-Tárki Zrt.:**

**Some slowdown with inflation and twin deficits**

ZOLTÁN MATHEIKA – KATALIN NAGY – ÉVA PALÓCZ

One of the most important adverse factors affecting the global business cycle today is the acceleration of inflation, which appears in all segments of the economy. Central banks have typically responded to the threat of inflation with various instruments of monetary tightening, which can have a significant short-term drag on economic growth. In addition, the war between Russia and Ukraine could lead to raw material supply problems in some European countries and cause general political and economic uncertainty.

The outlook for the Hungarian economy in 2022 will be shaped by the critical fiscal situation and the direct and indirect consequences of the Russian attack on Ukraine, in addition to accelerating inflation. Although the strong economic momentum of the end of the previous year seemed to continue in the first months of the year, it will certainly weaken in the course of the year. This year's economic growth will be driven by the expansion of consumption, but this is also expected to moderate in the second half of the year. Overall, we currently expect GDP growth to be around 4 percent, with downside risks.

Journal of Economic Literature (JEL) codes: 011, E31, E43, E52, H63.

*Keywords:* macroeconomic analyses of economic development, price level, inflation, interest rates, monetary policy, debt, debt management, sovereign debt.

---

**A világgazdaság**

A *világgazdasági* helyzetet napjainkban a szárnyaló infláció, a lassuló globális kereskedelem, a termelési láncok újraeledő fennakadásai, a szigorodó monetáris politika, a volatilis pénzpiacok és a politikai konfliktusok jellemzik. A hangulatinдикátorok az év eleji felfelé mutató trend után újra lekonyultak, tükrözve a növekvő politikai és gazdasági bizonytalanságot. Pedig az orosz–ukrán konfliktus kitörése előtt megvolt a remény, hogy a pandémia enyhülését követően lassan normalizálódik a helyzet a világ legtöbb országában.

Annak ellenére, hogy Oroszország és Ukrajna világgazdasági súlya relatíve kicsi, mivel bizonyos kulcsfontosságú termékek fontos szállítói (nyersolaj, gáz, gabonafélék, fémalkatrészek, műtrágya-alapanyag), a köztük zajló konfliktus globális, elsősorban Európára gyakorolt hatásai mégsem lebecsülendők. Így a globális növekedésre vonatkozó előrejelzéseket az utóbbi időben rendre lefelé korrigálják: a tava-

lyi 5,8 százalékos globális bővülés után az idén mintegy 3,5 százalékos növekedés várható, amely jövőre sem gyorsul jelentősen. Ugyanakkor feltételezéseink szerint a pandémia hatásai a prognózisidőszakban már nem lesznek meghatározók, noha mindig új vírusvariánsok tűnnek fel, s a fertőzés terjedése még nem állt meg. A nyersanyag- és élelmiszer-piaci fejlemények következtében az infláció alakulása viszont nagyban kihat a globális folyamatokra: a magas nyersanyag- és élelmiszerárak egyre inkább begyűrűznek a fogyasztói árakba, s Japán kivételével mindenütt erőteljes áremelkedéshez, a reáljövedelmek csökkenéséhez vezetnek. A legtöbb jegybank már megkezdte a szigorítást, ami rontani fogja a hitelfeltételeket és fékezi a növekedést.

A *világkereskedelmi folyamatokat* jelenleg ellentétes hatások érik. Egyrészt a keresletet visszafogja az infláció, amely már a fejlett országokban is tekintélyes mértéket ért el, másrészt az újabb járványhullámtól való félelem, valamint az orosz–ukrán katonai konfliktus ösztönzi a készletfelhalmozást azokban a vállalati szegmensekben, ahol ez fizikailag és financiálisan megvalósítható. Az áremelkedést több tényező fűti: egyrészt az év eleje óta, de különösen március folyamán jelentős emelkedésnek indultak az energiahordozó nyersanyagok árai, amelyek az elmúlt év folyamán megduplázódtak, és az orosz–ukrán konfliktus hatására tovább emelkedtek. Európa keresi az orosz nyersanyagfüggőség ellenszerét, és alternatív források után kutat. Mindehhez hozzájárul az attól való félelem, hogy Oroszország átmenetileg megszünteti a nyersanyagellátást, ami a készletfelhalmozásokon keresztül tovább hajtja az árakat. Másrészt a környezetszennyező energia-előállítás korlátozása miatt Kína számos energiaigényes feldolgozóipari nyersanyagból (például acélból) a szokásosnál több importra szorul. Harmadrészt a lokális természeti katasztrófák, valamint a készletfelhalmozás miatt a kelet-ázsiai országban jelentősen nőtt az importkereslet, különösen az olyan szűkebb kínálatú piacokon, mint például az élelmiszerek.

Az orosz–ukrán konfliktus kereskedelemfékező hatása jelentős, azonban a károk a világ országai nem egyenlő mértékben osztozkodnak. Némiképp paradox módon az ukrán gazdaság szinte teljes leállása (nem küld és nem is fogad termékeket) leginkább a vele szoros kereskedelmi kapcsolatokat ápoló Oroszországnak és Fehéroroszországnak árt. A közép- és kelet-európai uniós tagállamok számára is káros az ukrán termelés átmeneti felfüggesztése, különösen néhány élelmiszeripari, valamint egyéb feldolgozóipari félkész termék esetében. Az orosz gazdaság szankcionálása, valamint a reciprocitás jegyében kivetett ellenszankciók néhány uniós tagállam gazdaságában már érezhető hatást váltanak ki. Különösen ide tartoznak a balti államok, a visegrádi országok (kiváltképp Szlovákia), valamint Finnország, ahol az orosz energiahordozóktól való függőség többszöröse a nyugat-európai uniós tagállamok

többségének. Összességében Oroszország jobban ki van téve az európai beszállítóknak, mint az európai termelők Oroszországnak, azonban az energiahordozók piaca kvázi monopolnak tekinthető, ami nem, vagy csak nagyon nehezen helyettesíthető, szemben azokkal az európai termékekkel és szolgáltatásokkal, amelyeknek létezik (tökéletlen) helyettesítője. Összességében a világkereskedelem volumene nagy valószínűséggel tovább fog növekedni, ha némileg lassúbb ütemben is.

Az amúgy is emelkedő *nyersolajárak* az orosz–ukrán konfliktus kirobbanását követően szárnyalni kezdtek, a márciusi átlag már hordónként 117 dollárt ért el, s a piacot nagy volatilitás jellemzi. Az olajárak emelkedését a politikai bizonytalanság mellett a készletek alacsony szintje is fűti. Az orosz nyersolajszállításokra kivetett vagy kivetendő embargó csak tovább növelheti az olaj árát, hiszen a felhasználóknak alternatív források után kell nézniük. Európa függetlenedési törekvései az orosz fosszilis energia importjától szintén fűtik az áremelkedéssel kapcsolatos várakozásokat. Becslések szerint a nyersolajár éves átlagban hordónként 100 dollár körül alakulhat az idén, ám jövőre visszamehet akár 89 dollárra. Természetesen ezt a prognózist nagy bizonytalanság jellemzi, hiszen nem lehet tudni, hogy az orosz–ukrán konfliktus hogyan alakul, a szankcióknak milyen hatásai lesznek, mennyire sikerül a fejlett országok leválása az orosz szállításokról, milyen szerepet játszhat ebben az új helyzetben Irán, és egyáltalán, hogyan alakul a piaci egyensúly, mennyire sikerül a készleteket visszatölteni. A gázpiacon talán még nagyobbak a feszültségek az orosz–ukrán konfliktus kirobbanása óta. Az orosz gáztól való függetlenedés nem egy európai ország számára sokkal bonyolultabb, mint az orosz olajról való leszakadás, s rövid távon nehezen megoldható. Egyes európai országok esetében a gázimport 60–90 százaléka Oroszországból jön, s ennek minden átmenet nélkül történő leállása nagy zavarokat idézhetne elő.

A *nem energiahordozó nyersanyagok* piacán az energiaárak emelkedése tovább fűtötte az árakat. Most már az élelmiszerek világpiacán is látványos az emelkedés. A drágulást nem csupán a logisztikai szűk keresztmetszetek és az energiaárak drágulása, hanem a kedvezőtlen időjárási viszonyok is táplálják. A kínai kibocsátás lassulásával valamelyest mérséklődött az ipari fémek áremelkedési üteme, de továbbra is folyamatos a drágulás. Mindezen az orosz–ukrán konfliktus bizonyosan tovább ront. A nyersanyagok drágulása mára egyértelműen beépült az árindexekbe, komoly fejtörést okozva a világ jegybankjainak.

Így nem meglepő, hogy az idén várhatóan mindenütt elkezdődik a *monetáris szigorítás*. A Fed márciusban az irányadó kamatot a 0,25–0,50 százalékos sávba emelte, s jelezte, hogy kis lépésekben további kamatemelésekre lehet számítani, így

az idén év végére az alapkamat elérheti a 2 százalékot, a jövő év végére pedig akár 2,8 százalék is lehet, de ennél gyorsabb ütemű kamatemelés sem kizárt. Az amerikai infláció egyelőre folyamatosan erősödik, a befektetők a magas infláció, a feszes munkaerőpiac és a bizonytalan inflációs kilátások miatt ár-bér spirál kialakulásától tartanak. Az *Európai Központi Bank* egyelőre még óvatosabb, de márciusban felgyorsította a nettó eszközvásárlások kivezetését, s jelezte, ha szükséges, még az idén elkezdheti a kamatemelést. Márciusban az euróövezet inflációja a várakozásokat meghaladó mértékben, 7,5 százalékra gyorsult, s már a maginfláció is 3 százalékot ért el. A brit infláció 6,2 százalék, és még emelkedő trendet követ, emiatt a brit jegybank márciusban 25 bázisponttal 0,75 százalékra emelte az alapkamatot, s további kamatkiigazítás várható. A közép- és kelet-európai országokban az infláció üteme még gyorsabb, mint Európa nyugati részén, így például a cseh jegybank – a 10 százalékos inflációra reagálva – több lépésben 5 százalékra emelte az alapkamatot, a magyar jegybank pedig – 8,3 százalékos infláció mellett – 4,4 százalékra. Lengyelországban márciusban 0,75 százalékkal 3,5 százalékra emelték az alapkamatot, majd áprilisban 100 bázisponttal 4,5 százalékra tovább emelték, mivel január–februárban az inflációs ráta 8 százalék felett, márciusban viszont már 10 százalékon mozgott.

Az *Európai Unió külső környezetében* a korábban vártnál lassúbb lesz az ideai növekedés. Így az *USA*-ban 3 százalék körüli GDP-bővülés várható az idén: a magas infláció, a szigorodó monetáris környezet és a geopolitikai feszültségek mind szerepet játszanak abban, hogy a tavalyi 5,3 százalék után a növekedés 2022-ben veszít az erejéből. Az infláció az idén éves átlagban a 7 százalékot is elérheti, s jövőre – amennyiben az energiaárak normalizálódnak – 3 százalék körülire mérséklődhet, így is meghaladva a jegybanki célértéket. Félő azonban, hogy az infláció ár-bér spirált indít el, a túl agresszív monetáris szigorítás pedig recesszióba döntheti az amerikai gazdaságot. A munkaerőpiac stabil marad, a munkaerőhiány következtében a munkanélküliségi ráta akár mérséklődhet is az idén, s újra a pandémia előtti szintre (3-4 százalék) süllyedhet.

Japánban a pandémia hatásai még mindig erősen érezhetők. Tavaly 1,7 százalékkal nőtt a GDP, s az idei évre sem várható dinamikus növekedés: legfeljebb 1 százalékkal bővíthet a japán gazdasági teljesítmény. Japán az egyetlen ország, ahol a monetáris szigorítás nem kezdődött el, ami a jen árfolyamát erősen gyengítette.

A *brit gazdaság* ledolgozta a pandémia alatt elszenvedett veszteséget, és a gazdasági teljesítmény már tavaly elérte a járvány előtti szintet. Az Egyesült Királyságban is a gyorsuló, jelenleg 6,2 százalékon mozgó infláció az egyik fő probléma. A másik a feszült munkaerőpiaci helyzet: a brexit következtében több százezer be-

töltetlen állás van, az országban teljes a foglalkoztatottság, a legnagyobb gondot a munkaerőhiány okozza. Brit előrejelzők szerint az év egészében az infláció alakulása fogja meghatározni a kilátásokat. Várakozások szerint az inflációs ráta áprilisban érheti el csúcspontját, s ha megindul is a normalizálódás, a jegybanki 2 százalékos célértékre 2024 előtt nem fog visszatérni. Tavaly a brit GDP 7,3 százalékkal nőtt, az idén mérsékeltebb, de még mindig dinamikus 4,8 százalékos bővülés várható. A növekedés motorja a magánfogyasztás és a beruházások lesznek.

A *kínai gazdaság* a tavalyi 8,1 százalékos GDP-növekedést követően az idén minden bizonnyal lassulni fog. A március közepén nyilvánosságra hozott hivatalos előirányzat 5,5 százalék körüli növekedéssel számol. Ezt azonban több mértékadó szervezet szakértői is túlságosan optimistának tartják. A növekedési ütem várható mérséklődésében a kínai gazdaságpolitikai váltás mellett szerepet játszanak a Covid-járvány újabb fellángolása, valamint az orosz–ukrán háború következményei is. Az orosz–ukrán háború rövid távon a világpiaci árak alakulásán keresztül, valamint az Európába irányuló szárazföldi szállítási utak ellehetetlenülése révén hat igen kedvezőtlenül a kínai gazdaságra. Ugyanakkor az orosz–európai kapcsolatok megingása új lendületet adhat az orosz–kínai kapcsolatoknak a jövőben. Kína közép-távon nehéz egyensúlyteremtési feladatok előtt áll, többféle célt tűzött maga elé: így a gazdaságpolitikai hangsúlyt a külső keresletről a belső keresletre kívánja helyezni, a beruházások és az ipari termelés által vezérelt növekedésről a fogyasztás és a szolgáltatások által támasztott növekedésre kíván áttérni, s az állami irányítás és szabályozás prioritásáról a piac és a magánszektor nagyobb szerephez juttatására törekszik, valamint a magas szén-dioxid-kibocsátású gazdaság mielőbbi zölddé tételét célozta meg.

Az *euróövezet* idei évre várható növekedési kilátásait jelentős mértékben rontják az orosz–ukrán háború egyelőre beláthatatlan következményei, az energiaellátást övező bizonytalanságok, a beszállítói láncokkal kapcsolatos fennakadások, a szárnyaló energia- és élelmiszerárak miatt egyre erősödő infláció, a pénzpiacok volatilitása és a monetáris szigorítás következményei. Az infláció tavaly ősze óta egyre nagyobb mértékben gyorsul, s a kezdetben még átmenetinek tartott jelenségről kiderült, hogy nemcsak az energia- és az élelmiszerárakat érinti, hanem a fogyasztás egyre szélesebb körére is kihat. A márciusban már 7,5 százalékot elérő inflációs ráta csökkenti a háztartások reáljövedelmét, a magas energiaárak emelik a termelési költségeket, s a gazdaság egyre szélesebb vertikumában éreztetik hatásukat. Nem véletlen, hogy ebben a helyzetben a hangulatindexek újra lefelé mutatnak, a vállalatok várakozásai egyre pesszimistábbak. A feldolgozóipari termelés tavaly év közepe óta

folyamatosan lassul, és az euróövezet legnagyobb gazdaságában, Németországban már újra negatív ráták jelennek meg. Ilyen körülmények között nem véletlen, hogy a növekedési előrejelzéseket lefelé módosítják. Az euróövezet átlagában a tavalyi év végén 2022-re adott 4,9 százalékos előrejelzésünket 2,9 százalékra csökkentjük, és még 2023-ra is csak mérsékelt, 3,1 százalékos GDP-bővülést várunk. A prognózis-hoz jelentős lefelé mutató kockázatok kapcsolódnak, különösen ha az EU tovább keményíti az Oroszországgal szembeni gazdasági szankciókat, és felgyorsítja az orosz energiától való függetlenedés folyamatát. Ennek infrastrukturális feltételeit is meg kell teremteni, ami időt vesz igénybe, így azok az országok, amelyek különösen erőteljesen függnek az orosz energiaszállításoktól, nehéz helyzetbe kerülhetnek.

A GDP felhasználási komponenseit tekintve a magánfogyasztás bővülését az energiaárak emelkedése és annak tovaggyűrűző hatásai jelentősen fékezik. Ezt valamelyest kompenzálja, hogy a Covid-járvány alatt a magánháztartások jelentős megtakarításokat halmoztak fel, és ezekhez most hozzányúlhatnak, illetve az ellátási fennakadásoktól való félelem egyes vásárlásokat előre is hozhat. Míg az év első negyedében a magánfogyasztás akár zsugorodhat is, az év egészében 3,9 százalékos bővüléssel számolhatunk, de jelentősek a lefelé mutató kockázatok. A beruházások élénkülését sejteti, hogy a Covid-járvány alatt számos fejlesztés elmaradt vagy megakadt, amelyek pótlására vagy folytatására most sor kerülhet. Így 2021 utolsó negyedében a beruházások már elérték a pandémia előtti szintet. Ugyanakkor az ellátási nehézségek, a bizonytalan kilátások fékezőleg hatnak. Becslések szerint a bruttó állóeszköz-felhalmozás mind az idén, mind jövőre 4 százalék felett bővíthet. Az áruexport az ukrán–orosz konfliktus következtében Oroszországra kivetett szankciók miatt az év első negyedében visszaesik, s a következő hónapokban is sok függ attól, hogy a helyzet mennyire normalizálódik. Ezzel együtt arra számítunk, hogy a nettó export az idén negatív lesz, s jövőre is inkább semleges.

Éves átlagban az EU-19 harmonizált inflációs rátája 5,2 százalékot érhet el a tavalyi 2,6 százalék után, s jövőre – részben a bázishatás miatt – 3 százalék körülire lassulhat. A munkanélküliség a prognózisidőszakban alacsony marad. A pandémia alatt a különböző állami intézkedések segítették a munkaerőpiaci folyamatok stabilizálását és a munkanélküliség megugrásának elkerülését. Az euróövezet átlagában a tavalyi 7,7 százalékos munkanélküliségi ráta az idén 6,8 százalékra, jövőre pedig 6,4 százalékra csökkenhet.

A pandémia során végrehajtott gazdaságélénkítő csomagok következtében az államháztartás hiánya az euróövezet összes országában erőteljesen megnőtt. 2020-ban az euróövezet átlagában a deficit 7,2 százalékot ért el, s a GDP-arányos hiány külö-



nösen Spanyolország, Görögország, Olaszország vagy Franciaország esetében volt igen magas. 2021-ben a helyzet javult, amiben a konjunkturális tényezőkön kívül az év második felében az állami kiadások visszafogása is szerepet játszott. 2022-ben további javulásra lehet számítani, bár az államháztartási korrekciókat egyes országokban az orosz–ukrán háborúhoz kapcsolódó újabb költségek fékezhetik. Összességében a prognózisidőszakban a GDP-arányos hiány 2,8–3,7 százalékra mehet vissza, tehát 2023 végére az EU-19 átlagában újra elérheti a maastrichti kritériumoknak megfelelő szintet.

A GDP-hez viszonyított bruttó adósságállomány 2020-ban az euróövezet átlagában 97,3 százalékot ért el, de számos ország (Spanyolország, Olaszország, Franciaország, Belgium, Ciprus, Portugália) esetében meghaladta a GDP 100 százalékát, illetve Görögország esetében a 200 százalékát is. 2021-ben a GDP-bővülés és a magas infláció következtében ezek az arányok valamelyest javultak.

Az EU-27 átlagában az idén 2,9 százalékos, jövőre 3 százalékos növekedést várunk, tehát az euróövezeten kívüli országok is hasonló konjunkturális trendet követnek, mint az EU-19 országai. Az infláció az EU-27 átlagában kissé magasabb lesz, mint az EU-19 országaiban: 2022-ben 5,6 százalék, jövőre 3,1 százalék. A munkanélküliség 6 százalék körüli rátája valamivel alacsonyabb, mint az euróövezet országaiban.

Az idei *német* növekedési kilátásokat az orosz–ukrán háború eszkalálódása jelentősen rontotta. A pandémia hatásai mérséklődni látszanak ugyan, de a szárnyaló infláció, az emelkedő nyersanyagárak, az újból megjelenő, szűk szállítási keresztmetszetek s a beszűkülő értékesítési lehetőségek következtében a tavalyi év végén még 5 százalék körülire várt idei növekedést 2,1 százalékra mérsékeltek az előrejelzők. Az év első felében a növekedés jó esetben stagnálni fog, sőt az első negyedévben visszaesés várható. A második félévben a növekedés erőre kaphat, amennyiben a külső feltételek nem romlanak tovább, és a pandémia nem lángol fel újra. A vállalatok romló hangulatát jelzi, hogy az IFO index a februári 98,5-ről márciusban 90,8 pontra süllyedt, s a vállalatok várakozásai nagyobb mértékben romlottak, mint a Covid-válság idején. A német kormány törekvései, hogy viszonylag rövid idő alatt függetlenítse az országot az orosz energiaimporttól, ahhoz vezethet, hogy a jövőben tartósan drágább lesz az energia, és az alternatív energiaforrásokra történő átállásnak is jelentős költségei lesznek. Az infláció az idén éves átlagban 6 százalék körül alakulhat, ami az egyesített Németország történetében példátlan.

Az orosz–ukrán konfliktust az unióban leginkább a *közép- és kelet-európai országok*, valamint Finnország érzi meg. Elsősorban a balti államok gazdasága függ az



orosz szállításoktól, azon belül is az energiainporttól. Egyes termékkategóriákban az ukrán beszállítás, illetve vásárlás is komoly szerepet játszik a régió tagállamai, így Magyarország esetében is. Az Oroszországra kivetett nemzetközi kereskedelmi és pénzügyi szankciók, valamint a reciprocitás miatt elszenvedett veszteségek egyenlőtlenül csapódnak le a térségben, és rövid távon bizonyosan átmeneti kedvezőtlen fordulatot okoznak a tagállamok fizetési mérlegeiben.

A térség számára jelenleg az infláció leküzdése okozza a legnagyobb problémát, egyes országokban már most két számjegyű ráták tapasztalhatók. Az infláció még magasabb lenne, ha a fogyasztói árindexbe a lakásárak változását is beleszámítanák. Idén biztosan lesznek olyan hónapok, amikor a mért infláció két számjegyű lesz, azonban feltehetően csak átmenetileg. Jövőre a magas bázis miatt valószínűleg némi megnyugvás következik. Az inflációs nyomás egyre erősebb, a legtöbb gazdaságban egyértelműen beindult az ár-bér spirál is. Látható, hogy a térségben még van tér további kamatemelésre is. Ráadásul az egyes nemzeti valutákra erős spekulációs nyomás nehezedik, további szigorításokat serkentve. A kamatemelések azonban csak csekély mértékben tudják csillapítani az importált energia árán keresztül érkező exogén nyomást, ezért az év első felében az árindexek további emelkedése várható. Az év egészében a fogyasztói árindex átlagos értéke akár a 9,5 százalékot is elérheti az EU-13 országaiban, s egyáltalán nem kizárt, hogy az infláció még ennél is magasabb lesz, noha az év folyamán egyre jobban érződik a bázishatás.

A jegybanki szigorítások közepette valamelyest romlottak a növekedési kilátások, így az idei évre vonatkozó GDP-előrejelzésünket – a tavaly decemberihez képest – mintegy egy százalékponttal, 3,3 százalékra lefelé korrigáltuk. Jövőre tovább mérséklődő dinamikát várunk, azonban a bővülés még így is a régi tagállamok átlaga felett alakul.

### **A magyar gazdaság**

Szigorúan a gazdasági növekedés mutatói alapján a tavalyi év a várakozásokat felülmúlóan sikeres volt: a szezonálisan kiigazított GDP volumene negyedévről negyedévre jó ütemben emelkedett, az utolsó negyedévben immár több mint 3 százalékkal meghaladta a Covid-válságot megelőző negyedéves csúcshintet. Az év/éves növekedési indexek részben a mindenkori bázistól függően alakultak, de egészében véve nagyon dinamikus, a legtöbb elemző várakozásait jócskán meghaladó éves növekedést eredményeztek. Az utolsó negyedévben mért 7,1 százalékos ütem azt sugallja, hogy ez a tempó a voltaképpeni kilábalás végét követően is folytatódhat.

Ugyanakkor a növekedés szerkezetének változása alapján indokolt az óvatosság. Az első félévtől eltérően a második félévben az áru-külkereskedelem végig negatívan járult hozzá a növekedéshez az export átmeneti mélyrepülése miatt, amit az import csak részben követett le. A termelési oldalon ugyanez főként az ipari növekedés látványos második félévi lassulásában tükröződött: az ágazat a negyedik negyedévben kevesebb mint 2 százalékkal bővült, miközben az exportértékesítés az előző év azonos időszakához képest egyenesen csökkent.

A szezonálisan kiigazított adatok azonban azt mutatják, hogy az export már az utolsó negyedévben elkezdett magához térni. A külkereskedelmi áruforgalomra és az iparra vonatkozó előzetes adatok alapján feltehető, hogy a javulás január után februárban is folytatódott. Csakhogy az áruexportnak a globális volatilitáshoz illeszkedő ingadozásai miatt már az orosz–ukrán háború előtt is csak remélni lehetett, hogy a tavalyi év második felében megfigyelt hullámvölgyet az idén nem követi egy másik, vagyis az áruexportra mint növekedési tényezőre csak nagyon feltételesen lehetett számítani.

A Covid-válság meglehetősen sajátos utórezgéseket produkál. 2020 végén úgy tűnt, hogy éppen a kezdeti kínálatoldali sokk az, amelyen a világgazdaság a legghamarabb túltette magát, és inkább az újabb járványhullámokkal visszatérő, a személyek szabad mozgását és a rendezvények szervezését korlátozó intézkedéseknek a keresleti hatása miatt kell inkább aggódni. Mostanra azonban fordult a kocka. Habár a járvány továbbra is itt van, és komoly – bár pillanatnyilag kevesebb halálessettel járó – hullámokat produkál, a korlátozásokat szinte világszerte feloldották, a fogyasztás helyreállása végbement, legalábbis folyamatban van. Mi több, a fogyasztás szerkezete is lassan közeledik a válságot megelőző állapotához, vagyis a szolgáltatások súlya a 2020-as visszaesést követően emelkedő tendenciát mutat. Ezzel szemben a járvány okozta kezdeti kínálati sokk tovagyűrűző hatásai változatlanul velünk vannak, például a chippek, egyéb alapanyagok és alkatrészek hiánya, illetve drasztikus áremelkedések formájában, változó intenzitással, de kitartóan gátolva, féloldalassá téve a gazdasági növekedést.

Természetesen mindez nem tekinthető kizárólag a Covid-válság utóhatásának. A félvezetők iránt meglódult túlkereslet részben olyan fundamentális trendeknek tulajdonítható, mint az ipar digitalizációja, emellett megemlíthető a kriptopénzek vagy a videójátékok terjedése által gerjesztett többletkereslet is.

Mindehhez február végén az orosz–ukrán háború kitörése társult. A háború és a válaszul kivetett szankciók miatt újfent szakadozó ellátási láncok újabb ársokkot idéztek elő, illetve tovább nehezítették például a chipgyártáshoz szükséges nyers-

anyagok beszerzését. A hordónkénti olajár annak ellenére 100 dollár fölé ugrott, hogy a szankciók épp az energiahordozó nyersanyagokat érintik a legkevésbé. Így – habár a közvetlenül Oroszországba és Ukrajnába irányuló magyar export súlya nem különösebben jelentős – a háború tovább rontja mindenekelőtt a termelő szektorok növekedési esélyeit, illetőleg az exportkilátásokat, valamint a még drasztikusabb cserearányromlás miatt az amúgy sem rózsás helyzetű külgazdasági mérlegekre is negatívan hat.

A negatív hatás számszerűsítése rendkívül bizonytalan. Nem tudni, meddig húzódik el a háború, addig milyen újabb szankciókat vetnek ki Oroszországra, illetve hogy a háború lezárását követően milyen mértékig kerül sor – ha sor kerül – az Oroszországhoz fűződő gazdasági kapcsolatok normalizálására.

Ám a háborúval is súlyosbított kínálatoldali nehézségek rá fogják nyomni bélyegüket a termelő szektorra. Az első két hónap kimondottan jól alakult az *ipar* számára, a tavaly augusztus és október között megfigyelt mélyrepülésből teljes volt a kilábalás, a szezonálisan kiigazított termelési volumen februárban már számottevően meghaladta a hullámvölgy előtti csúcpszintet. Egyes iparági szereplők az év elején a félvezetőhiány bizonyos enyhülését – bár távolról sem a helyzet normalizálódását – jelezték. A háború bizonyára megakasztotta ezt a kedvező trendet, bár még nem tudjuk, hogy mennyire. Emiatt az iparra és az áruexportra az idén is a hullámvölgy lesz a jellemző, így ezek az ágazatok nem nyújtanak a gazdasági növekedéshez stabil támasztékot.

A tavalyi év száguldása után az idén az *építőiparban* eleve sokkal szerényebb növekedésre látszott esély. Noha a kereslet dinamikája sem volt egyenletes, az ágazat növekedését már az év elején is főleg a kínálati és költségkorlátok – szakemberhiány, építőanyagok és nyersanyagok árainak megugrása, beszerzési nehézségek – fékeztek. A háborúval mindez súlyosabbá vált, aminek nyomán az ágazati szereplők hangulata határozottan borúsabbá vált. Jelenleg itt is legfeljebb néhány százalékos növekedésre lehet számítani.

Idén januárban – és az előzetes adatok alapján vélhetően februárban is – nőtt az *áruexport* volumene az előző év azonos hónapjához képest, de ez nem ok a felhőtlen optimizmusra. Egyrészt a háborúval súlyosbított kínálati problémák miatt az emelkedő trend a tavasz folyamán jó eséllyel megszakad. Másrészt már az eddigi növekedést is túlszárnyalta az *import* jóval erőteljesebb bővülése, amit a belföldi kereslet, azon belül is a *fogyasztási* kereslet fűt. Emiatt az idén az áru-külkereskedelem nem fog hozzájárulni a GDP bővüléséhez, ellenkezőleg, csökkenteni azt, amit a szolgálta-

tás-külkereskedelem növekvő többlete részben ellensúlyozhat – utóbbi már a tavalyi utolsó negyedévben is ezt tette.

A fogyasztási keresletet több tényező is fűti. Egyrészt a reálkeresetek dinamikája, noha a keresetemelkedés ütemének gyorsulását nagyjából vélhetőleg felülírja majd a megugró infláció. A fogyasztást élénkíteni fogja továbbá a *foglalkoztatás* folytatódó – bár számottevően lassuló – javulása is. De az igazán jelentős lökést az év első negyedévére időzített kormányzati intézkedések – a személyi jövedelemadó visszatérítése, a 13. havi nyugdíj visszaépítése, illetőleg a 25 év alattiak adómentesége – adják majd. Ezeknek tulajdonítható, hogy a gazdasági növekedést jórészt a fogyasztási kereslet fogja hajtani az idén – a magánfogyasztás dinamikája meghaladhatja az 5 százalékot. Másrészt ugyanezen okból fogja túlszárnyalni az áruimport növekedése az áruexportét, és emiatt lesz az áru-külkereskedelem negatív tényező a 2022. évi növekedésben.

Az év második felében a fogyasztás növekedése lassulhat, amihez a költségvetés esetleges kiigazító intézkedései is hozzájárulhatnak. (Jelenleg úgy tűnik, hogy a kormány kerülni igyekszik majd a lakosság vásárlóerejét sújtó kiigazító lépéseket, de ez természetesen nincs köbe vésvé.)

A tavalyi év végére a vállalati *beruházások* dinamikája jelentősen alábbhagyott, miközben az állami beruházások továbbra is meredeken zuhantak. A háború nyomán vélhetőleg számos vállalat jövedelmezősége és optimizmusa – következképpen a beruházási kedve is – megcsappan. Az állami beruházások az alacsonyabb bázis miatt növekedésbe fordulhatnak, ám a költségvetési megszorítás e téren is közbeszólhat. Tavaly a beruházások éves növekedése 4,2 százalékos volt, a jelenlegi bizonytalan környezetben nem várunk ennél magasabb ütemet az idén sem.

Tavaly az éves *külkereskedelmi mérleg* többlete a kedvezőtlen második félévi folyamatok miatt a 2020. évinek a 34 százalékára zsugorodott. Mint jeleztük, az erős belföldi kereslet miatt várhatóan az idén is gyorsabban nő majd az import az exportnál. Ehhez járul a meglehetősen tetemes cserearányromlás, ami tavasszal bizonyára csak tovább súlyosbodik a háború okozta olajárrobbanás miatt. Mindennek következtében az áru-külkereskedelmi egyenleg már januárban és februárban is negatív lett. Jelenleg – némileg optimistán – nagyjából egyensúlyban levő áru-külkereskedelmi mérleggel számolunk 2022-ben, vagyis várhatóan vége szakad a külkereskedelmi többlet 2009 óta tartó korszakának.

Az eddigieket összefoglalva tehát a biztató évkezdet ellenére az idei évre vonatkozó kilátások a korábinál is halványabbak az ipar vonatkozásában, és a háború az építőipari kilátásokat is felborította. A felhasználási oldalon a háború negatívan hat

az exportkilátásokra, valamint – feltételezhetően – a vállalati beruházási kedvre is. E tényezők állnak szemben a kormányzatnak azokkal a nagy léptékű költségvetési intézkedéseivel, amelyek mindenekelőtt a háztartások ideai fogyasztását ösztönözték látványosan, legalábbis az év első felében.

2022-ben a háztartások jövedelmének emelkedését és a fogyasztás erőteljes bővülését a februárban végrehajtott jóléti intézkedések több mint 1200 milliárd forint extra vásárlóerővel serkentették (ez a háztartások éves vásárolt fogyasztásának több mint négy százaléka), ami viszont jelentősen rontotta a költségvetés pozícióját.

A *költségvetés* pénzforgalmi egyenlege a 2021-es évet 9,3 százalékos hiánnyal zárta, az eredményszemléletű (ESA) hiány pedig a GDP 6,8 százaléka lett. A tavalyi ESA-hiány tartalmazza a gyermekes családok szja-visszatérítésének 2022. februári kifizetését, mivel eredményszemléletben ez az adott adóévet terheli, azaz ezt a kiadási tételt az előző évre vissza kellett könyvelni. Ez tehermentesíti az ideai költségvetés ESA-mérlegét, ami rá is fér, mivel az év első három hónapjában az egész évre tervezett pénzforgalmi hiány 73 százalékat (2,5 milliárdos hiányt) már sikerült elérni.

2021-ben a GDP-arányos államháztartási hiány (pénzforgalmi szemléletben 5101 milliárd forint) még nagyobb lett volna, ha a folyó áron számított GDP a magas – 7 százalékos – GDP-deflátor következtében nem emelkedett volna az előirányozottnál messze nagyobb mértékben. A magas fogyasztói árindex miatt ez a tényező 2022-ben is érvényesülni fog. Ez némi manőverezési teret teremt a költségvetés számára, mivel megnöveli a hiányráta mutatójában a nevezőben szereplő GDP összegét, így a GDP-hez viszonyított deficit várhatóan csökken.

Előrejelzésünk szerint 2022-ben a folyó áras, nominális GDP a 2021 júniusában elfogadott költségvetési törvényben szereplő 56,3 ezermilliárd forinttal szemben 63 ezermilliárd körül lehet, 10 százalék feletti GDP-deflátort és 4 százalék körüli volumennövekedést feltételezve. Így a 2022. év megúszható 6,5–7 százalékos GDP-arányos államháztartási hiánnyal (ez összességében 4–4,5 ezermilliárdos hiányt jelenthet). Ennél lényegesen jobb forgatókönyv ma nemigen képzelhető el. Az év hátralévő részében ehhez is nagyon fegyelmezett fiskális politikára lesz szükség, ami további állami beruházások elhalasztásával, illetve a lakossági ártámogatások mértékének újragondolásával járhat. A hírek jelenleg különadók kivetéséről szólnak, de egyrészt ezek mértéke és hatása nem lehet korlátlan, másrészt általában az infláció gyorsulásához vezetnek, mivel a megsarcolt gazdasági szereplők a plusz terheket jellemzően a fogyasztókra terhelik. A gazdaságpolitikának azt a szűk mezsgyét kell megtalálnia, amely még nem vezet az infláció elszabadulásához, de lehetővé teszi a költségvetési

hiány kordában tartását. Erre már csak azért is szükség lesz, mert az állampapírpiaci hozamok drámai mértékű emelkedése miatt az államadósság finanszírozása jelentősen meg fog drágulni.

A globális pénzpiaci bizonytalanság és a kamatemelések hatására ugyanis az elmúlt hónapokban az *állampapírpiaci hozamok* meredek emelkedésnek indultak. A hozamok a különböző lejáratokon összecsúsztak, és szinte teljesen lapos hozamgörbe alakult ki. Április elejére az 5 és 10 éves állampapír már 6 százalékos feletti kamattal kelt el, és az emelkedő trend várhatóan még jó néhány hónapig fennmarad.

Az *infláció* 2021-től számottevően gyorsult, és még nem érte el a csúcspontot. A poszt-Covid inflációs nyomásra (a kereslethez képest szűk kínálat árfelhajtó hatására) februártól az Ukrajna elleni orosz invázió inflációt növelő hatása rakódott rá. A választási célú jövedelemkiáramlás tovább növelte az egyéb tényezők által is szított inflációs nyomást. A magas fogyasztói árindexet 2021 folyamán elsősorban az élelmiszerek és az üzemanyagok áremelkedése dominálta, de az év végén már lényegében minden termék- és szolgáltatáscsoport ára erőteljesen emelkedett. A maginfláció gyorsulása az inflációs percepciók erősödésére, a másodkörös inflációs nyomás erősödésére utal. 2022-ben 8,7 százalékos fogyasztói árindexet jelzünk előre, felfelé mutató kockázatokkal, attól függően, hogy a kormány milyen jellegű fiskális intézkedéseket fog végrehajtani.

A 2021. évet jellemző viszonylagos nyugalom után, 2022 első negyedében a forint *árfolyama* óriási ingadozásokat mutatott, jórészt az orosz invázió hatására. Március elején megjárta az eurónkénti 400 forintos kurzust is, április elejére azonban visszaerősödött a 380 forint körüli szintre, tartós javulásra azonban az év folyamán nem számíthatunk.

A *Magyar Nemzeti Bank* 2021 nyarán indított kamatemelési ciklusa, amely elsősorban az infláció gyorsulásának mérséklésére és a másodkörös inflációs spirál kialakulása ellen irányult, az árfolyamokra is jótékony hatással volt, drágította a forint elleni spekulatív pozíciók fenntartását. Az alapkamat-emelés mértéke, a növekvő inflációs kockázatokra reagálva, folyamatosan (két hónap – hibás – ütemcsökkentésétől eltekintve) emelkedett, 2022 márciusában már 100 bázisponttal (4,4 százalékra). Ugyanakkor az irányadó kamat szerepét egyre inkább az egyhetes betéti kamatok vették át, március végére már 6,15 százalékkal. A következő hónapokban is az alapkamat számottevő emelése várható, ami a banki kamatok emelkedésével jár majd együtt.

További kérdés, hogy mi lesz az európai uniós támogatások sorsa, akár az ebben a tervezési ciklusban Magyarország számára igénybe vehető kohéziós és strukturális támogatásoké, akár a Helyreállítási és Ellenállóképességi Program (RRF) keretében

igénybe vehető vissza nem térítendő támogatásoké és kedvező kamatozású hitelé. A 7. cikkely szerinti eljárását az Európai Unió megkezdte. Amennyiben a magyar kormánynak nem sikerül az unió által elfogadható mértékű garanciákat adnia az európai támogatások elköltésének átláthatóságára, akkor ezeknek a támogatásoknak a megszerzése kétséges lehet. Mindenesetre feltételezhető, hogy leghamarabb az év vége felé lehet ebben a kérdésben megállapodásra jutni (ha egyáltalán), ezért az év nagy részében az európai uniós támogatások beérkezésére nagy valószínűséggel nem érdemes számítani. Noha a várt uniós támogatásokat a magyar költségvetés előfinanszírozza, a költségvetési konszolidáció kényszere ennek súlyos korlátot szabhat.

Az állami beruházások visszafogásának ebből fakadó szükségessége újfent alátámasztja azt a várakozásunkat, hogy az idei gazdasági növekedést a fogyasztás bővülése fogja húzni. Az év második felében a fogyasztási dinamika várhatóan mérséklődik, az árstop feloldását követő újabb inflációs hullám, az emelkedő kamatlábak, és – esetleg – a fiskális konszolidáció érdekében bevezetett intézkedések hűtő hatása miatt. Ezzel együtt a belföldi felhasználás még a beruházások szerény növekedése mellett is jó ütemben bővíthet az idén, ami növeli az importkeresletet, miközben az export kilátásai bizonytalanok. Összességében *jelenleg 4 százalék körüli gazdasági növekedéssel* számolunk, lefelé mutató kockázatokkal.