

Kopint-Tárki Zrt.:

Inflációs hullám után, erőtlenül

**MATHEIKA ZOLTÁN – NAGY KATALIN – OBLATH GÁBOR –
PALÓCZ ÉVA***

A világgazdasági növekedést elsősorban Kína lassulása fékezi, de a fejlett országokban is lassúbb növekedés várható a következő két évben. Régióként jelentős különbségek lesznek tapasztalhatók. Kockázatot jelentenek a különböző regionális konfliktusok. Az infláció világszerte mérséklődik, ami a monetáris politikák számára is fokozatosan teret enged a lazításnak. Mivel a nyersanyagpiacok továbbra is nyugtalanok, és újabb áremelkedéseket sem lehet kizárni, a monetáris lazítás várhatóan óvatos lesz. A fiskális politika az idén nemigen ösztönzi a növekedést, mivel az elmúlt időszakban a legtöbb országban felduzzadt az adósságállomány.

2023-ban a magyar gazdaság éves teljesítménye 0,9 százalékkal (szezonálisan és a naptárhatással kiigazítva 0,7 százalékkal) volt alacsonyabb, mint egy évvel korábban. Az idei évre szerény gazdasági növekedést várunk, amit a jelentős reálkereset-emelkedés alapoz meg, de mivel – várhatóan – a háztartások óvatosak maradnak, a fogyasztási kereslet bővülése jóval halványabb lesz annál, mint amit a reálkereset-emelkedés sugallna. A belföldi piacra orientált ágazatok vállalatainak beruházásai szintén növekedésbe fordulhatnak, az exportorientált feldolgozóipar beruházásainak tavaly év végi visszaesése várhatóan szintén átmenetinek bizonyul, noha erőteljes növekedésre nem számítunk. Az állami beruházásoknál nem várható növekedés az idén. A belföldi kereslet idei élénkülése biztosra vehető, de mértékét

* *Matheika Zoltán*, a Kopint-Tárki vezető kutatója. E-mail: zoltan.matheika@kopint-tarki.hu
Nagy Katalin, a Kopint Konjunktúrakutatási Alapítvány ügyvezető igazgatója.
E-mail: katalin.nagy@kopint-tarki.hu

Oblath Gábor, a Kopint-Tárki tudományos tanácsadója. E-mail: oblath.gabor@krtk.mta.hu
Palócz Éva, a Kopint-Tárki vezérigazgatója. E-mail: eva.palocz@kopint-tarki.hu

Az elemzés a Kopint-Tárki Zrt. *A világgazdaság és a magyar gazdaság helyzete és kilátásai 2024 tavaszán* című konjunktúrajelentése alapján készült. A kiadvány szerzői: Bogóné Jehoda Rozália, Matheika Zoltán, Nagy Katalin, Oblath Gábor, Palócz Éva és Vakhai Péter. Szerkesztette: Nagy Katalin és Palócz Éva.

A kézirat 2024. április 27-én érkezett a *Külvgazdaság* szerkesztőségébe.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2024.68.3-4.38>

bizonytalanság övezi. A Kopint-Tárki jelenleg 2,5 százalékos növekedést vár az idei évre, és mérsékelt gyorsulásra számít 2025-ben.

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

Kulcsszavak: világgazdaság, Magyarország, makrogazdasági előrejelzés.

Abstract

Kopint-Tárki Zrt.:

After inflationary wave, weakly

ZOLTÁN MATHEIKA – KATALIN NAGY – GÁBOR OBLATH – ÉVA PALÓCZ

The slowdown in China is the main drag on global economic growth, but slower growth is also expected in developed countries over the next two years. There will be significant differences by region. There are risks from various regional conflicts. Inflation is moderating globally, which will also gradually allow room for monetary policies to ease. As commodity markets remain unsettled and further price increases cannot be ruled out, monetary easing is expected to be cautious. Fiscal policy is unlikely to stimulate growth this year, as debt levels have swollen in most countries recently.

In 2023, the annual output of the Hungarian economy was 0.9 per cent (0.7 per cent seasonally and calendar-adjusted) lower than a year earlier. We expect modest economic growth this year, underpinned by a significant rise in real incomes, but with households expected to remain cautious, the expansion in consumption demand will be much weaker than the rise in real incomes would suggest. Investments by firms in domestically oriented sectors may also turn to growth, while the decline in investments in export-oriented manufacturing at the end of last year is also projected to be transitory, although no strong growth is expected. Public investments are not projected to grow this year. A pick-up in domestic demand this year is a certainty, but its magnitude remains questionable. Kopint-Tárki currently anticipates Hungary's GDP to grow by 2.5 per cent this year and a moderate acceleration in 2025.

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

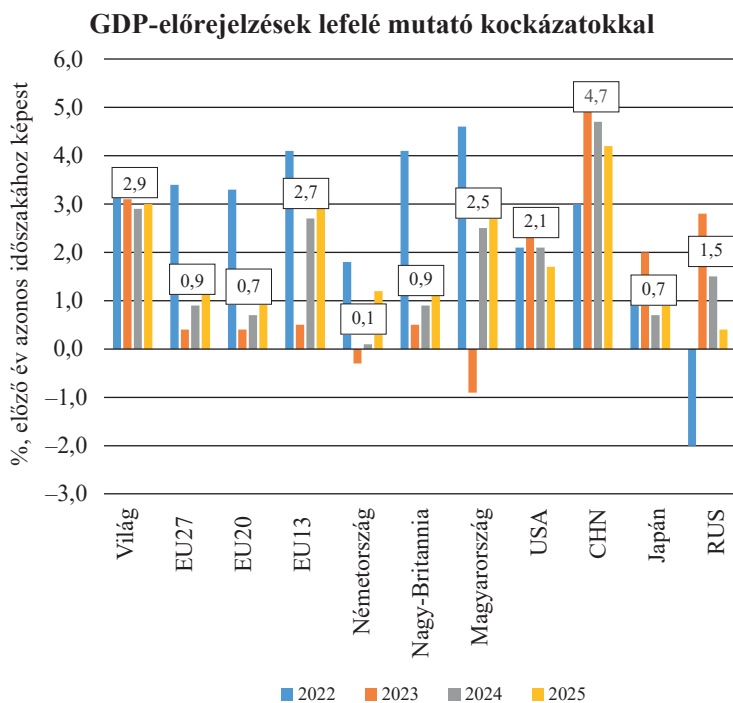
Keywords: world economy, Hungary, macroeconomic forecast.

Nemzetközi gazdaság: romló kilátások

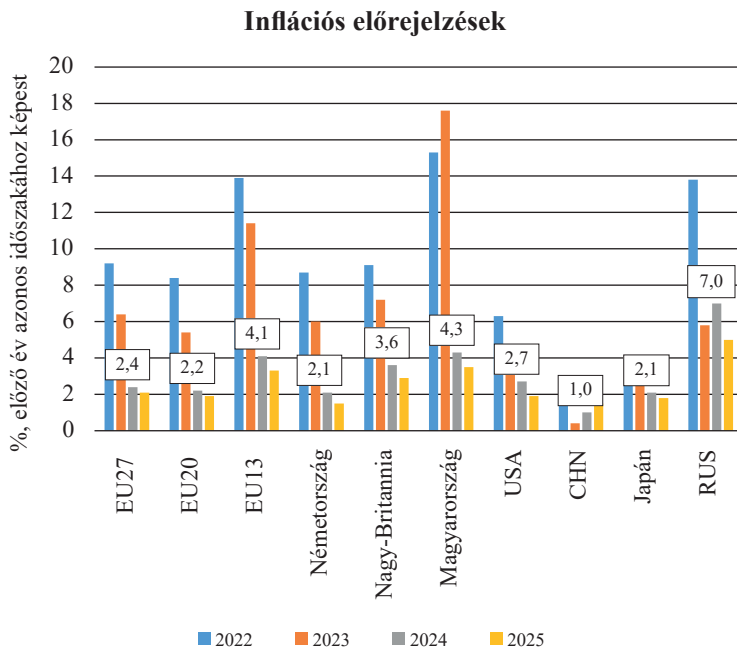
A *világgazdaság* tavaly 3,1 százalékkal bővült, az idei növekedés ennél valamivel alacsonyabb lesz (1. ábra). A növekedést elsősorban Kína lassulása fékezi, de az USA-ban is, ahol egyébként 2023-ban a vártnál robusztusabb volt a növekedés, némi lassulás lesz tapasztalható, az euróövezet pedig – főleg a gyenge német teljesítmény miatt – a tavalyi, mindössze 0,4 százalékos növekedést követően az idén várhatóan

csak stagnálni fog. Kockázatot jelentenek a különböző regionális konfliktusok: sem a gázai övezetben zajló események, sem az orosz–ukrán konfliktus kimenetele nem látszik egyértelműen, csak azt lehet feltételezni, hogy hosszan elnyúló és könnyen eszkalálódó válságokról van szó. Részben a regionális konfliktusok következtében a szállítási költségek erőteljesen emelkedni kezdtek, különösen a tengeri szállítás terén, fékezve a világkereskedelem bővülését. Az infláció világszerte mérséklődik, de a nyersanyagpiacok továbbra is nyugtalanok, és újabb áremelkedéseket sem lehet kizárni (2. ábra). Az idei évben a monetáris politika lazulására lehet számítani, de az inflációt övező bizonytalanságok miatt nem lehet tudni, hogy ez milyen gyors ütemben megy majd végbe. A fiskális politika az idén nemigen ösztönzi a növekedést, mivel az elmúlt időszakban a legtöbb országban felduzzadt az adósságállomány, így ennek kezelése szükséges. Sok helyen adókiigazításokkal, a kiadások visszafogásával próbálkoznak majd, ami inkább fékezi a növekedést.

1. ábra



Forrás: OECD, Eurostat, Kopint-Tárki.



Forrás: OECD, Eurostat, Kopint-Tárki.

A válságidőszakokban a munkaerőpiac elég ellenállónak bizonyult. A fejlett országokban egyes ágazatokban munkaerőhiány nehezíti a termelést, ami a béreket felfelé nyomja, a munkaadók és a munkavállalók konfliktusa pedig, ahol nincs megállapodás, sztrájkokhoz vezet. Demográfiai problémák, mint a lakosság elöregedése, mindenütt érződnek, még olyan országokban is, mint Kína.

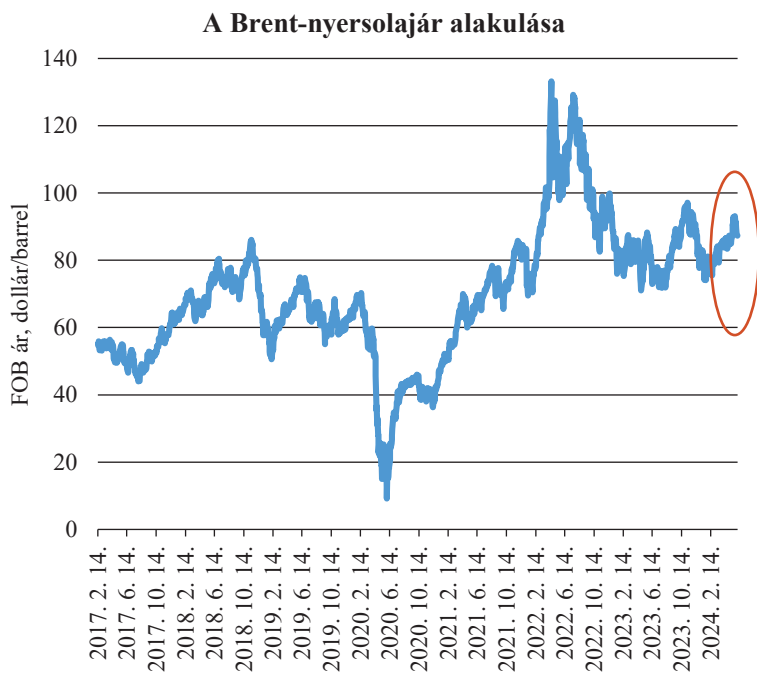
A mindenütt forszírozott zöldátmenet, a klímakatasztrófák elkerülésének szükségessége sok ráfordítást igénylő és a korábban vártnál költségesebb folyamat, amely lassan halad előre, és a klímaváltozást alig-alig fékezi. Így váratlan természeti katasztrófákra, időjárási kilengésekre továbbra is számítani lehet. Ez különösen a szegényebb országokban jelenthet majd súlyos gondokat, növeli a leszakadás veszélyét.

Az IMF rontott a világkereskedelmi kilátásokra vonatkozó idei és jövő évi prognózisán: a világkereskedelem volumene a szervezet szerint jóval a Covid előtti időszak átlaga alatt bővül majd. A lanyhulás mögött a konjunktúra, azon belül is különösen Kína lassulása áll. A világgazdaság nem tudott még stabil növekedési pályára

visszatérni, ezért egyes termékekből túlermelés, másokból hiány van. Kína nyomott áron igyekszik megszabadulni készleteitől, amit a fejlett gazdaságok nem néznek jó szemmel. A kialakult helyzeten sokat rontanak az Ádeni-öbölben történtek is. A konténerszállító hajók a dél-afrikai Jóreménység-fok körül kerülnek meg az afrikai kontinentst, ami az európai szállítások esetében legalább két hét addicionális szállítási időt, többletköltséget és – nem utolsósorban – környezetszennyezést jelent. Így a tavalyi 0,4 százalékos után az idén legfeljebb 3,3 százalékkal bővíülhet a világkereskedelem volumene, s jövőre is csak mérsékelt gyorsulás várható.

A legfrissebb adatok szerint az energiahordozók nyersanyagindexe a februári 102,2-ről 104,3-ra emelkedett. A nem energiahordozó nyersanyagok indexe 106,8-ról 109,2-re (2010 = 100), míg a globális nyersanyagindex 103,7-ről 105,9-re kúszott. Tehát az elmúlt hónapban egyértelmű felfelé mutató trend rajzolódott ki.

3. ábra

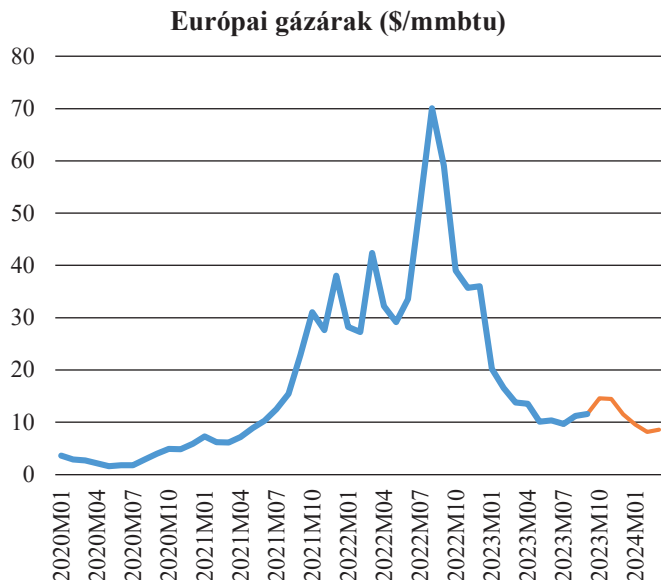


Forrás: U.S. Energy Information Administration (EIA).

A Brent-nyersolaj hordónkénti ára március közepén 85 dollár körül mozgott, április elejére 90 dollár fölé ugrott, jóval meghaladva a tavalyi (82 dolláros) éves átlagot (3. ábra). Február közepe óta az olajár némileg emelkedő trendet mutat, s a határidős ügyletek árai is feljebb kúsztak. Nagyok a kilengések a piacon, ami a fokozódó bizonytalanságot is jelzi. A különböző geopolitikai feszültségek, az orosz energialeátesítményeket ért ukrán támadások, a tengeri szállítások növekvő kockázatai az ellátási bizonytalanságotól való félelmeket erősítették. A globális olajkereslet az idén várhatóan lassabb ütemben fog bővülni, mint tavaly, amiben a konjunktúrális trendek mellett a különböző energiahatékonysági intézkedések forszírozása is szerepet játszik. Továbbra is a kínai kereslet viszi el a növekmény nagy részét, azonban a kínai növekedés lassulása a kereslet mérsékeltebb ütemű bővülését eredményezi. A globális nyersolajkínálat 1,5 millió hordóval is bővülhet naponta, annak ellenére, hogy az OPEC+ kitermelést fékező korlátozásai a félév végéig kitartanak. Oroszország a múlt hónapban tudatta a világgal, hogy a második félvév során további 471 ezer hordóval csökkenti olajkitermelését. Tehát a konjunktúrális trendek alapján inkább az olajárak mérséklődése lenne logikus, az ellátási, szállítási bizonytalanságok azonban növelik a kilengéseket a piacon, ami megmutatkozik az árak – egyelőre nem tudni, hogy átmeneti vagy tartós – emelkedésében. Azt sem lehet tudni, hogy az OPEC+ nem dönt-e a termeléskorlátozások meghosszabbításáról. Összességében az idén éves átlagban 83–88 dollár/barrel olajjára számíthatunk, jelezve, hogy felfelé és lefelé egyaránt nagyon nagy a bizonytalanság.

Az európai gázpiacon is nagy a bizonytalanság. Hiába vannak tele a gáztárolók, és hiába van mögöttünk az elmúlt évtizedek egyik legenyhébb tele, az ellátási bizonytalanságotól való félelem március első felében felfelé nyomta az árakat. Március végén viszont ismét esett a gázár, mivel a bőséges európai készletek, valamint a kedvező kínálati kilátások és a továbbra is kedvező időjárási előrejelzések lefelé nyomták az árakat. De márciusban összességében egyértelmű emelkedés volt tapasztalható (4. ábra).

A nem energiahordozók tekintetében a nyersanyagindexek stabilaknak tűnnek, ugyanakkor egyes termékek szinte megmagyarázhatatlan módon drágulnak. Az arany történelmi rekordokat dönt, mivel a világban kialakult bizonytalanság elől a befektetők egy része a nemesfémektől vár védelmet. Az erősödő protekcionista félelmek nem teljesen alaptalanok, ami kihat a beruházási és fogyasztási tervekre, közvetve pedig a nyersanyagok árára is.



Forrás: Worldbank Commodity Markets.

A legfrissebb inflációs adatok az áremelkedés ütemének további mérséklődését jelzik. Ezzel együtt az inflációs értékek még a jegybanki célértékek fölött mozognak, s számos olyan tényező van, amely újabb inflációs nyomást jelenthet: így a geopolitikai konfliktusok hatása az energiaárak alakulására, az extrém időjárás okozta kockázatok, a jelentős bérnyomás számos ágazatban és országban, valamint – az általános politikai bizonytalanság miatti – váratlan események következményei. Ebből következően még nem egészen egyértelmű, hogy a megindult dezinflációs folyamatok mennyire tartósak, ami viszont a jegybankokat továbbra is óvatosságra készíteti. A Fed az idén elkezdte a kamatsökkentési periódust, de mivel az amerikai gazdaság robusztus, nem valószínű, hogy gyors ütemű kamatvágások következnek be. A legfrissebb jelzések szerint az idén a korábban várt 3-4 helyett legfeljebb egy kamatvágásra kerül sor. Az Európai Központi Bank várhatóan júniusban igazítja ki először a kamatokat, de itt is óvatos lépésekről beszélnek, annak ellenére, hogy az európai gazdasági kilátások gyengék, az infláció viszont már a jegybanki célérték körül mozog. A brit jegybank egyelőre nem változtatott az irányadó kamatokon, s azokat a következő, májusi kamatdöntő ülésen is valószínűleg 5,25 százalékon hagy-

ja, mert az infláció még mindig túl magas, és a brit munkaerőpiac szűkössége tartós inflációs nyomást gyakorolhat a gazdaságra.

Az Európai Unió külső környezetében vegyes kép jellemző. Az *Egyesült Államok* GDP-je tavaly a vártnál robusztusabban, 2,5 százalékkal nőtt. Az idei adatok alapján egyelőre lassulásra számíthatunk. A magánfogyasztás az év első hónapjaiban csak mérsékelten bővült, januárban a kiskereskedelmi forgalom egyenesen visszaesett, az ipari termelés is lassuló trendet mutatott. Míg a lakásépítés továbbra is bővül, addig a vállalatok építési beruházásai lenyhulni látszanak, amiben a tavaly még működő állami támogatási programok kifutása is szerepet játszik. Az építési beruházások összességében azonban az idén is támogatni fogják a növekedést, mivel az elmúlt években megkezdett állami nagyberuházások még folyamatban vannak. A vállalatok által vásárolt gépek, berendezések esetében a restriktív monetáris politika hatása már tavaly is erősen érződött, és ez az idén sem lesz másképp.

Japánban 2023 második felében a gazdasági teljesítmény visszaesett ugyan, de mivel az első félévben erőteljes növekedés volt tapasztalható, tavaly a GDP összességében 1,9-2 százalékkal nőtt. Az idei évben 1 százalék körüli növekedés várható. A lassulás elsősorban a beruházások mérséklődésével függ össze, de a magánfogyasztás is lassuló ütemben bővül. A nettó export támasztja az idei növekedést, elsősorban azért, mert a lanyha belső kereslet miatt az import sokkal visszafogottabban nő, mint az export. A vállalati beruházások az idén stagnálnak, a lakásépítés pedig visszaesik; növekedés csak az állami beruházások körében lesz tapasztalható. Jövőre a vállalati beruházások valamelyest élénkülnek, de a lakásépítés továbbra is visszaesik.

Az *Egyesült Királyságban* lanyha növekedés várható. A jelenleg elérhető adatok szerint az elmúlt év második felében a brit gazdaság recesszióban volt, és éves szinten 0,3 százalékos GDP-bővülést mértek. Az idei évben is csak mérsékelt gyorsulás várható: becslések szerint 0,9 százalékkal bővülhet a brit GDP, s jövőre is nagyjából ennyivel, még akkor is, ha az év eleji adatok a vártnál kedvezőbbek. A magánháztartásokban rendelkezésre álló jövedelmek ugyan emelkednek, azonban még mindig a pandémia előtti szinten mozognak. A fogyasztói bizalmi indexek inkább lefelé mutatnak. Az alacsony növekedési prognózist is számos lefelé mutató kockázat terheli.

Mind a hazai hivatalos források, mind a nemzetközi szervezetek előrejelzései a kínai gazdaság tavalyi 5,2 százalékos növekedésének némi lassulását várják 2024-re. Ennek ellenére *Kína* továbbra is a világ gazdaság egyik leginkább dinamikus növekvő országa marad. A kitűzött növekedési cél eléréséhez egyre nagyobb kaliberű állami ösztönzőkre van szükség. Ennek legfontosabb területét az ingatlanszektor

iránti bizalom helyreállítására irányuló törekvések képezik, de a bizalom helyreállítására igen nagy szükség van a külföldi működőtőke-beruházók körében is. Nemzetközi fórumokon a kínai vezetés arra biztatja a külföldi cégeket, hogy kutatás-fejlesztési központjaik egy részét telepítsék át Kínába, folytassanak közös kutatásokat kínai szakemberekkel. Ez azt jelzi, hogy miként az ország iparosításának korábbi szakaszában, most is számítanak a külföldiek közreműködésére.

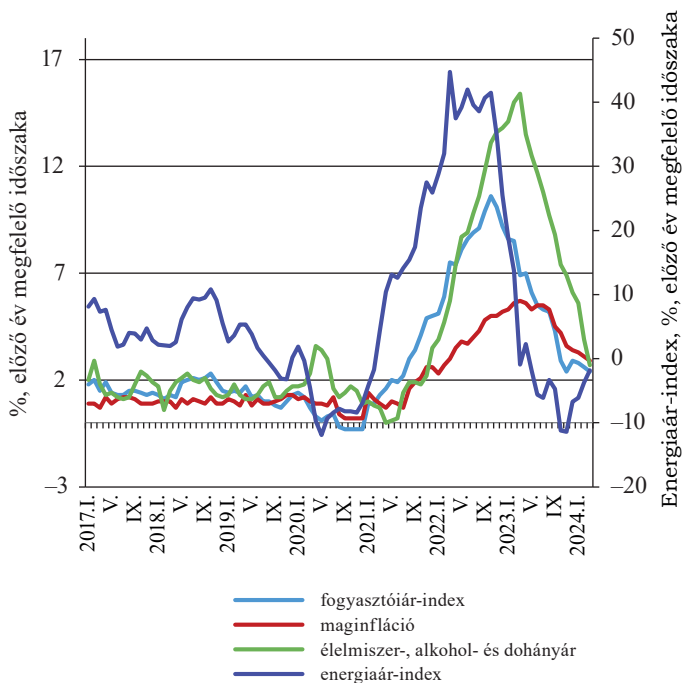
Annak ellenére, hogy a kínai gazdaság mostanság nem száguld, *Ázsia* megőrizte a világgazdaság motorjának szerepét. Előrejelzések szerint 2024-ben a világ GDP-növekményének 60 százalékát ez a kontinens fogja adni, ugyanúgy, mint tavaly, és jóval nagyobb arányban, mint a pandémia előtt. Ebben a legnagyobb érdem a számottevő gazdasági potenciállal rendelkező országok közül már évek óta a leggyorsabb növekedést produkáló Indiáé, ahol tavaly 6,7, idén és jövőre is várhatóan 6,5 százalékos lesz a GDP bővülése. A dél-kelet-ázsiai országok a Kínával szemben alkalmazott amerikai és európai protekcionista intézkedések haszonélvezőiként számos területen komoly pozíciókra tettek szert a diverzifikációra törekvő értékláncokban, különösen a zöldtechnológiák terén. Az értékláncok átszabása, a *nearshoring Latin-Amerikában* is érezteti hatását. Elsősorban Mexikó, Panama és Costa Rica élvezheti az amerikai piac közelségéből fakadó beszállítói kapcsolatok kiépítésének előnyeit. Több előrejelzés szerint 2024-ben átlagosan 3,2 százalékos GDP-bővüléssel Afrika lesz a világ második leggyorsabban növekvő régiója.

Az *euróövezet* GDP-jére a tavalyi harmadik negyedévben 0,2 százalékos visszaesés, a negyedikben stagnálás volt jellemző. Mind a magánfogyasztás, mind pedig a beruházási tevékenység gyenge teljesítményt nyújtott, s a nettó export csak minimálisan támogatta a növekedést, mivel az export az importnál kisebb mértékben lassult. A tavalyi 0,4 százalékos GDP-bővülés után az idei évre csak minimálisan gyorsabbat, 0,7 százalékot várunk, s a jövő évi élénkülés ellenére is 2 százalék alatt marad a növekedés. Ez elsősorban a beruházások továbbra is gyenge teljesítményével és az exportot övező bizonytalanságokkal magyarázható. A magánfogyasztás az idén 1 százalék körül bővíülhet, a beruházások legjobb esetben stagnálnak, az állami fogyasztás 0,9 százalék körül alakulhat. Az export minimálisan bővíül majd, míg az import 1 százalék feletti bővülése következtében a nettó export az idén inkább visszahúzza a növekedést. Az infláció csökkenése és a reálbérek emelkedése következtében a magánfogyasztás élénkülni fog. A különböző konjunktúraindikátorok enyhe élénkülést mutatnak, azonban túlzott fellendülésre nem utalnak. A feldolgozóipari termelés legfrissebb adatai is lefelé konyulnak. Az egyes országok között jelentős növekedési különbségek alakultak ki. Az euróövezet növekedését leginkább

Németország gyengélkedése húzza vissza. Európa legnagyobb gazdasága 2022 közepe óta stagnál. Főleg az ipar húzza vissza a gazdaságot, de a magánfogyasztás sem alakul fényesen, s a bizonytalanság miatt a megtakarítási hajlandóság is magas. Tavaly 0,3 százalékkal zsugorodott a német GDP, de az idei kilátások sem túl rózsásak: gyakorlatilag stagnálni fog a gazdaság, csupán 0,1 százalékos GDP-bővülés várható, ami jövőre 1,2 százalékra gyorsul. Az Ifo konjunktúra-barométer, amely tavaly november óta lefelé tendált, február–márciusban már némi javulást mutatott, ami elsősorban a szolgáltató szektornak köszönhető, mivel a feldolgozóipari vállalatok egyelőre inkább pesszimisták. Márciusban a német feldolgozóipar teljesítménye az előző évhez képest tovább csökkent, míg hó/hó alapon már némi növekedés volt tapasztalható.

5. ábra

A fogyasztóiár-index alakulása az euróövezet átlagában

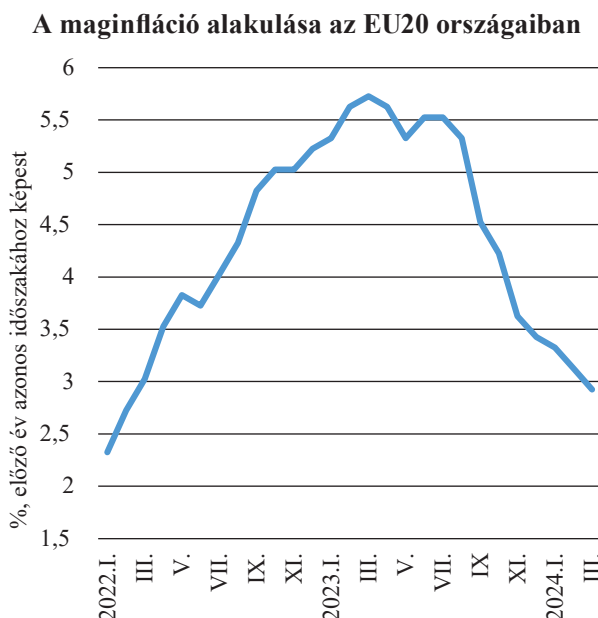


Forrás: Eurostat.

Az infláció az euróövezet minden országában lassulni kezdett (5. ábra). A 2022-ben még 8,4 százalékos inflációs ráta 2023-ra 5,4 százalékra lassult az euróövezet

átlagában, és Szlovákia kivételével már mindenütt egy számjegyű volt. Az idei évre 2 százalék körüli infláció várható, s már az idén februári 2,6 százalékos és a márciusi 2,4 százalékos adat (év/év) is biztató. A maginfláció szintén csökkenésnek indult (6. ábra). Az egyes eurózóna-országok között azonban nagyok a különbségek, s van, ahol az utóbbi hónapokban az infláció újra emelkedni kezdett. Ahogy már korábban utaltunk rá, az Európai Központi Bank legfőbb gondja a bérinfláció, mivel a feszes munkaerőpiaci helyzet következtében a legtöbb ágazatban és országban erősödnek a béremelési követelések. A fokozott bérodalmi nyomás lassíthatja az infláció mérséklődésének ütemét.

6. ábra



Forrás: Eurostat.

Az EU27 esetében is hasonló trendek jellemzők: a tavalyi 0,4 százalékos GDP-bővülés az idén legfeljebb 0,9 százalékra gyorsulhat, ami az EU13 országainak 2,7 százalékos, dinamikusabb növekedésével függ össze. A 2025-re várt 1,7 százalékos GDP-bővülés is jelzi, hogy a problémákat nem nagyon sikerült megoldani, és nagyok a lefelé mutató kockázatok.

A kelet-közép-európai térségben már csak Észtországban és Lettországban volt recesszió 2023 utolsó negyedében. Észtország gazdasága már két egymást követő évben zsugorodott, ami elsősorban az orosz piactól való túlzott (export- és import-) függőség miatt alakult ki. Horvátország 2,8 százalékos GDP-bővüléssel viszont az EU-ban az egyik legmagasabb növekedési rátát érte el 2023-ban, ami azonban főleg egyszeri hatásoknak volt köszönhető; így az egy főre jutó vásárlóerő-paritásos GDP-adatok szerint a fejlettségi rangsorban utolérte Magyarországot. (Mindkét ország 2023-ban az EU27 átlagának 76 százalékát érte el.) Az infláció mindenhol visszaszorulóban van, és a növekedés is lassan beindul, azonban a világgazdasági körülmények messze nem ideálisak, így a lefelé mutató kockázatok magasak. A régióban 2024-re 2,7 százalékos növekedés várható, ami 2025-re 3 százalék fölé gyorsulhat.

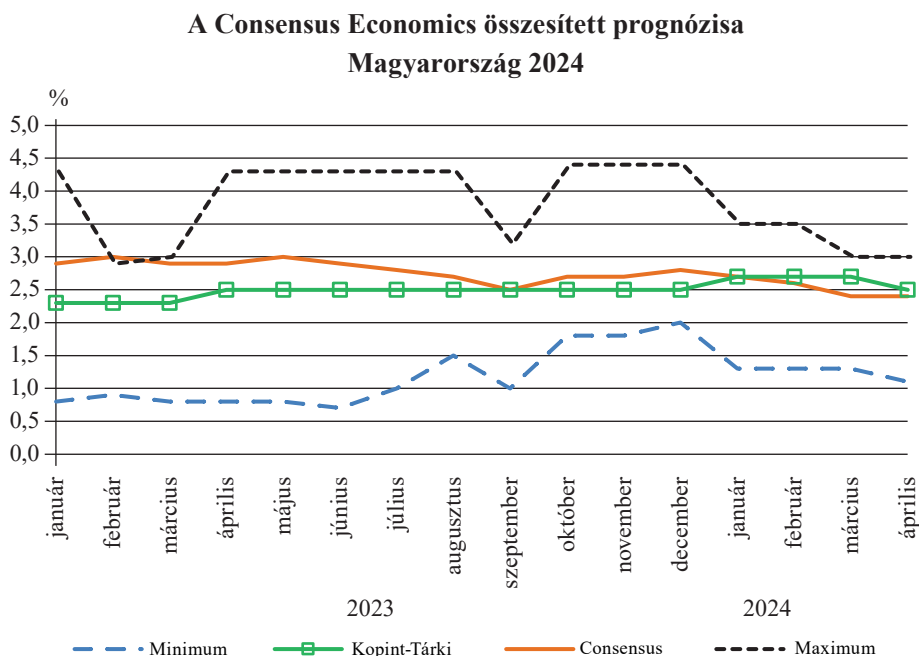
Magyar gazdaság: lassú kilábalás

2023-ban a magyar gazdaság éves teljesítménye 0,9 százalékkal (szezónálisan és a naptárhatással kiigazítva 0,7 százalékkal) volt alacsonyabb, mint egy évvel korábban. Az éves csökkenés mértéke meghaladta az elemzők többségének a várakozásait, mivel a negyedik negyedében a GDP növekedése megállt, negyedéves és éves alapon egyaránt stagnált. A szakértők 2022 végén egyöntetűen azt várták, hogy 2023 első felét még igen gyenge, feltehetőleg csökkenő teljesítmény fogja jellemezni, a második félévre azonban már növekedés bontakozik ki. Csak a változások mértékében volt különbség az elemzők között, a többség az év egészére enyhe növekedést várt (7. ábra). A Kopint-Tárki már 2022 novemberétől 0,5 százalékos visszaesést jelzett előre 2023-ra, ami akkor kifejezetten pesszimista prognózisnak számított. Az utolsó negyedévi rossz teljesítmény azonban még ennél is kedvezőtlenebb eredményt hozott.

A 2023 utolsó negyedévi megtorpanás az ideai gazdasági kilátásokat is megkérdőjelezi. Az bizonyosnak látszik, hogy a 2023 első félévi mélypontról a gazdaság a vártnál lassabban tud kilábalni. Erre figyelmeztet a GDP egyes komponenseinek a tavalyi alakulása is, különösen az utolsó negyedévi adatok. A felhasználási oldalon ugyanis 2023-ban egyedül a nettó export mutatott emelkedést, s ez sem a kivitel növekedésének, hanem az importnak az exporténál nagyobb visszaesése következtében. A belföldi felhasználás 5,4 százalékkal zsugorodott, s ezen belül mindkét főkomponense visszaesett, a lakossági fogyasztás 2,5 százalékkal, az állóeszköz-fel-

halmozás pedig közel 9 százalékkal. A visszaesés mértékét tehát csak az enyhítette, hogy a belföldi kereslet csökkenése az import összehúzóásával járt együtt.

7. ábra



Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts.

A GDP *termelési oldalán* hasonlóképpen aggasztó jeleket mutatott a tavalyi teljesítmény. A mezőgazdaságon kívül valamennyi ágazat hozzáadott értéke zsugorodott, és nem csak éves átlagban, hanem az utolsó negyedévben is. A mezőgazdaság kimagasló teljesítménye (68 százalékos növekedés) pedig részben az előző évi szárazság miatti alacsony bázis, részben a különlegesen jó időjárás következménye volt. Az ipar, az építőipar és a szolgáltatások hozzáadott értéke egyaránt visszaesett, néhány szolgáltatási ág (pl. informatika-kommunikáció, egészségügy, közigazgatás) kivételével.

Ami a háztartások fogyasztását illeti, a csillagászati magasságokba ugró *infláció* a reálkeresetek csökkenését eredményezte. A teljes munkaidős alkalmazottak nominális keresete 14,2 százalékkal nőtt ugyan, azonban az ezt meghaladó, 17,6 százalékos inflációs ráta 2,9 százalékos reálkereset-csökkenést eredményezett. A nettó reál-

kereset-tömeg ennél kevésbé, 2,4 százalékkal esett vissza, mivel a foglalkoztatás az év folyamán enyhén emelkedett. A háztartások vásárolt fogyasztása 2,5 százalékkal csökkent, a nettó pénzügyi megtakarítások megugrása, illetőleg a háztartások beruházásainak érdemi esése mellett. Habár a *reálkeresetek* a defláció következtében az utolsó negyedévben már jelentősen nőttek, a magánfogyasztás még ekkor is negatív stagnálást produkált. Ez azt sugallja, hogy a háztartások fogyasztói magatartása még az idei év számottevő részében is óvatos maradhat, noha az idén a reálkeresetek növekedési üteme akár a 8–10 százalékos tartományt is elérheti.

A bérek és fogyasztás összefüggésében fontos körülmény, hogy a GDP-statisztika jövedelemszámláinak nominális szektorszintű adatai alapján az *összes háztartási reáljövedelem* még nőhetett is 2023-ban, a megugró tulajdonosi és (kisebb mértékben) a vegyes jövedelmek miatt. Ez a makroszintű növekedés ugyanakkor a jelek szerint az év második felére esett, amikor már a munkajövedelmek reálértéke is stagnált, illetve az utolsó negyedévben nőtt. Mindenesetre a jelentős megtakarításokkal rendelkező háztartási szegmens számára a tavalyi év nem feltétlenül volt kedvezőtlen, ami egyben adalékot szolgáltat ahhoz is, hogy az óvatossági motívumon túl mi ösztönözte a pénzügyi megtakarítás meredek emelkedését 2023-ban.

Ugyanakkor a belföldi felhasználás csökkenésének domináns tényezője nem a magánfogyasztás volt, hanem a *bruttó felhalmozás* két összetevője, a bruttó állóeszköz-felhalmozás és a készletváltozás. Az állóeszköz-felhalmozás az év második és harmadik negyedévében két számjegyű ütemben, éves átlagban pedig közel 9 százalékkal zsugorodott, főképp a belföldi orientációjú ágazatokban, illetőleg a lakásberuházásoknál végbement visszaesés következtében. Az év utolsó negyedévében azonban változott a kép: immár a legfontosabb exportorientált nemzetgazdasági ág, a feldolgozóipar beruházásai is csökkenésbe fordultak, miközben az állami beruházások fellendülése következtében az összes beruházás csökkenésének üteme látványosan mérséklődött. Mindeközben a készletváltozás az egész évben negatívan járult hozzá a belföldi kereslet növekedéséhez, a negyedik negyedévben pedig – a feldolgozóipari kilátások romlásával párhuzamosan – messze a legjelentősebb lehúzó tényezővé vált.

Ezzel szemben a *nettó export* mindvégig pozitívan járult hozzá a növekedéshez, s ez annak ellenére volt így, hogy az év második felében az áruexport csökkenésbe fordult. A belföldi kereslet szűkülése az energiaárak visszaesését tükröző érdemi cserearány-javulással együtt 9,2 milliárd euróra rúgó külkereskedelmi többletet eredményezett 2023-ban, az egy évvel korábbi 9,1 milliárdos deficit után.

2023-ban a *cserearány-javulásból* eredő 5,4 százalékpontnyi árnyereség révén a belföldön felhasználható jövedelem, azaz a bruttó hazai reáljövedelem (RGDI) 4,5 százalékkal növekedett, miközben a GDP 0,9 százalékkal csökkent. Idén az importdinamika erősödése, illetőleg a visszafogott exportkilátások miatt a kiviteli többlet csökkenése várható, habár az év első két hónapjában még tovább javult a külkereskedelmi pozíció.

Az idei évre *szerény gazdasági növekedést* várunk. Ezt mindenekelőtt a jelentős reálkereset-emelkedés alapozza meg, vagyis ezúttal a háztartások széles körére kiterjedően számíthatunk a reáljövedelem számottevő bővülésére. Ugyanakkor az utolsó negyedévben látott mintázat (növekvő reálkeresetek, stagnáló vásárolt fogyasztás), illetőleg az idei év elejének viszonylagosan csalódást keltő kiskereskedelmi adata (a kiskereskedelmi forgalom volumene februárban csak a szökőnap hatás miatt tudott 4 százalékot meghaladóan nőni) figyelmeztető jel, hogy a háztartások az év számottevő részében is várhatóan óvatosak maradnak. Így a fogyasztási kereslet bővülése jóval halványabb lesz annál, mint amit a reálkereset-emelkedés sugallna. Jelenleg 3 százalékot kissé meghaladó *fogyasztásbővülést* várunk az idén. Ezzel párhuzamosan a belföldi piacra orientált ágazatok vállalatainak *beruházásai* szintén növekedésbe fordulhatnak, ugyanakkor az exportorientált feldolgozóipar beruházásainak tavalyi év végi visszaesése várhatóan szintén átmenetinek bizonyul. Ám a növekedés üteme feltehetően szerény marad. Ez érvényes a háztartások lakásberuházásaira is, a családok otthonteremtési kedvezménye, a csok plusz és az év második felében felhasználható házfelújítási támogatás mellett is. Az állami beruházásoknál nem várható növekedés az idén.

Tehát a belföldi kereslet élénkülése – ha nem számolunk valamilyen drámai, előre nem látott sok bekövetkezéssel – biztosra vehető, habár annak mértéke körül vannak bizonytalanságok. Jelenleg a bruttó belföldi felhasználás 3 százalék körüli bővülésére számítunk 2024-ben. Az exportkeresletet illetően nagyobb a homály. A nemzetközi híradások egyelőre távolról sem egyértelműen utalnak élénkülésre, főként nem Németországban.

A Kopint-Tárki jelenleg *2,5 százalékos növekedést* vár az idei évre, és mérsékelt gyorsulásra számít 2025-ben.

Államháztartás, infláció, pénzügyek: beragadt hiány

Az előző évek költségvetési fiaskóit követően 2024-re az *államháztartás állapota* olyan súlyossá vált, ami nemcsak a pénzügyi egyensúlyt, hanem a reálgazdasági kilátásokat is komolyan veszélyezteti. 2020 és 2024 között a költségvetési törvények előirányzatai messze nem teljesültek: a 2,9–3,3 százalékos tervezett hiányt rendre 7 százalék körüli tényleges deficit követte. 2020-ban ez még magyarázható volt a pandémia minden gazdasági mutatót felforgató hatásával, 2021-től azonban a többi EU-tagországban már határozott fiskális konszolidáció kezdődött el, a magyar költségvetés azonban beragadt ezen a magas hiányszinten. 2022-ben és 2023-ban a magyar államháztartási hiány a második legmagasabb volt az EU-ban, csupán Olaszország előzte meg. Hasonló helyzet alakult ki, mint a 2000-es évek közepén, amikor ez a két ország versengett a legmagasabb költségvetési hiány kétes dicsőségéért.

A 2023. évi költségvetési törvény, amelyet az Országgyűlés 2022 júniusában fogadott el, az államháztartás hiányát a GDP 3,3 százalékában határozta meg. Az év folyamán ez az előrejelzés többször változott, legutóbb december 30-án a GDP 5,9 százalékára. Végül az államháztartás uniós elszámolású (ESA) hiánya a GDP 6,7 százaléka lett, a pénzforgalmi deficit pedig majdnem pontosan a tervezett hiány (2352 milliárd forint) dupláját tette ki (4593 milliárd forint).

A hiánytúllépés részben a félretervezett gazdasági növekedés elmaradásából származott: a költségvetési törvény alapját 4,1 százalékos GDP-növekedési előrejelzés képezte, amely már 2022 júliusában is kevésbé volt reális. Ugyanakkor tény, hogy a tervezés időszakában a 0,9 százalékos gazdasági visszaesés még nem volt érzékelhető. Ez a költségvetési törvény túlságosan korai, a megfelelő információk hiányában történő elfogadásának a problémájára mutat rá. 2024 áprilisában a pénzügyminiszter bejelentette, hogy a kormány szakít a túl korai költségvetési tervezés gyakorlatával, és a 2025-ös költségvetést csak novemberben nyújtja be. Ezzel az intézkedéssel a félretervezés esélye mérséklődik, mivel a korábbi rendszer visszaállítására lehetővé teszi a reálgazdasági feltételek jobb előrejelzését és a várható költségvetési kötelezettségek és bevételek jobb tervezését.

A 2023. évi magas deficitet a költségvetésben fennálló súlyos strukturális problémák, az állami kiadások túlzottan magas szintje mellett két fontos tényező okozta. Egyrészt 2023-ban az ESA-egyenelet a GDP mintegy 1 százalékát kitevő uniós elszámolási tétel rontotta, amely a 2014–2020-as EU-támogatási ciklusban történt kerettúllépés miatt került elszámolásra. Ez 2024-ben már nem fog megisméltódni. Másrészt a hiányt növelte a költségvetés év végi költekezése, ami korántsem új je-

lenség. Az elmúlt évek minden utolsó negyedévi hiánya a szezonálisan kiigazított GDP 10 százaléka felett volt (2023-ban 10,4 százalék). 2023 utolsó negyedében az államháztartás kiadásai az időarányos GDP 56 százalékát tették ki, miközben az éves átlag 50 százalék körül ingadozott. A 2024. évi hiány mértéke tehát attól is függ, hogy a súlyos költségvetési helyzet láttán a kormány szakít-e az év végi költségek gyakorlataival.

A költségvetés 2024. évi hiányát a 2023 nyarán elfogadott törvény a GDP 3,1 százalékában, az elsődleges hiányt pedig 0 százalékában határozta meg, 4 százalékos gazdasági növekedés mellett. Azóta a kormány a várható gazdasági növekedést 2-3 százalékra, az államháztartás hiányát pedig a GDP 4,5 százalékára (4 ezer milliárd forintra) módosította.

Ezzel szemben az első három hónapban a pénzforgalmi hiány (2321 milliárd forint) ennek az újratervezett deficitnek már az 58 százalékát is elérte. Kétséges, hogy a következő háromnegyed évet ezek után sikerül-e „megúszni” 1680 milliárd forintos hiánnyal. Tény, hogy az első háromhavi rekordhiányt egyedi (bár nem váratlan) tényezők is okozták (13. havi nyugdíj és az államkötvények kamatfizetései). Vanak azonban az egész évet jellemző negatív tényezők is. Az áfabevétel előirányzata (23 százalékos növekedés az előző évhez képest!) a költségvetési törvényben messze eltúlzott volt, itt mintegy ezermilliárd forintos elmaradás várható, még a fogyasztás némi élénkülése mellett is. A kamatfizetések pedig a GDP 4,8 százalékát fogják kitenni, ami plusz 800 milliárd forinttal terheli meg a büdzsét.

Ugyanakkor a kormány által 2024 áprilisában bejelentett 675 milliárd forintnyi állami beruházás elhalasztásáról nem jelent még meg semmilyen konkrétum. Az azonban biztos, hogy ez a döntés – még ha megvalósul is – önmagában nem oldja meg a költségvetés idej gondjait.

A fenti megfontolások alapján 2024-re a Kopint-Tárki 5,5 százalék körüli GDP-arányos államháztartási hiányt jelez előre.

A *monetáris politikát* az elmúlt hónapokban megfelelő óvatosság jellemezte. Az infláció fokozatos lassulásával párhuzamosan a jegybank 2023 májusában hozzáfogott a 2022 októberében rekordnagyságúra felemelt, 18 százalékos irányadó ráta (az *overnight* betéti gyorstender kamata) csökkentéséhez. A havi 100-100 bázispontos csökkentéssel szeptemberre az irányadó ráta elérte az alapkamatot (13 százalék). A két kamatszint egységesítését és a napi forinttenderek megszüntetését követően megkezdődött az alapkamat csökkentése, havonta 75–100 bázisponttal, aminek eredményeként 2024 március végére az 8,25 százalékra csökkent. Áprilistól a jegybank lassabb, 50 pont körüli csökkentés mellett döntött.

Az óvatosságra igencsak szükség van. Nemcsak az infláció újbóli feléledésének veszélye miatt, hanem a forint árfolyama és az állampapírpiazi hozamok védelme szempontjából. Jelenleg ugyanis mind az infláció, mind a monetáris kondíciók igen érzékeny és sérülékeny állapotban vannak. Ami az inflációt illeti, a 2023 januárja óta hónapról hónapra tartó csökkenés 2024 elején folytatódott ugyan, az év folyamán azonban ez a folyamat várhatóan megtörik. A kereslet túlszótózkodása esetén pedig nem zárható ki az ismételt feléledése.

A jegybanki *alapkamat* az árfolyam alakulása szempontjából is érzékeny tényező. A forint euróval szembeni árfolyama 2023-ban viszonylag stabil volt, a 370 és 390 közötti sávban ingadozott. 2024 elején azonban már 400 forint felé közeledett, és nagy a valószínűsége annak, hogy az év folyamán át fogja lépni ezt határt. Amennyiben ez fokozatosan megy végbe, az nem okoz jelentős kihívást, a jegybanki kamatok túlságosan radikális csökkentése azonban a mostani felfokozott pénzpiaci körülmények között gyorsítaná az árfolyamgyengülést, ami az importált inflációra is kedvezőtlen hatással lehet.

Hasonlóképpen, a jegybanki alapkamat az állampapírpiazi hozamokat is befolyásolja. Az alapkamattal párhuzamosan az állampapírpiazi hozamok is mérséklődtek, bár 2024 januárjától ismét enyhe növekedésnek indultak, és a hosszú hozamok a januári 6,1 százalékról április végére 7,1 százalékra emelkedtek.

A forinthatlakamatok alakulásában eddig csak mérsékelten tükröződött a jegybanki alapkamat és az állampapírpiazi hozamok csökkenése. A kormány és a bankszektor közötti 2023. októberi megállapodás a vállalati forgóeszközhitel és a lakossági lakáshitelek kamatplafonjának önkéntes alkalmazására felgyorsíthatja a kamatok csökkenését, bár az előbbi terén a megállapodás nem valósult meg maradéktalanul. A lakáshitelek felvétele azonban az év folyamán élénkülhet.

2024 első 3 hónapjában folytatódott a havi *fogyasztóiár-index* 2023 januárjában megkezdődött csökkenése. Idén azonban már nem várható a mérséklődés töretlensége, mivel az év közepén a mélypontját elérő fogyasztóiár-index az év végére némileg emelkedhet, elsősorban a bázishatás miatt. Az év átlagában 4,3 százalékos inflációt várunk, az év végére pedig 4,5-5 százalékot – feltéve, hogy a költségvetés kritikus helyzete miatt a kormány nem vezet be az árak emelkedését kiváltó intézkedéseket. Jelentős adóemelések esetén, amelynek a lehetőségét nem lehet kizárni, a fogyasztóiár-index az 5 százalékot is átlépheti.