

Kopint-Tárki Zrt.: Enyhe visszaesés, lassan apadó árhullám

MATHEIKA ZOLTÁN – NAGY KATALIN – PALÓCZ ÉVA

Várhatóan elmarad az idén a rettegett recesszió, ennek azonban az az ára, hogy az infláció csak lassan csillapodik. A világgazdaság bővülése az idén nem éri el a három százalékot, az áruk és szolgáltatások külkereskedelme is csak szerény mértékben nő. Az áremelkedés enyhül ugyan, ám a kamatemelések hatása a vártnál lassabban érződik. A maginfláció emelkedő trendje a legtöbb országban jellemző maradt, tehát időbe kerül, amíg az energiaárak mérséklődése az egyéb termékek árában is megmutatkozik. Az agresszív kamatkiigazítások az idén várhatóan lassulni fognak, akár le is állhatnak. Az Európai Unió GDP-je 0,9 százalékkal bővíthet az idén, jövőre valamelyest élénkül a növekedés, de 1,7 százaléknál gyorsabb tempót 2024-ben sem várunk. Az euróövezeti infláció a tavalyi 8,4 százalékról az idén éves átlagban 5,4 százalékra mérséklődhet, a jövőre várható 2,9 százalék pedig már közelít az Európai Központi Bank célértékéhez.

A magyar gazdaság kilátásait 2023-ban mindenekelőtt a rekordmagas inflációnak a háztartások vásárlóerejét csökkentő hatása és a monetáris szigorítás nyomán előálló, a háztartások és a vállalatok keresletét egyaránt korlátozó, kedvezőtlen finanszírozási környezet határozza meg. Az év nagy részét a fogyasztás és a beruházások zsugorodása fogja jellemezni. Másfelől a turbulens és kockázatokkal terhelt nemzetközi környezet ellenére is valószínűsíthető, hogy a belföldi kereslet visszaesését nagy részben – ha nem is teljesen – a nettó export növekedési hozzájárulása ellensúlyozni fogja. Összességében jelenleg a GDP 0,5 százalék körüli csökkenésével számolunk, amit jövőre szerény növekedés követhet.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: F01, E20, E30.

Kulcsszavak: világgazdaság, Magyarország, makrogazdasági előrejelzés.

Az elemzés a Kopint-Tárki Zrt. *A világgazdaság és a magyar gazdaság helyzete és kilátásai 2023 tavaszán* című konjunktúrajelentése alapján készült. A kiadvány szerzői: Bogóné Jehoda Rozália, Csaba Iván, Matheika Zoltán, Nagy Katalin, Oblath Gábor, Palócz Éva, Vakhal Péter. Szerkesztő: Nagy Katalin, Palócz Éva.

Matheika Zoltán, a Kopint-Tárki kutatója. E-mail: zoltan.matheika@kopint-tarki.hu

Nagy Katalin, a Kopint Konjunktúrakutatási Alapítvány ügyvezető igazgatója.

E-mail: katalin.nagy@kopint-tarki.hu

Palócz Éva, a Kopint-Tárki vezérigazgatója. E-mail: eva.palocz@kopint-tarki.hu

A kézirat 2023. április 19-én érkezett szerkesztőségünkbe.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2023.67.3-4.53>

Abstract

Kopint-Tárki Institute for Economic Research Co.:

Slight downturn, slowly receding inflationary pressure

ZOLTÁN MATHEIKA – KATALIN NAGY – ÉVA PALÓCZ

Most likely the feared recession can be avoided this year, but at the cost of inflation remaining relatively high. The global growth rate will fall short of three per cent this year, and foreign trade in goods and services is also growing only modestly. Price increases are easing somewhat, but higher interest rates curb inflation only slowly. Core inflation rates are still increasing, suggesting that it will take time until the declining trend of energy prices becomes manifest in goods prices. Meanwhile, the pace of central banks' interest rate adjustments could slow or even stop. EU GDP may expand by 0.9 percent this year, with some pick-up next year, but we do not expect the growth rate to surpass 1.7 percent in 2024. The rate of inflation in the euro area could slow down from 8.4 per cent last year to 5.4 per cent on average this year, and next year's 2.9 per cent rate is already close to the European Central Bank's target.

The outlook for the Hungarian economy in 2023 will be shaped primarily by the impact of record high inflation reducing household's purchasing power and the adverse financing environment resulting from monetary tightening, which will constrain demand for both households and firms. Most of the year will be characterised by a contraction in consumption and investments. On the other hand, despite a turbulent and risk-laden international environment, the contraction in domestic demand is likely to be largely, if not fully, offset by a contribution from net export growth. Overall, GDP is currently expected to decline by around 0.5 percent, followed by modest growth next year.

Journal of Economic Literature (JEL) codes: F01, E20, E30.

Keywords: world economy, Hungary, macroeconomic forecasts.

Világgazdaság: borús hangulat, feszültségekkel

A *világgazdasági kilátásokat* mind az idén, mind jövőre nagy bizonytalanság övezi. Míg a globális növekedés már tavaly is 3,2 százalékra mérséklődött az OECD legfrissebb adatai szerint, az idén és jövőre további lassulásra számíthatunk. A világgazdaság növekedése mindkét évben három százalék alatt marad. A Nemzetközi Valutaalap hasonlóan borúsán látja a helyzetet, s legfrissebb prognózisában hangsúlyozza, hogy a fokozódó geopolitikai feszültségek és a még mindig magas infláció mellett elképzelhetetlen lenne egy erőteljesebb globális növekedés. Így nem véletlen, hogy az egyes főbb régiókra megjelenő prognózisok mind alacsonyabb növekedéssel

számolnak 2023–2024-ben, mint az azt megelőző két évben. Kína esetében tavaly a növekedés lassulása nem volt olyan mértékű, mint amitől tartottak, s idén már újra öt százalék feletti GDP-bővüléssel számolhatunk. Az USA-ban a szigorú monetáris politika egyelőre még jelentősen fékezi a növekedést. Európában az orosz–ukrán konfliktus gazdasági következményei egyre inkább érződnek, s emellett a még mindig magas infláció és a korábbiaknál zordabb finanszírozási körülmények – országonként különböző mértékben – erősen visszafogják a GDP-bővülést. Ennek ellenére pozitív fejlemény, hogy ebben a régióban a téli hónapokban sikerült elkerülni a komolyabb visszaesést, ami elsősorban az enyhe télnek és a csökkenő energiaáraknak volt köszönhető. A fiskális politika támogató jellege a legtöbb országban mérséklődik, s a Covidhoz kapcsolódó, illetve az energia- és élelmiszerárak emelkedésének hatásait kompenzáló intézkedések egy részét kivezetik. Annak ellenére, hogy az egyes országokban a különböző konjunktúraindikátorok javuló trendet mutatnak, jelentős lefelé mutató kockázatok érzékelhetők. A magas kamatszint az eladósodott országok számára megnehezíti a finanszírozást, sérülékenyebbé teszi őket az esetleges újabb külső sokkokkal szemben.

Az előzetes adatok alapján tavaly az *árak és szolgáltatások kereskedelmének volumene* több mint öt százalékkal emelkedett. Idén azonban a növekedési ütem várhatóan nagyon alacsony lesz, több okból is: egyrészt véget értek azok a készletezési ciklusok, amelyek még a pandémia és a háború idején indultak el. A logisztikai válságok már jelentős keresletcsökkenésről számoltak be. Másrészt szerkezeti átalakulások mennek végbe, mivel egyre több amerikai tulajdonban levő vállalat helyezi át termelését Kínából más, környező országba, elsősorban Indiába és Vietnámba. Ebben nemcsak politikai megfontolások játszanak szerepet, hanem az is, hogy Kína egyes részein már nagyon szűk a munkaerőpiaci kínálat. Az alternatív országok infrastruktúrája viszont olyannyira fejletlen Kínához képest, hogy a teljes leválás nem lehetséges, mivel még szükség van annak logisztikai kapacitásaira.

Az Oroszországra kivetett *szankciók* szintén befolyásolják a világkereskedelmi folyamatok alakulását. A hivatalos statisztikák szerint az Európai Unió Oroszországból származó importja jelentősen csökkent, a kereskedelem átterelődött India és Kína felé; a kőolajszármazékok oda irányuló forgalma közel megtízszereződött. Bár ennek egy részét később, kerülővel, az Európai Unióba szállították, azonban a legújabb szankciók már korlátozzák az orosz származási helyű kőolaj behozatalát a küldő országtól függetlenül (a legnagyobb európai társaságok az ilyen termékeket szállító hajókat nem biztosítják). Az Európából Indiába irányuló kereskedelemelterelés megnövelte a költségeket, mivel amíg az EU-ba csövezetéken néhány nap alatt

megérkezett a kőolaj, addig Kelet-Ázsiába több hétig, akár egy hónapig is eltarthat a szállítás. Ennek költségeit a fogyasztók fizetik meg, míg a vele járó környezet-szennyezés globális mértékekben jelentkezik. A szállítási korlátozások miatt Oroszország nem jut hozzá azokhoz a tankerekhez, amelyekkel hatékonyan és biztonságosan célba tudná juttatni a kőolajat, ezért közvetítőket kénytelen alkalmazni, ami újfent többletköltséget ró az eladóra. Mindezzel a világkereskedelem volumene nem emelkedik, csak a szállítási költségek nőnek meg. Mivel India és Kína elsősorban nyersolajat vásárolt, Oroszországban jelentős mennyiségű eladatlan finomított kőolaj halmozódott fel. Idén azonban a világgazdaság lassulása lesz a domináns erő, ami 2–3 százalékos szintre fojtja majd le a világkereskedelem bővülési ütemét, és jövőre is csupán 3–4 százalékos növekedésre lehet számítani.

Tavaly éves átlagban a Brent *nyersolaj* ára hordónként 101 dollárt ért el. Az átlag az idei év első negyedében 81 dollárra mérséklődött. Folytatódott a tavaly november végével megindult csökkenő trend, s a bankválság okozta zavarok és a recessziós félelmek miatt márciusban a nyersolaj ára 71 dolláros szinttel már 15 hónapos mélypontra zuhant. Április elején újra emelkedés volt megfigyelhető, mivel az OPEC-országok termeléskorlátozó intézkedéseket jelentettek be. A kínai kereslet várható bővülése, az OPEC és az orosz kitermelés visszafogása egyaránt az árak emelkedésére számító spekulációt erősíti. Éves átlagban az idén 80 dollár fölött lehet a hordónként olajár, és nem kizárt, hogy az év végére 90 dolláron vagy afölötti szinten befagy. A korábbi tapasztalatok alapján az olajkitermelők igyekeznek majd megelőzni minden olyan helyzetet, mint ami 2020-ban következett be, amikor 35-40 dollárra süllyedt az olajár, ezért a termelés korlátozásával törekednek arra, hogy elejét vegyék az árcsökkenés folytatódásának. A *gázpiacon* szintén esnek az árak. Az átlagosnál enyhébb téli időjárás következtében az európai gáztárolók töltöttsége is jóval a szezonális értékek fölött alakult. Ugyanakkor a kínai kereslet élénkülése a gázpiacokon is változásokat hozhat, különösen a cseppfolyósított földgáz (LNG) iránti kereslet emelkedhet.

A nem energiahordozó *nyersanyagok* piacán némi korrekció volt megfigyelhető az elmúlt félévben, ami a globális gazdasági lassulás, a recessziótól való félelem, valamint a véget ért készletezési ciklus következménye. Az *élelmiszerárak* emelkedése megtorpant, de meglehetősen nagy az aszimmetria az egyes termékek között. Az *ipari fémek* ára márciusban enyhe emelkedésnek indult, ami még nem nevezhető trendszerűnek, azonban a kínai gazdaság gyors újraindulásának a nyersanyagigénye akkora, hogy a fémek esetében ismét megjelennek majd a 2021-ben tapasztalt magas világpiaci árak.

A legfrissebb *inflációs adatok* az áremelkedés ütemének mérséklődését jelzik, ami elsősorban az energiaárak csökkenésének volt köszönhető. Az enyhülés azonban szerényebb mértékű, mint ahogyan azt korábban várták, annak ellenére, hogy a kamatok nagyon magas szintre kúsztak. S az árcsökkenésben a bázishatás is nagy szerepet játszik. A maginfláció emelkedő trendje a legtöbb országban jellemző maradt, tehát látszik, hogy időbe kerül, amíg az energiaárak mérséklődése az egyéb termékek árában is megmutatkozik. Ugyanakkor fennáll a veszélye annak, hogy az energiaárak csökkenése csupán átmeneti lesz, s az olajár – főleg a növekvő kínai kereslet és a termelők kínálatcsökkentő intézkedései következtében – magasabb szinten, hordónként 80-90 dollár körüli áron befagy. Összességében arra számíthatunk, hogy az idén az infláció mérséklődik ugyan, de a fogyasztói árindexek még viszonylag magasak maradnak. A vezető jegybankok egyelőre tovább folytatják a szigorú *monetáris politikát*, ugyanakkor ebben a vonatkozásban is jelentős bizonytalanságok érzékelhetők. A márciusi amerikai bankesőd és a svájci bankrendszerben megjelent problémák megrengették a piacok bizalmát. A Fed várhatóan lassít, de az előrejelzések szerint az idén még egy 25 bázispontos emelésre sor kerülhet. A későbbiekben azonban már a kamatemelési ciklus szüneteltetését vagy lezárását sem tartják kizártnak. Az Európai Központi Bank egyelőre újabb kamatemeléseket lengetett be, de a befektetők már arra számítanak, hogy ennek mértéke a korábbiaknál kisebb lesz, s az eddigi agresszív kamatemelési periódus a végéhez közeledik. A svájci jegybank nemrégiben radikálisan lépett, s jelezte, hogy továbbra sem elégedett az infláció színvonalával. Az Egyesült Királyságban sem kizárt, hogy a márciusi kamatemelést továbbiak követik, de a kamatemelések mértéke itt is enyhülni látszik. Még Japánban is relatíve magas az infláció, februárban 4 százalékot ért el, a maginfláció pedig 3,1 százalékot, csökkenő trendet követve. A japán jegybank továbbra sem szigorított, aminek az árát a jen leértékelődésével fizette meg. Mivel az infláció mindenütt a jegybanki célérték felett mozog, a monetáris szigor egyelőre megmarad, de már látszik, hogy akár az év vége felé, de inkább jövőre óvatos lazítás indulhat. A monetáris szigorítás azért is maradhat fenn, mert a munkaerőpiacok egyelőre meglepően robusztusok, azokon a magas infláció és a kedvezőtlen gazdasági kilátások következményei egyelőre még nem érződnek.

Az Európai Unió külső környezetében is egyre inkább a növekedésslassulás jelei látszanak, ugyanakkor régióként meglehetősen vegyes kép rajzolódik ki. Az idei év első hónapjaiban az *amerikai gazdaság* még megőrizte korábbi lendületét, ugyanakkor számos jel utal arra, hogy az idén a tavalyinál lassúbb, csupán 1 százalék körüli növekedésre lehet számítani. A lakásépítés negatív trendje folytatódik, a tavalyi

11 százalékos visszaesést az idén is hasonló mértékű zsugorodás követheti; az ipari rendelésállomány csökken, a vállalati beruházások lanyhulása várható. A magánfogyasztás tavaly még a pandémia alatt felhalmozódott megtakarítások következtében viszonylag élénk volt, azonban ezek a források kezdenek kiapadni, míg az inflációs ráta – bár csökkenő trendet mutat – továbbra is elég magas. Az utóbbi kezdi a fogyasztókat óvatosabb magatartásra ösztönözni, amit a megtakarítási ráta utóbbi hónapban tapasztalt lassú emelkedése is jelez. A munkapiaci mutatók egyelőre még kedvezőek, azonban a foglalkoztatás bővítésének korlátot szab, hogy a bérek emelkedése megindult.

Japánban a gazdasági teljesítmény a tavalyi év vége felé elég gyenge volt. Az egyszázalékos gazdasági növekedést a magánfogyasztásnak és az exportnak lehet tulajdonítani, míg a vállalati beruházások visszaestek. Az idei év első negyedében sem nagyon látszik javulás, a feldolgozóipari megrendelések – különösen a gépiparban – visszaestek, így a beruházások élénkülésére nemigen lehet számítani. A szolgáltatások terén némileg pozitívabb a helyzet. Az infláció egyelőre nem csitul, de az év további részében az alacsonyabb nyersanyagárak hatására már némi javulás várható, összességében marad – a japán mértékkel mérve – viszonylag magas szinten, 2,5 százalék körül. Az inflációt a továbbra is leértékelődő japán jen szintén felfelé nyomja, bár a dollárral szemben az utóbbi időben valamelyest erősödött.

Az *Egyesült Királyság* tavaly jelentősen szenvedett a magas inflációtól. 2022 harmadik negyedében visszaesés volt tapasztalható, a negyedik negyedben pedig stagnált a gazdaság. Ennek ellenére a GDP 2022-ben – a vártnál gyorsabban – 4,1 százalékkal bővült. Míg tavaly a magánfogyasztás és az export elég gyenge teljesítményt nyújtott, addig a vállalati beruházások és az állami fogyasztás élénkebb volt. Az infláció 2022-ben éves átlagban 9,1 százalék volt. Idén februárban az árszint még mindig 10,4 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit, s várhatóan az év többi részében is viszonylag magas marad, lassulás legfeljebb jövőre jön. Mindez a reáljövedelmek jelentős csökkenésével jár, ebből következően a magánfogyasztás az idén inkább stagnálni fog. Mivel a magas inflációra a brit jegybank erőteljes kamatemeléssel reagált (az alapkamat jelenleg 4,25 százalék), a dráguló finanszírozási költségek és a kedvezőtlen nyereségkilátások mellett a vállalati beruházások sem nagyon élénkülnek az idén. A brit gazdaság egyre jobban megérzi a brexit következményeit is. Így összességében az idén a legtöbb előrejelző enyhe visszaesést vár, s jövőre is csak mérsékelt – kicsivel 1 százalék feletti – növekedést.

A tavalyi gyenge gazdasági teljesítményt követően 2023-ban *Kínának* minden bizonnyal sikerül dinamikusabb növekedési pályára állnia, de még nem világos,

hogy ez a fellendülés mennyire lesz tartós. A 2022. évi 3 százalékos növekedést az idén az OECD és IMF előrejelzése szerint egy kicsivel 5 százalék feletti követheti. A növekedés hordozója a lakossági szolgáltatások bővülése és a Covid alatt „kiéhez-tetett” lakosság fogyasztási cikkek, berendezések és járművek iránti keresletének ugrásszerű növekedése lesz. A beruházások terén a hangsúlyt a megújuló energiaforrások kiaknázásához szükséges berendezésekre és a magas hozzáadott értéket képviselő termékek gyártása által igényelt eszközökre helyezik. A fejlődés fő iránya mind a polgári, mind a hadiipar szükségletei alapján a legkorszerűbb technológiai vívmányok ipari termelésbe vonása lesz.

Tavaly az *euróövezet* GDP-je 3,5 százalékkal bővült. Az euróövezet gazdaságaiban 2022 utolsó negyedéig volt elég erő ahhoz, hogy a magas energiaárak, a gyorsuló infláció s a csökkenő vásárlóerő ellenére elkerüljék a recessziót: a negyedik negyedévben 1,5 százalékkal nőtt a GDP az egy évvel korábbihoz képest, de az előző negyedévhez viszonyítva 0,1 százalékkal visszaesett. Az egyes országok között nagyok a különbségek, a negyedév/negyedéves adatok azonban mindenütt a GDP-bővülés ütemének jelentős mérséklődését mutatták 2022 utolsó negyedében. A jelenlegi előrejelzések az idei évre is lassú növekedést vetítenek előre: becsléseink szerint az EU20 GDP-je 0,9 százalékkal bővülhet, s az EU27 átlaga is ekörül lehet. Jövőre valamelyest élénkülhet a növekedés, de egyelőre 1,6 százaléknál nagyobb GDP-bővülést nem várunk. Az EU27 esetében is legfeljebb 1,7 százalék lehet a 2024. évi növekedés. Az euróövezet egyes országaiban a GDP felhasználási komponenseit tekintve a magánfogyasztás az idén mérsékelt, egy százalék alatti bővülést mutathat, mivel a csökkenés ellenére még most is erőteljes infláció tovább apasztja a háztartások vásárlóerejét. Ugyanakkor az infláció mérséklődésével a fogyasztás élénkülése is bekövetkezhet. A bizonytalan exportkilátások miatt a vállalkozások inkább visszafogják beruházásaikat, a szigorú monetáris feltételek sem ösztönzik őket költekezésre. A romló külpiaci feltételek következtében az export is csak mérsékeltten bővül, a nettó export enyhén negatív lehet. Az állami kiadások a tavalyinál mérsékeltőbb ütemben nőnek.

Az infláció tavaly 8,4 százalékkal emelkedett az euróövezet átlagában, az idén a ráta éves átlagban 5,4 százalékra mérséklődhet, a jövőre várható 2,9 százalék pedig már közelít az Európai Központi Bank célértékéhez. Ugyanakkor ebben az előrejelzésben vannak negatív kockázatok. Ha az olajár egy magasabb szinten befagy, aminek megvan az esélye, ha az Oroszország elleni szankciók következtében újabb piaci zavarok következnek be, akkor az infláció lassulása is várható magára. Egyelőre a maginfláció magas, márciusban 5,7 százalék volt, s időbe telik, míg az energiaárak

csökkenése átgyűrűzik a nem energiahordozó termékek árába, s a maginfláció is csökkenésnek indul. Az élelmiszerárak emelkedése még nem állt meg, márciusban is 15,4 százalékkal haladta meg az előző évi szintet.

A munkaerőpiac meglepően robusztus maradt. A munkanélküliségi ráta várhatóan 6–7 százalék között mozog a prognózis időszakában. Idén márciusban 6,6 százalék volt. A foglalkoztatási ráta tavaly éves átlagban 74,1 százalék volt.

Míg *Németországban* a tavalyi év végén nagyon borús előrejelzések fogalmazódtak meg, addig az idei év elején javul a hangulat. Az IFO konjunktúraindex a vártnál jobban emelkedett, az ipari megrendelések is nőttek. Vérmes kilátások azért nincsenek: az idei GDP a tavalyi 1,8 százalékos növekedés után legfeljebb 0,2 százalékkal bővíthet, s jövőre is 1 százalék körüli növekedés várható. Az energiaválság és az ukrán–orosz háború következményei jelentősen rontották a pandémia utáni kilábalás hatásait. A továbbra is magas infláció csökkenti a reáljövedelmeket és a vállalatokat is óvatosabbá teszi. A tavalyi 8,7 százalékos inflációs ráta után 2023-ban is még 5–6 százalék körüli áremelkedés várható. Mindez visszafogja a fogyasztói kiadásokat, ezért az idén a magánfogyasztás visszaesésére lehet számítani, s nagy valószínűséggel a beruházások is csökkenni fognak, különösen az építőiparban és az energaintenzív ágazatokban. Az export minimálisan bővíthet, lefelé mutató kockázatokkal, hiszen a világgazdasági környezetben is a lassulás jelei dominálnak. 2022 utolsó negyedében jelentősen csökkent a Kínába, az egyéb ázsiai országokba, illetve az Oroszországba irányuló kivitel, s az idei első negyedév tapasztalatai sem nagyon ígéretesek. A lanya belső kereslet és a magas energiaárak következtében az import is mérséklődött, így a nettó export, amely tavaly még fékezte a növekedést, az idén semleges marad, sőt minimálisan hozzájárul a GDP bővüléséhez.

A *kelet-közép-európai térség* gazdasága 2022 negyedik negyedében 1,4 százalékkal bővült, ami a háború árnyékában igen jó eredménynek számít. Érdemi változás ment végbe az EU13 növekedési szerkezetében, mivel az utolsó három hónapban nem *Lengyelország*, hanem *Románia* és *Horvátország* számított a régió motorjának. Ebben kiemelt szerepe volt a pandémiát követően létrehozott uniós újjáépítési alapnak, amire támaszkodva jelentősen nőttek a romániai és horvátországi beruházások. Ráadásul Romániába számos Oroszországból kitelepült vállalat helyezte át a termelését, mivel itt még található szabad munkaerő, és viszonylag jó a termelékenység. Románia felzárkózása az EU-csatlakozás óta példaértékű: a nemrég napvilágot látott friss adatok azt mutatják, hogy a vásárlóerő-paritáson számolt egy főre jutó GDP alapján mért fejlettségben utolérte Magyarországot, sőt a hazai inflációs pályát tekintve, valamint a stabil román lej árfolyamát látva nagyon valószínű, hogy jövőre

le is fogja hagyni. Ugyanakkor érdemes megjegyezni, hogy az alacsony bázis lehetőségét adott Romániának a gyors fejlődésre, így nem kizárt, hogy a későbbiekben ugyanúgy megakad a jelenlegi szint körül, mint a többi tagállam.

Idén a régió növekedése becslésünk szerint 0,5–1 százalék között mozoghat, s jövőre 2–3 százalék közötti növekedés várható. Várhatóan elmarad tehát a rettegett recesszió, ennek ára azonban, hogy az infláció idén is két számjegyű marad, és csak jövőre csillapodhat valamelyest – ám nagyon sok a negatív kockázat.

Magyar gazdaság: gyors lefordulás, lassú feltápáskodás

A tavalyi év egy hosszabb ideje tartó prociklikus, növekedésgerjesztő politika utolsó látványos fellobbanása, majd kihunyása jegyében telt. Ennek megfelelően az első két negyedévben még nagyon dinamikus (8, illetve 6 százalékot meghaladó) éves ütemben nőtt a gazdaság, az ezt követő lassulás eredményeképpen a negyedik negyedévben a GDP éves összevetésben jóformán már stagnált, mindössze 0,4 százalékkal nőtt. Az előző negyedévhez képest a GDP a harmadik és a negyedik negyedévben is csökkent.

Az első negyedévben még egy keresletélénkítő csomag keretében a háztartások széles köre kapott – nagyobbrészt egyszerű jelleggel – jelentős összegeket az államtól. Ez azonnal megdobta a fogyasztói keresletet, és a vásárolt fogyasztás dinamikáját 12 százalék fölé, de még a második negyedévben is 9 százalék közelébe emelte. Erre a kormányzati lépésre felettébb ellentmondásos pillanatban került sor. Elvégre a jegybank az egyre gyorsuló infláció elleni védekezés jegyében már 2021 második felében elindított egy kamatemelési ciklust. A 2021-ben kiéleződött kínálatoldali problémák miatt ekkorra már az EU átlagos inflációs rátája is szokatlan magasságokba emelkedett. 2022 februárjában pedig mindezt tetézte az Ukrajna elleni orosz invázió megindulását követő energiaár-robbanás, valamint a hazai és globális időjárási anomáliák miatti terméskiesés által (is) táplált élelmiszerár-robbanás.

Mivel az említett külső tényezőkhöz hozzáadódott az eleve magasabb hazai *inflációs* szint, illetőleg az év elejei stimuluscsomag hatása, a magyarországi infláció az összes EU-tagállamot felülmúló magasságokba emelkedett. Ez pedig az év előrehaladtával egyre inkább megtépázta a háztartások vásárlóerejét és – ágazati hovatarozástól és piaci pozíciótól függően eltérő mértékben – a vállalatok pénzügyi helyzetét. Erre rakódott rá a jegybanki kamatemelések nyomán a finanszírozási feltételek romlása.

A fentiek miatt elkerülhetetlen volt a 2022 elején még rekordokat döntő belföldi kereslet lassulása, majd csökkenésbe fordulása. Az első negyedévben a belföldi felhasználás még közel 11 százalékkal bővült, ám a negyedik negyedévben már minimálisan csökkent. Igaz, ehhez a beruházási dinamika változása is nagyban hozzájárult. Az év elején főleg a vállalati beruházások tartották magasan a beruházások növekedési ütemét, az év végére viszont az állami és államhoz kapcsolódó beruházások zuhanása már komoly lehúzó hatást fejtett ki, ráadásul ekkorra a vállalati szektornak is csak egy szűkebb szegmensében – az exportorientált szektorban – folytatódott a beruházások bővülése. Habár az év végére a reálkeresetek dinamikája – a gyors nominális keresetemelkedés ellenére – negatívvá vált, a háztartások fogyasztása még az utolsó negyedévben is nőtt valamelyest, viszont az állóeszköz-felhalmozás volumene jelentősen visszaesett.

Az eddigieket összefoglalva, a tavalyi év második félévében látott (és az idén folytatódó) tendenciák – legalább részben – az év elején folytatott gazdaságpolitika visszacsapásaként is felfoghatóak. A keresletösztönző csomag nagyban hozzájárult az infláció rekordmagasságba emelkedéséhez, ami viszont a későbbiekben elapasztotta az év elején megugrott fogyasztási keresletet. Továbbá a kiugró inflációra kiugró mértékű *kamatemelkedés* volt a válasz, ami a vállalatok és háztartások finanszírozási feltételeit erőteljesen rontotta, kihatva ezzel a fogyasztásra és a beruházási aktivitásra egyaránt.

Mivel a turbulens és nyomott nemzetközi gazdasági környezet ellenére az áru-export számottevően, a szolgáltatás-export pedig viharosan nőni tudott, a nettó áru-export az év egészét tekintve csak kismértékben húzta lefelé a növekedést, az áru- és szolgáltatás-külkereskedelem együttes növekedési hozzájárulása pedig pozitív volt. Összességében a *GDP növekedési üteme* 4,6 százalékos volt 2022-ben, ám ez a nagyon erős évkezdet ellenére csak a nettó export segítségével vált lehetővé: az év elején még csúcspontot döntő belföldi kereslet éves növekedési üteme csak 3,9 százalék volt tavaly.

Miközben 2022-ben a GDP 4,6 százalékkal emelkedett, a *bruttó hazai reáljövedelem* (RGDI) nagyjából 0,5 százalékkal csökkent, így az előző évi GDP-hez viszonyítva a külkereskedelmi cserearányromlás okozta jövedelemveszteség meghaladta a GDP-volumen növekedését, nagyjából 5 százalékot tett ki. Ez fontos információ annak megítélésére szempontjából, hogy a belföldi felhasználás volumenének növekedése (3,9 százalék) összhangban volt-e az ország által felhasználható források bővülésével (–0,5 százalék). A két mutató közötti diszkrepancia 2022-ben a külkereskedelmi egyenleg jelentős romlásában mutatkozott meg. A hazai GDP- és RGDI-

növekedés közötti rés az EU tagországaival összehasonlítva kirívó: messze meghaladja az EU átlagát, és Litvánia után a legnagyobb mértékű.

A 2023-as év nagy részében a tavalyi év végi tényezők lesznek a meghatározók. Az infláció az év elején tetőzött, de az év folyamán csak lassan fog mérséklődni, ami a gazdasági folyamatokra számottevő hatással lesz. A háztartások *reáljövedelme* hosszú hónapokon át csökkenni fog – az első félévben meredeken. Ennek hatása már látszik az év eleji kiskereskedelmi adatokon: egyértelmű, hogy az első negyedévben a magánfogyasztás erőteljesen esik. A csökkenő háztartási jövedelem mellett a *fogyasztás* az idei év egészét tekintve is visszaesik, habár az év előrehaladtával ennek mértéke enyhülhet, és az utolsó negyedévben már némi növekedésre is számítani lehet. Éves átlagban viszonylag enyhe, 2 százalékos körüli csökkenésre számítunk.

Mint említettük, a tavalyi év végére erősen beszűkült a *beruházásait* növekvő gazdasági szereplők köre. Ennek nyomán az utolsó negyedévben már jelentősen visszaesett az állóeszköz-felhalmozás az egy évvel korábbi szinthez képest. A belső kereslet visszaesése várhatóan az első félévben tetőzik, azután javulni kezd. A vállalatokra nehezedő költségnyomás továbbra is magas, és csak az év vége felé enyhülhet, az inflációval nagyjából párhuzamosan. A finanszírozási feltételek a jelek szerint most már nem romlanak tovább, de érdemi javulásra alighanem az év második felében kerülhet csak sor. Ezenfelül az állami beruházások is tovább esnek, habár a bázishatás miatt az év végére az esés stagnálásba fordulhat. Ennek megfelelően a beruházási aktivitás csökkenése is folytatódni fog az idén, vélhetőleg gyengülő intenzitással, és csak az év vége felé várható újabb szerény növekedés. Éves átlagban 4 százalékos ütemben csökkenhet a bruttó állóeszköz-felhalmozás.

A keresleti viszonyok romlása a tavalyi második félévben – az anyag- és energiaárak drasztikus megemelkedésével párhuzamosan – az *építőipar* egészét tekintve csak a kibocsátás hozzávetőleges stagnálását eredményezte az év nagyobb részében, a mélyépítésnek az infrastruktúra-projektek kifutása miatt mélyülő visszaesése mellett. Az idei első két hónapban viszont már mindkét építőipari főcsoport kibocsátásának a volumene csökkent. Az új rendelések látványos esése következtében mindkét főcsoportban a rendelésállomány egyre fokozódó mértékben elmarad az egy évvel korábbi szinttől. A költségvetési stabilizáció miatt elhalasztott állami beruházások, illetőleg a lakásépítéseknel, iroda- és szállodaépítéseknel a lanyhuló érdeklődés mellett az építőipart továbbra is sújtják az orosz–ukrán háború által tovább súlyosbított költségproblémák. Az idei év egészére jelentős, 5-10 százalékos építőipari visszaesést várunk, noha az alacsonyabb bázis miatt a kereslet zsugorodása az év végére

legalábbis enyhül, és az iparági szereplők várakozása szerint az építőanyag-árak növekedési üteme az infláció alá süllyed.

Részben más a helyzet a nagyjából exportorientált *ipar* esetében, miután a világgazdaságot a tavalyi év megrázkódtatásai az előzetesen vártnál kevésbé viselték meg. Ez tette lehetővé, hogy az ipari termelés jó közepes, 5,8 százalékos növekedést produkált 2022-ben. A tavalyi utolsó negyedévben és az idei első két hónapban a hazai keresleti viszonyok romlása látványosan éreztette hatását, a belföldi értékesítés drasztikus mértékben esett. A keresleti problémákat az is tetézhette, hogy tavaly októbertől az energiaárak megugrása az iparvállalatok szélesebb körében éreztette hatását, mint korábban. A belföldi értékesítés visszaesésének fokozatos enyhülése mellett arra számítunk, hogy az ipari exportértékesítés növekedése folytatódni fog az idén. Ezzel kapcsolatban is vannak kockázatok: a globális kamatemelési hullám világszerte a kereslet lenyhülése irányába hat, és ez tükröződhetett az exportértékesítési dinamika idei év eleji megingásában. Ugyanakkor valószínűsíthető, hogy az ipari export trendje továbbra is növekvő marad, ha a bővülés üteme számottevően el is marad a tavalyitól. Éves átlagban az ipar szerény, 2 százalék körüli növekedésével számolunk.

Annak ellenére, hogy a külső gazdasági körülmények meglehetősen kedvezőtlenek, a hazai feldolgozóipari vállalatok saját szubjektív és objektív helyzete pozitív képet fest. A Kopint-Tárki tavaszi *konjunktúratesztje* alapján kijelenthetjük, hogy sem az energiaválság, sem a magas beszerzési költségek és kamatok nem okoztak tartós sokkot az ágazatban. Ugyanakkor az ország jelenlegi helyzetét és kilátásait határozottan rosszabbnak ítélik meg a megkérdezettek, ami fokozott óvatosságra inti a vállalatokat, ez pedig hatással van a beruházási kedvre és a fogyasztói árakra is. Másfelől a vállalatok csak nemrégiben kezdtek szembesülni a magas infláció okozta keresletcsökkenéssel, továbbá a vállalatok körében a készletépítési ciklus véget érni látszik. Ebből kifolyólag kérdéses, hogy a viszonylagosan jó hangulat vajon kitart-e az év végéig.

Az áru-külkereskedelem pályája bizonyos fokig kétarcú volt 2022-ben. A *külkereskedelmi volumeneket* illetően a trendek nem alakultak kifejezetten rosszul: az év egészét tekintve az export növekedési üteme csak kismértékben maradt el az importétól. Így pusztán a volumenváltozások alapján a külkereskedelmi mérleg akár enyhén többletes maradhatott volna tavaly. A folytatódó, súlyos *cserearányromlás* miatt azonban tetemes, euróban mérve 8,6 milliárdra rúgó külkereskedelmi hiány alakult ki 2022-ben. Az idén viszont jelentős javulás várható e téren. Egyrészt az áruexport dinamikája valószínűleg érdemben meghaladja az importét – a belföldi

kereslet beesése következtében nyomott import, másrészt a szerény ütemben folytatódó exportnövekedés miatt –, másrészt pedig a korábbi cserearányromlás az év elején cserearány-javulásba váltott, és e változás tartósnak ígérkezik.

2022-ben igen jelentősen, a GDP arányában 4,5-5 százalékponttal emelkedett az ország *külső finanszírozási igénye*. Ez elsősorban a külkereskedelmi egyenleg rendkívüli romlásához köthető, amelynek háttérében alapvetően az energiamport árának radikális emelkedése – a külkereskedelmi cserearányok romlása – áll. 2021-hez viszonyítva a GDP arányában 1,5-ről 6 százalékra nőtt a folyó fizetési és tökemérleg összevont hiánya (az úgynevezett felülről számított finanszírozási képesség), és 4-ről 9 százalékra emelkedett a pénz- és tőkemozgásokat mérő *pénzügyi mérleg deficitje* (az úgynevezett alulról számított finanszírozási képesség). A fizetési mérleget kedvezően befolyásolta a jövedelemegyenleg hiányának enyhe csökkenése, ezt a hatást azonban ellensúlyozta a tökemérleg többletének (vagyis a nettó EU-transzferek) mérséklődése. 2022-ben (2021-hez hasonlóan) a GDP arányában emelkedett az ország nettó külföldi *adósságállománya*, és csökkent a nettó FDI-állomány. Arra számítunk, hogy 2023-ban – az energiaszámla és a belföldi felhasználás csökkenése miatt – a külkereskedelem és a folyó fizetési mérleg egyenlege számottevően javulni fog.

Az *infláció* 2023 januárban 25,7 százalékon tetőzött, és februárban–márciusban is alig mérséklődött. A 25 százalék feletti fogyasztóiár-emelkedés Európában messze a legmagasabb, több mint két és félszerese az EU-átlagnak. A magyarországi infláció kifejezetten ragadósnak mutatkozik, és nem láthatók markáns jelei annak sem, hogy a vásárlóerő csökkenése számottevő árcsökkentést kényszerítene ki. Kétségtelen, hogy az élelmiszerek esetében a magas áremelkedési ütemhez a kiskereskedelmi különadók, a népegészségügyi termékadó és a jövedéki adó emelése is hozzájárult, ezeket a pluszterheket a kereskedőknek áremeléssel kell kigazdálkodniuk. Sem az élelmiszerek, sem a szolgáltatások inflációja nem esett vissza érdemben márciusban; abban a hónapban az infláció csupán attól lett 0,2 százalékponttal alacsonyabb, mint a februári, hogy a magasabb rezsziárba esők száma némileg tovább csökkent. Az év első felében még 20 százalék feletti emelkedést mutathat az index, mivel az előző évi bázis viszonylag alacsony. Az első félévben az árindex átlagos növekedése 24-25 körül lehet. Számottevő csökkenés szeptemberben várható, amikor a tavalyi rezsziáremelés hatása bekerül a bázisba, és egy újabb decemberben, amikor a tavalyi üzemanyagár-felzabadtítás emeli meg a bázist. Van esély arra, hogy a fogyasztói árak emelkedése decemberre 10 százalék alá essen, de a 2023. évi infláció 19 százalék körül várható. 2024-re 6 százalék körülit jelzünk előre.

A 2022-ben a *forint* jelentősen, mintegy 8 százalékkal gyengült az euróval szemben. Az idei első negyedévben ugyanakkor több mint 5 százalékos felértékelődésre került sor, és a forint a régiós devizákhoz képest is erősödni tudott. A forintnak erős támaszt adott a régióban messze legmagasabb jegybanki irányadó kamat, de az árfolyam továbbra is magas érzékenységet mutat a piaci hangulatváltozásokra.

A rakétasebességgel emelkedő inflációra a jegybank drasztikus *kamatemeléssel* válaszolt tavaly, ugyanakkor október óta a jegybanki kamatkondíciók nem változtak. A jegybanki kommunikáció hatásosan hűtötte le az irányadó ráta korai csökkenésére vonatkozó várakozásokat. A monetáris transzmisszió erősítését viszont hátráltatta a Magyar Nemzeti Bank és a kormány közötti összhang hiánya. Ezzel együtt a jegybanki és a bankközi kamatkondíciók szigorodása erőteljesen tükröződött a forinthitelkamatok alakulásában is mind a vállalati, mind a lakossági szegmensben. A romló hitelfeltételek mellett 2022. negyedik negyedévében a vállalati hitelkihelyezések éves szinten 14 százalékkal csökkentek, míg a lakossági hitelek esetében 35 százalékos esés volt megfigyelhető.

Jelenleg nem számítunk arra, hogy 2023 folyamán érzékelhető mennyiségű európai *uniós támogatás* érkezne be, akár az Európai Helyreállítási és Ellenállóképességi Eszköz (RRF), akár a partnerségi megállapodás keretében, vagy erről megállapodás történne. Az év első felében ez bizonyosan nem várható, legfeljebb az év vége felé, de az uniós támogatásoknak mind a ténye, mind az összege bizonytalan. De még ha meg is születne valamilyen kompromisszumos megállapodás az év vége felé, ebben az évben még semmiképpen sem fejtene ki GDP-ösztönző hatást. Részben ezzel is indokolható, hogy az idei évre vonatkozó előrejelzésünk az elemzői konszenzusznál valamivel pesszimistább, mivel tavaly még ha csökkenő, de nem elhanyagolható finanszírozás érkezett az uniós programokra, amelyeknek a megvonása a gazdasági teljesítményben érezhető kiesést fog okozni. Ez a tényező is hozzájárul a belföldi kereslet csökkenéséhez.

Éves átlagban a belföldi felhasználás 2-3 százalékos visszaesésére számítunk. Ugyanakkor a *külkereskedelem* növekedéshez való hozzájárulását illetően indokolt az óvatos optimizmus, bár itt is vannak komoly kockázatok. Már említettük a kamatemelési ciklusnak a globális keresletet hűtő hatását. Ehhez újabban hozzájönnek a pénzügyi rendszerrel kapcsolatos bizonytalanságok, amelyek maguk is részben a kamatemelési ciklus nyomán kerültek felszínre. A geopolitikai turbulenciákkal együtt ezek rontják a külgazdasági kilátásokat is. Ám várakozásunk szerint mindez csak fékezni fogja, de nem nullázza le az ipar és az export növekedését. A zsugorodó belföldi kereslet által lenyomott import és a szerény mértékű exportbővülés együt-

tesen azt eredményezi, hogy a nettó export részben ellensúlyozni fogja a belföldi felhasználás csökkenésének a negatív növekedési hozzájárulását. Jelenleg azonban arra számítunk, hogy nem tudja teljesen ellensúlyozni, így éves átlagban a *GDP* minimális, 0,5 százalékos csökkenését várjuk 2023-ban. Jövőre – ha közben újabb világgazdasági vagy Magyarország-specifikus sokk nem üti meg a gazdaságot – 2-3 százalékkal, esetleg ennél is gyorsabban bővílhet a GDP.