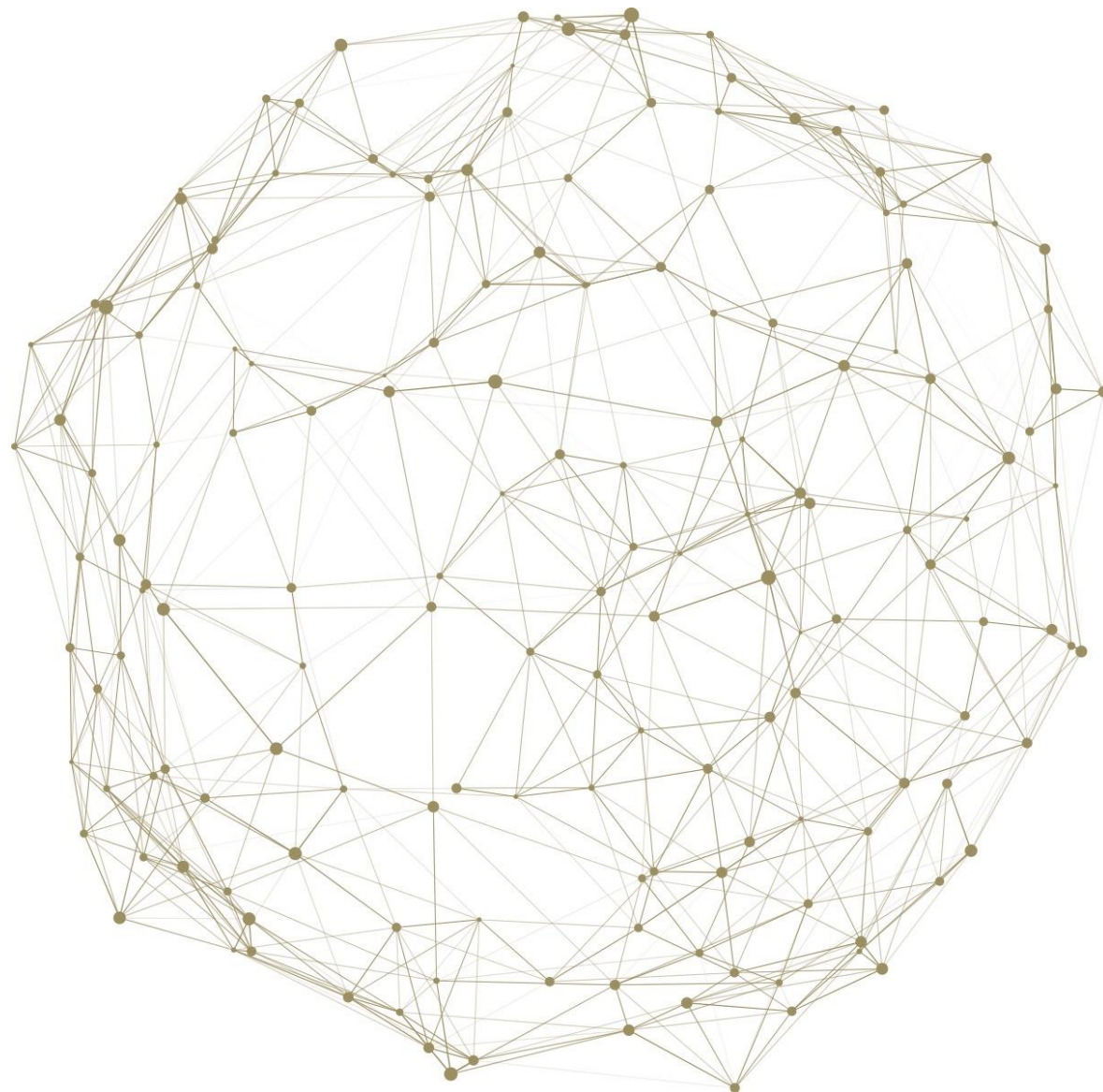


# Gazdasági monitor

---

**5/52. hét**



# | Tartalom

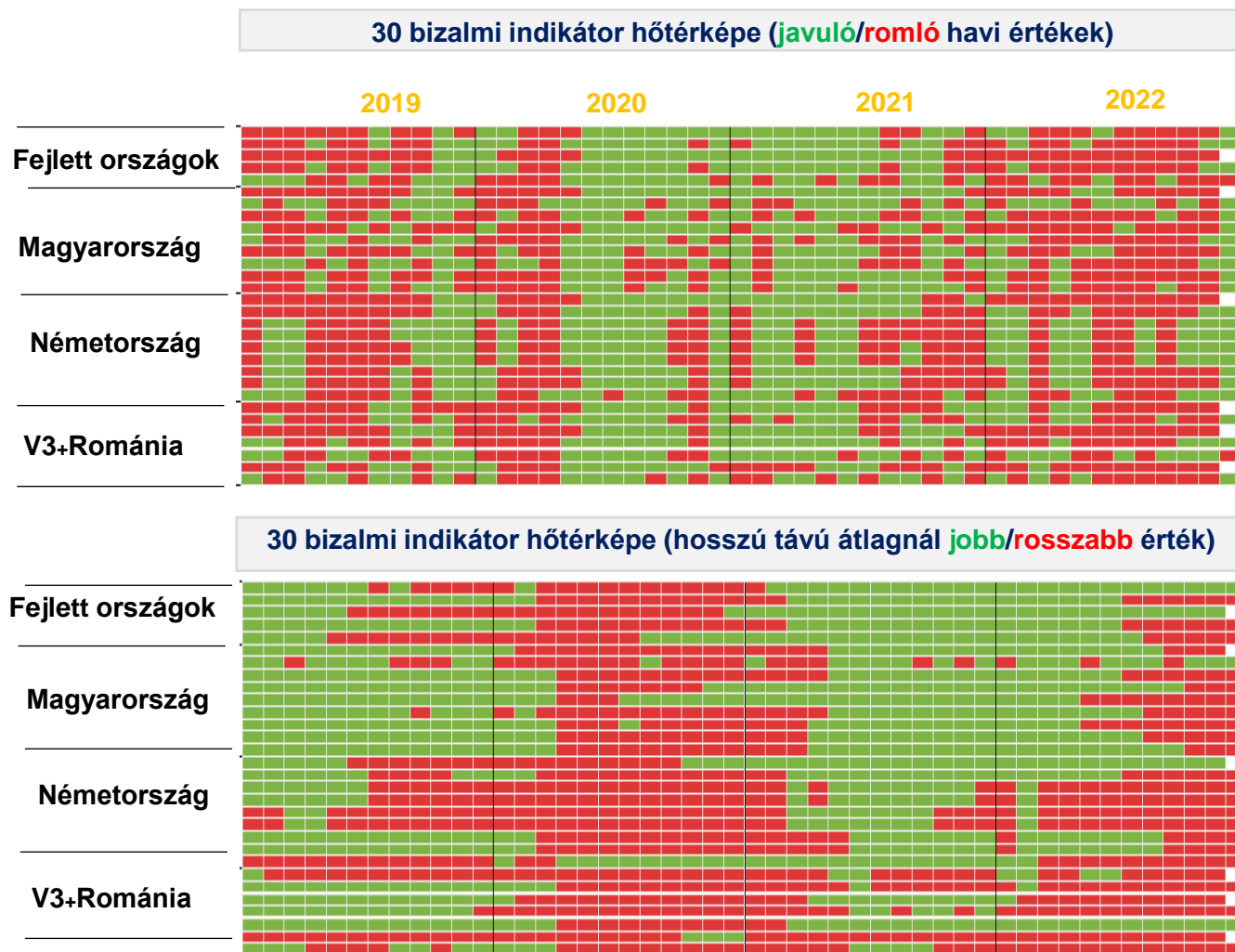
1. **Üzleti hangulat és gazdasági várakozások**
2. Eseti gazdasági elemzés: külső sérülékenység

# Javuló hangulattal indult 2023: a legtöbb bizalmi indikátor értéke javult, ugyanakkor az értékek továbbra is a hosszú távú átlag alatt vannak

A bizalmi indikátorokat összegző hőtérkép az országok gazdasági teljesítményével összefüggő üzleti hangulatot vizsgálja. A hőtérképen jól kirajzolódik a koronavírus-járvány időszaka (2020-as piros időszak), valamint az abból történő gyors kilábalás is (2021-es zöld értékek).

A bizalmi indikátorok értékei az orosz-ukrán háború kirobbanása után érdemben romlani **kezdték**, amit tovább súlyosbított az egyre nagyobb problémát jelentő **energiaválság**.

Bár az értékek továbbra is a hosszú távú átlag alattiak, **a legtöbb mutató javult az előző hónaphoz képest**.



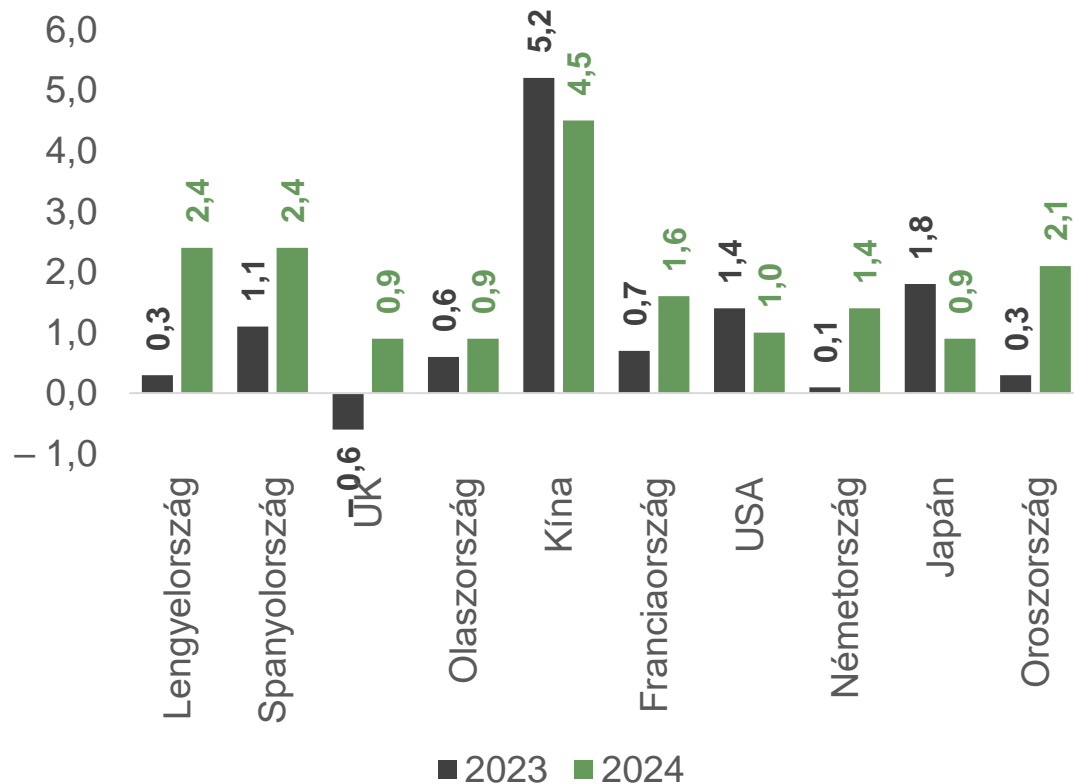
# Az IMF felfelé módosította növekedési várakozásait a 2023-as évre vonatkozóan, a globális recesszió kockázata már minimálisra csökkent

A 2023-ra vonatkozó előrejelzés 0,2 százalékponttal magasabb a 2022. októberi IMF-jelentésben előre jelzettnél, de elmarad a történelmi (2000–2019) átlag 3,8 százaléktól.

Az előrejelzések szerint a globális növekedés a 2022-es becsült 3,4 százalékról 2,9-re mérséklődik 2023-ban, majd 2024-ben 3,1 százalékra emelkedik.

A globális infláció a 2022-es 8,8 százalékról 2023-ra 6,6-ra csökkenhet, a csökkenő tendencia 2024-ben is megmarad, ahol az infláció várható értéke 4,3 százalékra esik, ami még mindig meghaladja a világjárvány előtti (2017–2019) 3,5 százalékos szintet.

GDP várható alakulása az IMF becslése szerint  
(év/év, %)



# | Tartalom

1. Üzleti hangulat és gazdasági várakozások
2. **Eseti gazdasági elemzés: külső sérülékenység**

# A háború kitörése után a magyar és a régiós kockázati felárak jelentősen növekedtek, és még mindig nem csökkentek a fegyveres konfliktus előtti szintre

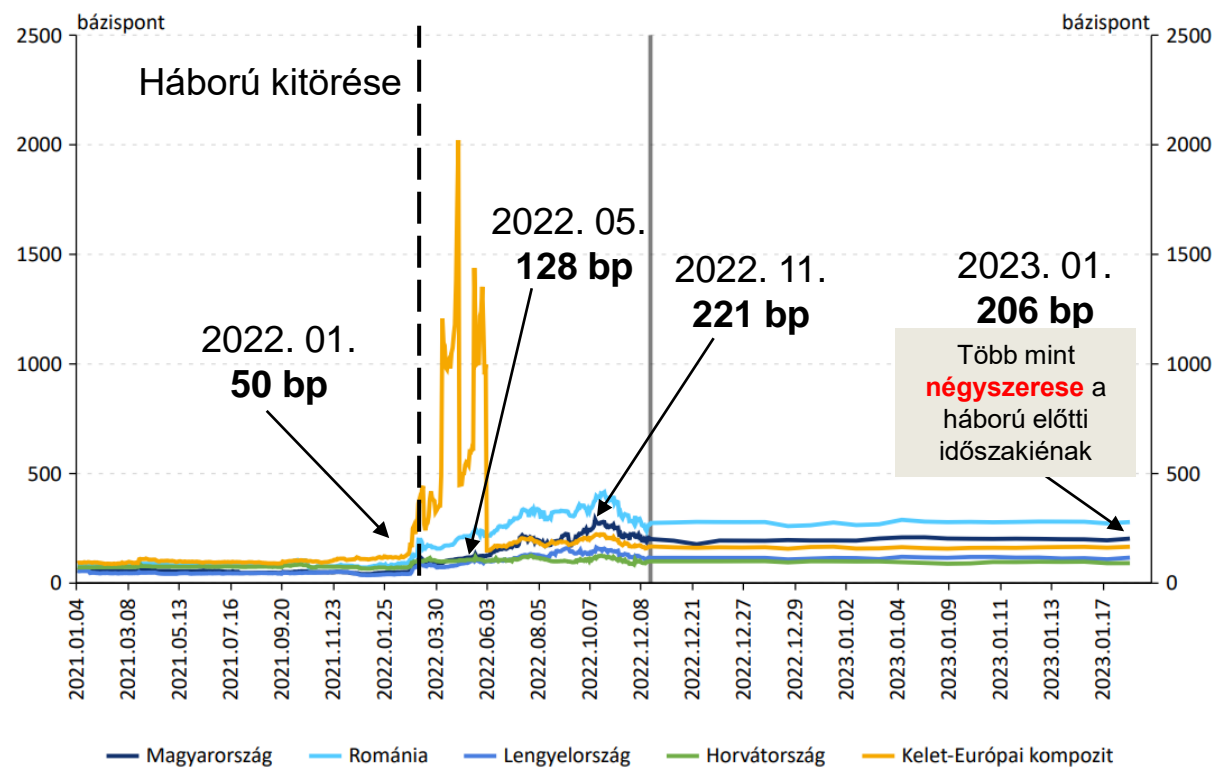
A magyar 5 éves szuverén CDS-felár az elmúlt években stabilan 100 bázispont alatt maradt, jelezve ezzel az ország stabilitását. A régiós államokkal együttesen a felárak kismértékben emelkedtek ugyan a koronavírus-járvány utáni időszakban, de a növekedés nem volt számottevő.

A fordulópontot a háború kitörése hozta, amelynek következtében a CDS-felárak megduplázódtak, és ez nagyrészt a konfliktus közelségével magyarázható. A kiugrás mértéke csökkent, de a CDS-felárak a régióban magas szinten maradtak, ami a magas energiaárakkal és a bizonytalan külső környezettel magyarázható.

## Hogyan értelmezhető a CDS-felár?

Minél magasabb egy ország CDS-felára, annál drágább a biztosítás az ország fizetőképessége esetén, vagyis annál kockázatosabb egy ország befektetési szempontból. Tegyük fel, hogy a CDS felára 100 bázispont. Amennyiben a nemfizetés kockázatára biztosítani szeretnénk a befektetésünket (10 millió euró, magyar államkötvény), akkor a CDS segítségével évi 1%-ot, azaz 100 000 eurót fizetünk a CDS kiírójának 5 éven keresztül. Abban az esetben, ha nemfizetésre kerül sor, akkor a CDS kiírója megtéríti a befektetés névértékét (10 millió euró).

5 éves szuverén CDS-felárak alakulása a régióban  
(bázispont, az ábrán a magyar adatok értékei szerepelnek)



Megjegyzés: A szürke függőleges vonaltól jobbra eső részen az idősor utolsó 1 hónapja nagyítva jelenik meg.

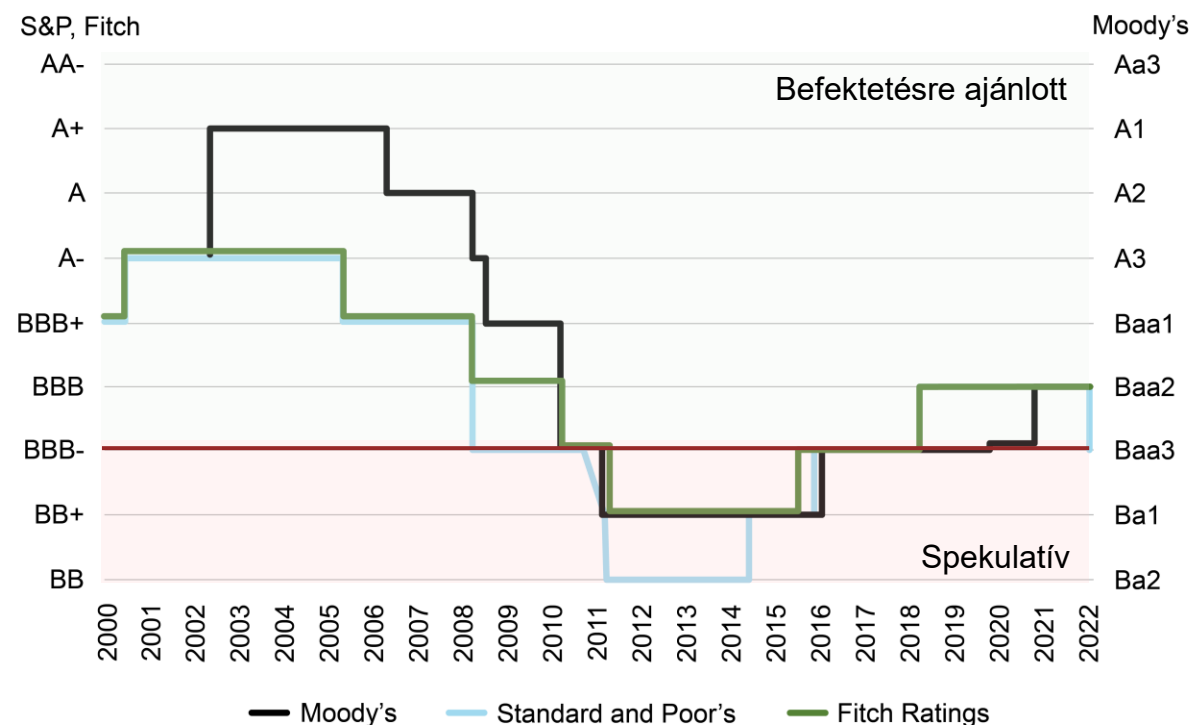
# Magyarország továbbra is befektetésre ajánlott, azonban külső tényezők miatt rontották hazánk hitelminősítését január végén

**Két hitelminősítő is változtatott Magyarország hitelminősítésén.** A Fitch Ratings továbbra is befektetésre ajánlott, BBB osztályzatot tart érvényben Magyarország esetében, ugyanakkor a kilátásokat negatívra rontotta. Az S&P egy tízéves pozitív tendenciát megtörve BBB-ről BBB mínuszra minősítette az ország hitelbesorolását. A két minősítő nagyon hasonlóan indokolta a döntését.

**A minősítők elsősorban külső tényezők miatt változtattak Magyarország besorolásán.** A minősítés kitér a magas energiaárakra, a magas inflációra, továbbá a magas adósságállományra, a bizonytalan gazdasági kilátásokra, végezetül pedig az uniós források bizonytalan sorsát jelöli meg döntését indokolva – habár a közvetlen forrásvesztést elkerülte a magyar kormány az Európai Bizottsággal való megállapodással.

**A Makronóm Intézet meglátása szerint azonban a leminősítés csak átmeneti,** a kiemelt kockázatok jelentősen mérséklődni fognak: év végére az infláció újra egy számjegyű lehet, a gazdaság elkerüli a recessziót, az államadósság és a költségvetési hiány pedig várhatóan tovább csökken.

Hitelminősítések alakulása Magyarországon





# A külső tényezőket ellensúlyozzák az **erős belső alapok**, amelyek közül hatot azonosítottunk egyensúlyt támogató folyamatként

Magyarország külső kitettségének vizsgálata során hat olyan tényezőt azonosítottunk, amely a külső kockázatok ellenére a belső egyensúlyt erősíti. Ezek az alábbiak:

1.

Magas  
**foglalkoztatási  
ráta**

2.

**Reálbérek**  
növekedése

3.

Magas **beruházási  
ráta**

4.

Az **államadósság**  
finanszírozása  
biztosított a  
piacokról

5.

A **folyó fizetési  
mérleg** hiányát az  
energiaválság  
okozza

6.

Fegyelmezett  
**költségvetési  
politika**



# 1. A magyar foglalkoztatási ráta kiemelkedően magas, 17,6 százalékponttal magasabb, mint a 2008-as pénzügyi válságot megelőző évben volt

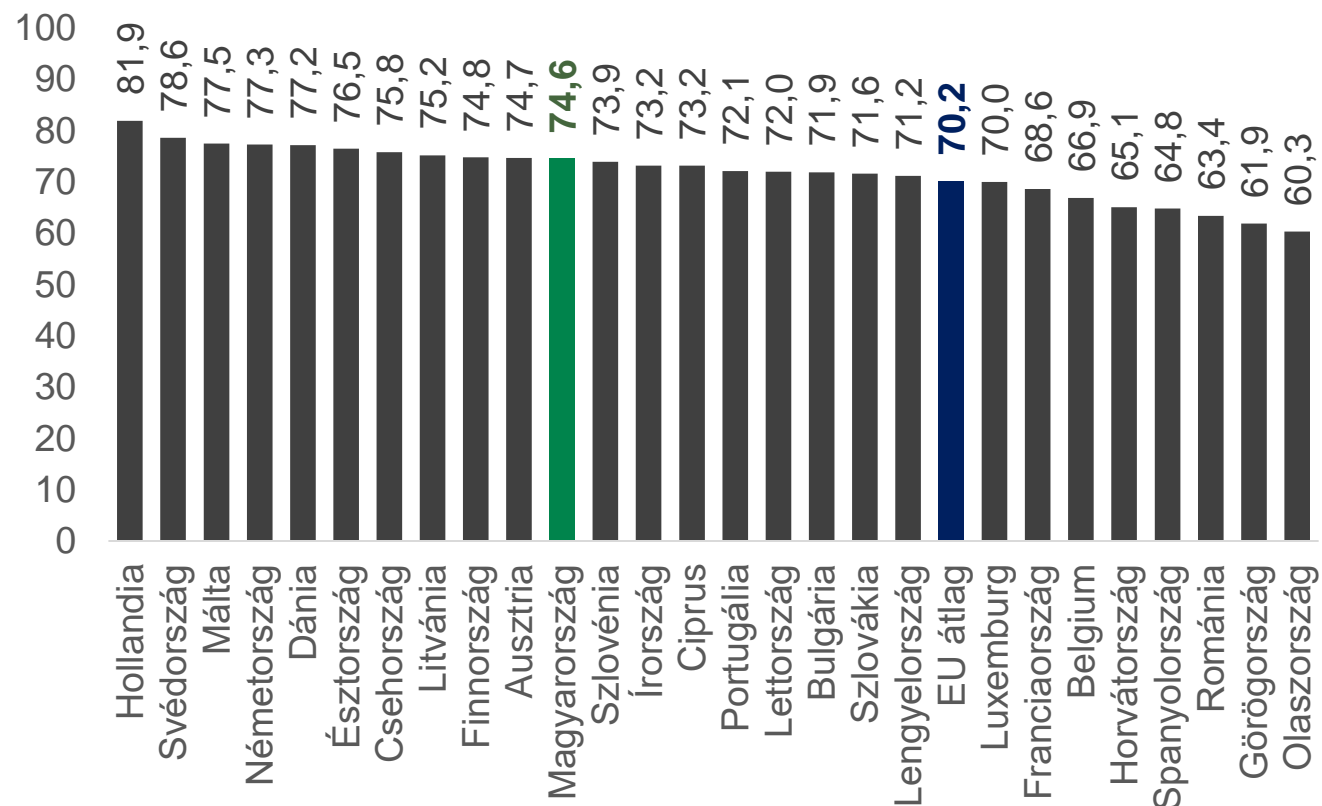
A gazdaság működésének alapja a foglalkoztatás, amelynek növelése kiemelt cél volt az elmúlt években.

A foglalkoztatási szint növelése érdekében érdemben csökkentek a munkát terhelő adók (a szociális hozzájárulási adó 27-ről 13 százalékra, a szja 15 százalékra mérséklődött), egyszerűsödött az adóadminisztráció.

Az intézkedések eredményességét mutatja, hogy 2022 harmadik negyedévében a 15–64 éves korosztály 74,6 százaléka volt foglalkoztatott Magyarországon, amitől az uniós 70,2 százalékos ráta érdemben elmaradt.

A régiós országokat tekintve is kiemelkedő hazánk foglalkoztatási rátája: a visegrádi országok közül egyedül a cseh mutató volt magasabb, 75,8 százalék, a szlovák és a lengyel alacsonyabban alakult, rendre 71,6 és 71,2 százalékot mutatott.

Foglalkoztatási ráta alakulása az EU-ban  
(15–64 éves korosztály, 2022. III. negyedév, %)



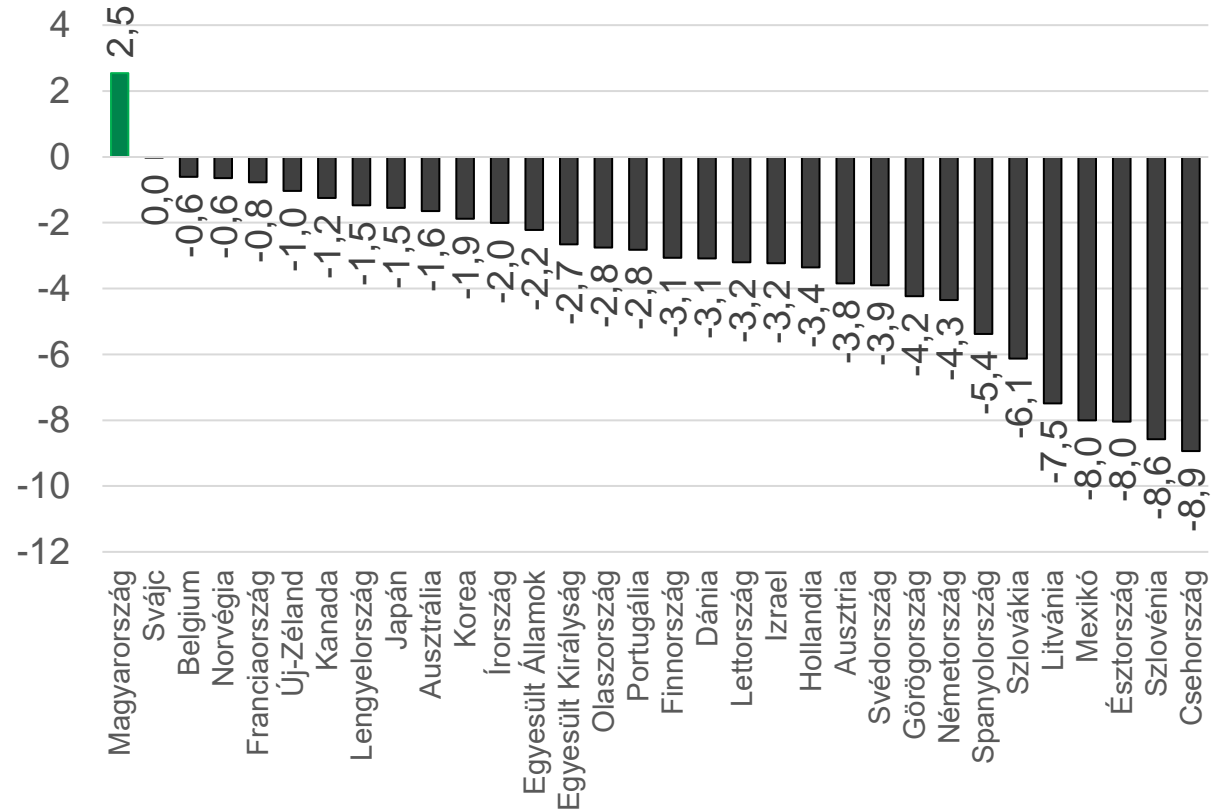
## 2. Egyedül Magyarországon maradt fenn a reálbérek emelkedése 2022 Q3-ban a fejlett országok közül, ez 2010 óta 56,3 százalékos reálbér-növekedést jelent

A nemzetgazdasági bruttó havi átlagkereset 2010 óta több mint duplájára emelkedett 2021-ig: 202,5 ezer forintról 438,8 ezerre. Ez a vizsgált időszakban – figyelembe véve a 38,6 százalékos inflációt – 56,3 százalékos reálbér-emelkedést eredményez. 2022-ben pedig a fizetések növekedése tovább folytatódott, 2022. január–októberben a bruttó havi átlagkereset 504,3 ezer forintot tett ki, ami a megelőző évinél 17,6 százalékkal magasabb. Így a tavalyi év első tíz hónapjában a reálkeresetek 4,3 százalékkal nőttek, köszönhetően a 12,7 százalékos pénzromlási ütemnek.

De hasonló kép rajzolódik ki, ha az OECD 2022 harmadik negyedévére vonatkozó adatait vizsgáljuk. Ez alapján a fejlett országok közül egyedül Magyarországon maradt fenn a reálbérek növekedése, ami 2,5 százalékot tett ki, miközben például Csehországban 8,9 százalékos reálbér-csökkenést regisztráltak.

A bérnövekedésben jelentős szerepet játszott a minimálbér és a garantált bérminimum alakulása, amely nem csupán a legkisebb keresetűek fizetésére van hatással, hanem a magasabb bérkategóriákban is bérnyomást eredményezett.

A reálbérek alakulása az OECD-tagállamokban  
(2022. III. negyedév, év/év, %)



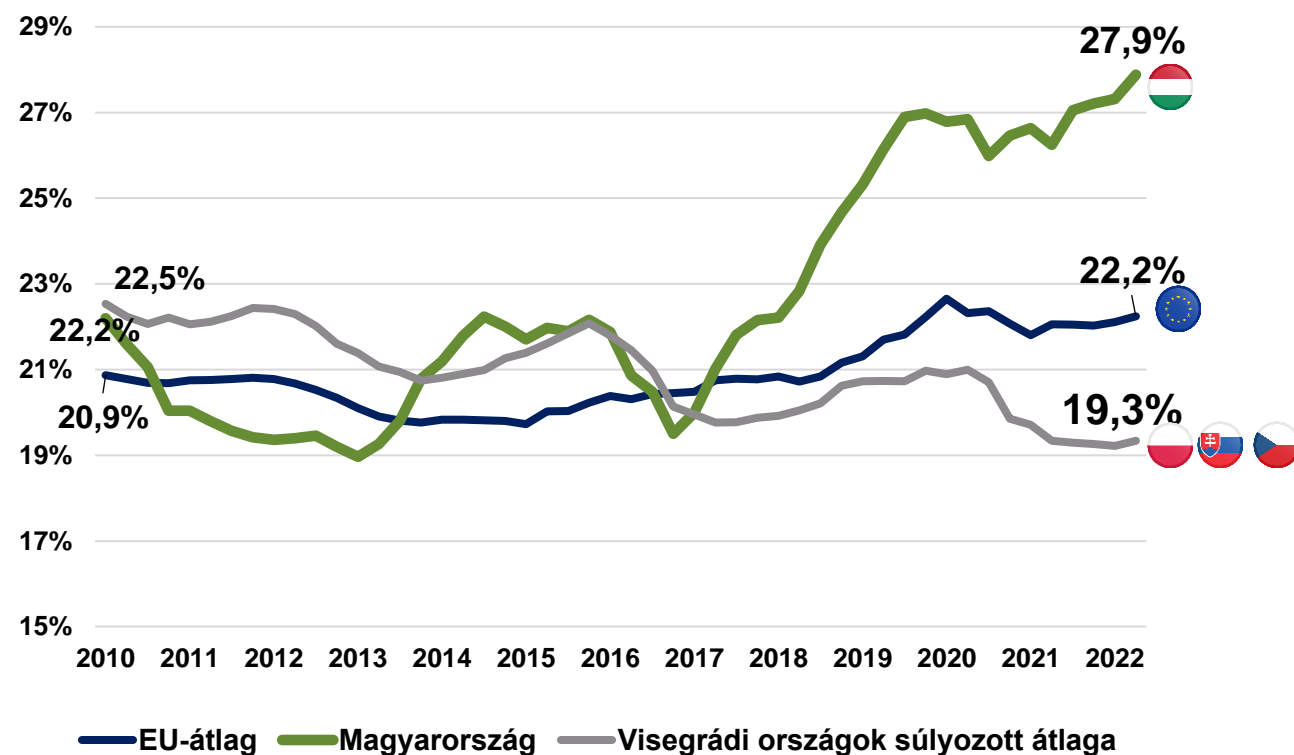
### 3. A beruházási ráta soha nem látott szintre emelkedett, ezzel járulva hozzá a gazdasági növekedéséhez

A beruházások egyrészt növelik a foglalkoztatást, másrészt a gazdaság modernizációja, illetve az új termelési kapacitások kiépülése nyomán hozzájárulnak a gazdaság bővüléséhez, a felzárkózáshoz és így a jólét növekedéséhez.

2017 és 2019 között az évi átlagban 5 százalékot közelítő bővülés nagyságrendileg felét a beruházások adták. A beruházások ugyan visszaestek a koronavírus-járvány során, elsősorban a gazdasági bizonytalanság miatt, azonban a csökkenés mértékét az állami támogatások, illetve a jegybanki programok (NHP) mérsékelni tudták. Fontos megjegyezni, hogy a beruházások kétszer támogatják a növekedést: a beruházási fázisban, illetve amikor termelőre fordulnak az új munkahelyek létrehozása révén.

Az energiaválság mélységét pedig jelentősen befolyásolja majd, hogy a megszűnő álláshelyek helyett a kormányzatok, valamint a piaci szereplők milyen ütemben tudnak újakat létrehozni. Ebben a tekintetben pedig jelentős előnyben vannak azok az országok, ahol már zajlanak a fejlesztések.

A beruházási ráta alakulása  
(GDP százalékában, négy negyedéves gördülő összeg)



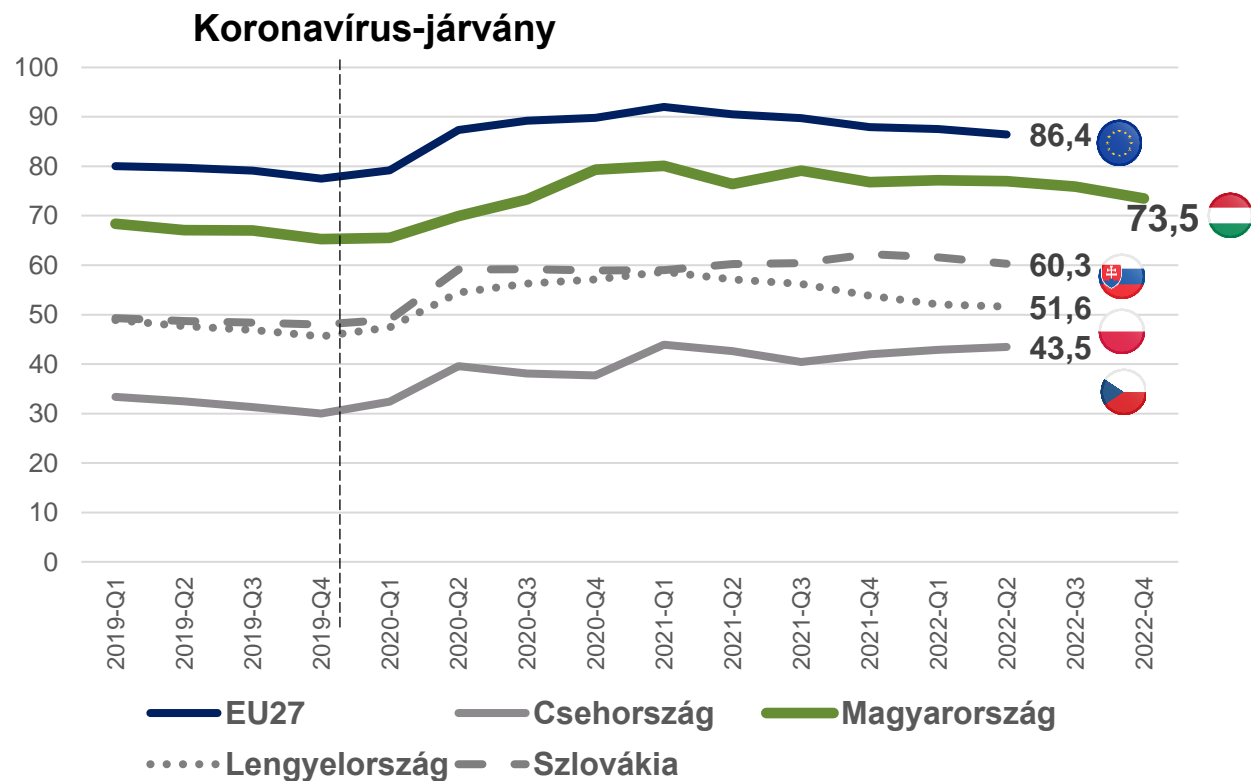
## 4. Az államadósság finanszírozása biztosított a piacokról, az államadósság újra csökkenő pályán van

Az államadósság finanszírozása biztosított a piacokról, ezt támasztják alá az augusztus óta megtartott hazai forintkibocsátások, valamint az év elején megtartott devizakibocsátás eredményei.

Általánosságban elmondható, hogy a belföldi finanszírozás a stabilabb, kevésbé kockázatos, míg a külföldi alacsonyabb hozamot eredményez, és könnyebb rövid idő alatt nagy mennyiségű forrást bevonni. Ezen előnyök és hátrányok miatt az államadósság-kezelőnek érdemes ötvöznie a két kibocsátási formát. Tehát az államadósság finanszírozhatóságát nem az határozza meg, hogy az ÁKK hol von be forrást, a hazai vagy a nemzetközi piacon, hanem hogy mennyire sikeresen teszi ezt. Vagyis hogy mekkora a kereslet a kibocsátandó állampapírok iránt, tudott-e volna az állam érdemben több forrást bevonni, illetve hogy milyen hozam mellett sikerült ezt elérni.

A bizalmat tovább erősíti, hogy a GDP-arányos államadósság a koronavírus-válság okozta növekedést követően ismét csökkenő pályára állt, és a 2021 első negyedéves 80,1 százalékról 2022 végére 73,5 százalékra csökkent.

A GDP-arányos államadósság alakulása  
(GDP százalékában)



## 5. A folyó fizetési mérleg hiányát az energiamérleg okozza, így annak enyhülése érdemi növekedést okoz majd a fizetési mérlegben, hazánknek pedig megvan a kellő tartaléka (1/2)

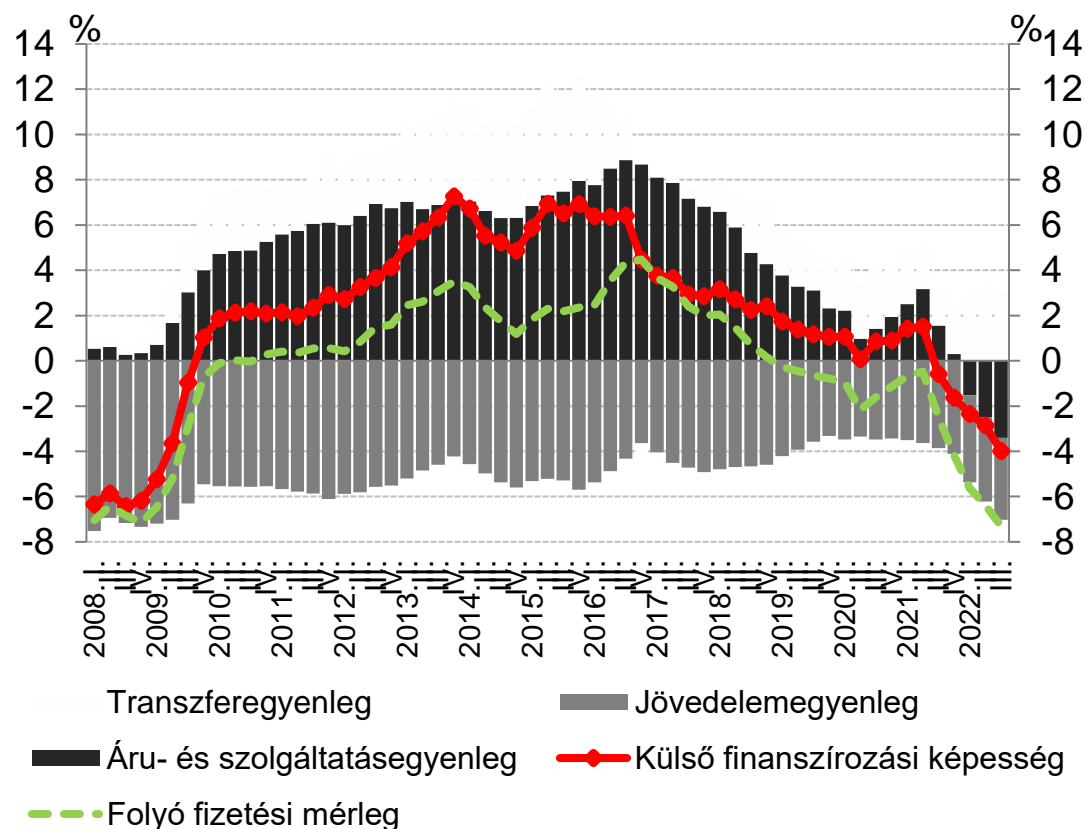
Az ország finanszírozhatóságával kapcsolatban a kritikák a folyó fizetési mérlegből kiindulva jönnek. A folyó fizetési mérleg hiánya azonban nem a kiváltó ok, csak az energiaválság egy újabb tünete, amely további nehézségeket okoz a gazdasági szereplők számára.

2019-ben a folyó fizetési mérleg egyenlege még nagyjából egyensúlyban volt, a hiány csupán a GDP 0,8 százalékát tette ki, amely a fogyasztás és a beruházások gyors ütemű növekedése és azok importigénye miatt alakult ki.

2020-ban a deficit még csak kismértékben emelkedett, a GDP 1,0 százalékára, amely 2021-ben tovább nőtt, 4,0 százalékra. Már ekkor is elsősorban az energiamérleg romlása okozta a hiány növekedését, bár az azon kívüli tételek esetében is fokozatosan csökkent a többlet. A deficit növekedése a tavalyi év során is folytatódott, a harmadik negyedévre a 4 negyedéves folyó fizetésimérleg-hiány elérte a GDP 7,3 százalékát.

Az EU-ban ennél nagyobb folyó fizetésimérleg-hiányt csak Cipruson (9,5 százalék), Romániában (9,1 százalék), illetve Görögországban (8,5 százalék) regisztráltak, bár a régióban a szlovák (6,8 százalék) vagy a cseh (5,3 százalék) adatok is érdemi deficitet mutattak.

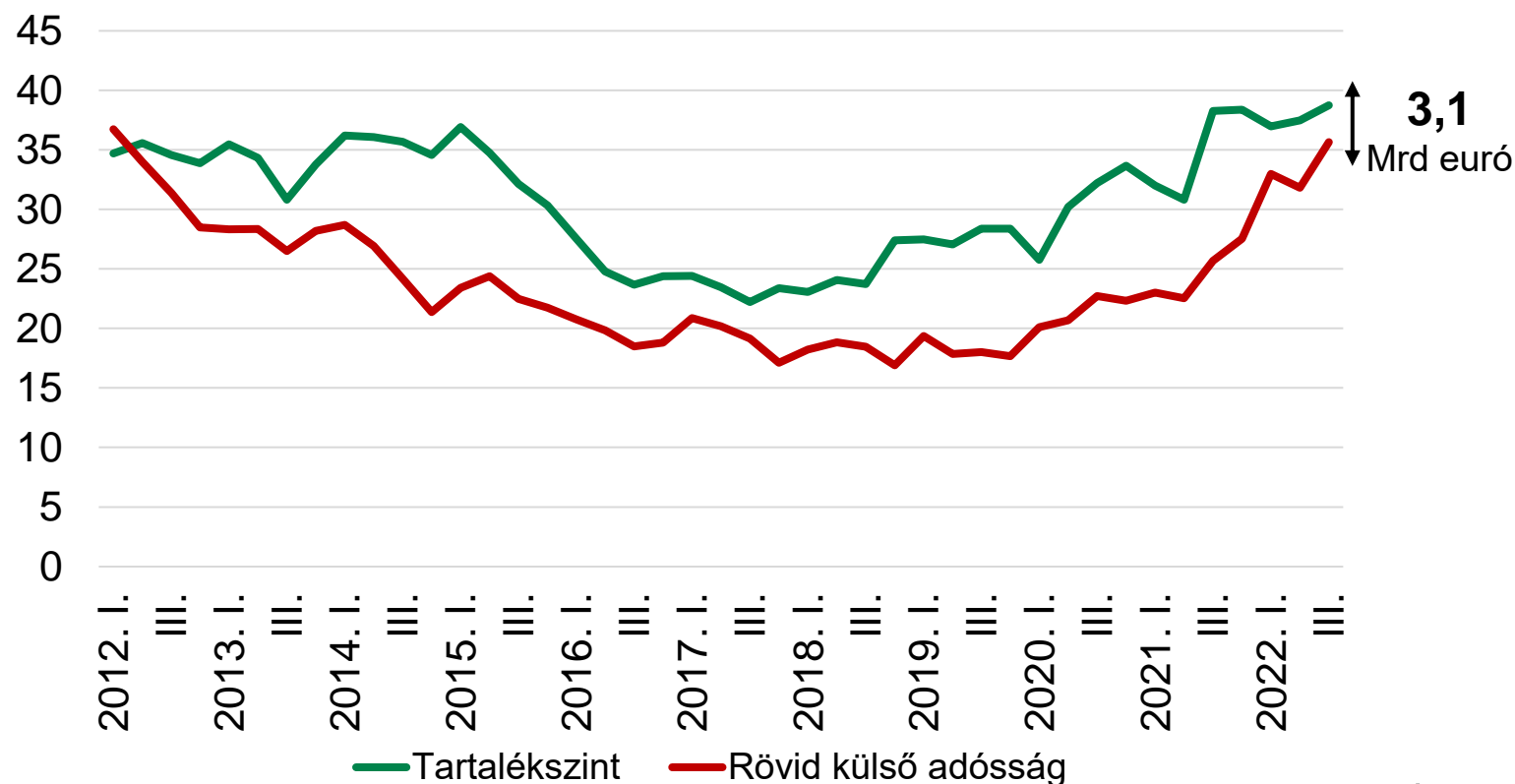
A külső finanszírozási képesség alakulása  
(négy negyedéves érték a GDP százalékában)



## 5. A folyó fizetési mérleg hiányát az energiamérleg okozza, így annak enyhülése érdemi növekedést okoz majd a fizetési mérlegben, hazánkban pedig megvan a kellő tartaléka (2/2)

Magyarország sérülékenységét jól megragadja az úgynevezett Greenspan-Guidotti-szabály, amely a rövid lejáratú (legfeljebb egyéves) **külső adósság mértékét** viszonyítja a **devizatartalék-állományhoz**. Vagyis azt vizsgálja, hogy az adott országnak van-e elegendő devizatartaléka, hogy biztosítsa rövid távú kötelezettségeit. Ennek a mutatónak a magyar devizatartalékok szintje megfelel, sőt a tavalyi harmadik negyedév végén a jegybanknak 3,1 milliárd eurós mozgástere volt ebben a tekintetben.

A magyar gazdaság rövid lejáratú külső adóssága és devizatartalék-állománya (Mrd euró)





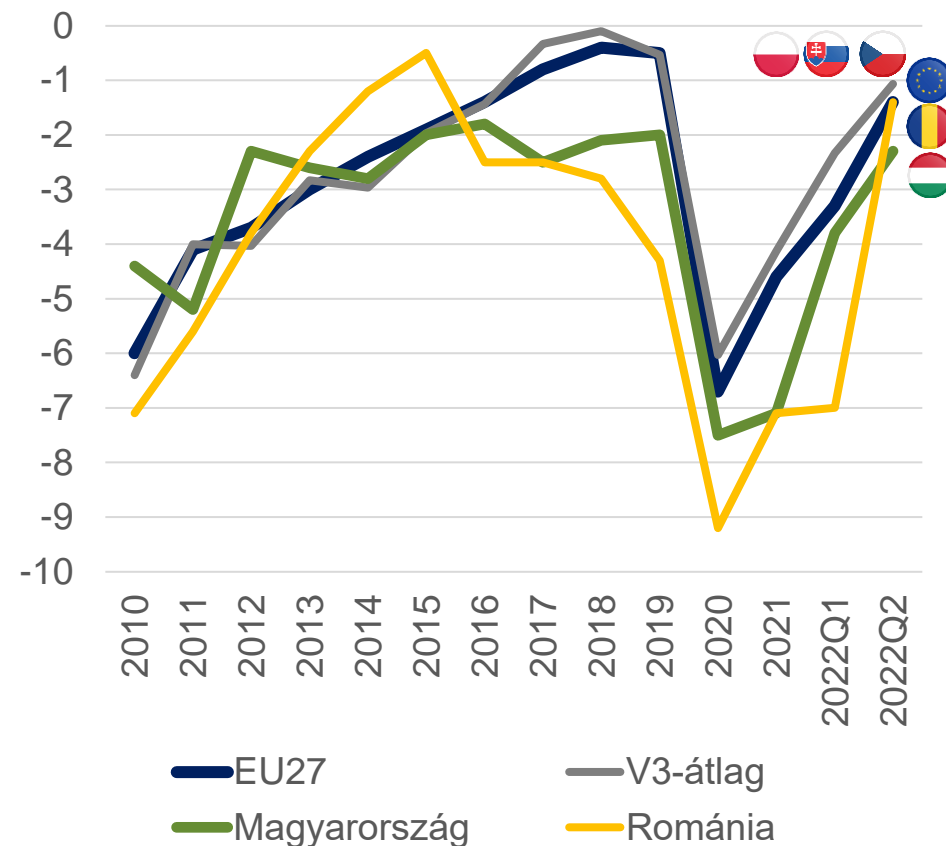
## 6. Teljesült a költségvetési hiánycél 2022-ben is, a hazai érték a régiós országok hiányától jelentősen nem tér el

Magyarországon a 2022-es költségvetési törvény még 5,9 százalékos GDP-arányos hiánycélt tűzött ki maga elé, amely az év folyamán 4,9 százalékra mérséklődött, elsősorban a 2021-es kedvező GDP-adatnak köszönhetően. Ezen célkitűzést azonban alacsony inflációs környezet mellett, viszonylag magas, 5,2 százalékos növekedést feltételezve határozták meg.

Az orosz–ukrán háború kirobbanásával és az infláció historikus csúcsra emelkedésével azonban egyre több helyen elhangzott, hogy a 2022-es költségvetés tarthatatlan, el fog szállni a hiány. Ráerősített erre az energia árának megugrása is, ami jelentős terhet rótt és ró mind a mai napig az államkasszára. **A Pénzügyminisztérium gyorstájékoztatójából kiderült, hogy a kitűzött hiánycélt sikerült teljesítenünk:** a rendkívüli földgázbeszerzés nélkül 4,9, azzal együtt pedig 6,1 százalék lett a GDP-arányos deficit.

Az Európai Bizottság 2022 őszi előrejelzése alapján a szlovák hiány a 2021-es 5,5 százalékról 4,2-re, a román pedig 7,1 százalékról 6,5-re mérséklődhet 2022-re, ellenben a lengyel 1,8 százalékról 4,8-ra ugorhat. Vagyis a magyar adat korántsem kiugró, még a földgázvásárlást figyelembe véve sem.

GDP-arányos költségvetési egyenleg alakulása (GDP százalékában)





Köszönjük a figyelmet!

