

NEGYEDÉVES MAKROGAZDASÁGI KITEKINTŐ






2022. július



MAGYAR
BANKHOLDING

Tartalom

	I. ÖSSZEFOGLALÓ.....	2
	II. RÉSZLETES MAKROGAZDASÁGI ÁTTEKINTÉS MAGYARORSZÁGRÓL.....	7
	Gazdasági növekedés.....	7
	Régiós körkép.....	12
	Hazai infláció.....	14
	Monetáris politika, jegybanki alapkamat.....	16
	Foglalkoztatás, munkanélküliség és béralakulás.....	18
	Költségvetési folyamatok.....	21
	Külső egyensúlyi helyzet.....	23
	Ipar.....	26
	Ingatlanpiac.....	28
	III. GLOBÁLIS GAZDASÁGI FOLYAMATOK.....	32
	Az USA gazdasági folyamatai.....	32
	Az eurózóna gazdasági folyamatai.....	33
	KKE regionális gazdasági folyamatok.....	34
	IV. GLOBÁLIS, ILLETVE HAZAI PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP.....	37
	Nemzetközi devizapiacok és a forint.....	37
	Globális monetáris politikai fejlemények.....	40
	Nemzetközi és magyar állampapírpiac, hozamszintek.....	42
	A jelen kiadvány készítői.....	45

LEZÁRVA: 2022. július 15-én 18:00 órakor. Az előrejelzéshez használt adatokat 2022. július 15-ig vettük figyelembe.

I. ÖSSZEFOGLALÓ

A vártnál erősebb első negyedéves gazdasági teljesítmény ellenére az idei GDP növekedési előrejelzésünket 5,9%-ról 5,7%-ra, míg a 2023-ra vonatkozót 4,2%-ról 2,7%-ra csökkentettük az elhúzódó háború, a romló külső környezet, az emelkedő kamatszint, a kedvezményes háztartási energiaárak részleges megszüntetése, valamint az idei súlyos aszálykárok miatt. A tavaly év végi lendületes növekedés áthúzódó hatásai, valamint az idei robotstus évkezdet miatt idén ennél jóval magasabb, 7%-hoz közelítő növekedési ütem is elérhető lett volna.

A tavaly év végi, valamint az idei év eleji várakozáson felüli gazdasági élénkülés áthúzódó hatásai önmagában a növekedési kilátások javítását indokolták volna. Az ukrajnai háború kitörése számos, döntően közvetett hatáson keresztül rontja a hazai növekedési kilátásokat. A közvetett hatások leginkább az ellátási láncok zavarain, és ezzel szoros összefüggésben a külföldről begyűrűző árnyomáson keresztül érvényesülhetnek. Ráadásul jelentős bizonytalanságot okoz, hogy a háború időtartama, végkimenetele, a szankciók további fokozása, vagy kedvező esetben enyhítése továbbra sem ismert. Ezek hatása a termelési láncokra, energia-, nyersanyag-, és élelmiszerellátásra kiszámíthatatlan, ami az árupiacokon szélsőséges áringadozásokat, volatilitást okoz. Ilyen körülmények között nem csupán a növekedési, hanem az inflációs, államháztartási, külkereskedelmi előrejelzések is fokozott nehézségekbe ütköznek. A növekedési kilátásokat beárnyékolja a globális gazdaság várható lassulása, amiben egyes vezető gazdaságok fokozódó recessziós kilátása a meglóduló infláció és az ez ellen hozott erősödő monetáris szigorítások következtében. A növekedést a kedvezményes háztartási energiaárak részleges megszüntetése is érdemben rontja. A növekedést ezenkívül a rendkívül súlyos aszály következtében visszaeső mezőgazdasági termelés is kissé visszahúzza.

A hazai kilátások nemzetközi összehasonlításban ugyanakkor kedvezőbbek, mivel az idei bőven kétszámjegyű bérnövekedés és a lakossági transferek felülmúlják a vártnál lényegesen magasabb inflációt. Az utóbbit a hazai árkorlátozások fékezik, így a reáljövedelmek idén is emelkedhetnek, hozzájárulva a fogyasztás bővüléséhez. Mindezek alapján nem érezzük indokoltnak az idei növekedési kilátások radikális rontását, valamint alapesetben nem számítunk recesszióra, azonban a második félévben a negyedéves alapú növekedés közel kerülhet a stagnáláshoz. A növekedésre mindazonáltal érdemi kockázatot jelent az orosz gázszállítások esetleges leállítása az európai országok irányába, mivel számos ágazatot leállásra kényszeríthet, ami a hazai termelést is meredeken visszafogná.

Főbb üzeneteink a hazai gazdaság kapcsán:**Infláció**

Az orosz-ukrán háború érdemben felülírja az inflációs – és gazdasági – kilátásokat, amelyeknek a hatása még nem becsülhető meg teljesen. A háború kitörése óta a gáz-, áram-, és olajárak elszálltak, amelyek már azelőtt is komoly nehézséget okoztak a gazdasági élet szereplőinek. Emellett komoly hatása van az élelmiszerárak emelkedésének, amely szintén az alapanyaghiányokra vezethető vissza. **A következő hónapokban az átárzások, a forintgyengülés, az adóemelések, valamint az átlagosnál nagyobb fogyasztók energiaszámláinak elszállása miatt jelentősen tovább emelkedik az infláció, ami az árkorlátozó intézkedések nélkül elérhetné a 18-20%-ot is.** A vártnál jóval szélesebb körű, és meredekebb áremelkedések hatására **az idei inflációs várakozásunkat 11,7%-ra, a jövő évit pedig 7,6%-ra emeljük, de az infláció ennél magasabb is lehet, amit a globális alapanyag-, nyersanyag-, alkatrészhiány, a nemzetközi szállítási árak elszállása és a globális energiaválság okoz.** Az inflációra emellett a jelentős béremelések, a bérköltségek érdemi növekedése, a lakosság többletjövedelmei miatti keresletélénkülés is kockázatot jelent. Az árkorlátozások fenntartása jelentős ársokkot előzhet meg.

Munkaerőpiac és fogyasztás

2022-ben jelentősen emelkedik a bérdinamika (várakozásunk: 16,1%-os bruttó átlagbér-növekedés), a 20%-os a minimálbér és garantált bérminimum emelés, több ágazatot érintő 20%-os bérrendezés, valamint a hivatásos állomány hathavi illetménye következtében. Emellett **2021-ben ismét feszessé vált a munkaerőpiac** és megjelent a munkaerőhiány, amely 2022-ben fokozódhat; így a nem minimálbért keresők esetében is magasabb bérdinamikára számítunk. A feszes munkaerőpiaci kondíciók 2023-ban is fennmaradhatnak, azonban a nemzetgazdasági szintű bérek növekedése döntően bázishatások miatt 7,5%-ra lassulhat.

Várakozásunk szerint 2022-ben 0,8%-kal bővíülhet a foglalkoztatottak száma az előző évhez képest, melyhez elsősorban a privát szektor növekedése járul hozzá. A várható kedvező tendenciát a továbbra is intenzív gazdasági teljesítmény támogatja. **2023-tól a dinamika csillapodását várjuk (0,4%-os foglalkoztatásbővülés), ahogy megközelítjük a teljes foglalkoztatottságot.** A foglalkoztatottak számának emelkedésével párhuzamosan a munkanélküliségi ráta is folyamatos mérséklődést mutathat a következő években (2022: 3,2% és 2023: 3,1%).

A kedvező munkaerőpiaci kondíciók mellett a kormányzati támogatások (pl. családokat érintő SZJA-visszatérítés) hozzájárultak a **fogyasztás dinamikus bővüléséhez**, amit idén a tavalyi alacsony bázis is támogat, azonban a következő negyedévekben érdemben lassulhat a fogyasztás növekedése (várakozásunk szerint 2022-ben 6,8%-kal, 2023-ban 2,7%-kal nőhet a háztartások fogyasztása).

Beruházások

A beruházások nemzetgazdasági szinten 2022-ben az előző évnél visszafogottabb, de összességében továbbra is dinamikus ütemben folytatódhatnak: a 2021-es 4,2%-os növekedést követően 3,5%-os bővülést mutathatnak. A várt – 2021-hez és korábbi előrejelzésünkhöz képesti – visszafogottabb növekedés oka a vállalati beruházások esetében az év második felétől várt megtorpanás és a kormányzati beruházások csökkentése.

Az egyes nemzetgazdasági ágakban eltérő folyamatok játszódtak le a beruházások tárgyidőszaki alakulását tekintve. A járvány negatív gazdasági hatásait – más intézkedések mellett – a kormány a vállalatok beruházásainak igen nagy volumenű közvetlen támogatásával, a jegybank és az állami bankok révén alacsony kamatozású hitelekkel és garanciaprogramokkal sikeresen ellensúlyozta, ennek hatásai a tavalyi évtől már határozottan jelentkeztek. **Az emelkedő kamatok, a geopolitikai feszültségek** miatt növekvő bizonytalanság és **kockázatok**, valamint az elszálló **energiaárak és beruházási költségek elbizonytalaníthatják a vállalatokat a beruházásokról.** A jelenlegi energiaárak mellett azonban az energiahatékonysági beruházások még magasabb kamatok mellett is megtérülhetnek, az emelkedő kamatok negatív hatását pedig a kkv-k számára továbbra is elérhető kedvezményes hitelkonstrukciók, a GINOP pályázatok, valamint a továbbra is kiemelkedő működő tőke beáramlás ellensúlyozhatják.

A feldolgozóipari beruházásokat alapvetően a rekordszintű működő tőke beáramlás támogatja. A **lakossági beruházásokat** az 5%-os kedvezményes újlakás áfa visszavezetése mellett számos családtámogatási és a bürokráciát és egyéb költségeket csökkentő programok, valamint a lakásfelújítási **támogatások élénkítik.**

Nettó export

Az orosz-ukrán háború érdemben felülírta a külkereskedelmi kilátásokat. Az energiahordozók és más nyersanyagok árainak drasztikus emelkedése **meredeken rontja a cserearányokat**, amit csak kismértékben ellensúlyoz a gabonaárak megugrása. A beszállítói láncok megszakadása miatt fennakadások lehetnek az ipari termelésben és az exportban. Összességében tehát jelentősen romlik a külkereskedelmi egyenleg. Az exportpiaci kilátásokat pedig az energia- és élelmiszerárak által vezérelt meredek infláció miatt a felvevőpiacainkon csökkenő reáljövedelmek és alacsonyabb vásárlóerő is ronthatja. **A**

beruházások és a fogyasztás erőteljes növekedésével a külkereskedelem többletének csökkenésére számítunk az idei év első felében, azonban az ellátási problémák, a chiphiány fokozatos enyhülése, valamint új termelőkapacitások üzembe helyezése miatt **a második félévben már stabilizálódhat, a következő években pedig ismét javulhat a külkereskedelmi egyenleg**. A folyó fizetési mérleget emellett az idegenforgalom helyreállása következtében várhatóan javuló szolgáltatások egyenlege támogathatja.

Államháztartás

A kormány az idei **4,9%-os GDP arányos hiánycél tartása érdekében egyenlegjavító intézkedéseket vezetett be**. Az idei hiánycél tartható lett volna, mivel egyes egyszeri tételeket (pl. SZJA-visszatérítés) már a tavalyi eredményszemléletű hiányban elszámoltak, miközben a tervezettnél magasabb tavalyi növekedés és infláció miatt az adóbevételek messze felülteljesülnek. Ennek bázisán **az idén is várható az adóbevételek túlteljesülése**, amit az is alátámaszt, hogy az első öt hónapban **időarányosan jobban állnak a bevételek**, mint tavaly. Ezenkívül a költségvetési **automatikus stabilizátorok** is támogatják a költségvetés helyreállítását. A gazdaság helyreállásával a következő években fokozatosan újra a 3%-os kritérium alá süllyedhet az államháztartás hiánya. **Az államháztartás egyenlege ugyanakkor számottevő kockázatot jelentettek** a megugró piaci gáz-, és energiaárak, valamint a kamatok emelkedése miatt érdemben emelkedő kamatkiadások, amelyek ellensúlyozására a kormány extraprofit adót vezetett be nyolc szolgáltatási ágazatra, valamint mintegy 1200 milliárd forintnyi kiadáscsökkentést jelentett be, elsősorban állami beruházásokat és működési kiadásokat érintve.

MAGYAR MAKROGAZDASÁGI ALAPPÁLYABELI ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEFOGLALÁSA							
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	TÉNY**				ELŐREJELZÉS		
Reál GDP éves változás, %	5,4	4,6	-4,5	7,1	5,7	2,7	4,4
Háztartási fogyasztás, %	4,2	4,5	-1,8	4,4	6,8	2,7	3,8
Kormányzati fogyasztás, %	4,5	6,2	5,4	4,8	3,4	1,3	2,4
Állóeszköz-felhalmozás, %	16,3	12,8	-6,9	5,9	7,2	2,1	3,6
Export, %	5,0	5,4	-5,9	10,1	5,7	5,2	5,3
Import, %	7,0	8,2	-3,5	8,2	5,6	4,7	4,2
Ipari termelés, %	3,5	5,6	-6,0	9,6	5,7	5,0	5,0
Építőipari termelés, %	21,3	20,4	-9,7	13,3	11,0	3,2	3,5
Kiskereskedelmi forgalom, %	6,7	6,2	-0,2	3,3	8,8	3,2	3,8
Külkereskedelmi egyenleg, millió €	5.520	4.334	5.618	1.897	-4.00	-2.5	0.5
Fogyasztóiár-index éves átlag, %	2,8	3,4	3,3	5,1	11,7	7,6	3,3
Maginfláció éves átlag, %	2,0	3,1	3,7	3,9	12,4	6,7	3,0
Munkanélküliségi ráta, %	3,6	3,3	4,1	4,1	3,3	3,2	3,1
Nemzetgazd. foglalkoztatottság, %	1,3	0,8	-0,9	0,9	0,8	0,4	0,2
Nemzetgazd. bruttó átlagkereset, %	11,3	11,4	9,7	8,5	16,1	7,5	7,5
Nettó reálbér, %	8,3	7,8	6,2	3,3	4,1	-0,1	4,1
Háztart. nettó pü. vagyon, billió HUF	45,5	50,6	56,7	63,1	68,0	72,0	76,2
ÁHT egyenleg ESA-95, GDP %-a	-2,1	-2,1	-7,8	-6,8	-4,6	-3,5	-3,0
Bruttó államadósság, GDP %-a	69,1	65,5	79,6	76,8	72,8	70,4	67,8
Folyó fizetési mérleg, GDP %-a	0,2	-0,7	-1,1	-3,2	-5,2	-2,2	-1,1
Külső finansz. képesség*, GDP %-a	2,4	1,2	0,9	-0,6	-2,3	0,0	1,2
Bruttó külső adósság*, GDP %-a	79,5	72,7	81,9	82,3	84,7	77,5	68,3
Nettó külső adósság*, GDP %-a	9,3	7,1	10,3	14,9	17,8	16,2	13,7
GLOBALIS ILLETVE HAZAI PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEFOGLALÁSA							
EUR/USD év végi	1,1469	1,1211	1,2215	1,1382	0,95	1,02	1,06
EUR/HUF év végi	321,15	330,52	365,10	365,70	405,00	390,00	385,00
EUR/HUF éves átlag	318,78	325,36	359,00	357,75	396,20	399,40	389,10
USD/HUF év végi	279,94	294,74	296,94	321,34	426,30	382,40	363,20
USD/HUF éves átlag	270,35	290,69	307,84	300,91	381,20	397,30	375,70
MNB alapkamat év végi	0,90%	0,90%	0,60%	2,40%	11,75%	8,50%	4,50%
EKB alapkamat év végi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,25%	1,50%	1,25%
FED alapkamat év végi	2,50%	1,75%	0,25%	0-0,25%	3,00-3,25%	2,75-3,00%	2,75-3,00%
3-hónapos BUBOR év végi	0,13%	0,16%	0,75%	4,21%	11,75%	8,00%	4,50%
3-hónapos EURIBOR év végi	-0,31%	-0,38%	-0,55%	-0,57%	0,60%	0,80%	0,70%
3-hónapos USD LIBOR év végi	2,81%	1,91%	0,24%	0,21%	3,20%	3,20%	2,80%
5-éves ÁKK ref. hozam év végi	2,48%	1,17%	1,42%	4,35%	8,50%	6,20%	5,20%
10-éves ÁKK ref. hozam év végi	2,99%	2,01%	2,17%	4,51%	8,50%	7,50%	6,00%
5-éves magyar CDS-felár év végi	89bp	71bp	60bp	45bp	130bp	95bp	75bp

II. RÉSZLETES MAKROGAZDASÁGI ÁTTEKINTÉS MAGYARORSZÁGRÓL

Gazdasági növekedés

8,2%-kal nőtt a hazai GDP 2022. első negyedévében az egy évvel azelőttihez, míg szezonálisan és munkanappal kiigazítva **2,1%-kal bővült az azt megelőző negyedévhez képest. A járvány előtti szintet a GDP 5,9 százalékponttal haladta meg az első negyedévben.** A növekedést egyrészt a tavalyi utolsó negyedév igen erős áthúzódo hatásai, másrészt a negyedévben tapasztalt robusztus ágazati növekedések, harmadrészt az egy évvel ezelőtti második/harmadik járványhullám elleni lezárások miatt egyes szektorok igen alacsony bázisa gyorsították. A növekedést továbbra is visszafogta a chip- és más alkatrészek hiánya miatt **akadozó járműgyártás**, enélkül a növekedés akár egy százalékponttal magasabb is lehetett volna. Amennyiben stabilizálódnának a beszállítói láncok, az ipari termelés élesen felpattanhatna a meglevő robusztus rendelésállománynak köszönhetően. Ezzel szemben a növekedést érdemben gyorsította egyes szolgáltatási ágazatok **folytatódó kilábalása**, az egy évvel korábban szigorodó járványügyi korlátozások által okozott **alacsony bázis**, egyes lakossági transzferek (szja visszatérítés, 13. havi nyugdíj, fegyverpénz) megjelenése a **fogyasztásban**, valamint az **építőipar robusztus év végi lendülete**.

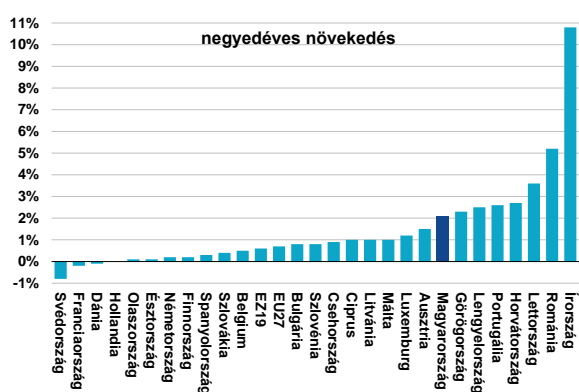
A vártnál számottevően kedvezőbb tavalyi negyedik negyedéves, valamint ideai első negyedéves GDP adatok **áthúzódo hatása** miatt az ideai növekedés **bőven meghaladhatná** korábbi várakozásunkat, azonban az ukrajnai háború **közvetlen és közvetett negatív hatásai, valamint a kedvezőtlen időjárás** miatt a **GDP-re vonatkozó 2022. évi növekedési prognózisunkat 5,7%-ra, a jövő évi növekedési előrejelzésünket pedig 2,7%-ra csökkentettük a korábbi 5,9, illetve 4,3%-ról.**

A növekedéshez szinte minden ágazat hozzájárult: az első negyedévben ipari termelés éves növekedése 5,5%-ra gyorsult a tavalyi negyedik negyedévi 1,6%-ról, az építőipar növekedése 15,7%-ralassult az utolsó negyedévi 19,2%-ról, a kiskereskedelmi forgalom 10,3%-ra gyorsult 5,5%-ról, a vendéglátás 80,9%-ra gyorsult az egy negyedévvel korábbi 59,2%-ról, a vendégéjszakák számának növekedése 424%-ra gyorsult a korábbi 208%-ról, emellett a szállítás, raktározás bővülése is igen jelentős volt.

A következő negyedévekben már lassulást várunk, részben bázishatások, részben a háború negatív hatásai miatt. Negyedéves alapon szintén jelentősen mérséklődhet a növekedés, de **alapesetben nem számítunk visszaesésre.** A növekedésre kockázatot jelentenek a beszállítói nehézségek, az ukrajnai háború és a szankciók miatt esetlegesen megszakadó beszállítói láncok, alapanyag, nyersanyaghiány, a költségek meredek emelkedése, a hitelkamatok emelkedése, valamint leginkább az elszálló infláció miatt csökkenő vásárlóerő, csökkenő reálbérek a főbb exportpiacainkon, ami visszafoghatja a külső keresletet. Kockázatot jelenthet az árkorlátozások esetleges fokozatos megszüntetése, ami

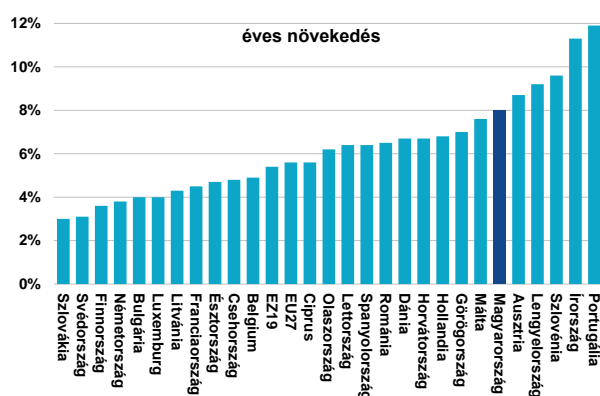
tovább gyorsíthatja az inflációt, ami kisebb reálbérnövekedéshez vezethet, de alapesetben a hazai reálbérek növekedésére számítunk. A legnagyobb kockázat az olaj- és gázembargó lenne, de idén erre nem számítunk, mivel a tárgyalások szerint haladékot kaphatunk. Ezzel szemben pozitív kockázatot jelentenek új ipari kapacitások üzembe helyezése, a chip- és más alkatrészek hiányának enyhülése, a kimagasló ipari és építőipari rendelésállományok. A növekedést az idegenforgalom folytatódó helyreállása, nagyobb sportrendezvények, világbajnokságok, valamint az elmúlt két évben elmaradt nagyfesztiválok megtartása is támogatja.

1. ábra: Az EU tagállamainak negyedéves növekedése (negyedéves növ. ütem %-ban)



Forrás: Eurostat

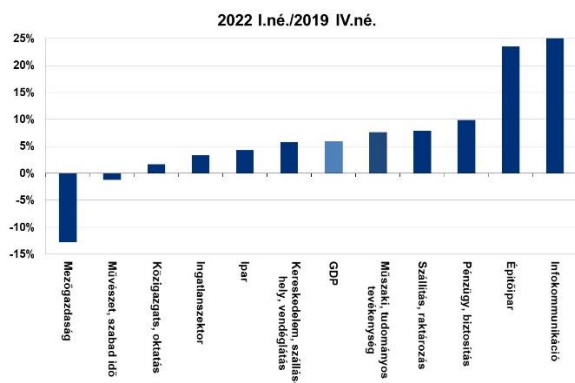
2. ábra: Az EU tagállamainak éves növekedése (éves növ. ütem %-ban)



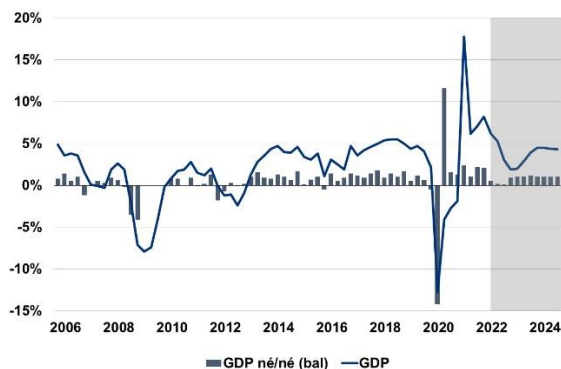
Forrás: Eurostat

A világgazdaság kilábalási folyamata az újabb járványhullámok elleni korlátozások feloldása ellenére is **erőtlen maradt** az első negyedévben, amit az ukrajnai háború kitörése következtében **meredeken emelkedő infláció**, a tovább **súlyosbodó energiaválság**, a **megjelenő élelmiszerválság**, az igen **kínai járványellenes korlátozások** miatt újra széttöredező ellátási láncok, valamint a továbbra is **akut alkatrész- és félvezetőhiány** okoztak, bár ez utóbbi már az enyhülés jeleit mutatja.

Az első negyedévben néhány kivétellel az európai nemzetgazdaságok már elérte a járvány kitörése előtti teljesítményét. Többnyire azon országoknak sikerült, ahol elhanyagolható a turizmus súlya. A turizmus meghatározó szerepe miatt a **dél-európai országok még elmaradást** mutatnak, azonban a félvezető és más alkatrészek, alapanyagok hiányától szenvedő ipar miatt **a német, a cseh és a szlovák gazdaság is lemaradásban van.** Ezért igen komoly sikernek nevezhető, hogy a hazai gazdaság összességében már közel hat százalékkal haladta meg a járvány előtt elért kibocsátást, mivel itthon magasabb a nemzetközi turizmustól és a járműgyártástól függő ágazatok súlya.

3. ábra: Egyes ágazatok teljesítménye a járvány előtti szinthez képest


Forrás: KSH, Takarékbank számítás

4. ábra: A GDP negyedéves és éves növekedési ütemei (%-ban)


Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

Az egyes ágazatokat és országokat továbbra is **különböző mértékű** felpattanás jellemzi. Az ipari termelés lendületét a gyors helyreállást követően az **általánossá váló alkatrész- és félvezetőhiány**, valamint a **szállítási kapacitások-korlátok** törték meg, noha a kilátások továbbra is kedvezőek lennének a **kifejezetten magas rendelésállománynak** köszönhetően. A kiskereskedelem helyreállása folytatódott, amit néhány országban az egyes cikkek érintő **áruhiány**, valamint korábbi **ösztönző intézkedések kifutása** árnyékolt be. A nemzetközi turizmus, az erre épülő szolgáltatások, rendezvények felépülése azonban határozottan élénkület látszik a két évig tartó részleges korlátozások és óvatosság után. Ennek megfelelően az egyes országok kilábalását nagymértékben határozza meg **a gazdasági szerkezet**, így a kilábalás/helyreállítás mértéke is különböző maradhat.

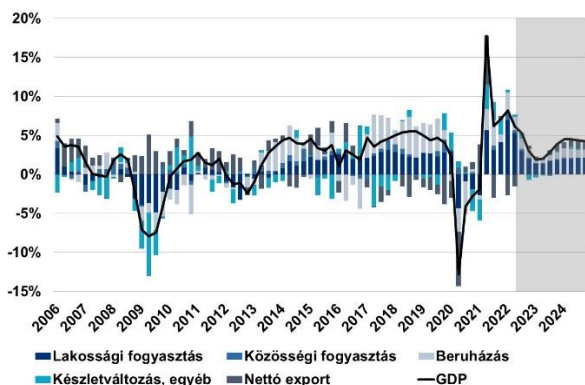
A járványügyi korlátozások szinte teljes feloldása javítaná a kilátásokat, azonban **a megugró infláció, a megélhetési költségek meredek emelkedése csökkentheti a vásárlóerőt**, így a kilábalás is lassabb lehet. Ezt enyhítheti az uniós helyreállítási alap, amely döntően a nagyobb visszaesést elszenvedő országokat támogatja. A küldő, döntően északi országok mindazonáltal profitáltak az elmaradt nyaralásokból származó megtakarítások belső felhasználásából, amit az északi államok jóval kisebb tavalyi visszaesése és gyorsabb helyreállása tükröztek. A jelentősebb ipari, járműgyártási kapacitásokkal rendelkező gazdaságokban ugyanakkor a **beszállítói láncokkal kapcsolatos nehézségek** vezettek lassuláshoz. Ebből kifolyólag a **kilábalás továbbra is egyenlőtlen**.

2017. negyedik negyedétől az EU tagállamai közül a hazai gazdaság negyedéves és éves alapon az élmezőnybe került, amit az előző évek során is többnyire megtartott. **Tavaly** a hazai gazdaság teljesítménye továbbra is **közel két százalékponttal haladta** meg az uniós átlagot. A következő években a hazai gazdaság növekedése stabilan meghaladhatja az EU összesített növekedési ütemét, így **tartós maradhat a hazai gazdaság felzárkózása**.

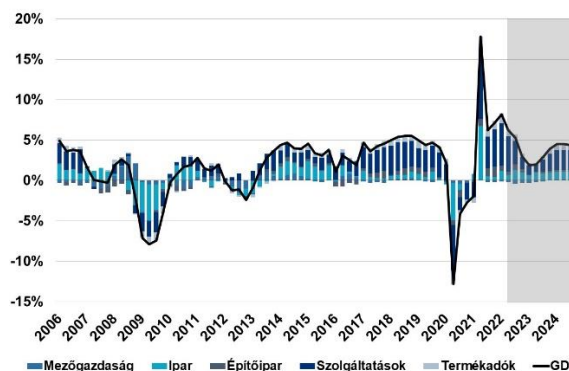
A következő években a fogyasztás további növekedése, a beruházások felfutása és újabb jelentős autóiipari kapacitásbővítések hatására viszonylag gyors lehet a felzárkózás. Középtávon a hazai gazdasági szereplők mérlegének érdemi javulása viszonylag gyors ütemű felzárkózásra ad lehetőséget, azonban a hosszabb távú felzárkózáshoz **a potenciális növekedést meghatározó tényezők** (humántőke, intézményi/szabályozási/üzleti környezet), **a versenyképesség és a termelékenység további javulása szükséges**.

Az első negyedévben **az ipar, valamint a feldolgozóipar hozzáadott értéke 4,9, ill. 4,6%-kal nőtt** az egy évvel ezelőtti szinthez képest, **gyorsulva a tavalyi negyedik negyedévben elért 2,1, illetve 1,9%-os növekedés után**. A feldolgozóipari ágazatok közül legnagyobb mértékben az élelmiszeripar és a fémfeldolgozási termék gyártásának növekedése járult hozzá a bővüléséhez. **Az ipari termelés összesen 1,2 százalékponttal javította a gazdasági teljesítményt. Az építőipar teljesítménye 18,3%-kal emelkedett**, 0,6 százalékponttal növelve a GDP-t, az ágazat 23,6%-kal haladta meg a járvány előtti szintet. A **mezőgazdasági teljesítmény 3,9%-kal csökkent** az első negyedévben, így mérsékelten, 0,1 százalékponttal csökkentette a GDP-t.

A **szolgáltatói ágazatok hozzáadott értéke 9,9%-kal nőtt**, így **5,3 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. A kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás teljesítménye 15,8%-kal nőtt**, ezen belül az előbbieket teljesítménye 9,4%-kal, az **utóbbiaké 80,8%-kal pattant fel** a tavalyi alacsony bázishoz képest. A **szállítás, raktározás** ágazat teljesítménye **20,4%-kal emelkedett**, az **információ, kommunikáció** ágazat teljesítménye **11,6%-kal nőtt**. A **pénzügyi, biztosítási tevékenység** hozzáadott értéke **6,3%-kal nőtt**. Az **ingatlanügyletek teljesítménye 5,4%-kal javult**. A közigazgatás, oktatás, egészségügy teljesítménye 3,9%-kal emelkedett, ezen belül a közigazgatás, védelem, társadalombiztosítás 0,9%-kal, az oktatás 2,9%-kal, az egészségügyi, szociális ellátás 8,9%-kal nőtt. **A szakmai, tudományos, műszaki, adminisztratív tevékenység teljesítménye 13,8%-kal, a művészet, szórakoztatás hozzáadott értéke pedig 14,8%-kal bővült**. A gazdaság felpattanását tükrözve a termékadók- és támogatások egyenlege 1,2 százalékponttal javította a növekedést. A szolgáltatói ágazatok összességében 6,6%-kal haladják meg a járvány előtti, 2019. negyedik negyedévi szintet. Ezen belül a kereskedelem, járműjavítás, szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás 5,8%-kal, a szállítás, raktározás 7,9%-kal, a szakmai, tudományos, műszaki, adminisztratív szolgáltatások 7,6%-kal értek el magasabb teljesítményt, míg a művészet, szórakoztatás, szabadidős szolgáltatások még 1,2%-kal maradnak el. Az infokommunikáció 25,3%-kal, a pénzügy, biztosítási szektor 9,9%-kal, az ingatlanpiaci szolgáltatások 3,4%-kal az állami szolgáltatások 1,7%-kal múlják felül a járvány előtti szintet.

5. ábra: A GDP felhasználási tételeinek növekedési hozzájárulása (%)


Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

6. ábra: A GDP termelési oldali tételeinek növekedési hozzájárulása (%)


Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

A GDP felhasználási oldalán **a lakosság** fogyasztási kiadása 14,1%-kal, tényleges (pénzbeni és nem-pénzbeni transfereket is tartalmazó) **fogyasztása 11,5%-kal emelkedett**, így a fogyasztás összesen 7 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. A háztartások Magyarország területén realizálódó (hazai) fogyasztási kiadása 15%-kal lett nagyobb az egy évvel korábbinál. Ezen belül a tartós termékekre fordított hazai fogyasztási kiadások volumene 14,7%-kal, a féltartós termékeké 23,2%-kal, a nem tartós cikkeké 4,6%-kal, míg a szolgáltatásoké 23,3%-kal emelkedett. A háztartások fogyasztása **a korlátozások szinte teljes feloldása miatt a következő negyedévekben tovább emelkedhet**, amihez a foglalkoztatás teljes helyreállása, az egyes szektorokban megfigyelt, továbbra is dinamikus bérnövekedés, a minimálbér és a bérminimum jelentős emelése, a lakossági transferek, valamint a járvány alatti korlátozások során felhalmozott kényszer megtakarítások felhasználása is támogat.

A lakosság pénzügyi vagyonának érdemi növekedésével együtt ugyanakkor még **jelentős tartalékok** állnak rendelkezésre a fogyasztás növekedésének fenntartásához, valamint megjelenhet az elhalasztott fogyasztás is. Továbbra is óvatos maradt költekezésében a lakosság, hiszen rendelkezésre álló jövedelmének változása komolyabb fogyasztás-bővülést is lehetővé tett volna az elmúlt években, a háztartások megtakarítási rátája tartósan 11-12% körül alakult. **A közösségi fogyasztás 6,4%-kal emelkedett**, 0,8 százalékponttal javítva a GDP növekedését.

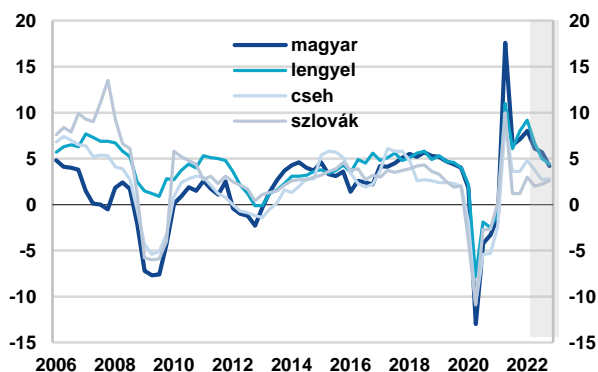
A **bruttó állóeszköz-felhalmozás** 2022. első negyedévében **13,2%-kal nőtt** az előző év azonos időszakához képest. Az építési beruházások volumene nagyobb, a gép- és berendezés-beruházások volumene kisebb mértékben nőtt. A beruházásokon belül a feldolgozóiparban és az ingatlanügyletek területén jelentősen nőtt, azonban az kiskereskedelem esetén visszaesett a fejlesztések volumene.

A beruházások a negyedik negyedévben 2,7 százalékponttal járultak hozzá a GDP növekedéséhez. **A készletek növekedése** 0,4 százalékponttal javította a GDP-t.

A külkereskedelem 474 milliárd forint hiányt mutatott, így a külkereskedelmi egyenleg romlása 2,6 százalékponttal csökkentette a GDP növekedését. **Az export volumene 5,2%-kal, az importé 8,3%-kal nőtt.** A külkereskedelmen belül az áruforgalom kivitele 2%-kal, behozatala 7,1%-kal nőtt, míg a szolgáltatások exportja 23,1%-kal, importja 15,5%-kal emelkedett.

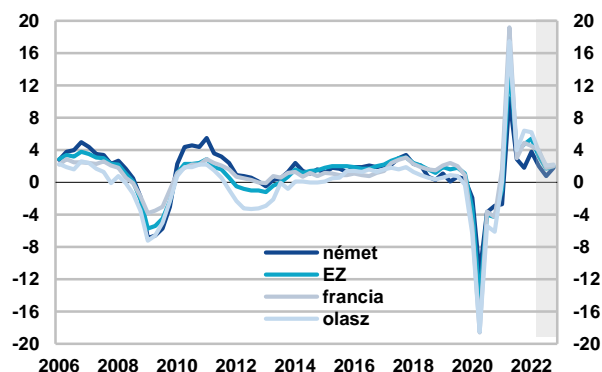
Régiós körkép

7. ábra: GDP-növekedés a visegrádi térségben (év/év %)



Forrás: Eurostat, Takarékbank előrejelzés (ármékolt terület)

8. ábra: GDP-növekedés a főbb euró-övezeti országokban (év/év %)



Forrás: Eurostat, Takarékbank előrejelzés (ármékolt terület)

A járvány tavaly év végi hulláma ellen hozott újabb korlátozó intézkedések feloldása, valamint elsősorban a járműgyártást érintő beszállítói nehézségek eltérően érintették a régiós országok gazdaságait. A lengyel gazdaság 2,5%-kal bővült a tavalyi negyedik negyedévhez képest, így éves összehasonlításban kiemelkedő, 9,2%-os növekedést mutatott. A turizmustól legkevésbé függő, jelentős belső piaccal rendelkező lengyel gazdaság teljesítménye 2020-ban mindössze 2,7%-kal esett vissza, 2021-ben pedig 5,7%-kal nőtt.

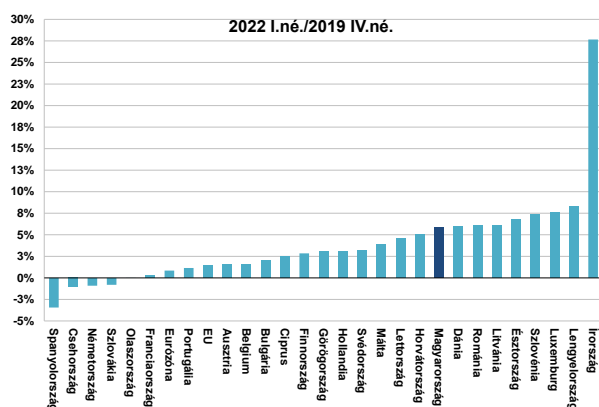
A cseh gazdaság 0,9%-kal bővült az előző negyedévhez képest, míg egy év alatt 4,8%-kal növekedett, 2020-ban összesen 5,6%-kal csökkent a teljesítménye, amit 2021-ben 3,4%-os növekedés követett, így még nem érte el a járvány előtti szintet. A szlovák gazdaság teljesítménye 0,4%-kal nőtt az előző negyedévhez képest, éves szinten pedig az uniós országok között leglassabb mértékű, 3%-os növekedést mutatott. Tavalyelőtt 5,2%-kal esett vissza, amit tavaly összességében 3,2%-os növekedés követett. A cseh és a szlovák gazdaság kilábalását elsősorban a járműgyártást korlátozó félvezető és alkatrészhiány hátráltatja.

Nagy meglepetésre 5,2%-os felpattanást mutatott a román gazdaság egy negyedév alatt, így az első negyedévben 6,5%-kal nőtt. Tavalyelőtt 3,6%-kal csökkent, azonban tavaly 6%-kal nőtt a román gazdaság.

A következő években visszatérhet a viszonylag gyors ütemű növekedés a régiós országokban, részben az EU-források felfutása, részben az általános szakemberhiány miatt várhatóan újra gyorsuló bérdinamika eredményeként, így a régiós gazdaságokat elsősorban a belső kereslet fűtheti. A helyreállást ugyanakkor a járműgyártást sújtó alkatrészhiány, a beszállítói nehézségek, és a **meredeken megugró megélhetési költségek fékezik rövidtávon**.

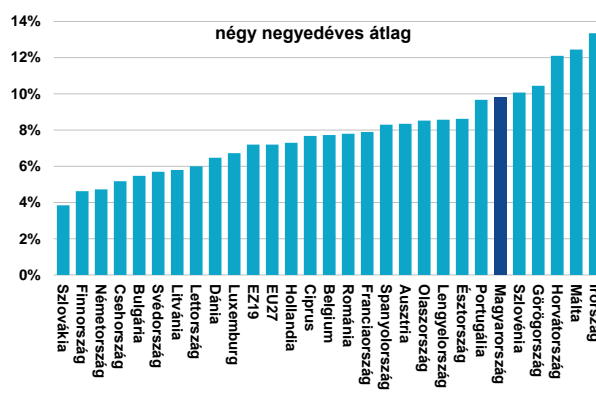
Az EU gazdasága 0,7%-kal, az euróövezet gazdasága pedig 0,6%-kal nőtt a negyedik negyedévhez képest, **így az egy évvel ezelőttihez képest az EU gazdasága 5,6%-os, az euróövezet gazdasága 5,4%-os növekedést mutatott. Németország gazdasága 0,2%-kal bővült** egy negyedév, **míg 3,8%-kal nőtt egy év alatt**, így elkerülte a technikai recessziót. A német gazdaság kilábalását hátráltatja a globális chiphiány és a beszállítói láncok akadozása, valamint a meredeken emelkedő energiaárak. 6,4%-kal nőtt a spanyol, 4,5%-kal a francia, 6,2%-kal az olasz, 11,9%-kal a portugál, 11,3%-kal az ír gazdaság ugyanebben az időszakban. Átfogóbb képet ad, amennyiben az egyes gazdaságok teljesítményét a járvány kitörése előtti, 2019. negyedik negyedévihez hasonlítjuk, amely alapján **huszonhárom európai gazdaság - köztük a hazai - már elérte a járvány előtti szintet**.

9. ábra: Egyes uniós országok teljesítménye 2019 utolsó negyedévéhez képest



Forrás: Eurostat, Takarékbank számítás

10. ábra: Az uniós tagállamok teljesítményének négy negyedéves átlaga



Forrás: Eurostat, Takarékbank számítás

A járvány előtti szintet a legnagyobb mértékben azon országoknak sikerült meghaladni, ahol **kisebb mértékű a turizmus súlya**. A turizmus meghatározó szerepe miatt a dél-európai országok többségében lassabb a kilábalás, köztük már csak a spanyol gazdaság teljesítménye marad el 3,4%-kal.

Ugyanakkor a félvezető és más alkatrészek, alapanyagok hiányától szenvedő ipar miatt a német, a szlovák és a cseh gazdaság rendre 0,9%-os, 0,8%-os, illetve 1%-os lemaradásban van. Ezért igen komoly sikernek nevezhető, hogy **a hazai gazdaság összességében már közel hat százalékkal** haladta meg a járvány előtt elért kibocsátást, mivel itthon magasabb a nemzetközi turizmustól és a járműgyártástól függő ágazatok súlya. Az EU átlagosan 1,5%-kal, míg az euró-övezet 0,8%-kal haladja meg a járvány előtti szintet.

Hazai infláció

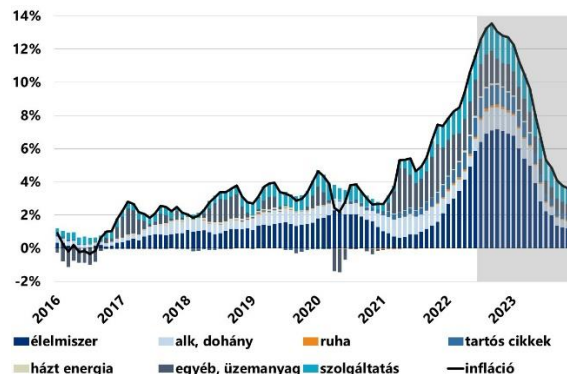
11,7%-ra emelkedett az infláció júniusban az igen széleskörű áremelkedés miatt. Az erősödő árnyomást tükrözi, hogy **a maginfláció 13,8%-ra ugrott**, ami messze felülmúlta a várakozásokat. A meglepetést az élelmiszerárak és a tartós és egyéb fogyasztási cikkek árainak a várakozásoknál lényegesen nagyobb áremelkedése okozta. A vártnál jóval nagyobb infláció, a forint érdemi gyengülése, a népegészségügy termékadó és a dohánytermékek, alkoholos italok jövedéki adóemelése, számos, elsősorban élelmiszer termékpályán a nyersanyag és energiaöltségek meredek elszállása miatt továbbra is folytatódó átárzások miatt érdemben, **11,3%-ra emeljük az idei átlagos inflációs várakozásunkat, ami jövőre 7,1%-ra mérséklődhet.**

11. ábra: A 12-havi infláció alakulása
(növ. ütem %-ban)



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

12. ábra: A fogyasztói árindex felbontása



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

Az orosz-ukrán háború érdemben felülírta az inflációs – és gazdasági – kilátásokat, amelyeknek a hatása még nem megbecsülhető meg teljeskörűen. A háború kitörése óta a gáz-, áram-, és olajárak elszálltak, amelyek már azelőtt is komoly nehézséget okozott a gazdasági élet szereplőinek, attól függetlenül, hogy a lakosság továbbra is igénybe veheti az egyetemes szolgáltatási árakat, amelyek nem változtak. A mikro- és kisvállalatok kizárása az egyetemes szolgáltatásokból további áremelkedést okozhat.

Igen komoly hatása lehet a búzaárak és más alapvető terményárak (kukorica, napraforgó) elszállásának, noha **a nemzetközi árjegyzések az elmúlt hetekben érdemben süllyedtek**. Jelentős kockázatot jelent az idei ukrainai vetéssel kapcsolatos bizonytalanságok is. A háború kitörését követő első sokkhatás óta az utóbbi hetekben lefelé korrigáltak az olaj-, nyersanyag-, és terményárak, ami némileg tompíthatja a várható sokkhatást, azonban egyes nyersanyagok árai a háború előttinél magasabb szinten stabilizálódtak, az átárazás pedig még a következő hónapokban is folytatódhat.

13. ábra: Termelői árindexek



Forrás: KSH,

14. ábra: Egyes nyersanyagok árváltozása



Forrás: Bloomberg, Reuters

A következő hónapokban az átárazások és adóemelések miatt **tovább emelkedhet az infláció**, ami **az árkorlátozó intézkedések nélkül elérhetné a 18%-ot**, a háztartási energiaárak befagyasztása nélkül pedig bőven meghaladná a 20%-ot. Az árkorlátozások fenntartása jelentős ársokkot előzhet meg, míg esetleges fokozatos, vagy teljes megszüntetése igen jelentős felfelé mutató kockázatot jelent, de erre az alapforgatókönyvünkben nem számítunk. **Az őszi hónapoktól bázishatások miatt már az infláció mérséklődésére számítunk.**

A tartós fogyasztási cikkek árait jelentősen növeli **a forint érdemi gyengülése**, a **nyersanyagárak elszállása**, az alkatrészhiány, a szállítási költségek elszállása is, az új autók árának emelkedését azonban a lényegesen magasabb műszaki tartalom is befolyásolja. A faárak elszállása érezteti hatását a bútorarokban is. A széleskörű áremelkedést tükrözi, hogy időjárás tényezők, a klímaváltozás, a zöldségtermelés, valamint egyes geopolitikai feszültségek miatt még a gyapot és a cellulóz ára is elszállt, ami a ruházati és papírtermékek árát növeli. A lakbérek és más piaci szolgáltatások árnövekedése is gyorsul.

Az üdülési szolgáltatások árait jelentősen mérsékeltek a járvány második hulláma miatt meghozott újabb utazási korlátozások és az idegenforgalom ismételt zuhanása, míg a korlátozások feloldása után érdemben növekedtek, a közeljövőben pedig az energiaköltségek elszállása, az élelmiszerek drágulása, valamint a munkaerőhiány miatt erősödő béverseny

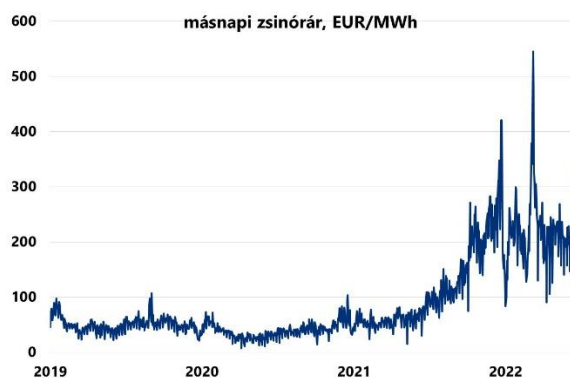
miatt várható további áremelkedés. Az elmúlt időszakban ellentétesen alakultak az élelmiszerárak, a sertés, és általában a feldolgozott húсарak tavaly többnyire csökkentek, ugyanakkor a gabona- és takarmányárak elszállása előbb-utóbb megjelenik a fogyasztói árakban is. Az élősertés felvásárlási árak az elmúlt hónapokban meredeken, egyes beszámolók szerint 50-60%-kal ugrottak meg, ami a következő hónapokban jelenhet meg a feldolgozott húсок áraiban. A búzaárak emelkedése miatt a következő hónapokban meredeken folytatódhat a liszt nagykereskedelmi és a pékáruk árainak emelkedése. **A jövedéki adóemelés a dohánytermékek és szeszesitalok, a chipsadó (neta) emelése számos feldolgozott élelmiszer árát fogja emelni a következő hónapokban.** Az egyes szektorokban bevezetett extraprofit adó azonban csak egyes termékekben, szolgáltatásokban korlátozottan jelenhet meg, így csak minimálisan befolyásolhatják az inflációt.

15. ábra: Holland tőzsdei gázárak (EUR/MWh)



Forrás: Bloomberg,

16. ábra: Másnapi áramárak (EUR/MWh)



Forrás: HUPX

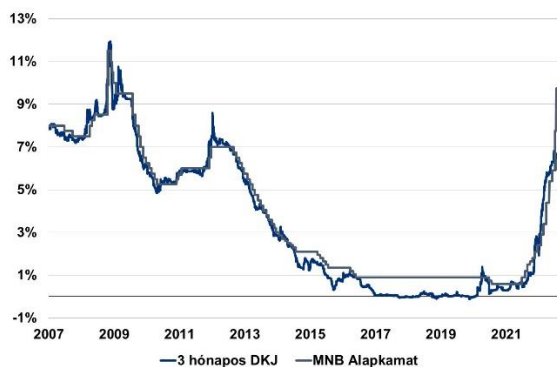
Monetáris politika, jegybanki alapkamat

Az MNB egyhetes betéti kamatának 200 bázispontos emelését követő közleményének megfelelően **az alapkamatot szintén 200 bázisponttal, 9,75%-ra emelte.** Ezzel párhuzamosan 200-200bp-tal 9,25%-ra emelte az egynapos betéti kamatot, valamint 12,25%-ra az egynapos és egyhetes fedezett hitel kamatát. Az Monetáris Tanács a legutóbbi közleményében utalt arra, hogy az elmúlt napokban kialakult pénzpiaci helyzet növeli a tartós inflációs hatások kockázatát és egyértelműen veszélyezteti az árstabilitást. A kedvezőtlen pénzpiaci elmozdulások hatása erősíti annak kockázatát, hogy a magas infláció a korábban vártnál hosszabb távon is fennmarad.

A Monetáris Tanács már korábban is határozott iránymutatást adott, hogy **a kamatemelési ciklust addig folytatja, amíg az inflációs kilátások fenntartható módon a jegybanki cél körül stabilizálódnak, és az inflációs kockázatok a monetáris politika időhorizontján újra**

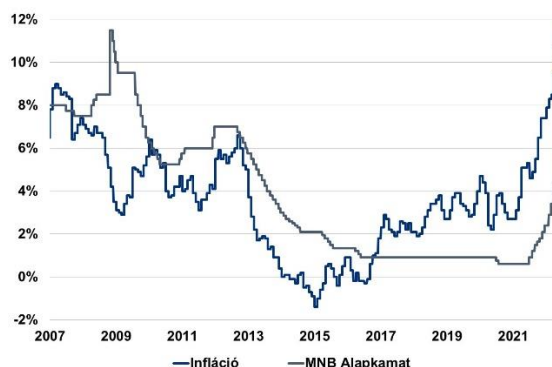
kiegyensúlyozottá válnak. Az infláció további emelkedése és az elhúzódó inflációs kockázatok **a szigorítási ciklus határozott folytatását** teszik szükségessé. Az MNB folyamatosan figyelemmel követi a pénzpiaci kockázatok alakulását is, és szükség esetén **az eszköztár minden elemével kész határozottan beavatkozni.** Az MNB továbbra is készen áll **az egyhetes betéti eszköz kamatával gyorsan és rugalmasan reagálni,** amennyiben azt a rövid távú pénz- és áruipiaci kockázatok emelkedése indokolja.

17. ábra: A 3 hónapos DKJ-hozam és a jegybanki alapkamat alakulása (%)



Forrás: ÁKK, MNB

18. ábra: A 12 havi infláció és az MNB alapkamat alakulása

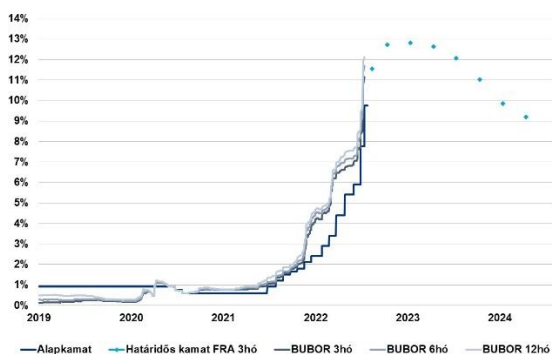


Forrás: KSH, MNB

A kamatemelési ciklus határozott folytatása miatt **az irányadó egyhetes betéti kamat és az alapkamat az őszi hónapokig 11,75%-ra emelkedhet,** és az infláció tetőzésétől, vagy további emelkedésétől függően ezen a szinten stabilizálódhat, vagy tovább emelkedhet.

A jövő év közepétől azonban az infláció várható mérséklődésének köszönhetően **kamatcsökkentési ciklus** kezdődhet, ami **2023 végére 8,50%-ra,** 2024 végére 4,50%-ra mérsékelheti az alapkamatot.

A forint árfolyamát az elmúlt időszakban túlnyomóan az ikerdeficit-tel kapcsolatos – némileg eltúlzott – aggodalmak, a régiós országokénál magasabb államadósság, a gázárak elszállításának negatív külkereskedelmi és költségvetési hatásai, az uniós forrásokkal kapcsolatos megállapodás hiánya (ami egyszerre javítaná a központi költségvetés pénzforgalmi hiányát, mérsékelhetné az államadósságot, emellett javítaná a tőkemérleget, ellensúlyozva a folyó fizetési mérleg hiányát), a jogállamisági vita, a kedvezőtlen nemzetközi hangulat, és ebből fakadóan kockázatkerülés, az európai recessziós aggodalmak okozzák.

19. ábra: Bubor és határidős kamatlábak


Forrás: MNB, Bloomberg

20. ábra: Kamatcsere ügyletek kamatai


Forrás: Reuters

Mivel a jegybankok a kínálati ársokkokat nem igazán tudják befolyásolni, elsődleges céljuk a másodkörös hatások kiszűrése, az inflációs várakozások lehorgonyozása, az ár-bér spirál kialakulásának megelőzése, ahogy ezt teszik jelenleg a jegybankok világszerte. A jelenlegi globális inflációt azonban főleg a megélhetéshez szükséges áruk árának meredek emelkedése növeli, ez azonban önmagában is fékezni fogja a gazdaságokat a vásárlóerő visszaesésének hatására. Ezért a monetáris kondíciók túlszigorítását is érdemes lenne elkerülni, ez pedig kifejezetten megnehezíti a jegybankok munkáját. A hazai kamatemelések és a várható további kamatemelések feltehetően elégségesek lesznek az előbbi hatások kiszűrésére, de ennek eredményét csak egy-másfél év múlva láthatjuk.

Foglalkoztatás, munkanélküliség és béralakulás

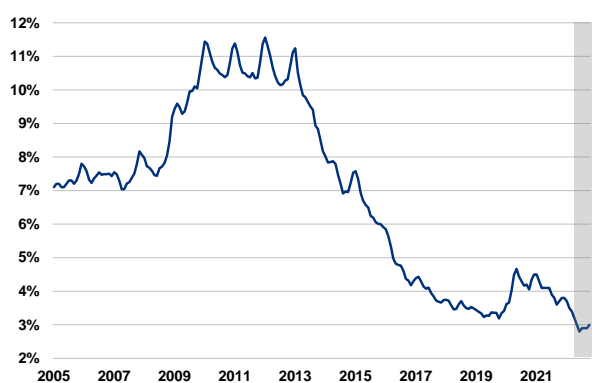
3,4%-ra csökkent a munkanélküliségi ráta 2022. március és 2022. május között a megelőző háromhavi 3,5%-ról. **Egy év alatt 99 ezerrel, 4,693 millióra nőtt a foglalkoztatottak száma, ami nem csupán a járvány előtti szintet haladja meg, hanem a rendszerváltás óta a legmagasabb érték.**

Az elsődleges munkaerőpiacon 87 ezerrel nőtt a munkahelyek száma egy év alatt, a **közfoglalkoztatottak száma 5 ezer fővel csökkent**, a külföldön dolgozók létszáma pedig 18 ezer fővel nőtt. **A munkanélküliek száma 6 ezer fővel mérséklődött** az előző háromhavi átlaghoz képest, míg **33 ezer fővel csökkent** az egy évvel ezelőttihez képest, így a munkanélküliségi ráta 3,4%-ra mérséklődött az egy évvel korábbi 4,1%-ról. A 15-74 éves korosztályban a gazdaságilag aktívak száma egy év alatt 66 ezer fővel 4,858 millióra nőtt. A 15-64 éves korcsoport esetében egy év alatt **a foglalkoztatási ráta 1,9 százalékponttal, 74,2%-ra nőtt.**

Várakozásunk szerint a tavalyi 4,1% után **idén 3,2% lehet a munkanélküliségi ráta** a statisztikai módszertan szerint. A magyar munkaerőpiac stabilan visszatért a pandémia előtti állapotába, a feszesség és a foglalkoztatottság új csúcson van, a betöltetlen álláshelyek

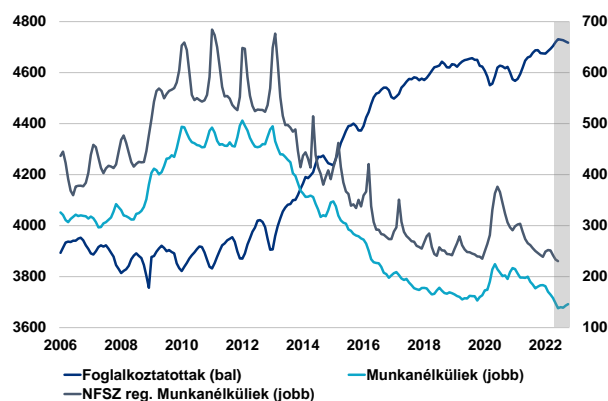
száma alapján pedig továbbra is erős kereslet mutatkozik a munkaerő iránt. Viszont az év eleje óta visszatért erős munkaerő kereslet ellenére is igen lassú tempóban tud már csak tovább bővülni a foglalkoztatotti létszám, a még elméletben bevonható munkaerő minősége láthatóan igen alacsony és a földrajzi elhelyezkedése sem találkozik a kereslettel. Az ukrajnai háború egyelőre semmilyen látható hatást nem gyakorolt a hazai munkaerő iránti kereslet szintjére, de további durva eszkaláció esetén negatív kockázatot is jelenthet a hazai gazdaság számára a konfliktus, azonban a menekültek egy része átmenetileg akár enyhítheti is a hazai munkaerőhiányos állapotot, főként a nyári, szezonálisan erős időszakban.

21. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés

22. ábra: A foglalkoztatás és a munkanélküliség alakulása



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés

Iparági források alapján az év végére újra elérkezett a másfél évvel ezelőtti látott munkaerőhiányos és erőteljes bérversennyel járó munkaerőpiaci környezet a legtöbb szektorban, különösen, amelyekben jelentős munkaerőt kellene pótolni a pandémiás elbocsátások után.

Az újra megjelenő és várhatóan fennmaradó munkaerőhiányos helyzet egyben igazolja az aggodalmakat a felfelé mutató inflációs kockázatokról is, mivel a munkaerőpiaci feszesség gyors emelkedése a bérnövekedés ütemét is tovább gyorsítja. Eközben a kínálati oldal több esetben még mindig nem épült fel teljesen, továbbra is jelen van a globális alapanyaghiány, kapacitáshiány és a jelentős energiadrágulás is nehezíti a vállalatok termelési szintjének helyreállítását.

A rendelkezésre álló munkaerő mennyisége – ismét – a minimumához közelít, a teljes foglalkoztatottság közelében áll a hazai piac, ami egyben az extenzív növekedési fázis végét is jelzi a hazai munkaerőpiacon. A vállalatok ismét a hatékonyság, a képzés és a termelékenység növelésének irányába fordulhatnak, ami pozitív fejlemény a teljes nemzetgazdaság szempontjából.

A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat adatai szerint júniusban egy hónap alatt, 3 ezer fővel csökkent, míg egy év alatt 35 ezer fővel történelmi mélypontra, **230 ezerre csökkent** a regisztrált álláskeresők száma.

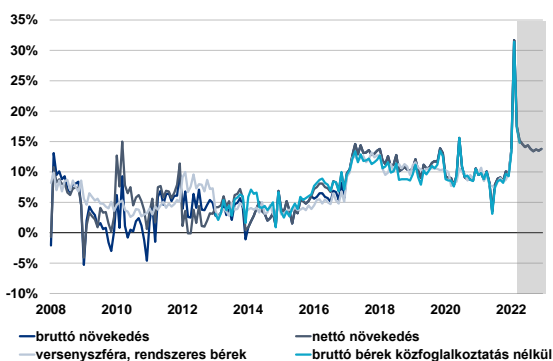
15,2%-kal nőttek a bruttó bérek áprilisban, 2010-hez képest pedig 150%-kal emelkedtek a bérek. Az adókedvezményekkel figyelembe vett - elsősorban a **25 év alattiak kedvezménye** miatt - **nettó bérek 15,9%-kal emelkedtek**, míg 2018. óta 54,4% a rendszeres bérek növekedése. A vizsgált hónapban a bruttó átlagkereset 507 500 forint volt a teljes munkaidőben foglalkoztatottak esetében, míg a nettó átlagkereset 349 700 forinton állt. Közfoglalkoztatás nélkül a nemzetgazdasági bruttó átlagkereset 518 500 forint volt a hónapban.

Kedvezmények nélkül számítva a nettó bérek 15,2%-kal emelkedtek, a reálbérek pedig 5,2%-kal nőttek az erőteljes infláció mellett is. A bérdinamika alapfolyamatait meghatározó és így a monetáris politika szempontjából is kiemelt mutató, a rendszeres bérek növekedése 14,1% volt a hónapban az előző havi 15,5% után. A keresetek a vállalkozások körében 13,9%-kal emelkedtek, míg a közszféra bérnövekedési üteme 33,8% volt a hónapban a nem rendszeres béreknek köszönhetően. A januártól további 21%-kal emelkedő egészségügyi szakdolgozói bérek, illetve a januártól évenként kiugró mértékben növekvő orvosi bérek, illetve más szektorok ütemezett, jelentős mértékű béremelései továbbra is érdemben támogatják a dinamikát a költségvetési szektorban.

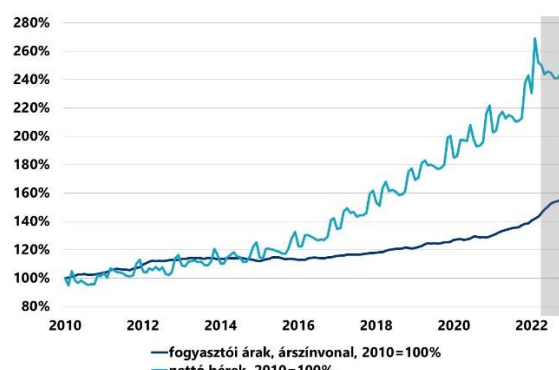
A nemzetgazdaságban **alkalmazásban állók létszáma 3,3%-kal emelkedett** éves alapon a tavalyi alacsony bázisról, így a szint már meghaladja a pandémia előtti csúcsát.

A várakozásokat meghaladva folytatódott az idei bérnövekedési ütem a minimálbéremelések teljes bérskálát feljebb toló hatásának köszönhetően, továbbá a munkaerő megtartása és odavonzása érdekében, illetve az inflációs környezet figyelembevételé miatt érdemi béremelésre kényszerülnek a munkaadók. A januártól 200 ezer forintra emelkedő minimálbér és 260 ezer forintra emelkedő szakmai bérminimum miatt, illetve a 4%-kal csökkenő szociális hozzájárulási adó segítségével a teljes bérskála érdemben feljebb tolódik és várakozásunk szerint **az idei bérnövekedési ütem 16% körül lehet.** A bérköltségek látványos növekedése, illetve az energia- és alapanyagárak emelkedése pedig tovább erősítheti a vállalatok áremelési szándékát, amit azonban könnyen meg is tehetnek a láthatóan továbbra is erős kereslet mellett.

Az erőteljes alapfolyamatoknak és az inflációt lekövetni igyekvő évközi béremeléseknek köszönhetően még a várható erőteljes inflációt figyelembe véve is **4,5%-os éves nettó reálbér növekedés lehet 2022-ben**, ami továbbra is fogyasztásélénkítő erővel bír, támaszt adva a GDP-nek fogyasztási oldalról.

23. ábra: A bruttó és nettó bérek alakulása


Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés

24. ábra: A fogyasztói árindex és a nettó bérek alakulása fix bázison


Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés

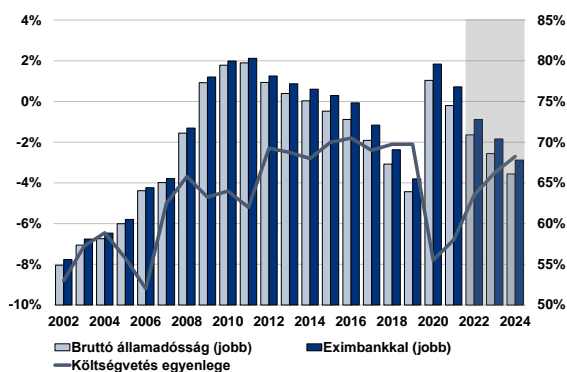
2021-ben 8,7%-kal emelkedtek a bérek, ami az 5,1%-os infláció mellett **3,4%-os reálbér növekedést** eredményezett, így **2013-tól 2021. végéig összesen 68,4%-kal nőttek a nettó reálbérek**. Idén a közel 20%-kal, 200 ezer forintra emelkedő minimálbér és 260 ezer forintra emelkedő garantált bérminimum, valamint több költségvetési ágazatban bejelentett 20%-os béremelés hatására **16% körüli bérnövekedésre** van kilátás. A **rendvédelmi dolgozók** számára kifizetett **hathavi fegyverpénz** szintén hozzájárul a gyorsuló bérnövekedéshez. Mindezek hatására a **nettó bérek reálnövekedése elérheti a 4,5%-ot, 2013-2022 között pedig a 76%-ot.**

A szochó további csökkentése miatt **a bérköltség közel négy százalékponttal lassabb mértékben emelkedik** a bruttó bérek növekedéséhez képest.

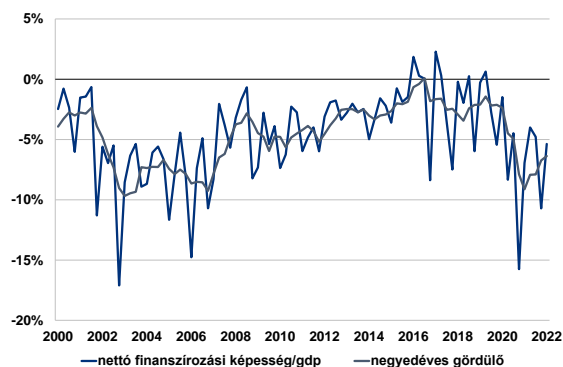
Költségvetési folyamatok

Az első negyedévben a **teljes államháztartás nettó hitelfelvétele (hiánya) 739 milliárd forint** volt az eredményszemléletű elszámolás alapján, ami a szezonálisan kiigazított **negyedéves GDP 4,8%-ának** felel meg. **Az államháztartás nettó finanszírozási igénye a pénzügyi számlák alapján 740 milliárd forint volt, ami az első negyedéves GDP 5,4%-a.** Az első negyedéves adatok alapján az idei államháztartási hiánycél teljesíthető.

Az idei első öt hónap során 2737 milliárd forint hiány keletkezett a központi költségvetésben, ezzel a teljes idei előirányzat 87%-a teljesült. Az igen magas öthavi hiány tartalmazza az szja visszatérítést, a 13. havi nyugdíj, valamint a fegyveres testületek munkavállalóinak járó féléves juttatást, az ún. fegyverpénzt is. A költségvetés pénzforgalmi egyenlegét jelentősen rontja, hogy az uniós kifizetések elérték az 1700 milliárd forintot, míg az unióból érkező bevételek csupán 357 milliárd forintnál tartanak, enélkül számolva a pénzforgalmi hiány 1397 milliárd forint lenne. Az eredményszemléletű egyenlegben ugyanakkor nem kell elszámolni az uniós elszámolásokat. Az év hátralevő részében a többlet adóbevételeknek köszönhetően tartható lehet az előirányzott hiány.

25. ábra: Az államháztartás fő mutatószámai (a GDP %-ában)


Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékoló terület)

26. ábra: Az államháztartás finanszírozási képessége


Forrás: MNB

Mivel a gazdaság sikeres újraindulása már kisebb mértékű élénkítést tesz szükségessé, a pénzügyi stabilitás javítása érdekében a kormány az idei hiánycélt a GDP 5,9%-ról **4,9%-ra mérsékelte**. Az idei hiánycél tartható lett volna, mivel egyes egyszeri tételeket (pl. szja visszatérítés) már a tavalyi eredményszemléletű hiányban elszámoltak, miközben a tervezettnél magasabb tavalyi növekedés és infláció miatt az adóbevételek messze felülteljesültek.

Ennek bázisán **az idén is várható az adóbevételek túlteljesülése**, amit az is alátámaszt, hogy az első öt hónapban **időarányosan lényegesen jobban állnak a bevételek**, mint tavaly, **az áfabevételek pedig 29%-kal nőttek** az első öt hónap során.

Ezenkívül a költségvetési **automatikus stabilizátorok** is támogatják a költségvetés helyreállítását. A gazdaság helyreállásával a következő években fokozatosan újra a 3%-os kritérium alá süllyedhet az államháztartás hiánya. **A megugró piaci gáz-, és energiaárak** azonban lényeges kockázatot jelentett a költségvetésre, amit **a kormány a bevezetett extraprofit adó finanszírozásával felállított rezsivédelmi alapból kíván fedezni**. Az államadósság emelkedő kamatterhe, valamint az MNB várható jelentős vesztesége szintén az államháztartást fogja terhelni.

2020-ban a kifejezetten magas finanszírozási igény, és a tartalékok feltöltése miatt **az Eximbank beszámításával az államadósság a GDP 79,6%-ára emelkedett az egy évvel korábbi 65,5%-ról**. Az államadósság ráta a mérséklődő finanszírozási igény, az előfinanszírozás, valamint az érdemben megugró nominális növekedés hatására a tavalyi évtől **ismét csökkenő pályára állt, így 2021-ben 76,8%-ra süllyedt az adósságráta, ami 2022-ben 73%, 2023-ban pedig 71% alá süllyedhet**. Annak érdekében, hogy az uniós kifizetések késlekedése ne hátráltassa a pályázatok meghirdetését és kifizetését, a kormány megelőlegezi a kifizetéseket, ami átmenetileg megnöveli az adósságot.

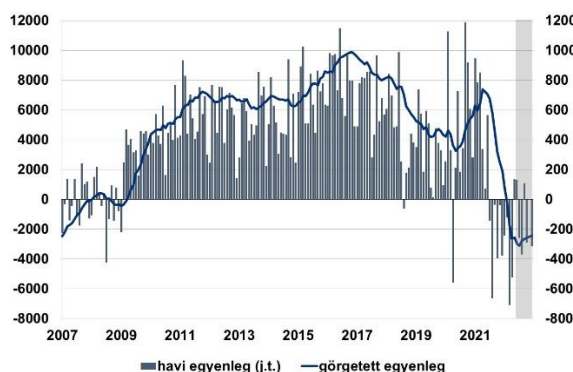
Emiatt júniusban az ÁKK két dollár-, valamint egy eurókötvény kibocsátását hajtotta végre, 3 milliárd dollár, valamint 0,75 milliárd euró értékben. Az uniós kifizetések teljesülést követő elszámolása miatt azonban a következő években támogathatja a költségvetés pénzforgalmi hiányának mérséklését, ami meredekebb GDP-arányos államadósság-csökkenést eredményezhet. Az államadósság alakulásában kedvező, hogy folytatódott a lakosság állampapír állományának dinamikus növekedése, ami csökkenti az államadósság finanszírozásának sérülékenységet. A jelentős méretű devizakötvény kibocsátások hatására átmenetileg a központi költségvetés adósságának **20%-a fölé emelkedett a devizaadósságok aránya**, amely azonban így is érdemben elmarad a 2008-as válság mélypontján jellemző 45-50%-os arányhoz képes.

Külső egyensúlyi helyzet

135 millió euró többlet keletkezett a külkereskedelemben májusban az áprilisi 523 millió euró deficitet követően, ami **tíz hónapja az első többlet**. Az ipari termelés és az ipari árak növekedésének köszönhetően **27,6%-kal nőtt az export euróértéke**, ugyanakkor az erőteljes belső kereslet és a drámaian dráguló nyersanyagok és energiaárak miatt **27,2%-kal nőtt az import euróértéke**. Ennek megfelelően **a külkereskedelmi egyenleg 65 millió euróval javult** az egy évvel ezelőtti 70 millió euró többletthez képest, **ami tizenkét hónapja az első javulás**.

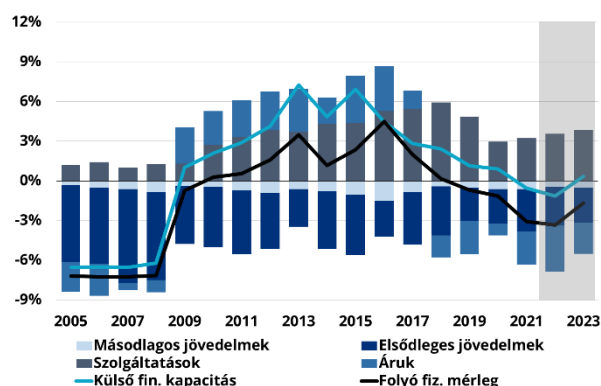
Az első öt hónapban 16,6%-kal nőtt az export, míg 27,3%-kal az import euróértéke, ennek megfelelően 4446 millió euróval romlott a külkereskedelmi egyenleg, így 1457 millió euró hiányt mutatott az egy évvel ezelőtti 2990 millió euró többlettel szemben.

27. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

28. ábra: A külső finanszírozási kapacitás és komponenseinek alakulása (GDP %-a)



Forrás: MNB, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

Az orosz-ukrán háború érdemben felülírta a külkereskedelmi kilátásokat. Az energiahordozók és más nyersanyagok árainak drasztikus emelkedése **szignifikánsan rontja a cserearányokat**, amit csak kismértékben ellensúlyozhat a gabonaárak megugrása. **Az**

energiaegyenleg önmagában 2764 millió euróval járult hozzá a külkereskedelmi mérleg romlásához az első négy hónapban, azaz a romlás szignifikáns részéért felelős. Az Oroszország elleni szankciók és ellenszankciók, valamint az ukrajnai háborús helyzet miatt visszaesik az oda irányuló export, bár ennek nagy részét más piacokra lehet irányítani. **A beszállítói láncok megszakadása miatt fennakadások lehetnek az ipari termelésben és az exportban.** Összességében tehát jelentősen rontja a külkereskedelmi egyenleget. Az exportpiaci kilátásokat pedig az energia- és élelmiszerárak által vezérelt meredek infláció miatt **a külpiacainkon csökkenő reáljövedelmek** és vásárlóerő is ronthatja.

A beruházások és a fogyasztás élénk dinamikája a külkereskedelmi egyenleg további romlására számítunk a következő hónapokban, azonban az ellátási problémák, a chiphiány fokozatos enyhülése, valamint új termelőkapacitások üzembe helyezése miatt a második félévben már stabilizálódhat a külkereskedelmi egyenleg. A háború miatt azonban idén a várakozásunk szerint **2,4-2,5 milliárd euró hiányba** fordulhat a külkereskedelem a tavalyi 1,9 milliárd euró többlet után.

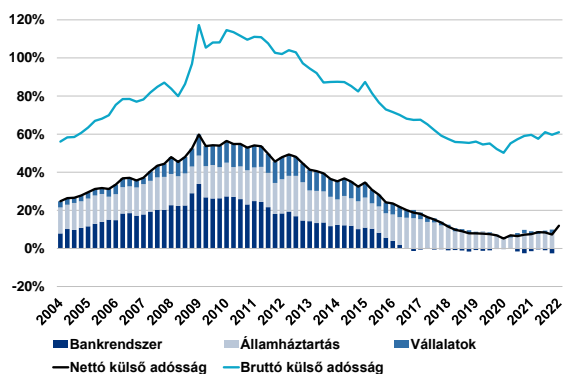
A kivitel kilátásai továbbra is kedvezőek lennének, mivel a korlátozások feloldásával jelentősen élénkülhetnének külpiacaink. A német ipari vállalatok, és különösen az autógyártók exportkilátásai biztatók lennének, amit a magas megrendelésállomány is alátámaszt, azonban a chip- és más alkatrészek hiánya, az ellátási láncok szakadozása és a szűk szállítási kapacitások jelentősen hátráltatják a folyamatos termelést. A Covid járvány újabb hullámai elleni kínai zéró tolerancia következtében átmenetileg bevezetett korlátozások szintén rontották a német exportkilátásokat, valamint az ellátási láncok újabb fennakadásait okozták.

A kivitel kilátásait lényegesen ronthatja, hogy a drasztikusan dráguló energia és élelmiszerárak miatt a főbb felvevőpiacainkon jelentősen ronthatja a vásárlóerőt. A külkereskedelmi mérleg többletének csökkenését ugyanakkor nagyrészt a cserearányok energia- és nyersanyagárak miatti markáns romlása okozza. Mindezek hatására jelentős bizonytalanságok övezik az idei külkereskedelmi teljesítményt, azonban új kapacitások kiépülésével a **következő években újra javulhat a külkereskedelem többlete.**

2345 millió euró deficit keletkezett a folyó fizetési mérlegben az első negyedévben, ami 2718 millió euró romlás az egy évvel ezelőttihez képest. A tőkemérleggel együtt a külfölddel szemben 579 millió euró nettó finanszírozási igény keletkezett az egy évvel korábbi 1011 millió euró többlettel szemben. A szezonális hatások kiszűrésével a külső finanszírozási igény 999 millió euró volt, a negyedéves GDP -2,4%-a. A külkereskedelmi mérleg romlását tükrözve jelentősen, **2455 millió euró hiányra romlott az áruk egyenlege** az egy évvel ezelőtti 1202 millió euró többletével képest, döntő mértékben a **cserearányromlás**, ezen belül is az energia- és energiahordozó árak elszállásának hatására, amit tükröz **az energia egyenleg mintegy 2**

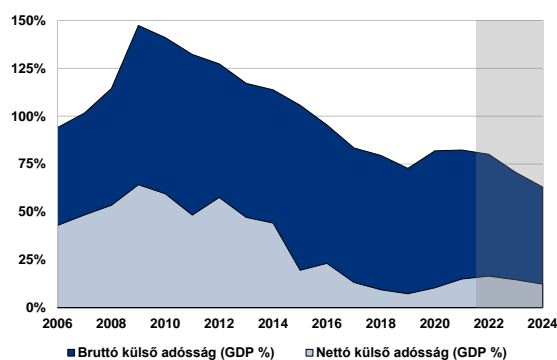
milliárd eurós romlása az első negyedévi külkereskedelmi mérlegben. Ezzel szemben a szolgáltatások – ezen belül az idegenforgalom és szállítási szolgáltatások – fokozatos helyreállása és az egy évvel korábbi alacsony bázis miatt a **szolgáltatások egyenlegének többlete 689 millió euróról 1203 millió euróra emelkedett**. A külföldön dolgozók létszámának emelkedése és a külföldi befektetők befektetései csökkenő (illetve a hazai befektetők külföldi befektetései emelkedő) jövedelmei miatt mérséklődött az elsődleges jövedelmek hiánya, míg kissé romlott a másodlagos jövedelmek hiánya.

29. ábra: A bruttó és nettó külföldi adósság alakulása (GDP %-a), tulajdonosi hitelek nélkül



Forrás: MNB

30. ábra: A bruttó és nettó külföldi adósság alakulása (GDP %-a)



Forrás: MNB, Takarékbank előrejelzés (ámyékolt terület)

A bruttó külső adósság 97,1 milliárd euróra nőtt (a GDP 61%-a) az egy évvel ezelőtti 81,3 milliárdról, míg tulajdonosi hitelekkel számolva 135 milliárd euróra a tavalyi 117,7 milliárdról. **A nettó külső adósság 18,9 milliárd euróra, a GDP 11,9%-ára emelkedett** az egy évvel ezelőtti 11,39 milliárdról (a GDP 7,5%-a), míg a tulajdonosi hitelekkel együtt 26,3 milliárdra a tavalyelőtti 19,4 milliárdról.

Tavaly összesen 4,884 milliárd euróra nőtt a folyó fizetési mérleg hiánya az egy évvel korábbi 1,56 milliárdról, a GDP arányában pedig 3,2%-ra az előző évi 1,1%-ról. A tőkemérleggel együtt számolva a 2020. évi külső finanszírozási képesség 1,23 milliárd euró, a GDP 0,9%-a volt, ezzel szemben 2021-ben 1 milliárd eurónyi külső finanszírozási igény (hiány) keletkezett, ami a tavalyi GDP 0,6%-a volt.

Az orosz-ukrán háború miatt az idén igen jelentős bizonytalanság övezi a folyó fizetési mérleg alakulását. Egyfelől a meredeken emelkedő energiaárak miatt szignifikánsan romlik a cserearány, ami érdemben rontja a külső egyensúlyt. Másfelől a bizonytalanná váló külső kereslet, a vásárlóerő romlása várható a főbb exportpiacainkon, a beszállítói láncok háború miatti megszakadása pedig akadályozhatja a folyamatos termelést. Így idén biztosan tovább romlik a folyó fizetési mérleg. A háború miatti bizonytalanság és a külföldi vásárlóerő várható

csökkenése, valamint az orosz turisták kiesése miatt az idegenforgalom kilábalása is lelassulhat, bár a tavalyi évhez képest messze jobban alakulhat, javítva a szolgáltatások egyenlegét, mindenesetre a jelenlegi tapasztalatok alapján kifejezetten magas az utazási vágy és hajlandóság a Covid járvány korlátozásait követően.

A következő években azonban **ismét javulhat a folyó fizetési mérleg egyenlege**, részben **az áruforgalom**, részben pedig **az idegenforgalom fokozatos helyreállításának** köszönhetően, miközben **új exportkapacitások** üzembe helyezése adhat lökést az exportnak, így a folyó fizetési mérleg javulása jelentős lehet. A tőkemérleg pedig az uniós források lehívásának köszönhetően ugorhat meg a következő években, így átmeneti emelkedés után folytatódhat a külső adósság leépülése. Idén 6-6,5 és jövőre pedig 3,3 milliárd euró hiányra számítunk a folyó fizetési mérlegben a tavalyi 4,74 milliárd euró hiányt követően, azonban a következő években újra többletet mutathat a folyó fizetési mérleg. Így idén a folyó fizetési mérleg hiánya megközelítheti a GDP 4%-át, míg a tőkemérleggel együtt a külső finanszírozási igény idén 1,2 milliárd euró közelébe, a GDP 0,7%-ára emelkedhet a tavalyi 1 milliárd eurónyi, azaz a GDP 0,6%-át kitevő igény után, azonban **a következő években a visszatérhet a külső finanszírozási képesség, ami lehetővé teszi a külső adósság nominális csökkentését is.**

Ipar

9,4%-kal nőtt az ipari termelés májusban, míg munkanaphatással megtisztítva a termelés 3,4%-kal növekedett. Az első öt hónapban 5,9%-kal nőtt az ipari termelés. A szezonálisan és munkanappal kiigazított adatok alapján az ipari kibocsátás **az előző hónapoz képest 1,4%-kal emelkedett**, ami az ellátási nehézségek enyhülését tükrözheti, de az április hónapra eső húsvéti ünnepek átmeneti leállását követő visszatérő termelés is szerepet játszhatott.

Az ipari termelés 2020. októberéig teljesen kilábalta a járvány okozta válságból, a további lendületes növekedést azonban a chiphiány fékezte, így a járvány előtti szint közelében, azt kissé meghaladó mértékben ingadozott az ipari termelés, ahonnan az idei év elején határozott lendületet vett. Májusban a 2020. áprilisi mélyponthoz képest 69,8%-kal nőtt az ipari termelés. 2015. évi átlaghoz viszonyítva 24,5%-kal bővült az ipari termelés, míg 52,2%-kal haladja meg a 2010. évi átlagos termelési szintet. Tavaly összesen 9,6%-kal bővült az ipari termelés.

31. ábra: Az ipari termelés alakulása



Forrás: KSH, Ifo, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

32. ábra: Ipari termelés 2015. évi bázison



Forrás: KSH, Takarékbank előrejelzés (árnyékolt terület)

Az autógyárak termelése 2020. októberében már meghaladta a járvány előtti szintet, azonban a tavalyi év során átlagosan 20%-kal maradt el, így ez a hatás mintegy **5-6 százalékponttal mérsékelte az ipari termelés volumenét**. A chiphiány ellenére biztató, hogy **a járműgyártás új rendelései, valamint rendelésállománya tartósan kiemelkedő**. Az autógyártók a szűk beszállítói kapacitások miatt rövidtávon elsősorban a drágább, nagyobb profitmarzssal rendelkező modellek rendeléseit teljesítik, azonban a második félévtől már javulásra számítanak, **egyes beszámolók, konjunktúra felmérések (Ifo, beszerzési menedzser index) szerint az év elején már érezhető volt az ellátási problémákenyhülése**. Az ukrajnai háború azonban jelentősen rontja a kilátásokat, amit az Ifo és a ZEW index után már a beszerzési menedzser indexek is tükröznek, nohamég növekedést jeleznek előre. Az ukrajnai háború, valamint a Covid elleni szigorú kínai lezárások hatására újra felvetette a beszállítói láncok szakadozását, azonban ennél lényegesen nagyobb mértékben rontja a kilátásokat az elszálló infláció és megélhetési költségek, az egyre szigorodó monetáris politikák, amelyek már fokozzák a recessziós aggodalmakat. Az orosz gázszállítások visszafogása azonban jelentős német ipari szektorokat kényszeríthet leállásra, ami igen súlyos következményekkel járhat.

A részletes adatok szerint májusban **az ipar exportértékesítése 11,6%-kal, míg a belföldi eladások 9,5%-kal nőttek** az egy évvel korábbi adatokhoz képest. Ez utóbbin belül a feldolgozóipari eladások 7,2%-kal nőttek az egy évvel korábbihoz képest. Az ipar ágai közül **a feldolgozóipari termelés 9,8%-kal nőtt**, a bányászat 10%-kal nőtt, míg az energiaipar kibocsátása 1,9%-kal csökkent.

A feldolgozóipar tizenhárom alága közül a tíz növekedett. **A járműipar kibocsátása 8,7%-kal emelkedett, a globális félvezetőhiány fokozatos enyhülésének köszönhetően, a járműgyártás kibocsátása azonban így mintegy is 14,5%-kal marad el a 2020. októberében elért csúcshoz képest. Enélkül az ipari termelés növekedése 3 százalékponttal lehetett volna magasabb. A közúti gépjármű gyártásának volumene 3,1%-kal emelkedett, míg a közúti jármű alkatrészeinek gyártása 12,4%-kal nőtt.** A számítógép, elektronikai, optikai termékek gyártása 21,9%-kal nőtt. A két legnagyobb alágazat közül az elektronikus fogyasztási cikk gyártása 23%-kal emelkedett, míg a kisebb súlyú elektronikai alkatrész, áramköri kártya gyártása 5,8%-kal nőtt. Jelentős mértékben, **37%-kal bővült a villamos berendezés gyártása**, nagyrészt a járműgyártáshoz köthető **akkumulátorgyártás** 72%-os felfutásának köszönhetően, ugyanakkor a villamosmotor- és áramfejlesztő gépek gyártása 33%-kal emelkedett.

A feldolgozóiparból 12%-kal részesülő **élelmiszer**, ital és dohánytermék termelése **17,1%-kal** növekedett az egy évvel korábbihoz képest, mind a külpiazi, mind a hazai eladások növekedésének következtében. A legnagyobb súlyt (23%) képviselő húsfeldolgozás, -tartósítás, húskészítmény gyártása 4,5%-kal, a növényi, állati olaj gyártása 41%-kal bővült. A textília, ruházati termék gyártása 10,1%-kal, a fafeldolgozás 2,3%-kal, a gumigyártás 7,2%-kal, a fémalapanyag és fémfeldolgozás 6,6%-kal, gép, gépi berendezés gyártása 28,1%-kal, az egyéb feldolgozóipar pedig 19%-kal nőtt. Ezzel szemben a kocszgyártás, kőolaj-feldolgozás 20,4%-kal, a vegyipar 3,6%-kal, a gyógyszergyártás 4,2%-kal, esett vissza. **Az új megrendelések májusban 25,5%-kal**, ezen belül az új exportrendelések 29%-kal, az új belföldi rendelések pedig 9,4%-kal nőttek. **A rendelésállomány 29,7%-kal haladta meg az egy évvel ezelőtti szintet.**

Ingtatlanpiac

2022 első negyedévében 26,4%-kal 4528-re csökkent a lakás átadások száma, míg 15,2%-kal 8001-re nőtt az építési engedélyek száma. 2016 eleje óta a lakásépítési engedélyek száma 201 896, míg az átadások száma 115 836 volt, azaz 86 060-nal több engedélyt adtak ki, mint amennyi lakás megépült, ami tükrözi a kivitelezések igen jelentős csúszását. 2020-ban még viszonylag magas volt a lakásátadások száma a korábban építési engedélyt kapott, folyamatban levő építkezések miatt. A kedvezményes lakásáfa korábban tervezett kivezetésének hatása tükröződött az építési engedélyek 2020. évi visszaesésében, azonban a kedvezményes lakásáfa ismételt bevezetése, valamint a számtalan a családtámogatás (a CSOK-kal rendelkezők áfa visszaigénylése, illetékmentesség) új lendületet adott az építési engedélyeknek.

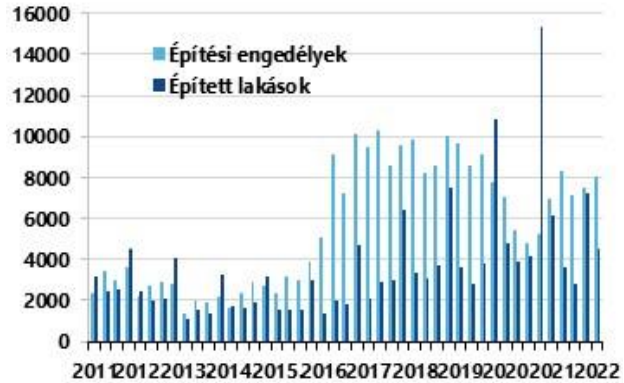
Tavaly az előző évben visszaeső engedélyek miatt estek vissza a lakásépítések, ezt azonban ellensúlyozhatja a korábban építési engedélyt kapott, de eddig meg nem valósított lakásépítések, építési tervek esetleges megvalósítása. Az alapanyagok esetenkénti hiánya, az építőanyagárak meredek emelkedése és a kamatok emelkedése szintén hátráltathatja az építkezéseket.

33. ábra: A kiadott építési engedélyek száma (darab)



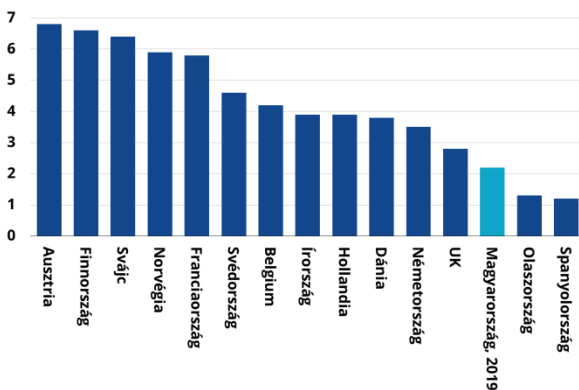
Forrás: KSH

34. ábra: Lakásépítések, építési engedélyek



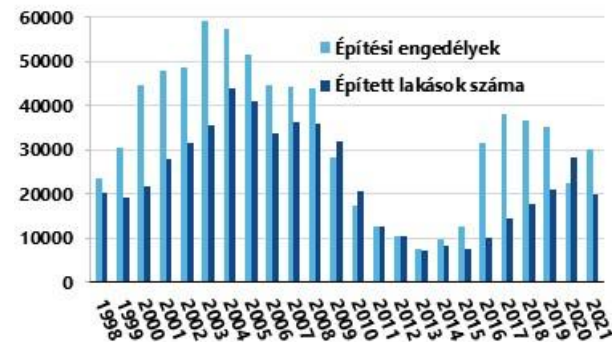
Forrás: KSH

35. ábra: Lakásépítések száma 2017-ben (lakás / 1000 fő)



Forrás: Scope, Portfólió

36. ábra: Lakásépítések, építési engedélyek



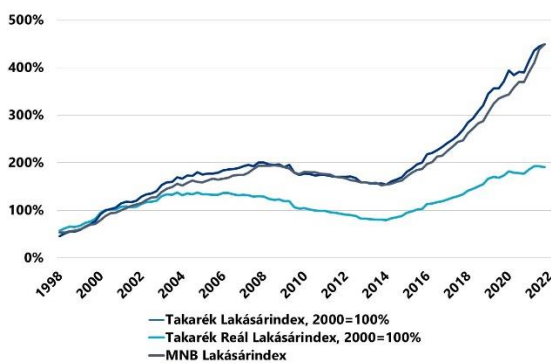
Forrás: MNB, TakaréK

A válság előtti teljesítményhez, a nemzetközi rátákhoz, valamint a hazai lakásmegújítás kívánatos mértékéhez képest a lakásépítések továbbra is elmaradnak. A válság előtt évente 35-40 ezer lakást adtak át. A tavalyelőtt átadott mintegy 28,2 ezer lakás 1000 lakosra 2,8 lakás építését jelenti, míg az európai átlagos érték 3-3,5 lakás. A hazai lakásállomány százévenkénti megújításához is évente 35-40 ezer lakás építésére lenne szükség.

Mindezek alapján látható, hogy a hazai lakásépítések száma semmilyen túlfűtöttséget nem tükröz, sőt, még a válság utáni visszaesést sem pótolta.

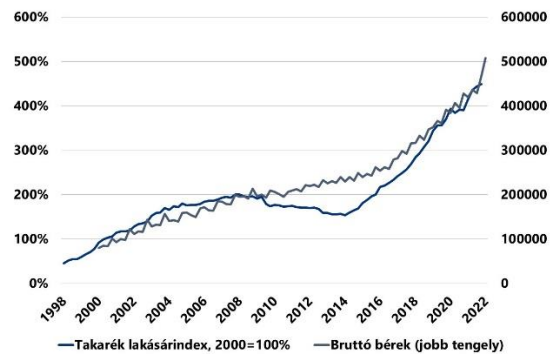
Részben pedig éppen a szűkös új kínálat okozta az elmúlt években látott lakásárrobbanást, azonban a beruházások széles körű fellendülése és a forint gyengülése a költségeket is érdemben növelte. A külpiazi hatásokat tükröző meredek nyersanyagárrobbanás **érdemben növeli a kivitelezési költségeket** és így az újlakásárakat, az árak naponta változhatnak, ez pedig egyes nyersanyagok hiányával átmenetileg **fékezheti a lakásépítéseket, elbizonytalaníthatja, vagy elhalasztása kényszerítheti a beruházókat**, ami kockázatot jelenthet az ideai teljesítményre. **A hitelkamatok növekedése szintén visszafoghatja a keresletet**, azonban a **Zöld Otthon Program** keretében nyújtott hitelek népszerűsége a bevezetést követően kiemelkedő.

37. ábra: Lakás reálárindex



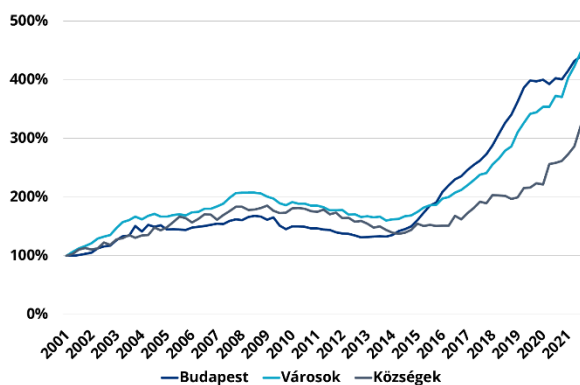
Forrás: Takaréknál, MNB

38. ábra: Lakásárindex és bruttó bérek



Forrás: KSH, Takaréknál

A tavaly tavaszi hónapokban mért rekordok után némileg lassult a lakóingatlan piac. Júniusban **10859 adásvétel valósult meg, ami mintegy 20%-kal marad el az egy évvel ezelőtől.** A Duna House tranzakciószám becslése szerint 2022. első hat hónapjában 74445 ingatlan adásvétel realizálódott, amely a tavalyinál 10%-kal kevesebb, azonban így is az elmúlt tíz év második legerősebb évkezdése. A tavalyi év utolsó havi eredményével a hazai ingatlanforgalom elérte, sőt, túl is lépte a 150 ezres határt: a Duna House becslése szerint 150.974 tranzakció realizálódott 2021-ben. Éves szinten így 15%-os volt a növekedés az ingatlanpiacon 2020-hoz viszonyítva.

39. ábra: Lakásárindexek


Forrás: MNB

40. ábra: Tranzakciószám becslés


Forrás: Duna House

A Duna House elemzői szerint a hitelkamatok drágulása és az otthonteremtési kedvezmények még biztos kihasználása miatt **sokan előre hozzák ingatlanvásárlásukat**. Az adásvételek számát az **erős befektetői aktivitás** is erősíti, mivel sokan fordulnak az ingatlanpiac felé a bizonytalanabb és kiszámíthatatlanabb gazdasági környezetben, amit a magas infláció is támogat. A második félévben az emelkedő kamatkörnyezet miatt visszafogottabb ingatlanpiaci forgalommal számolnak a szakemberek.

A lakáspiac gyorsan kiheverte a járvány miatti két évvel ezelőtti visszaesést, a **kereslet azonban érdemben eltolódott a családi házak, illetve egyes üdülőhelyek, kiemelkedően pedig a balatoni térség irányába**, míg a belvárosban a rövid távú lakáskiadás megszűnése okozott növekvő kínálatot. Az elmúlt években felfutó forgalom háttérében nemcsak a megnövekedett kereslet, hanem az ugyancsak megnövekedett kínálat áll, amelyet a CSOK és más családtámogatási eszközök miatt új lakásba vágyók értékesítési kedve is erősített. Az elmúlt években a keresletet érdemben növelte az alacsony kamatszint, amely növelte a befektetői érdeklődést és a lakáshitelek iránti keresletet, az internetes szálláshely megosztással elérhető jelentős hozamok, a kedvezőbb munkapiaci helyzet hatására javuló fogyasztói bizalom, valamint a korábbi évek elhalasztott kereslete is.

Az érdeklődés azonban továbbra is döntően a fővárosra, az agglomerációra, illetve egyes kiemelt megyeszékhelyekre koncentrálódott, ahol a lakásárak érdemi felfutása is megfigyelhető volt. Noha a lakásárak több ismert tényező miatt is „elszálltak”, azonban az elmúlt négyévnyi meredek emelkedést követően is csak **a 2008-ban megtört trendhez**, illetve **a bérszínvonalhoz** igazodtak vissza, így a hat-hét évvel ezelőtti hullámvölgyhöz viszonyítva tűnik csak meredeknek az áremelkedés. **Buborékról** elsősorban **Budapesten, újabban pedig egyes kiemelt üdülőövezetek** esetén **beszélhetünk**, ahol az árak behozták régiós lemaradásukat, a fent említett járvány utáni új lakáspiaci trendeknek megfelelően pedig egyes kerületekben átmenetileg csökkentek az árak.

III. GLOBÁLIS GAZDASÁGI FOLYAMATOK

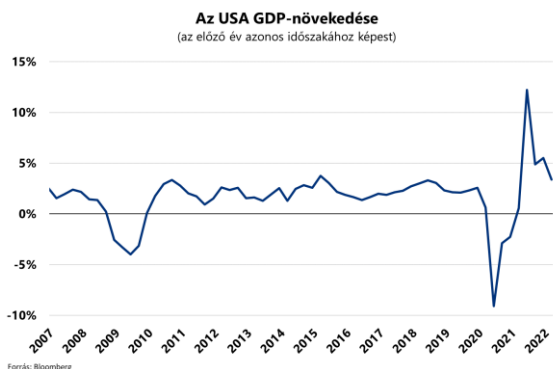
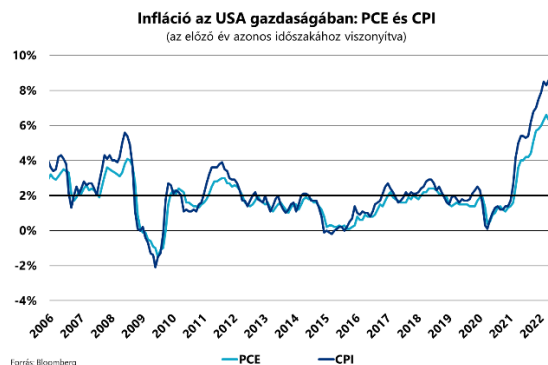
Az USA gazdasági folyamatai

Az Egyesült Államok GDP-je [2022](#)-ben a Fed várakozása szerint 1,7%-kal bővíthet, a márciusban előrejelzett 2,8% helyett. A korábbi gyors fellendülést visszafogták a nemzetközi szinten tapasztalható ellátási zavarok, az energiaárak emelkedése és geopolitikai kockázatok, amelyek a következő időszakban várhatóan fokozatosan enyhülni fognak. A növekvő inflációs kockázatok miatt viszont az egyre jelentősebb monetáris szigorítások csökkentik a várható gazdasági növekedést, sőt egyes nagybankok/elemzőházak már azt sem tartják kizártnak, hogy a Fed a szigorításaival recesszióba tolja az amerikai gazdaságot. Az üzleti bizalom esetében már érzékelhetőek a negatív kilátások, az év első három hónap optimista hangulatát folyamatosan váltja fel a szolgáltatói szektor és a feldolgozóipar pesszimizmusa.

Az S&P Global beszerzésimenedzser-index kompozit mutatója öthavi mélypontra, 52,3 ponton állt 2022. júniusában és az új megrendelések száma két év után mutatott csökkenést. Az egyre borúlátóbb piaci hangulat háttérében a globális gazdaság lassuló növekedése, a monetáris és fiskális gazdasági ösztönzők kivezetése áll, ami rányomhatja a bélyegét a gazdasági ideik teljesítményére. 2022-ben a gazdasági bővülés markánsan lassabb lehet az előző évinél, emellett továbbá növekedési kockázatot jelent a koronavírus-járvány alakulása. A következő két évben is 2% alatt alakulhat az amerikai gazdaság bővülése a Fed előrejelzése alapján, 2023-ban 1,7%, míg 2024-ben 1,9% lehet a növekedés üteme.

A munkaerőpiacot hónapok óta tartó élénkülés jellemzi, a feszes munkaerőpiac a bérek emelkedésének irányába hat. Mindazonáltal a foglalkoztatás szintje a járvány kitörése óta a legmagasabb szinten van. A [munkanélküliség](#) 3,6%-ra csökkent márciusban és azóta is ezen a szinten áll. A kedvező munkaerőpiaci folyamatokra nézve lefelé mutató kockázatot jelent, hogy a Fed kamatemelése miatt kialakult recessziós félelmek, valamint a geopolitikai feszültségek miatti kedvezőtlen gazdasági kilátások ronthatják a vállalkozások bizalmát és lassíthatják a foglalkoztatás növekedését az elkövetkező hónapokban, sőt a Fed júniusi előrejelzésében az idei évre már magasabb munkanélküliségi rátával számol.

A fiskális politika további szigorodása várható 2022. során, a pandémiás támogatások fokozatos kivezetésével. Ugyanakkor a költségvetési hiány az idei évben még meg fogja haladni a járvány előtti szintet. A fizikai infrastruktúrával kapcsolatos hosszabb távú közkiadások megvalósítása elkezdődhet, de alapvetően középtávon fejtheti ki hatását. A GDP arányos [államadósság](#) 2020 második negyedévében 136%-ra ugrott, majd csökkenésnek indult egészen 122%-ig, azonban 2021 utolsó és 2022 első negyedévében ismét emelkedett, jelenleg 124,6%-on áll.

41. ábra: Az USA GDP alakulása

42. ábra: Az USA inflációja


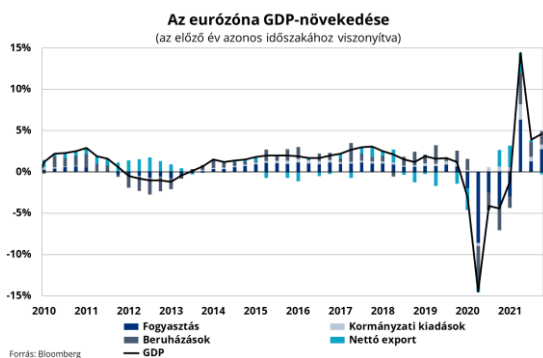
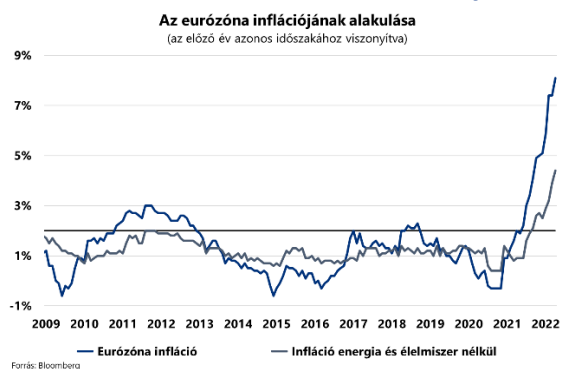
Az eurózóna gazdasági folyamatai

A február végén kirobbant orosz-ukrán konfliktus számottevően átírta az eurózónával kapcsolatos kilátásokat. Az Oroszországra kivetett uniós szankciók, a dinamikusan emelkedő energia- és élelmiszerárak, a tartós ellátási bizonytalanságok további súlyosbodása, az beszállítói láncok szakadozásából fakadó szállítási nehézségek, valamint nyersanyag- és alkatrészhiány jelentősen rontja az eurózóna növekedéspotenciálját és számottevően fokozza a valutaövezetre nehezedő inflációs nyomást.

Az S&P Global beszerzésimenedzser-index kompozit mutatója júniusban 16 havi mélypontra, [52.0 pontra](#) esett vissza. Mind a szolgáltatóipari, mind a feldolgozóipari alindex csökkenést mutatott az utóbbi hónapokban, sőt utóbbi a 24 hónapos mélypontra esett vissza, az 50 pontos lélektani határ alá, így a szektorban már a gazdasági aktivitás csökkenését prognosztizálják.

Éppen ezért az Európai Központi Bank a legfrissebb, [júniusi előrejelzésében](#) 3,7%-ról 2,8%-ra mérsékelte az eurózóna 2022. évi növekedési ütemére vonatkozó prognózisát. A jegybank az első negyedéves [0.6%-os](#) negyedéves alapú GDP növekedés után 0,2%-os bővülést vár az idei második negyedévben és 0,4%-os növekedést a harmadik és negyedik negyedévben.

Az Oroszországra kivetett szankciók, valamint önmagában a háborús környezet csökkentheti az eurózóna külső keresletét, ami az exportbevételek lassulásában is meglátszódhat. Továbbá az energia- és élelmiszerárak emelkedése miatt csökken a lakosság felhasználható jövedelme, emellett óvatossági megtakarításokat is képezhetnek a háborús félelem következtében. Mindkettő folyamat a belső kereslet csökkenését idézheti elő.

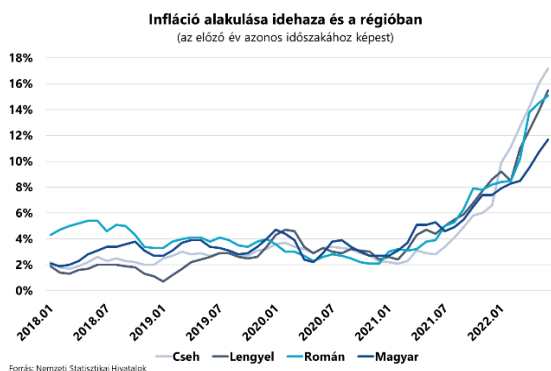
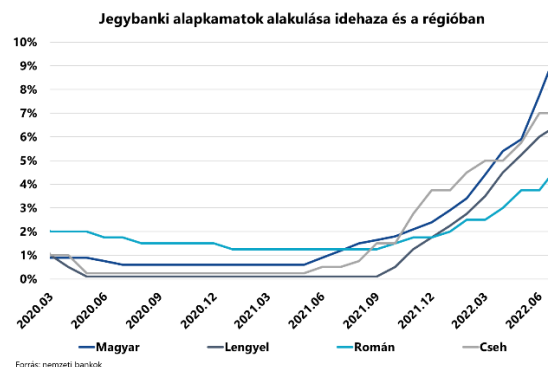
43. ábra: Az eurózóna GDP növekedése

44. ábra: Az eurózóna inflációja


A valutaövezet munkaerőpiaca a háborút megelőzően is jó állapotban volt és várhatóan továbbra is stabil marad, amit az erősödő munkaerőkereslet, valamint a növekvő foglalkoztatás támogat. A feszes munkaerőpiac felfelé hajthatja a béreket. Az eurózóna munkanélküliségi rátája 6,6%-ra csökkent májusban, ami áprilisban 6,7%-on állt, míg 2021 májusában 7,3%-on, tehát havi és éves összevetésben is jól teljesít a munkaerőpiac.

A jegybank várakozása szerint a szűk kínálati keresztmetszetek fokozatos feloldásával élénkülhet az euróövezet beruházási kedve, ugyanakkor a háborús bizonytalanságok miatt ezek alakulása kérdéses. A fiskális politika 2021-hez képest várhatóan kevésbé lesz támogató 2022-ben, ugyanis az átmeneti pandémiás programok folyamatosan kifutnak, illetve több kormánynak beszűkült a pénzügyi mozgástere. Az ECB 2023-ban és 2024-ben is 2,1%-os növekedéssel számol.

KKE regionális gazdasági folyamatok

Európa szerte fokozódik az árnyomás, az áremelkedésben a legtöbb ország esetében az ellátási zavarok, az üzemanyag- és az energiaárak emelkedése húzza az inflációt, amit a február végén kirobbant orosz-ukrán háború tovább súlyosbított. 2021. nyarán a magyar és a cseh jegybank indította meg a kamatemeléseket a régióban, majd október elején a román és a lengyel központi bank is kamatemeléssel reagált a megnövekedett árnyomásra. Az orosz-ukrán háború kitörése óta a régió mind a négy jegybankja gyorsította a kamatemeléseket az infláció letörésének érdekében.

45. ábra: A közép-kelet-európai régió inflációja

46. ábra: A közép-kelet-európai jegybanki alapkamatok


Csehország:

A jegybank az infláció letörésének érdekében [júniusban](#) 125 bázisponttal 7,00%-ra emelte az alapkamatot, továbbá a kamatfolyosó két szélét is 125 bázisponttal emelte, így azok 6,00%-on, valamint 8,00%-on állnak. A döntéseket azzal indokolták, hogy az ellátási lánc zavarai, az élénk kereslet, az energiaárak emelkedése megnövelték az inflációs kockázatot, valamint az utóbbi időszakban a munkaerőpiac is túlfűtötté vált. A munkanélküliségi ráta májusban 2,5%-ra csökkent Csehországban, de továbbra is elmarad a 2020 februári 1,8%-os szinttől.

A cseh infláció a májusban mért 16,0% után [júniusban](#) 17,2%-ra ugrott éves összevetésben, míg havi szinten 1,6%-kal emelkedtek a fogyasztói árak. Az infláció gyorsulásához leginkább a „lakás, víz, villany, gáz és egyéb tüzelőanyagok” járultak hozzá, a villany ára 31,6%-kal, a fűtés és a melegvíz ára 18,1%-kal emelkedett tavaly június óta. Másik inflációt fűtő kategória a „közlekedés” volt, a személyszállító járművek üzemanyagai és kenőanyagai 47,5%-kal emelkedett az elmúlt egy évben.

A jegybank [tavaszi előrejelzése](#) szerint az infláció idén átlagosan 13,1%-os lehet, míg 2023-ban 4,1%. Az infláció 2023 harmadik negyedévében süllyedhet a jegybank 3%-os, felső toleranciasávja alá. A cseh gazdaság 2022 [első negyedévében](#) éves alapon 4,8%-kal, míg negyedéves alapon 0,9%-kal bővült. A jegybank előrejelzése szerint idén 0,8%-kal, 2023-ban pedig 3,6%-kal nőhet a cseh gazdaság. A cseh Monetáris Tanács legközelebb augusztus 4-én ül össze.

Lengyelország:

A lengyel jegybank [júliusban](#) 6,00%-ról 50 bázisponttal 6,5%-ra emelte az alapkamatot, továbbá a kamatfolyosó két szélét is 50 bázisponttal emelte, így a betéti ráta 6,00%-on, a lombard ráta pedig 7,00%-on áll. Ezzel együtt a diszkont rátát 6,10%-ról 6,60%-ra, a rediszkont rátát pedig 6,05%-ról 6,55%-re emelték.

A jegybank kiemelt figyelemmel kíséri a munkaerőpiaci folyamatokat, amely egyre kedvezőbb eredményeket mutat, májusban már elérte a járvány előtti 5,1%-os szintet. Várhatóan 2022-ben az előző évihez képest mérsékeltebb lesz a növekedés, kockázati tényezőkként a jegybank a geopolitikai helyzetet, valamint az inflációt jelölte meg. 2022 első negyedévében negyedéves alapon 2,5%-kal, míg éves alapon 9,2%-kal bővült a gazdaság.

Lengyelországban júniusban [15,5%](#)-ra emelkedett az infláció, a májusi 13,9% után, az infláció már 2021. áprilisban is a lengyel jegybank toleranciasávján kívül volt (2,5% ± 1%). Lengyelországban az élelmiszerárak 14,2%-kal, a szállítási költségek 33,4%-kal, míg a lakhatás, víz, elektromos áram, gáz és egyéb üzemanyagok ára 24,2%-kal emelkedtek tavaly májushoz képest.

A jegybank friss, júniusi inflációs jelentésében és előrejelzésében felfelé módosították az inflációs várakozásokat. Az infláció 50%-os valószínűséggel 2022-ben a 13,2-15,4%-os (márciusi jelentés: 9,3-12,2%), 2023-ban a 9,8-15,1%-os (márciusi jelentés: 7,0-11,0%), míg 2024-ben a 2,2-6,0%-os (márciusi jelentés: 2,8-5,7%) sávban alakulhat. A gazdasági növekedés idén 3,9-5,5% között, jövőre 0,2-2,3% között, míg 2024-ben 1,0-3,5% között alakulhat szintén 50%-os valószínűséggel. A jegybank legközelebb szeptember 7-én dönt ismét a kamatokról.

Románia:

[Júliusban](#) a román jegybank 100 bázisponttal 4,75%-ra emelte az alapkamatot, valamint a kamatfolyosót is 100 bázisponttal emelték; így a betéti kamatláb 3,75%-ra, a hitelkamatláb pedig 5,75%-ra emelkedett. Továbbá a Monetáris Tanács a kötelező tartalékolási ráta szinten tartása mellett döntött. A jegybank értékelése szerint az éves inflációs ráta korábban vártnál magasabb mértékben emelkedik, ezért a jegybank célja a kamatdöntéssel, hogy visszaszorítsa az inflációt a 3,5%-os, felső toleranciasávjá alá.

A munkaerőpiac jól teljesít, a beérkező adatok alapján a munkaerőhiány egyértelműen növekszik, [májusban](#) 5,4%-ra csökkent a munkanélküliségi ráta az áprilisi 5,5%-ról. A járvány előtti 5% alatti munkanélküliségi rátától viszont továbbra is távol áll a román munkaerőpiac. A munkaerőhiány és az erősödő foglalkoztatási szándék a bérek újratárgyalására lehet hatással, különösen az inflációs ráta gyors emelkedése közepette. A román gazdaság 2022 első negyedévében negyedéves alapon 5,2%-kal, míg éves bázison 6,5%-kal bővült, viszont az infláció, a munkaerőhiány és a geopolitikai helyzet mérsékelheti a következő időszak növekedését.

A román infláció [júniusban](#) 15,1%-ra emelkedett éves összevetésben a májusi 14,5%-ról, míg havi szinten 0,76%-kal emelkedtek a fogyasztói árak májushoz képest.

Az élelmiszerárak 14,67%-os, az elektromos energia, gáz és központi fűtés árának 41,10%-os, valamint az üzemanyagár 41,32%-os éves növekedése járult hozzá leginkább a fogyasztói árak emelkedéséhez.

A májusi [inflációs](#) jelentés szerint, melyben új [előrejelzéseket](#) készített a jegybank: a fogyasztói árak emelkedése 2022 második negyedévében érheti el 14,2%-os csúcspontját, az infláció még 2023 második negyedévében is kétszámjegyű lehet, továbbá az előrejelzési pálya végére sem süllyed vissza az értéke a jegybank felső toleranciasávjának 3,5%-os értéke alá, ugyanis a központi bank várakozása szerint még 2024 első negyedévében is magas, 6,2%-os lesz az árnyomás. A következő kamatdöntésre augusztus 5-én kerül sor.

IV. GLOBÁLIS, ILLETVE HAZAI PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP

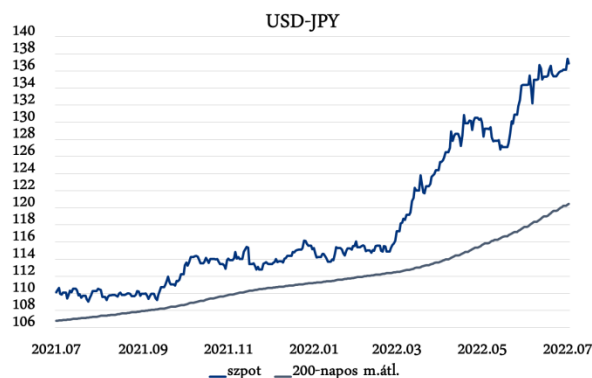
Nemzetközi devizapiacok és a forint

47. ábra: Az EUR/USD keresztárfolyama



Forrás: Bloomberg

48. ábra: Az USD/JPY keresztárfolyama



Forrás: Bloomberg

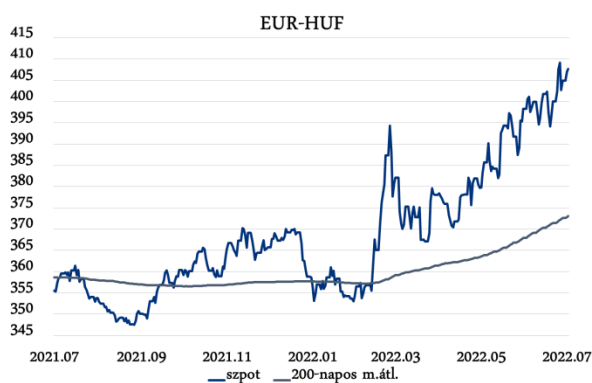
Idén nyárra éles folyamatok kezdtek kibontakozni a világ legfontosabb devizapárjában, a nyár közepére hajszálnyira került az árfolyam a 20 éve nem látott paritáshoz. A rapidan szigorodó amerikai monetáris politika – márciusra már 3.4% a piaci kamatvárakozás -, a vonakodó és bizonytalanuló várható EKB szigorítás, illetve az európai gázhiánytól és recessziótól való erős félelmek agyonnyomják a közös európai valutát. Ezen felül a dollárt segíti a deviza globális, végső menedékszerepe is a jelentős piaci bizonytalanságok, az orosz-ukrán háború, a deglobalizáció és az egyelőre beláthatatlan energiaválság közepette, tetézzve az emelkedő dollár hozamszintekkel és a pénznyomtatás befejeztével, ami jelenleg fundamentálisan megállíthatatlanná teszi az amerikai devizát.

Az EUR/USD kereszt esetében az EKB bátortalanságából eredően ismét divergensé váló monetáris politikai cikluson túl, fundamentális szempontból továbbra is az euró moderált erősödése lenne indokolt a pozitív egyenlegű devizakereslet miatt, mivel **az euróövezetben továbbra is fizetési mérleg többlet van (2022 Q1: +17.5Mrd EUR)**, bár az energiainportőr

társág egyenlegét jelentősen rontja a kiugróan növekvő energiaköltség, miközben az export kevésbé lendületes. **Ezzel élesen ellentétes a pandémia előtti szinthez képest is masszívan negatív amerikai fizetési mérleg szint (2022 Q1: -291.4Mrd USD),** ami összefüggésben van szintén az energiaköltségek növekedésével, valamint az elhalasztott kereslet miatt még mindig pörgő fogyasztás erős importvonzata is ezt erősíti. **Azonban a jegybanki iránymutatások és szóbeli intervenciók továbbra is elsődleges fontosságúak lesznek a devizaárfolyamok alakulásában,** különösen a jelenlegi kiugróan volatilis helyzetben és ez jól tükröződik az EUR/USD devizakereszten is, az eddig lezajlott éles változások is főként a várakozások beárazásának köszönhetőek.

A dollár jelenlegi erejét talán még ennél is jobban mutatja – az egyébként szintén menedéknek tekintett – japán jennel szembeni árfolyama, amely tavasz óta két és fél évtizedes csúcsra került, jelezvén az egyet nem értést a japán jegybank továbbra is extrém laza politikájával, szemben az amerikai szigorral. A látványos piaci folyamatokra reagált a japán pénzügyminiszter is, mondván, hogy a gyorsan gyengülő jen nagyobb károkat okoz a gazdaságnak jelenleg, mint az abból származó előnyök – pl. exportélénkítés -, de egyelőre látványosan nem hatnak sem a beavatkozások, sem az intervenciók szavak.

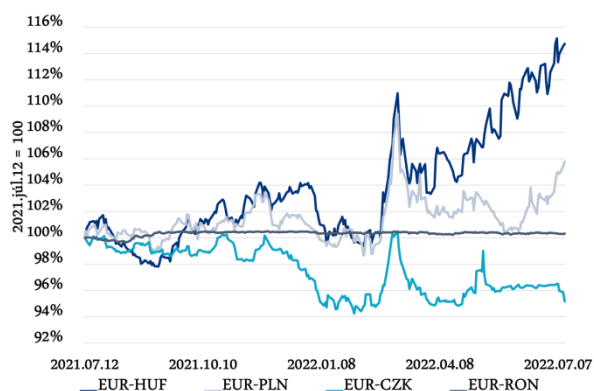
49. ábra: Az EUR/HUF keresztárfolyama



50. ábra: Az USD/HUF keresztárfolyama

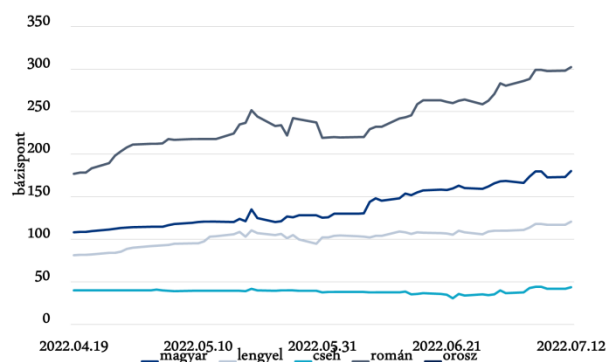


51. ábra: Az EUR/régiós devizák keresztárfolyama (előző év azonos n.év kezdete=100)



Forrás: Bloomberg

52. ábra: A régiós 5 éves CDS felárak alakulása



Forrás: Bloomberg

Nyár közepére a kedvezőtlen nemzetközi hangulat, a globális recessziós félelmek, a kamatemelési verseny és elszabaduló inflációs folyamatok miatt a 400-410 közötti sávba került fel a hazai deviza az euróval szemben, és látható leválást mutat a régióról, ami kevésbé meglepő, mint évek óta a legmagasabb bétájú deviza. A forintot jelenleg az EU-s forrásokkal kapcsolatos megállapodás megszületése vagy a régiós háború fejleményei mozdíthatják ki ebből a sávból, és amennyiben pozitív hírek érkeznének, akkor egy 20 forintos pozitív irányú korrekciót sem tartunk elképzelhetetlennek. **Az említett egyik kiemelt tényező az EU helyreállítási RRF alapja jelenleg**, amely két részben 5800 milliárd forintnak megfelelő összeget jelenthet a hazai gazdaság számára. Azonban április 6-án az Európai Bizottság megindította a jogállamisági eljárást, **ahol ugyan a legnagyobb valószínűsége a kompromisszumos megegyezésnek van – kormányzati kommunikáció alapján idén őszig -**, azonban ha szükséges lenne, akkor akár piaci finanszírozást is igénybe tud venni a kormány ennek pótlására, igaz a jelenlegi kamatszintek mellett ez egyre kevésbé olcsó alternatíva.

Alapvető trendként a forint és a régiós eszközök volatilitása továbbra is erőteljes maradhat, a feltörekvő piacokon továbbra jelen vagy egy általános kockázatkerülés, ami miatt biztonságos menedékeket keresnek a befektetők (svájci frank, arany, nyersanyag és kiemelten a dollár eszközök). Továbbá a háború egy szomszédos országban zajlik, ezért a földrajzi közelség miatt még a feltörekvőkön belül is szenved a régió és az orosz tőkepiaci korlátozások miatt is a tágabb régió eszközeit „találhatják meg” a befektetők. A forintárfolyamot az sem segíti fundamentálisan, hogy a jelentős hozamemelkedés ellenére is eltűnnek a forint reálkamatok, hiába csupán európai középmezőny a hazai inflációs dinamika, igaz, ezzel a jelenséggel egyáltalán nincs egyedül a forint a világpiacon.

A rendkívüli gyorsasággal 9,75%-ig emelkedő egyhetes MNB betéti és alapkamatszintje immár mindenképp erőteljesebb védelmek kéne nyújtson a forintnak a nemzetközi kockázatkerülés közepette, azonban a döntéseket követő napokban folytatódó forintgyengülések alapján a jelenlegi kamatemelésekkel érdemi árfolyam stabilizációt láthatóan nem lehet elérni, ellenben a reálgazdasági áldozatai súlyosak lehetnek egy **jelenlegi szint környékén ragadó kamatszintnek**. A hazai export növekedése továbbra is relatíve élénk maradhat és az erőteljes magyarországi működőtőke beáramlási szint is fennmarad várhatóan, ugyanakkor **a folyó fizetési mérleg egyenlege negatív lehet idén, ami kevésbé támogatja a hazai deviza erősödését** egyelőre. Ugyanakkor a tőkemérleg többlete megmaradhat, amit a 2021-2027-es új EU-s finanszírozási ciklus is támogat majd a jelenleg fennálló viták várható rendezése után, így a külső finanszírozási képesség a nulla szint közelében maradhat, miközben a bruttó államadósság tovább mérséklődik idén és jövőre is, ami szintén kedvező a hazai deviza fundamentális értékelésekor.

A magyar 5 éves csőd-kockázati CDS felár a háború előtti 55bp-s szintről a legutóbbi adatok szerint immár 210bp-ig ugrott, ami következik a feltörekvő piaci kockázatkerülésből illetve a háborús földrajzi közelségből – bár a jelenlegi emelkedése erősen túlzó -, így a lengyel CDS szintén a duplájára nőtt, a román szintén több mint a duplájára, de jól látszik a földrajzi esetleges érintettség szerepe is, mivel eközben a cseh felár kevesebb, mint a felével emelkedett.

Globális monetáris politikai fejlemények

A tavalyi év második felétől jelentősen meglöduló inflációs folyamatok következtében – amiben szerepet játszik a pénznyomtatás, a pandémia alatti kényszermegetakarítások elköltésének szándéka illetve az energia- és nyersanyagár sokkok is – a megingathatatlanul laza japán és a vonakodó, japanizálódó európai jegybank kivételével minden fejlett gazdaságban a jegybank az érdemi monetáris szigor útjára lépett immár, új ciklust indítva ezzel. Ez a 40 éves csúcsra emelkedő amerikai infláció fényében mindenképpen indokoltnak tekinthető – júniusban a várakozások felett alakulva 9,1% volt a mutató az előző havi 8,6% után -, illetve a jegybank másodlagos mandátuma, a munkanélküliség hónapok óta 3,6%-os szintje is lehetővé teszi a restriktív ciklust.

A Fed már novemberben elkezdte a kötvénnyvásárlásainak csökkentését, aminek az ütemét aztán év végén fel is gyorsította és idén márciusra meg is történt a teljes kivezetés, sőt immár **a közel 9000 milliárd dolláros jegybankmérleg leépítése van napirenden fokozatosan** – ami tavaly februárban még 4100 milliárd dolláron állt.

A Fed júniustól megkezdte a mérleg méretének csökkentését is: havonta maximum 30 milliárd dollárnyi állampapírral és 17,5 milliárd dollárnyi jelzálogfedezetű értékpapírral zsugorítja, majd

3 hónap elteltével állampapírból 60 milliárd, míg jelzálogfedezetű értékpapírból 35 milliárd dollárnyit kíván eladni. Ezzel párhuzamosan **a legutóbbi kamatdöntésen az 1,5-1,75%-os sávba emelkedett az irányadó ráta** és az év eleje óta érkeznek az egymást túllícitáló kamatemelési várakozások, de **a jelenleg következő ülésen a 75bp-s kamatemelési volumen igen valószínűnek tűnik**. A Fed döntéshozók közt van, aki idén év végére már 3,5%-os kamatszintet szeretne látni, ami szerinte „éppen túl van” a neutrális, azaz a növekedést sem nem fékező, sem nem ösztönző szinten, de a piaci határidős kamatvárakozások alapján is **3.4%-os kamatszintet várnak már márciusra a befektetők**. A korábban az állami és vállalati finanszírozási költségek csökkentése, a munkahelyteremtés és a növekedés ösztönzése, valamint a pandémiás hatások ellensúlyozása érdekében indokoltan levágott kamatok illetve a korlátlan volumenben bevetett QE eközben más területeken is látványos mellékhatást gyakoroltak. A fogyasztói inflációs mutatók évtizedes csúcsokat döntenek, az amerikai lakáspiac áremelkedése 30 éves csúcsra gyorsult tavaly nyáron, és azóta is tartja ezt a tempót. Eközben a jelentősen túlhúzott, elsősorban növekedési tech részvények reagálva az élesen emelkedő kamatvárakozásokra és az emelkedő kötvényhozamokra – amik növelik a jövőbeni pénzáramok diszkontrátáját, így csökkentik a modellszerű értékeltséget –, a január eleji csúcsokról korrekciós esésbe illetve oldalazásba váltottak jelezvén az éles globális monetáris fordulatot, de többéves távlatban nincs oka panaszra a részvénypiaci befektetőknek, évtizedes csúcsokon állnak az értékeltségek továbbra is.

Az Egyesült Államokhoz hasonló a helyzetkép az eurózóna esetében is, az európai inflációs dinamikában is látszanak az aktív monetáris és fiskális stimulusok, a nyersanyagárak illetve az elhalasztott kereslet hatásai, **júniusban 8,6%-os történelmi csúcsra emelkedett a mutató** az előző havi 8,1%-os szintről gyorsulva. Így már az EKB háza táján is megjelentek az idei szigorítást kilátásba helyező hangok, de vonakodással továbbra is jellemezhető a hozzáállás – és a piac is erősen szkeptikus az elköteleződés kapcsán, ami látszik is az euró árfolyamában -, mivel a jegybank vélhetően kívárna, amíg látszanak az orosz-ukrán háború és az energiaválság első reálgazdasági hatásai a kontinensen. Az Európai Központi Bank legfrissebb, júniusi előrejelzése szerint 2022-ben éves átlagban 6,8%-on alakulhat az eurózónainflációja. Ez lényegesen magasabb várakozás az előző, márciusban publikált 5,1%-os mutatóhoz viszonyítva. A felülvizsgált inflációs pálya szerint jövőre 3,5%-ra mérséklődhet a fogyasztóiár-index, ugyanakkor még 2024-ben is 2,1%-on alakulhat a mutató, ami meghaladja a jegybank középtávú inflációs célját.

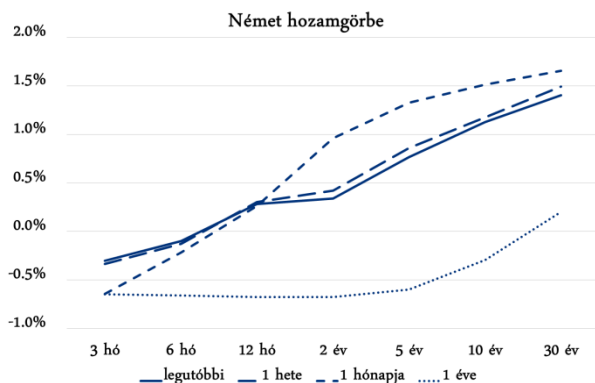
Az európai jegybank a márciusban lejáró pandémiás vészhelyzeti eszközvásárlási program (PEPP) pótlására 20 milliárdról átmenetileg 40 milliárd euróra növelte a korábban elindított eszközvásárlási program havi volumenét, amit fokozatosan

mérsékelne 2022. harmadik negyedévéig. Azonban látni kell, hogy az EKB mozgásterében igen korlátozott, mivel az elszálló – főként dél-európai – államadósságok a látványosan emelkedő hozamszintekkel párhuzamosan megoldhatatlan problémát okoznának az eurózána perifériáján, amennyiben a kötvényvásárlások teljesen leállnának. A növekedést és a munkanélküliséget tekintve szintén ez a kettőség látszik az EKB „csapdahelyzetét” igazolva, mivel a munkanélküliség szintje 10% körül van az eurózána déli részén, így ebből a szempontból is indokolt lenne a további monetáris lazaság, míg az északi területeken gyakorlatilag teljes a foglalkoztatás és az alap erőteljes inflációs nyomást tetézve fennáll az ár-bér spirál veszélye.

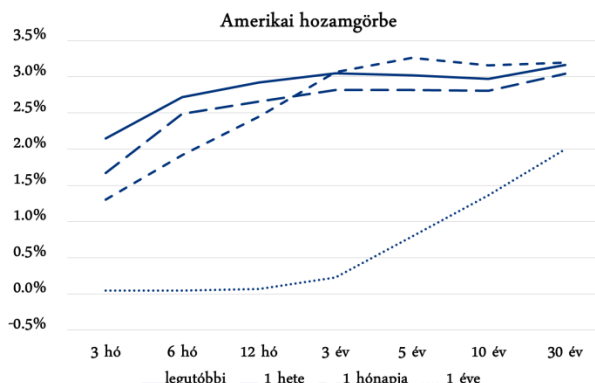
Nemzetközi és magyar állampapírpiac, hozamszintek

A transzatlanti ellenpárok, a német, illetve az amerikai hozamgörbe összehasonlítása alapján látható az amerikai görbe enyhe inverzsége, amit a piaci vélemények egy része a recesszió előjelének tekint, de jelenleg a nagyon gyorsan és nagy amplitúdóval változó kamatpályák is befolyásolják ezt. Az is egyértelmű, hogy a görbék immár teljes lefutása látványosan feljebb került az egy évvel korábbi szintekhez képest, ami értelemszerű következménye az inflációs várakozások masszív emelkedésének és a kamatemelési várakozásoknak. A korábban inverzség jeleit mutató rövid oldali német hozamgörbe mostanra meredekebbé vált és egy valósabb lefutást mutat, de mivel ez egy részben még mindig negatív tartományban lévő, mesterséges, QE és a globális tőke menedékkeresése által befolyásolt szint, így mérsékeltebb jelentőséget tulajdoníthatunk ennek. Az EKB kötvényvásárlásai láthatóan kordában tartják az államadósság (re)finanszírozási költségeket Európában – bár látható emelkedésen vannak túl az európai hozamok is -, az erősen eladósodott dél-európai tagállamok hozamszintjei továbbra is jóval a piacilag indokolt szint alatt tartózkodnak a jegybanki segítségnek köszönhetően, így érdemi felvetés lehet, hogy az EKB tartja lélegeztetőgépen az európai adóssághegyek egy részét. A jelenlegi fejlett piaci államháztartási állapotokra és finanszírozási költségekre tekintve nem alaptalan felvetés, hogy a jegybankok a jelen helyzetben nem feltétlen bánják a mandátumukkal ellentétes magasabb inflációt sem, ami segít az élesen megugró államadósságok reálértékének csökkentésében és így a középtávú finanszírozási helyzet stabilizálásában.

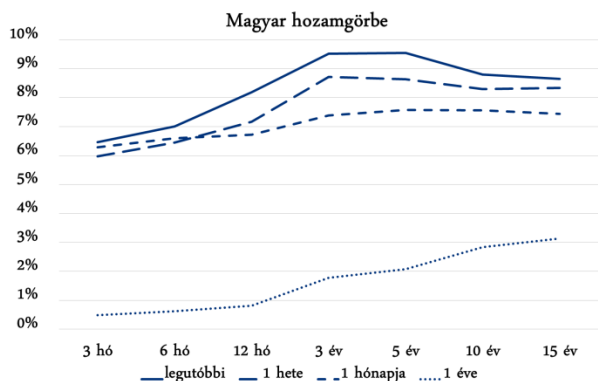
53. ábra: A német hozamgörbe alakulása



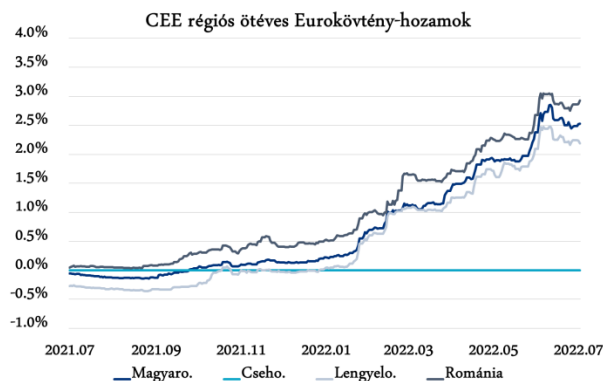
54. ábra: Az amerikai hozamgörbe alakulása



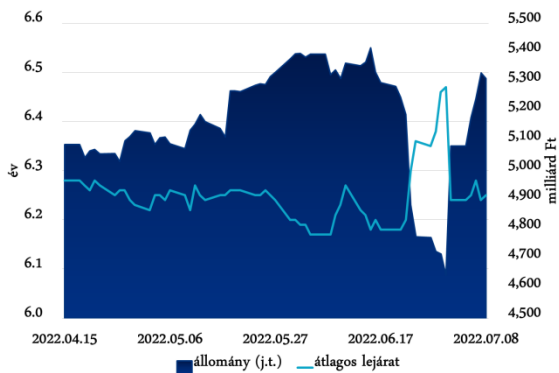
55. ábra: A magyar hozamgörbe alakulása



56. ábra: CEE Eurokötvény-hozamok (5 éves)

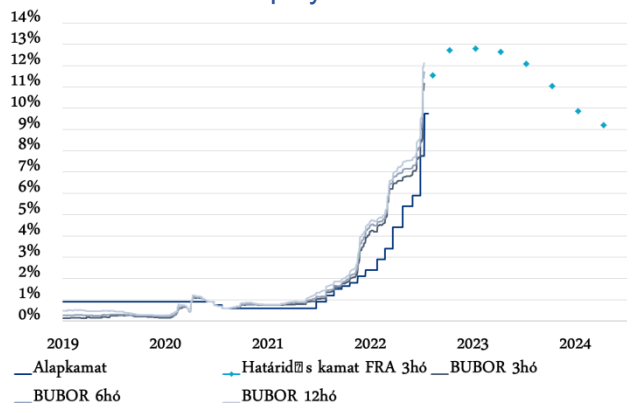


57. ábra: Külföldiek forint állampapír-állománya és a lejárat



Forrás: Bloomberg, ÁKK

58. ábra: BUBOR-ok és a magyar határidős kamatpálya lefutása



Forrás: Bloomberg, MNB

A magyar államháztartás finanszírozási helyzete alapvetően továbbra is stabil, az ÁKK rendszeres aukcióin bőven elégséges kereslet látszik minden lejáraton, de a hozamemelkedés kiugró mértékű volt az elmúlt időszakban az ismert inflációs és nemzetközi fejleményeknek köszönhetően, így a hazai hozamgörbe érdemben feljebb tolódott.

Eközben az energiaárakból és más bizonytalanságokból eredően az idei 4,9%-os költségvetési hiánycél tarthatósága felvethet kérdéseket – de az utóbbi hetekben jelentős kormányzati lépések történtek a tarthatóság érdekében -, így akár a finanszírozási szükséglet módosítására is szükség lehet extrém helyzetben, főként a jövő évben, de vélhetően ez az addicionális forrásbevonási szükséglet sem jelentene problémát a piaci likviditás szempontjából. A hazai állampapírpiacot az is segíti, hogy az MNB egyelőre nem értékesíti a mérlegében lévő állampapír-állományt, a kötvényvásárlási programok keretében megvásárolt állampapírokat lejáratig tartja.

A külföldiek továbbra is stabilan keresik a magyar állampapírokat, egy átmeneti beesést követően ismét 5300 milliárd forint körül áll az állományuk, a háztartások pedig aktívan veszik a lakossági kötvényeket, például a megugró infláció következtében egyre inkább az inflációkövető PMÁP-ot, **így a háztartások kezében közvetlenül a teljes, 43 586 milliárd forintos adósságállomány 24%-a van jelenleg**, az alapokon keresztüli közvetett kitettség mellett. A teljes állományon belüli egyharmados kormányzati célszint minden bizonnyal elérhetőnek tűnik középtávon, köszönhetően a magas kamatnak illetve a hozam adómentességének, de amennyiben a hazai infláció a mostani szint környékén stabilizálódik, akkor az inflációkövető PMÁP stabilan kiszoríthatja a fix kamatozású társait, ami középtávon némileg növelheti a költségvetés kamatkidadásait is. **A teljes államadósságon belül a devizaarány 21%-os szinten állt az utolsó negyedév adatai alapján** és az ÁKK a stratégiája szerint a szükséges mértékben kész aktívan menedzselni az adósságot visszavásárlásokkal, és ha a hozamszint indokolja, új – akár deviza – kibocsátásokkal, de tekintettel a devizaarány célértékre.

A 70. ábrán látható bankközi határidős kamatlábak meredeksége értelemszerűen teljesen megváltozott a korábbi negyedévekben látottakhoz képest, **jelenleg 13%-ig megugró kamatcsúcsot vár a piac 2022 végére, utána pedig látványos visszacsorgás és kamatvágás jöhet a jövő év vége felé, mivel ilyen magas kamatszint tartós fennmaradása már érdemben fékezne a jelenleg amúgy is több problémával küzdő reálgazdasági növekedést**, így egy ilyen szint hosszabb fenntartása nem érdeke a szereplőknek. De ez a görbe a kiugróan volatilis és egy-egy váratlan politikai fejlemény által meghatározóan befolyásolt jelenlegi környezetben élesen más formát is felvehet viszonylag rövid időn belül, így elsősorban elméleti irányjelző szerepet tulajdonítanánk a jelenlegi lefutásnak.

A jelen kiadvány készítői



Kuti Ákos
Stratégiai Elemzés Központ vezető
Kuti.Akos@mkb.hu



Suppan Gergely
Vezető elemző
Suppan.Gergely@takarek.hu



Horváth András
Vezető elemző
Horvath.Andras@takarek.hu



Durkó Ruben
Gyakornok
Durko.RubenIstvan@mkb.hu



Papp László
Gyakornok
Papp.Laszlo1@mkb.hu

JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MTB Magyar Takarékszövetkezeti Bank Zrt. (székhely: 1122 Budapest, Pethényi köz 10., cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-041206; tev. eng. sz.: III/41.086/2002., EN-III/M-608/2009.; a Budapesti Értéktőzsde tagja; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1054 Budapest, Szabadság tér 9.sz.) valamint az MKB Bank Nyrt. (székhely: 1056 Budapest, Váci u.38.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-040952; tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001.; a Budapesti Értéktőzsde tagja; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1054 Budapest, Szabadság tér 9.sz.) - továbbiakban: a Bankok - készítették.

2. Jelen kiadvány a 2014/65/EU irányelv és a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete alkalmazásában marketingközleménynek minősül. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen kiadvány nem minősül a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete szerinti befektetéssel kapcsolatos kutatásnak, és nem minősül a 2007. évi CXXXVIII. törvény (Bszt.) szerinti befektetési elemzésnek.

A jelen dokumentumban közölt megállapítások nem objektív és nem független magyarázatot tartalmaznak. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen marketingközleménynek minősülő dokumentum nem a befektetéssel kapcsolatos kutatás függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült és nem érinti a befektetéssel kapcsolatos kutatás terjesztését, közzétételét megelőző kereskedésre vonatkozó tilalom. A kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek, és a jelen tájékoztatás nem teljes körű.

3. A jelen kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, jegyzésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek, felhívásnak, ajánlattételnek, továbbá nem minősül adótanácsadásnak. A tájékoztatás nem teljes körű, a kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. A kiadvány nem minősül befektetési tanácsadásnak, ajánlásnak, abban az esetben sem, ha a dokumentum bármely része egyes pénzügyi eszköz vonatkozásában annak lehetséges árfolyam-, hozam-alakulásával kapcsolatos ismertetést tartalmaz. Jelen dokumentum nem veszi figyelembe az egyes befektetők egyedi igényeit, körülményeit és céljait, így személyre szóló ajánlás hiányában nem minősül befektetési tanácsadásnak.

A Bankok kizárják a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, a konkrét egyedi befektetési döntésekért, az ebből eredő következményekért, így nem vállalnak felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagyőt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért, veszteségekért.

4. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valóságáról, pontosságáról, helytállóságáról és teljességéről a Bankok biztosítékot nem kaptak, ezért a dokumentumban leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban sem a dokumentum készítői, sem a Bankok felelősséget nem vállalnak. A kiadványban megjelölt tartalmak és vélemények a kiadványt készítő szakembereknek, a kiadvány elkészítésének időpontjában fennálló piaci körülmények alapján kialakított, megítélését tükrözik, amelyek újabb információk, a piaci viszonyok, gazdasági körülmények változása esetén külön értesítés és figyelmeztetés nélkül megváltozhatnak. A Bankok fenntartják a jogot, hogy a jövőben előzetes értesítés nélkül módosítsák a jelen dokumentumban foglalt megállapításokat.

5. Az árfolyamok, hozamok, egyéb adatok múltbeli alakulásából nem lehetséges a jövőbeni árfolyamokra, hozamra, illetőleg teljesítményre vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybevételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők a befektetésre vonatkozó döntés meghozatala előtt az adott pénzügyi eszközre és a befektetési szolgáltatásra vonatkozó üzletszabályzatot,

tájékoztatót, egyéb szerződéses feltételeket, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthető el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével és befektetési céljaival, továbbá körütekintően mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatait, a díjakat, költségeket és a befektetésekből származó esetleges veszteségeket, károkat! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról!

További tájékoztatás elérhető a Bankok fiókjaiban, valamint a www.mtb.hu és az www.mkb.hu honlapokon.

6. A Bankok jogosultak a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.

A Bankok továbbra is jogosultak jóhiszeműen és a piacképzés szokásos módja szerint a jelen dokumentumban szereplő pénzügyi eszközök vonatkozásában kereskedésre, ügyletkötésekre vagy kereskedésre árjegyzőként az árjegyzés szokásos menete szerint, valamint egyéb befektetési tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást, illetve egyéb pénzügyi vagy kiegészítő pénzügyi szolgáltatást nyújtani a kibocsátónak és egyéb személyeknek.

7. A Bankok rendelkeznek a befektetési szolgáltatási tevékenységekkel kapcsolatosan potenciálisan felmerülő összeférhetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetlenségi Politikával, illetve a bank-és értékpapírtitoknak minősülő adatok kezelésére és átadására vonatkozó belső szabályzattal.

8. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag a Bankok előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. A Bankok valamennyi szerzői jogon alapuló jogukat fenntartják.

9. Amennyiben a továbbiakban nem kíván tájékoztatást kapni az MKB Banktól, illetve az MTB Magyar Takarékszövetkezeti Banktól, megadott hozzájárulását bármikor ingyenesen visszavonhatja a helloelemzesikozpont@mkb.hu, illetve a takarekelemzesek@takarek.hu e-mail címen vagy a munkanapokon 8 és 17 óra között ingyenesen hívható 06 80 456 456-os zöld számon. Hozzájárulását visszavonhatja postai úton is az MKB Bank Nyrt., 1134 Budapest, Kassák Lajos u. 16-18. címre elküldött nyilatkozatával, amelyen kérjük, hogy jól olvashatóan tüntesse fel nevét, az e-mail címét, és azt, hogy a hírlevélküldés tiltását kéri. Az adatkezelésre vonatkozó tájékoztatás és az adatkezelési irányelvek elérhető a bankfiókokban, a www.mtb.hu, valamint az mkb.hu honlapokon.

10. A jelen kiadvány a kiadása időpontjában érvényes.

A kiadvány elkészítésének időpontja: 2022. év július hónap 15. napja 18.00 óra.

A véleményekhez használt adatokat 2022. július 15. napjáig kerültek figyelembe vételre és értékelésre.

11. Az alkalmazott értékelési eljárások:

A GDP számításához a GDP termeléséhez hozzájáruló ágazatokra készítünk előrejelzéseket negyedéves bontásban, figyelembe véve a negyedéves dinamikákat, bázishatásokat, valamint áthúzó hatásokat. Az egyes ágazatokat a súlyuknak megfelelően vesszük figyelembe, majd korrigáljuk a naptárhatással. Ezt végül összhangba hozzuk a GDP felhasználási oldali tényezőivel – fogyasztás, kormányzati fogyasztás, beruházások, készletek, valamint export-import egyenleg-, amelyek esetében szintén megbecsüljük az egyes komponensek negyedéves dinamikáit is.

Az inflációs előrejelzés készítésénél a fogyasztói árindex komponenseit havi bontásban jelezzük előre, amiket a fogyasztói kosárban betöltött súlyukkal vesszük figyelembe.