

GKI Gazdaságkutató Zrt.: **A GKI a kormány által gondoltnál lassabb** **növekedésre, magasabb inflációra és nagyobb** **államháztartási hiányra számít**

KARSAI GÁBOR*

A magyar gazdaság 2023-ban elhúzódó recessziós állapotba került, miközben az infláció az év végére jelentősen csökkent. Nagyon kedvező fordulat történt a külső egyensúlyban, de az államháztartási hiány 2022-höz képest még növekedett is. A GKI nem változtatott a tavaly decemberi, az átlagosnál amúgy is kissé pesszimistább, 2024-re 2–2,5 százalékos növekedést váró prognózisán. Inflációs előrejelzését viszont 5,5 százalékra mérsékelte, amivel másokénál így is jellemzően borúlátóbb maradt. Márciusi prognózisában viszont a decemberinél magasabb, 5 százalékos államháztartási hiányt várt, s a magyar gazdaság finanszírozási képessége is kisebb lehet (1,5 százalék körüli). A gazdaságpolitikában ugyanis a hangsúly a növekedés serkentésére helyeződik át. Ettől azonban a költségvetési források hiánya és a bizonytalan kereslet miatt csak korlátozott többletnövekedés várható, miközben az élénkítés inflációs hatású, s akadályozza az egyensúly javítását.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E00, E30, E60.

Kulcsszavak: gazdaságpolitika, fogyasztás, beruházás, foglalkoztatás, munkanélküliség, államháztartás, infláció, külső egyensúly.

* *Karsai Gábor*, a GKI Gazdaságkutató Zrt. vezérigazgató-helyettese.

E-mail: karsai.gabor@gki.hu

A cikk a GKI Gazdaságkutató Zrt. 2024. március 25-én lezárt *Előrejelzés 2024-re (2024/1. prognózis)* című elemzése alapján készült, amelynek elkészítésében közreműködött a GKI egész kollektívája. A cikk azonban figyelembe vesz néhány azóta ismertté vált tény is.

A kézirat 2024. április 15-én érkezett a *Külgazdaság* szerkesztőségébe.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2024.68.3-4.19>

GKI Economic Research Co.:

GKI expects slower growth, higher inflation and higher public deficit than the government

GÁBOR KARSAI

The Hungarian economy entered a protracted recession in 2023, while inflation fell significantly by the end of the year. There was a very positive turnaround in the external balance, but the general government deficit even widened compared to 2022. GKI did not change its forecast of 2-2.5 percent growth for 2024, which was already slightly more pessimistic than last December's average. Nevertheless, it has lowered its inflation forecast to 5.5 percent, which is still typically more pessimistic than others. In its March forecast, however, it envisaged a 5 percent general government deficit relative to GDP higher than in December and the financing capacity of the Hungarian economy may also be lower (around 1.5 percent of GDP). The focus of economic policy has been shifting to stimulating growth. However, this is expected to generate only limited additional growth due to a lack of fiscal resources and uncertain demand, while the stimulus will be inflationary and hinder the improvement of the equilibrium.

Journal of Economic Literature (JEL) codes: E00, E30, E60.

Keywords: economic policy, consumption, investment, employment, unemployment, public finances, inflation, external balance.

Világ gazdasági helyzet és konjunkturális várakozások – ami biztos, az a bizonytalanság

A világgazdasági *bizonytalanság* – részben a feszültebbé és kiszámíthatatlanabbá vált világpolitikai helyzet következtében – jelentős. A globális gazdaság növekedési kilátásai kedvezőtlenek, számos országban lassulás várható, a fejlett országok némelyikében a recesszió veszélye sem múlt el. Ugyanakkor az utóbbi időben bizonyos jelek – például az amerikai gazdaság vártnál gyorsabb növekedésének szétterjedő hatása, a logisztikai világcégek által a rendelésekben tapasztalt élénkülés – alapján a *második félévben* az első félévhez képest *javulhat a konjunktúra*.

A világpolitikában egyelőre nem látni az orosz–ukrán háború befejeződésének mikéntjét, az orosz támadók pozíciói erősödőben vannak, miközben Ukrajna támogatása gyengül – főleg az USA részéről. Megoldatlan Izrael és szomszédjai között a viszony, a palesztin kérdés rendkívül feszült, és a szállításokat jelentősen korlátozó

a helyzet a Vörös-tengeren. A Kína körül kialakult, éppen nyugodtabb helyzet bár mikor kiéleződhet. Az USA politikailag és gazdaságilag is befelé fordul, ami Donald Trump – jelenleg valószínűbb – idei választási győzelme esetén még sokkal markánsabbá válna. Elnöki pozíciójában Trump feltehetőleg az euroatlanti kapcsolatokra is csapást mérne, külpolitikai-katonai és gazdasági szempontból egyaránt. Ez *mozgósítja az Európai Unió egységének megteremtésében érdekelt erőket, felerősítheti a kényszerűen nagyobb katonai és gazdasági önerőre támaszkodást. Az európai parlamenti választások várhatóan a szélsőjobb előre-, de nem áttörését hozzák. Ezzel összefüggésben egyes tagországokban felerősödhetnek a nemzeti törekvések, összességében azonban – akár többszörös formában – az integráció elmélyítése lehet a főirány.*

Az OECD 2024. februári előrejelzése a novemberinél kissé derülátóbban ítélte meg a globális gazdaság helyzetét, de továbbra is szinte minden régióban a tavalyinál lassabb GDP-növekedésre számít az idén. Eszerint a globális gazdaság 2024-ben 2,9 százalékkal nő (tavaly 3,1 százalékkal bővült). India gazdasága nő a leggyorsabban (6,2 százalék), majd Kína következik (4,7 százalék). Az euróövezet esetében viszont idén minimális, 0,6 százalékos bővülés várható (ezen belül Németországban a tavalyi 0,1 százalékos GDP-csökkenés után 0,3 százalékos növekedés). Lassulás, de a novemberben feltételezettnél gyorsabb (2,1 százalékos) növekedés valószínű az Egyesült Államokban.

Az Európai Bizottság időközi februári prognózisa az euróövezetben az OECD által gondoltnál markánsabb (0,9 százalékos) növekedésre számít (az EU-ban ugyanekkorára). Az infláció az EU-ban a 2023-as 6,3 százalékról 2024-re 3,0 százalékra, az euróövezetben 5,4 százalékról 2,7 százalékra mérséklődik.

Az Európai Bizottság februári értékelése szerint a tavalyi szerény növekedés is nagyrészt a világjárvány utáni gazdasági fellendülés lendületének köszönhető. A gazdasági aktivitás az erőteljes monetáris szigorítás és a költségvetési támogatások szűkítése miatt, valamint a háztartások vásárlóerejének és a külső kereslet csökkenésének következtében 2023 második félévében összességében stagnált. Ugyanakkor az infláció szempontjából pozitívum, hogy az energiaárak meredek esését az árnyomás széles körű, a vártnál gyorsabb mérséklődése követte. Mivel az energia kínálat folyamatosan meghaladja a keresletet, az olaj és különösen a gáz azonnali és jövőbeli tőzsdei árai az ősszel gondoltnál sokkal alacsonyabbak. Az olajár a geopolitikai feszültségek ellenére 80 dollár körül ingadozik, míg az európai gázárak csökkentek. Márciusban azonban – az EU értékelésének publikálása után – az olajár 85 dollár fölé emelkedett, a gáz ára szintén megugrott, s az energiaárak további

emelkedése is lehetséges. A Vörös-tengeri kereskedelmi zavarok nyomán megemelkedett szállítási költségeknek is enyhe árfelhajtó hatásuk van.

Az *eurozóna inflációja* a decemberi átmeneti emelkedést követően januárban és februárban is mérséklődött, s ennek folytatódása várható. Az Egyesült Államokban is tovább lassult az áremelkedés üteme, bár a vártnál kissé magasabb volt. A globális pénzpiaci hangulatot elsősorban a meghatározó jegybankok kamatpolitikájával kapcsolatos várakozások, a beérkező makrogazdasági adatok – különösen a vártnál magasabb amerikai infláció –, valamint a közel-keleti konfliktusokkal kapcsolatos fejlemények befolyásolják. A *Fed és az Európai Központi Bank* esetében a piaci árazások alapján az első kamatcsökkentések várható időpontja későbbre tolódott. Március elején mindkét jegybank esetében júniusra árazzák a piacok az idei első, 25 bázispontos csökkentést, így addig a Fed 5,25–5,50 százalékos, az EKB 4,5 százalékos kamata maradhat az irányadó.

Az *európai gazdasági hangulatindex* 2022-ben jelentősen esett, majd 2023 első három hónapjában rendkívül szűk, meglehetősen pesszimizmust sugárzó sávban hullámzott. A magyar szempontból fontos német ipari index márciusban kissé javult, de így is elmaradt januári szintjétől, s erős borúlátást tükröz. Az európai fogyasztói hangulat a 2022 közepi, a Covid-járványban látottnál is markánsabb pesszimizmusa után egy évig javult, azóta némi hullámozás mellett meglehetősen borúlátó szinten stagnál, enyhén javul.

A *GKI üzleti bizalmi indexe* tendenciájában követi az európai hangulat változásait, azaz 2023-tól napjainkig ugyancsak szűk, pesszimista sávban való mozgás jellemezte. Márciusban az index tíz hónapos csúcsára emelkedett, de továbbra is pesszimizmust tükröz. A foglalkoztatási várakozások lényegében nem változtak, az áremelési törekvés gyengült. A *GKI fogyasztói bizalmi indexének* trendje viszont másfél éve egyértelműen és érdemben javul, s immár a szokásosnál nagyobb optimizmust jelez.

Gazdaságpolitika – a kormány erősen beszűkült mozgástere következtében visszatérhet egy moderált inflációs gazdaságpolitikához

A kormány politikai és gazdaságpolitikai mozgástere 2024 elejére erősen beszűkült. Az Ukrajna pénzügyi támogatásával kapcsolatos vétőről, majd Svédország NATO-csatlakozásának akadályozásáról való – lényegében ellenszolgáltatás nélküli – kormányzati lemondás jelzi, hogy az EU-val és az elvileg szövetséges országokkal

szembeni *magyar zsarolási politika* már nemcsak a falig ment el, hanem bele is ütközött, sőt *visszapattant* róla. A nemzetközi elszigetelődés behatárolja a kormány további mozgásterét. Korlátozza azt a *belpolitikai válság* is. A pedofil, kegyelmi vagy lemondási válság – bárhogyan nevezzük is – mögött minden eddiginél szélesebb tömegek előtt feslett fel az egész egycentrumú, lojalitásalapú társadalmi-gazdasági rendszer működésének valódi, torz természete. Ez a bizalomvesztés feltehetőleg arra indítja a kormányt, hogy az álságosan gyermek-, illetve szuverenitásvédelminek nevezett törvények szigorítása, majd alkalmazásuk mellett akár fedezetlen jóléti intézkedésekkel, de minimum a népszerűtlen lépések halogatásával igyekezzen „visszavásárolni” az elbizonytalanodott rétegek támogatását.

A kormány tagjai a miniszterelnök nyár végi kijelentését ismételve már fél éve hangoztatják, hogy „2023 az infláció letörésének éve volt, 2024 a gazdasági növekedés újraindításának éve lesz”. Már eddig is azt sulykolták, hogy a fogyasztás bővítésére van szükség, ezen belül a reálkeresetek növelésére, a lakosság költési óvatosságának oldására. (A hangulatjavító intézkedésekre példa az utazási költségek márciusi csökkentése.) Ugyanakkor a kormányzati mozgáster *gazdasági oldalról* is behatárolt. Mindenekelőtt a minden várakozásnál magasabb 2023. évi államháztartási hiány idei csökkentésének szükségessége, de a gyenge európai és hazai konjunktúra miatt is. Ezért a kormányzat már visszakozott a különösen voluntarista, 4 százalékos idei növekedést vizionáló propagandájától. Az élénkítő gazdaságpolitika, valamint a jegybankra gyakorolt sokféle kormányzati nyomás – javaslat a vállalati hitelek referencia-kamatának átalakítására, a jegybanktörvény módosítására, folyamatos verbális kritika a magasnak tartott alapkamat miatt – hatására ismét növekedett a feszültség a kormány és a Magyar Nemzeti Bank között. Ez rontja a magyar gazdaságpolitika egészének hitelességét, ami a forint leértékelődését idézheti elő.

A kormányzat szerint a magyar gazdaságpolitika kihívásai továbbra is csak *külső okokra* vezethetők vissza. Ennek megfelelően továbbra sem került sor új gazdaságpolitikai stratégia kidolgozására. A hatalmi-politikai logika legfeljebb korrekciókat, illetve a tavalyi tagadott, de mégiscsak érvényesített megszorítások után a keresletélénkítéshez való, legalább szavakban történő visszatérést teszi lehetővé. A kilátásba helyezett új versenyképességi csomag iránt már előzetesen kételyeket támaszt, hogy a magyar gazdaságpolitika a versenyképesség javítását mindeddig jellemzően a verseny erősítése nélkül, állami vezérlettel képzelte el. Emellett az elmúlt évtizedben az állam tevékeny részvételével folyamatosan és egyre több részpiacon szűkült a verseny (például a bank- és távközlési piacon), illetve korlátozták a vállalatok döntési szabadságát (például az építőanyag-iparban, az online kereskedők kiszállítók közötti

választásában, a hulladékgyűjtésben). A külföldi vállalatok tulajdonosváltásra kényszerítése a magyar és az állami tulajdonosi részarány növelése érdekében már több EU-tagállam kormányzati szintjén és az Európai Bizottságban is témává vált. Az EU jogállamisággal kapcsolatos elvárásainak a magyar kormány az általa felajánlott intézményi változtatásokkal nem tartalmilag, *inkább csak formálisan* igyekszik megfelelni. Ugyanakkor a GKI korábbi feltételezésének megfelelően már születtek részmegállapodások az EU-val, sőt tényleges transzferekre is sor került. Félő azonban, hogy az idén ténylegesen befolyó EU-transzferek összege érdemben nem lesz nagyobb a tavalyinál. Részben, mivel 2023-ban még az előző EU-költségvetés terhére is érkeztek be források, részben pedig amiatt, mert mind a továbbra is zárolt források feloldása, mind a magyar teljesítések elfogadása bizonytalan.

Valószínű, hogy a kormány a második félévben, az európai és hazai önkormányzati választások után a költségvetési deficit csökkentése érdekében *jelentős kiadás-csökkentő és főleg a vállalatokat érintő adóemelő* lépésekre kényszerül. Utóbbiak lendületet adhatnak az áremelkedés ismételt – a 2022–2023. évinél természetesen sokkal kisebb mértékű – újraindulásának, ami a fogyasztás élénkítésére irányuló törekvésekkel együtt egyfajta *moderált inflációs gazdaságpolitika alkalmazását* jelentené.

Gazdasági növekedés – a 2023. évi 0,9 százalékos visszaesés után 2024-ben 2–2,5 százalékos növekedés várható

A GKI már az egy évvel ezelőtti (tavaly márciusi) előrejelzésében *gazdasági visszaesést* jelzett előre 2023-ra. Ez akkor nagyon pesszimista prognózisnak számított. A GDP csökkenése végül a várt 0,5 százaléknál is mélyebb, 0,9 százalék lett. (Holott a kormány 1,5 százalékos növekedésre számított.) A magyar gazdaság *másfél éve recesszióban, illetve akörüli állapotban* van. Három negyedéven át tartó (az előző negyedévhez viszonyított) visszaesést két negyedévnyi stagnálás és közte egy negyedéves növekedés követett. A 2023. évi visszaesés Írország és Észtország után a legjelentősebb volt az EU-ban. Az EU átlaga 0,3 százalékos, az euróövezet 0,1 százalékos növekedés volt.

A GKI *nem változtatott* 2024-re vonatkozó, már szeptemberben is csak 2–2,5 százalékos bővülést valószínűsítő, akkoriban még viszonylag pesszimistának számító előrejelzésén. A kormány december végi előrejelzése 3,6 százalék volt, de verbálisan – márciusi visszavonásáig – a 4 százalékot megközelítő növekedés volt a célja. Az új előrejelzés 2–3 százalék. Az MNB és a Költségvetési Tanács decemberben

2,5–3,5 százalékra számított, a márciusi elemzői konszenzus 2,4 százalék, miként az EU februári előrejelzése is. Ez utóbbi lényegesen magasabb az EU 0,9 százalékos átlagánál, de a régióban a román, a lengyel és a horvát prognózis kissé magasabb.

A GKI megítélése szerint a magyar kormány élénkítési törekvéseitől *jelentős eredmény nem várható*, mivel az európai konjunktúra és a várt növekedés gyenge, főleg a magyar szempontból fontos Németországban. Az EU-transzferek várhatóan nem fogják érdemben meghaladni a tavalyit, az államháztartási hiány csökkentésének, s ezzel a kiadások mérséklésének, illetve az adóemeléseknek a kényszere erős. A növekvő reálkeresetek érezhetően élénkíteni fogják ugyan a fogyasztást, a beruházások esetében viszont az állami források szűkössége és a kereslet bizonytalansága miatt a tavalyi szint elérése is siker lenne.

Fogyasztás és beruházás – 2 százalékkal bővülő fogyasztás és 2 százalékkal csökkenő beruházás várható

Magyarországon a *belföldi kereslet* a 2021–2022. évi gyors – a választásokkal is összefüggő – emelkedése után *2023-ban 5,4 százalékkal csökkent*. A belföldi kereslet és ezzel az import visszafogása a korábbi nagy, importigényes költsékezés, illetve az importált energiahordozók 2022-ben megugrott árának kényszerű következménye volt. A magyar gazdasági pálya azonban nem volt exportorientáltnak nevezhető, mert bár az export változása 5 százalékponttal kedvezőbb volt az importénál, a szintje mégis elmaradt – ha csak minimális mértékben is – az előző évitől. A háztartások tényleges fogyasztása 1,2 százalékkal – ezen belül a vásárolt fogyasztás 2,5 százalékkal –, az állóeszköz-felhalmozás pedig 8,7 százalékkal maradt el az egy évvel korábbtól. A negyedik negyedévben azonban már a lakosság fogyasztása – ezen belül vásárolt fogyasztása – és az állóeszköz-felhalmozás is növekedett az előző negyedévhez képest.

2024-ben a lakosság *fogyasztása* a GKI előrejelzése szerint legalább 2 százalékkal – ezen belül a vásárolt fogyasztás ennél gyorsabban, 3 százalék körül – emelkedhet. Az *állóeszköz-felhalmozás* viszont várhatóan mintegy 2 százalékkal tovább csökken, kedvező esetben stagnál. A vásárolt fogyasztás esetében a kormány 2,7 százalékos, az MNB 2,8–3,5 százalékos, a Költségvetési Tanács 3–3,5 százalékos bővüléssel számol, az elemzői konszenzus a fogyasztás egészére 2,8 százalék. A kormány az állóeszköz-felhalmozás 3,4 százalékos, az MNB és a Költségvetési Tanács 1,5–4,5 százalékos bővülését valószínűsíti, az elemzői konszenzus 2,9 szá-

zalék. A GKI tehát *főleg a beruházások esetében pesszimistább* más előrejelzőknél. A belföldi felhasználás a GDP-től elmaradva, mintegy 1,5 százalékkal emelkedik, az export-import olló a növekvő belföldi kereslet és a korlátozott exportképesség következtében egy százalékponton zárul.

2023-ban a minimálbér 16 százalékkal, a garantált bérminimum 14 százalékkal nőtt, amit 2023 decemberétől a minimálbér 15, a garantált bérminimum 10 százalékos 2024-ről előrehozott emelése követett. 2023-ban összességében 14,1 százalékkal nőtt az átlagkereset, a vállalkozói szektorban 16,2 százalékkal, a költségvetésiben 7,3 százalékkal. (Utóbbi nagyon alacsony, azonban ebben a 2022. évi fegyverpénz miatt kialakult magas bázisnak is szerepe volt.) 2023-ban a reálkereset 2,9 százalékkal csökkent. Ezen belül azonban az év során az infláció csökkenése következtében pozitív változás történt, a 2023. januári 7,6 százalékos reálkereset-csökkenés után novemberben már 5,6 százalékos, decemberben pedig – átmenetileg, az előrehozott minimálbér-emelés miatt –, 10,3 százalékos emelkedés történt. A nyugdíjak reálértékének megőrzését törvény garantálja, de a gyakorlatban némi csökkenést jelent, hogy a gazdasági visszaesés miatt 2023-ban nem volt nyugdíjprémium. A 2022. évi választások előtti jövedelemnövelés – például a személyi jövedelemadó visszaigénylési lehetősége a családosok számára – egy évvel később nyilvánvalóan csökkent, így a reáljövedelem bő 4 százalékkal esett.

A 2024. évi bérmegállapodás 6 százalékos infláció mellett 11 százalék körüli átlagos keresetemelkedést céloz meg, ami 4,7 százalékos reálkereset-emelkedést jelentene. Ám 2024 februárjára a korábban bárki által gondoltnál alacsonyabb infláció (3,7 százalék) alakult ki. Ez még inkább kiélezi a kérdést, vajon elbírja-e ezt a bérnövekedést a magyar gazdaság. Vagyis lehetővé teszi-e ezt a gazdasági növekedés, ezen belül a termelékenység javulása, a cégek, illetve a költségvetés helyzete. Ugyanakkor a számos területen tapasztalható munkaerőhiány béremelési kényszert jelent. A vendégmunkások alkalmazását legalább a választásokig korlátozni kívánják, miközben a külföldi munkavállalási lehetőségek vonzereje számos területen továbbra is erős. Emellett a cégek egy részénél kialakuló bértorlódás is béremeléseket indukál. Az átlagkereset 2024. januári 14,6 százalékos emelkedése nemcsak érezhetően nagyobb lett annál, mint amire a GKI számított, de minden bizonnyal egy korábban gondoltnál gyorsabb keresetemelkedés előjele. Mindezek alapján 2024-ben 13 százalék körüli nominális keresetemelkedés várható. Ez áremelő hatású, s bár az ideai átlagos infláció feltehetőleg nem éri el a 6 százalékot, az év végén már jóval e fölött lehet. Végeredményben a *reálkeresetek 7 százalékos növekedése várható*. A nyugdíjak reálértéke az év eleji emelés mértékénél (6 százalék) várhatóan kissé

alacsonyabb infláció miatt mintegy 0,5 százalékkal növekszik (nyugdíjprémium kifizetését a szinte biztosan 3,5 alatt maradó GDP-növekedés nem teszi lehetővé), a vállalkozói jövedelmek és szociális juttatások reálértéke viszont inkább csökken. Így a *reáljövedelem* mintegy 4 százalékkal, a vásárolt fogyasztás ennél kevésbé (3 százalék körül) bővül.

A *beruházások* volumene 2023-ban az előző évhez képest 8,5 százalékkal, ezen belül az építési beruházásoké 15 százalékkal zuhant, ugyanakkor a gép- és berendezés-beruházásoké 1,6 százalékkal nőtt. A beruházási teljesítmény mintegy egyharmadát nyújtó feldolgozóiparban 4,5 százalékkal bővültek a beruházások, az ütem azonban az év során lassult, sőt a negyedik negyedévben 3,1 százalékos visszaesés következett be. Ez elsősorban a legnagyobb részarányú villamosberendezés-gyártás (ide tartozik az akkumulátorgyártás is) beruházási volumenének fokozatos lassulásának, majd az utolsó negyedévben már egy számjegyű csökkenésének a következménye, amit a hosszabb ideje folyamatban lévő nagyszabású projektek fokozatos befejeződése okozott. A második legnagyobb súlyt képviselő járműgyártás beruházási volumene ugyanakkor dinamikusan nőtt. Beruházási volumencsökkenés volt a beruházási teljesítmény mintegy ötödét képviselő ingatlanügyletek terén (18 százalék) és az egytizedét képviselő szállításban (11 százalék).

Az *állami beruházások befolyasztása és átütemezése* már 2022 nyarán megkezdődött, azóta több ütemben folytatódott, s a költségvetési hiány csökkentése érdekében a kormányzat az idei évre is kilátásba helyezett ilyen döntéseket. Ezt enyhítheti, hogy a kormányzat az építőipar nyomására és saját politikai megfontolásai alapján újabb kedvezményekkel tervezi segíteni a lakásfelújítást.

2023-ban az EU-transzferek (részben az előző EU-költségvetésből visszamaradóan) 2 milliárd euró körül alakultak. Idén ennél nagyságrendileg nem sokkal nagyobb összeg várható. Igaz ugyan, hogy az EU tavaly év végén felszabadított 10,2 milliárd euró, majd idén februárban mintegy 2 milliárd euró kohéziós forrást. Ez az összesen 12,2 milliárd euró a Magyarországnak szánt kohéziós keret nagyobbik fele. Azonban ez egy *hétéves, utófinanszírozással* kifizetendő összeg. A *helyreállítási alap* előlegén felüli részéhez való hozzájutástól – a feltételek teljesítésének eddigi hiánya miatt – Magyarország még messze van, ráadásul a projektek lezárásának 2026. augusztusi határideje miatt féltő, hogy ezek egy része teljesen *elveszhet*. A kormány a transzferek egy részének elérhetővé válása következtében kiírt ugyan operatív programokat, de ezeket egyelőre előfinanszírozni kell. Végeredményben 2024-ben a tavalyi 2 milliárd eurós EU-transzferhez hasonló, esetleg kissé magasabb összeg beérkezése várható. Ez nem jelent nagy beruházásélénkítő hatást.

A kormányzat az állami források csökkenésének legalább részleges ellensúlyozását a *vállalkozói beruházások fellendülésétől reméli*. A külföldi nagyberuházások jelentős pénzügyi és egyéb – például kiegészítő infrastrukturális fejlesztések – támogatásban részesülnek, a kkv-szektorra is támogatják állami programok. A háború közelsége, a magyar gazdaságpolitika kiszámíthatatlansága, a költségvetés korlátozott teherviselő képessége, s nem utolsósorban a bizonytalan bel- és külföldi kereslet, a gyenge európai konjunktúra *valószínűtlenné* teszi az üzleti beruházások megugrását. Jellemző, hogy a Baross Gábor Újraiparosítási Program folytatására a 2023. évi 1000 milliárd forint után idén egyelőre csak 200 milliárd forintot szánnak. A kormányzat nagy nyomást gyakorol az MNB-re az alapkamat gyorsított csökkentésére, ami azonban február végén is a forint markáns gyengüléséhez vezetett. Ráadásul a cégek fejlesztéseit alapvetően nem a magas kamat akadályozza. Például a GKI felmérési eredményei szerint csak minden tizedik cég szembesül finanszírozási nehézségekkel. Emellett az alacsony kamatozású támogatott hitelprogramokban alacsony a beruházási hitelek aránya. Az MNB értékelése szerint ez a Baross Gábor-hitelprogramban 28 százalék, a Széchenyi-kártya esetében csak 6 százalék. A GKI felmérése szerint idén az iparvállalatok a tavalyitól kissé elmaradó, az üzleti szolgáltató cégek annál csak enyhén erőteljesebb beruházási tervekről tudósítottak. Így a GKI a tavalyi 8,5 százalékos visszaesés után *2024-ben a beruházások további 2 százalék körüli csökkenésével*, kedvező esetben stagnálásával számol.

Reálfolyamatok – 2023-ban a mezőgazdaság mentette meg a még sokkal nagyobb visszaeséstől a magyar gazdaságot, 2024-ben nem látszik igazi húzóerő

Az évek óta folytatott *keresletélénkítő gazdaságpolitika* – s különösen a 2021–2022. évi választási keresletélénkítés –, az orosz–ukrán háború hatására kiéleződött energiaár-robbanás következtében már 2022-ben egyensúlyi korlátokba ütközött, s 2023-ban elkerülhetetlen visszaesésbe torkollt. Az, hogy a magyar gazdaságban 2023-ban csak 0,9 százalékos volt a visszaesés, a mezőgazdasági GDP 68,5 százalékos bővülésének köszönhető. Ezzel az agrárium bőven kompenzálta 2022-ben bekövetkezett, közel 25 százalékos csökkenését, a 2023. évi növekmény a GDP mintegy 2 százaléka.

Az értékesített *mezőgazdasági* termékek volumene tavaly bő 20 százalékkal emelkedett, a növényeké 40 százalékkal nőtt, az állati termékeké viszont kissé csök-

cent. Bár a GKI szokásához híven a következő évi mezőgazdasági GDP-t technikai-
lag változatlanak tekinti, a visszaesésnek nagyobb az esélye, mint a növekedésnek.
A növénytermesztés szempontjából eddig kedvező volt az időjárás, a hústermelés
helyzete az alacsonyabb takarmányárak miatt elfogadható, továbbra is gond azonban
az alacsony termelékenység és a madárinfluenza.

2023-ban a többi árutermelő ágazat GDP-termelése jelentősen elmaradt az előző
évitől, az ipari GDP 5,2 százalékkal, az építőipari 5,6 százalékkal volt kisebb az
előző évinél. A szolgáltató szektorban csaknem 10 százalékos volt a kereskedelem
visszaesése, bő 5 százalékos volt a csökkenés a szállításban, s minimális a turisztikai
szektorban. Ugyanakkor folytatódott (bár jelentősen lassult) a viszonylag dinamikus
növekedés a távközlési szektorban, s szerény bővülést mértek az ingatlan-, a pénz-
ügyi és közigazgatási ágazatban.

2023-ban az *ipari* termelés volumene az előző évihez képest 5,5 százalékkal
csökkent. A leggyorsabban a villamosgépgyártás bővült (8 százalékkal), azonban
decemberben már itt is 20 százalék feletti volt a visszaesés. A 2024. évi kilátásokat
rontja, hogy az ipar *rendelésállománya* december végén 14 százalékkal, január vé-
gén 16 százalékkal volt kisebb az egy évvel korábbinál. Az ipari bizalmi index febru-
árban az elmúlt bő három év egyik legalacsonyabb értékét mutatta, igaz, márciusban
jelentősen emelkedett. Mindezzel együtt a második félévben – az alacsony bázist is
figyelembe véve – a GKI a bel- és külföldi értékesítés *élénkülésére* számít, részben
a lakosság növekvő vásárlóereje, részben az európai konjunktúra évközi javulása,
illetve új kapacitások belépése hatására. Az ágazat idén várható 4 százalékos növe-
kedése azonban nem tenné lehetővé a 2022. évi szint elérését.

Az *építőipari* termelés volumene 2023-ban 5 százalékkal csökkent. 2024 ja-
nuárjában 17 százalékos bővülés történt, ennek éven belüli súlya azonban szerény.
Ráadásul az építőipari vállalkozások december végi *szerződésállománya* csak há-
romnegyede volt az egy évvel korábbinak, s idén januárban is csak 85 százaléka.
A 2023-ban kiadott lakásépítési engedélyek száma csaknem 40 százalékkal volt
kisebb az egy évvel korábbinál. A GKI felmérése szerint az építőipar a *legpesz-
szimistább* ágazat, bizalmi indexe az elmúlt évek mélypontja környékén áll – bár
márciusban enyhén emelkedett. Az ágazat nagyon kitett a kormányzat beruházási és
lakáspolitikai döntéseinek, amelyek körül nagy a bizonytalanság. Idén az építőipari
termelés 2 százalékos csökkenése valószínű.

A *kiskereskedelmi forgalom* volumene 2023-ban 7,9 százalékkal csökkent. A ke-
reskedelmi bizalmi index hónapok óta emelkedik, ez azonban márciusban megtor-
pant. A kiskereskedelmi forgalom 2024 januárjában – tizenégy hónapnyi csökkenés

után – éves összevetésben 0,6 százalékkal, februárban 1,1 százalékkal nőtt. A napi-cikkeken és üzemanyagon kívüli forgalom azonban még mindig kisebb volt az egy évvel korábbinál. Havi alapon januárban stagnált, februárban csökkent a forgalom. Az év előrehaladásával az eladások várhatóan érdemben bővülnek, éves átlagban a forgalom bővülése elérheti, kedvező esetben meg is haladhatja a 3 százalékot.

A *turizmus-vendéglátás* szektor GDP-termelése 2023-ban közel 1 százalékkal csökkent. A turisztikai szálláshelyeken 2023-ban a belföldi vendégek az előző évinél 5,1 százalékkal kevesebb, a külföldiek 12 százalékkal több vendégéjszakát tölthettek el. 2024-ben a hazai vásárlóerő növekedésével a belföldiek is növelni fogják a turisztikai szolgáltatások vásárlását, azonban a régiós versenytársakhoz viszonyított gyakran magas árak a környező, illetve a tengerparttal is rendelkező, olcsóbb országok felé terelhetik a keresletet. A GKI 2024-re összességében a turisztikai GDP 2 százalékos bővülését prognosztizálja.

Az *infokommunikációs* szektorban évtizedek óta nem volt visszaesés, legfeljebb átmeneti lassulás. A piaci szereplők számának és a verseny erősségének csökkenése megkönnyíti az áremelést, emellett félő, hogy negatív hatást gyakorol a szolgáltatások minőségére is. A szektor azonban így is az átlagosnál gyorsabb, mintegy 3 százalékos GDP-ben mért növekedésre lehet képes.

Az *áruszállítás* teljesítménye (árutonna-kilométerben) 2023-ban mintegy 15 százalékkal csökkent, a személyszállítás viszont érezhetően bővült. Az áruszállítás visszaesése a recesszió és az exportlehetőségek szűkülésének természetes következménye. GDP-ben mérve a tavalyi 5,6 százalékos visszaesést idén 3 százalékos bővülés követheti.

A *pénzügyi szektorban* a 2023. évi 0,4 százalékos GDP-bővülés után idén stagnálás várható. 2023-ban a vállalatok hitelállománya 6 százalékkal, a háztartásoké 2,7 százalékkal bővült, ami lényegesen alacsonyabb az áremelkedés üteménél. Az új hitelkihelyezések volumene 2023 negyedik negyedévében a teljes vállalati szegmensben 9 százalékkal, a kvv-k esetében 2 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakának szintjétől. A támogatott hitelek aránya az év során markánsan csökkent, a negyedik negyedévben 41 százalék volt, szemben az első félévi 56 százalékkal. Az MNB hitelezési felmérése szerint a negyedik negyedévben a vállalati hitelek esetében nem történt érdemi keresletváltozás, a lakáscélú és a fogyasztási hitelek iránt viszont élénkült a kereslet. 2024 első felében a bankok többsége tovább erősödő lakossági hitelkeresletre számít, s élénkülést remél a beruházási hitelek piacán is. A bankok 2023 negyedik negyedévében összességében nem változtattak a vállalati és a lakáscélú hitelek feltételein, s 2024 első felében sem terveznek módosítást. A kor-

mány és a Magyar Bankszövetség január végi megállapodása szerint az új vállalati hitelek esetén három hónapon keresztül a futamidő első 6 hónapjában a BUBOR feletti kamatfelár nulla százalékra csökken, ami ez alatt az időszak alatt 2–4 százalékponttal kisebb kamatterhet jelent az adós cégek számára (s értelemszerűen ennyivel kisebb bevételt a bankok számára).

Az MNB értékelése szerint a hazai bankrendszer változatlanul stabil, sokkelenálló képessége erős, jövedelmezősége kiugró. A bankok működési környezetét azonban *még jórészt nem realizálódott kockázatok* övezik. Ezek közül kiemelkedik a kamatkockázat a kamatstopos lakossági ügyfeleknél, a projekthitelekhez kötődő kockázat, továbbá a gyermekvállalás nem teljesítése esetén fennálló kockázat (az ahhoz kötött hiteleknél). A kkv-k kamatstopja 2024. április 1-jéig tart, s az érintett több mint 50 ezer kkv törlesztőrészletei a BUBOR csökkenése miatt jellemzően nem fognak emelkedni. A lakossági kamatstop július 1-jéig van érvényben, de mivel a kamatstop szintje jóval alacsonyabb, mint a kkv-k esetében elrendelt plafon, itt a törlesztőrészletek emelkedésére kell számítani. Ezért kérdéses, hogy a kivezetés valóban megtörténik-e.

A 2024. évi kockázatok miatt az MNB szerint a bankoknak a kiugró tavalyi eredményt nem osztalékfizetésre, hanem tőketartalékaik növelésére kellene fordítaniuk. Erre a hitelpenetráció fokozása érdekében is szükség lenne, mivel a nominális GDP idén bővül, a bankok kamatjövödelme és eredményessége viszont várhatóan csökken. Emellett a Covid idején viszontgarantált kkv-hitelek kifizetése miatt nőhet a refinanszírozásra kerülő hitelek tőkeigénye.

A *külkereskedelemben* 2023-ban hatalmas fordulat történt; az *áruforgalmi* egyenleg előjelet váltott, a 2022. évi drámaian nagy, 9,1 milliárd eurós deficit helyébe 2023-ban 9,2 milliárd eurós aktívum lépett. A *szolgáltatások* külkereskedelmében a 2022. évi 8,9 milliárd eurós többlet 11 milliárd euróra emelkedett. A fordulatot az áruforgalomban az import drasztikus csökkenése hozta el, ami a cserearányok 6,7 százalékos javulásának és a belföldi kereslet csökkenésének (a recesszióknak) a következménye; a szolgáltatások esetében pedig annak az eredménye, hogy a kivitel mintegy 5 százalékponttal gyorsabban bővült a behozatalnál. GDP-ben mérve 2023-ban a behozatal 5 százalékponttal nagyobb mértékben esett vissza, mint a kivitel. Az áruk esetében az olló 5,5, a szolgáltatásoknál 1,1 százalékpont az export javára.

2024-ben GDP-ben mérve a *külkereskedelmi olló záródása* várható (4 százalékponttól 1 százalékpontra), de a forgalom mindkét irányban növekvő lesz. A várhatóan nagyjából változatlan cserearányok már nem fékezik a behozatalt, a lassan

növekedésnek induló belföldi kereslet pedig emeli az importot, miközben a magyar export lehetőségei korlátozottak. Így 2024-ben az áruforgalmi többlet 12,5, a szolgáltatási aktívum 13 milliárd euró körül alakulhat, vagyis a javulás folytatódik, de csak szerény mértékben.

A *foglalkoztatás* 2023 átlagában 0,6 százalékkal magasabb volt az egy évvel korábinál, de ősz óta csökken. A *munkanélküliségi ráta* éves átlagban a 2022. évi 3,6 százalék után tavaly 4,1 százalék volt, mintegy két éve emelkedik. 2023 decembere és 2024 februárja átlagában 4,7 százalék volt, 0,6 százalékponttal magasabb az egy évvel korábinál. Igaz, ez az EU-n belül így is kifejezetten alacsony arány. A vállalkozások foglalkoztatási hajlandósága hónapok óta alig változik, a létszám bővítését és csökkentését tervezők aránya érdemben nem különbözik egymástól.

2024-ben a foglalkoztatás várhatóan szerény mértékben, mintegy 0,2 százalékkal emelkedik. Éves átlagban a munkanélküliség is emelkedik kissé, várhatóan 4,2-4,3 százalék körüli lesz. Számos, főleg szakmailag igényes és dolgozói szempontból rossz munkarendű, alulfizetett területen munkaerőhiány van. Emiatt, továbbá azért, mivel a munkaképes korú munkaerő-állomány demográfiai okokból évi több tízezer fővel csökken, a *vendégmunkások* alkalmazása elkerülhetetlen. Ez azonban – részben a kormány idegenellenes politikája által is felerősítve – konfliktusok forrása lehet. A kifejezetten *vendégmunkásokra alapozott iparpolitika vitatható*, például az akkumulátorgyártóknál, ahol a zöldmezős beruházások alacsony hozzáadott értékű, környezetszennyező tevékenységek kiépítéséhez vezetnek. A vendégmunkások esetében is a piaci igényeknek, nem pedig az állami döntéseknek kellene meghatározónak lenniük.

Államháztartás – a választások után felerősödnek a megszorítások, idén elindul a túlzottdeficit-eljárás, igaz, még szankciók nélkül

A 2023. évi költségvetési törvény már 2022. nyári elfogadásakor irreálisan optimista volt. Az abban megcélzott 3,5 százalékos GDP-arányos deficitet 2022 végén 3,9 százalékra, majd 2023 októberében a túlzottdeficit-eljárás (EDP) keretében készült jelentésben 5,2 százalékra emelték. Ami egyben azt jelentette, hogy a tervezett pénzforgalmi hiány a törvényileg előirányzott 3400 milliárd forintról 4450 milliárd forintra nőtt. A 2023 végi makrogazdasági prognózisban már 5,9 százalékos GDP-arányos deficit szerepelt, a *tényszám végül a GDP 6,7 százaléka lett, vagyis még a 2022. évi 6,2 százaléknál is magasabb*. A 2023. évi pénzforgalmi hiány 4593 milliárd

forint volt, az előirányozottnál több mint egyharmaddal nagyobb, és a 2022. évi pénzforgalmi deficitnél is csupán 80 milliárd forinttal kisebb. Az államadósság a GDP 73,5 százaléka volt, mindössze 0,5 százalékponttal kisebb a 2022. évinél, s jóval nagyobb a költségvetési törvényben megcélzott 69,7 százaléknál.

Az államháztartási folyamatok tervezettől való drasztikus eltérése elsősorban a várt növekedés helyett bekövetkezett recessziónak és a magas inflációnak volt a következménye. (Ennek veszélyére a költségvetési törvény benyújtásakor mások mellett a GKI is felhívta a figyelmet.) A *bevételek* 0,4 százalékkal meghaladták ugyan az előirányzatot, azonban a gazdálkodó szervek befizetései közel 8 százalékkal, a fogyasztással kapcsolatos adók több mint 10 százalékkal elmaradtak attól. Az EU-programok bevételei viszont végül csaknem elérték a tervezettet. A kiadások a bevételeknél jóval nagyobb mértékben, 3,4 százalékkal haladták meg az előirányzatot. Magas volt a társadalombiztosítási alapok – különösen a nyugdíjkifizetések 3,8 százalékos emelkedése miatti – kiadása. A kamatkidások több mint 10 százalékkal nőttek, s a kiadások 6,7 százalékát tették ki az előirányzott 6,2 százalékkal szemben. Csaknem 20 százalékkal emelkedtek az állami vagyonnal kapcsolatos kiadások (például tulajdonszerzés a Vodafone-ban.) Ugyanakkor az EU-programok előirányzott kiadásainak csak a háromnegyede teljesült.

2024-re a még 2023 nyarán elfogadott költségvetés *2,9 százalékos hiányt* irányzott elő. Ennek elérését azonban a 2023. évi folyamatok tervezettől teljesen eltérő alakulása, a 6,7 százalékos GDP-arányos hiány *irrealissá tette*, és egy választási évben a beharangozott 3,8 százalékos kiigazítás politikailag vállalhatatlan lett volna. Ennek ellenére a kormány február közepéig kitarzott az elfogadott költségvetés mellett, ám akkor váratlanul bejelentette, hogy 2024. helyett csak 2026-ra fogja 3 százalék alá szorítani a hiányt, s az idei évre 4,5 százalékos GDP-arányos deficitet irányoz elő. Komolyan vehető költségvetés azonban továbbra sincs, amit jól érzékeltet, hogy 2024 első két hónapjában a deficit már 1704 milliárd forint, a törvényileg előirányzott összeg *bő kétharmada* volt. (A 13. havi nyugdíj kifizetése csak szépségtapasz ezen a deficiten.) Nyilvánvaló, hogy az egész költségvetést át kell írni. A deficit 6,7 százalékról 4,5 százalékra csökkentése mellett a kamatkidások emelkedését is ki kell gazdálkodni, ami *az elsődleges egyenleg legalább 2,5 százalékpontos csökkentését*, vagyis *megszorító lépéseket* igényel. A júniusi választásokig ennek közvetlen kárvallottja aligha a lakosság lesz, ami viszont azt jelenti, hogy gazdaságélénkítésre, a közszolgáltatások színvonalának megóvására alig jut pénz. (Nem enyhítenek a költségvetési feszültségeken az EU-transzferek sem, mivel ezek összege érdemben várhatóan nem lesz nagyobb a tavalyinál.) Ezért valószínű, hogy a *második félévben a költségve-*

tésben jelentős kiadáscsökkentő és főleg adóemelő lépésekre kényszerül a kormány, miközben a most tervezett deficitcél is elszállhat. A GKI 5 százalékos körüli GDP-arányos deficitet tart reálisnak, miközben az államadósság csökkenése aligha éri el az 1 százalékpontot (a bruttó adósság a legjobb esetben a GDP 72,5 százaléka lesz).

Bár Magyarország ellen az idén újra hatályba léptetett, a költségvetési hiányt és az államadósságot érintő korlátozó szabályok áthágása miatt szinte biztosra vehetően *elindul a túlzottdeficit-eljárás*, szankcióktól egyelőre nem kell tartani. Az új szabályok ugyanis több évet adnak a kritériumok elérésére, bár az ehhez szükséges programban vállalt kötelezettségeket folyamatosan ellenőrzik.

Infláció, kamat, árfolyam – az inflációcsökkenést emelkedés, a kamatesést megtorpanás követi, a forint gyengülésére kell számítani

2023-ban az EU-ban Magyarországon volt éves átlagban a legmagasabb az infláció és a reálkamat, miközben – részben ez utóbbinak köszönhetően – a forint mintegy 2,5 százalékosat erősödött.

Az áremelkedés üteme 2023 januárjában érte el csúcspontját (25,7 százalék), majd októberre egy számjegyre lett (9,9 százalék), az év végére 5,5 százalékra, 2024 februárjára pedig 3,7 százalékra esett. Az infláció *mérséklődésében* meghatározó szerepe volt a vásárlóerő csökkenésének. A decemberi infláció már csak a hatodik, a januári a nyolcadik-kilencedik legmagasabb volt az EU-ban. Tavalý az éves átlagnál (17,6 százalék) gyorsabb volt az élelmiszerek (25,9 százalék), az energia (22,1 százalék) és az üzemanyagok (18,6 százalék) áremelkedése, ugyanakkor átlag alatti, de gyors az élvezeti cikkek (15,4 százalék) és a szolgáltatások inflációja (13,2 százalék), s egy számjegyre a ruházati (8,3 százalék) és a tartós fogyasztási cikkek (5,6 százalék) áremelkedése. Az élelmiszerek kiugró megdrágulásában döntő szerepe volt az előző évi gyenge termés áthúzó hatásának, illetve a kereskedelmi láncok megadóztatásának. Eközben az adminisztratív beavatkozások többnyire nem voltak sikeresek, kikerülhetők voltak, illetve káros mellékhatásokkal jártak. Az iparcikkárak viszonylag kisebb emelkedésében a vásárlóerő csökkenése mellett fontos szerepe volt annak is, hogy az importárak a forint erősödése következtében kedvezően alakultak.

Az üzleti szektor áremelési törekvése 2022 októberétől egy éven át nagyon jelentősen és szinte folyamatosan csökkent, 2023 decemberében azonban a tavaszi szintre erősödött vissza. 2024 februárjában a kereskedelemben és a szolgáltató szektorban

– ezek a lakossággal leginkább közvetlen kapcsolatban levő ágazatok – volt a leg-erősebb, az egy évvel korábbival megegyező volt az áremelési törekvés. Márciusban azonban e két ágazatban érezhetően gyengült ez az ambíció.

Az *előző hónaphoz viszonyított* áremelkedés a tavalyi utolsó negyedévben átmenetileg megszűnt, de idén januárban és februárban egyaránt 0,7 százalék volt. A két hónapban együttesen átlag körüli volt az élelmiszerek és a szolgáltatások ár-emelkedése, átlag feletti az élvezeti cikkek és az üzemanyagok inflációja. A szolgáltatások esetében a távközlési árak és a bankköltségek visszatekintő éves inflációval történt emelése miatt további érdemi áremelés várható. A hulladékkezelési és vízdíjak drasztikus idei emelése szétterjedő hatást gyakorol a cégek költségeire és áraira. A *bérmegállapodásnak* (januárban 14,6 százalékkal emelkedtek a nominális keresetek) szintén lesz inflációs hatása, miként a költségvetési *hiány csökkentése* érdekében a választások után várhatóan alkalmazott eszközöknek (támogatáscsökkentéseknek és főleg adóemeléseknek), valamint a *forint* gyengülésének is. Fontos az is, hogy miután a kormány deklarálta az infláció legyőzését, valamint azt, hogy 2024 a növekedés helyreállításának éve lesz, az antiinflációs megfontolások szükségképpen háttérbe szorulnak. Emiatt fennáll a „*korai ünneplésnek*” nevezett magatartás veszélye, ami az inflációs sokk után gyors, de végül csak átmenetinek bizonyuló inflációcsökkenést jelent.

A törvény szerinti inflációkövető nyugdíjmelés januárban 6 százalék volt. Ez egyben azt jelenti, hogy eddig a mértékig az áremelkedés úgy növelheti a költségvetési bevételeket, hogy a kiadásoknak már jellemzően nem kell ilyen mértékben pótlólagosan emelkedniük. (A kiadások reálértéke, az állami szolgáltatások színvonala eközben természetesen csökken, s a tavalyi tapasztalatok alapján a növekvő bevásárlóturizmus – és az ezzel kieső áfabevétel – is határt szab ennek a folyamatnak.) Reálisan számolni kell azzal, hogy a kormányzat visszatér egy *moderált inflációs gazdaságpolitikához*.

Az elmúlt hónapok korábban gondoltnál alacsonyabb áremelkedése alapján a GKI *5,5 százalékra vette vissza* éves inflációs előrejelzését, de a következő hónapokban már nem számít további ütemcsökkenésre. Majd, különösen a második félévben az áremelkedés gyorsulására, az *év végén legalább 6,5 százalékos* ütemre számít. Ebben az előző hónaphoz viszonyított áremelkedés tartósulása mellett fontos szerepe van a bázishatásnak.

Az *MNB 2022* októbere – a kamatemelési ciklus befejeződésének bejelentését követő árfolyamzuhanás, majd az irányadó kamat kényszerű, 18 százalékra történt drasztikus megemelése – óta *deklaráltan nagyon óvatos, a kormányzat által bírált*

kamatpolitikát követett. A Monetáris Tanács az irányadó és az alapkamat 2023. szeptemberi, 13 százalékon történt egyesítése után négy hónapon át csak 0,75 százalékpontos, az infláció esésénél kisebb csökkentéseket hajtott végre. Szeptemberben elkezdődött a pozitív reálkamat időszaka. 2023 februárjában azonban a kockázatok alábecsülve – talán a kormányzatnak is gesztust téve – 1 százalékponttal, 9 százalékra csökkentette az alapkamatot. A dollár és az euró kamatsökkentésének valószínű júniusra csúszása, a magyar kormány kül- és belpolitikai mozgásterének beszűkülése, valamint az MNB-vel kialakult vitája – ezen belül a jegybanktvény módosítására tett javaslatai – és a hatalmas államháztartási hiány együttese azonban az infláció markáns csökkenése ellenére kétségeket támasztott a kamatsökkentés gyorsításának megalapozottsága iránt. Bár a Monetáris Tanács hangsúlyozta annak átmeneti jellegét, a forint március első felében markánsan gyengülni kezdett. A jegybanki vezetés a kamatdöntés után reálisnak tartotta az év közepére 6–7 százalékra csökkenő alapkamattal kapcsolatos várakozásokat. A forint gyengülését látva azonban márciusban csak 0,75 százalékpontos csökkentésre (8,25 százalékra) került sor, s inkább csak 6,5–7 százalékos félév végi alapkamatot valószínűsített az MNB. A GKI a jelenlegi érzékeny befektetői hangulat alapján ezt reálisnak tartja, tekintettel a forint sérülékenységre és az inflációcsökkenés várható leállítására. A reálkamat így is 5 százalékról 2,5 százalék körülire csökkenne, s nemcsak a nominális, de a reálkamat se sokkal haladná meg a dollárét és az euróét. (A várakozások szerint júniusig a Fed irányadó kamata 5,25–5,50 százalék, az EKB-é 4,5 százalék marad, az első 0,25 százalékpontos csökkentésekre ekkor kerül sor. A nominális magyar kamatelőny tehát már csak 1,5–2 százalékpont lenne – tavaly év végén még 5–6 százalékpont volt –, a reálkamat esetében pedig kevesebb, mint 1 százalékpont.) A kamatfelár ilyen mértékű csökkentése kockázatos a forint szempontjából, hiszen a forint, illetve a magyar gazdaságpolitika iránti bizalom sokkal kisebb, mint az euró vagy a dollár iránti. Ezért, továbbá mert a második félévben az infláció érezhetően megemelkedhet, a GKI idén nem számít további kamatsökkentésre.

A forint az euróval szemben 2022 és 2023 vége között 9,5 százalékkal erősödött. Majd a 2023. december végi 383 forintról január végére 385, február, illetve március végére 394 forintra, vagyis az előző év végéhez viszonyítva 2,3 százalékkal gyengült (márciusban olykor a 400 forint közelébe került). A GKI valószínűnek tartja, hogy az euró/forint árfolyam idén időnként, különösen az év vége felé 400 fölé emelkedik, éves átlagban azonban ennél kisebb, 395–400 forintos árfolyamra számít. Ez éves átlagban 3–4 százalékos leértékelődést jelentene 2023-hoz képest (a 2023. évi átlagos erősödés 2,5 százalék volt).

Külső egyensúly – a tavalyi fordulat után lassú lesz a javulás

A *folyó fizetési mérleg* egyenlege a 2022. évi drámaian nagy, 14 milliárd eurós deficit után 2023 második és harmadik negyedévében pozitívba fordult, az első három negyedévben már összesen 1 milliárd euró aktívumot mutatott. A negyedik negyedév azonban ismét deficitet hozott, a decemberi 1 milliárdos hiány az egész negyedévet lehúzta (–0,6 milliárd euró), ami rossz előjel az idei év szempontjából. Összességében azonban *2023-ban fordulatot jelentő, 0,4 milliárd euró többlet* alakult ki. Az áruk és szolgáltatások aktívuma fedezni tudta a jövedelmi mérleg hiányát. A *folyó fizetési és tőkemérleg* aktívuma 2023-ban 2,3 milliárd euró volt.

2024-ben a folyó fizetési mérleg *javulása szerény lesz*, mindenekelőtt a külkereskedelmi aktívum visszafogottabb emelkedése miatt. Ez az EU keresletének korlátozottsága, valamint a kissé emelkedő belföldi kereslet hatására növekvő import miatt várható. A GKI 1 milliárd eurós (a GDP 0,5 százaléka) aktívumra számít, és a tavalyihoz hasonló, esetleg kissé több EU-transzfer beáramlásával kalkulál (vagyis 2 milliárd euró körüli összeggel). Ez a *folyó fizetési és tőkemérleg 3 milliárd euró* összegű, vagyis az *előző évit nem sokkal meghaladó* aktívumát jelentené (a GDP 1,2 százaléka után 1,4 százalékát).

Az *MNB nemzetközi tartaléka* 2024. január végén 46,5 milliárd euró volt, lényegesen nagyobb a tavalyi évre jellemzőnél (2023 elején még csak 40 milliárd euró volt). A devizatartalék szintje *megfelel a fő nemzetközi szabályoknak*, de Magyarország jelentős finanszírozási szükséglete, a magyar gazdaságpolitika iránti romló bizalom, valamint az állam gazdasági terjeszkedése *további forrásbevonást* követel, miközben a beérkező EU-transzferek mértéke korlátozott.

A *hitelminősítők* 2023-ban óvatosan *elkezdték rontani* Magyarország kilátásait, a magyar minősítés azonban mindegyiküknél továbbra is a befektetésre ajánlott kategóriában – igaz annak az alján – van, s 2023 júniusa óta nem változott. 2024-ben azonban az államháztartás helyzete, az unortodox gazdaságpolitikai lépések sora, az EU-transzferek esetleges ismételt bizonytalanabbá válása, valamint a külső egyensúly megbillenésének veszélye leminősítéssel fenyegethet.