



# **Konjunktúrajelentés**

A világgazdaság és a magyar gazdaság helyzete  
és kilátásai 2023 telén

**2023/4**

Lezárva: 2024. január 10.

**A jelentést készítették:**

Bogóné Jehoda Rozália  
Matheika Zoltán  
Nagy Katalin  
Oblath Gábor  
Palócz Éva  
Vakhal Péter

**Szerkesztette:**

Nagy Katalin  
Palócz Éva

Készült a Kopint-Tárki Konjunktúrakutató Intézet Zrt és a Kopint Konjunktúra Kutatási Alapítvány együttműködésében.

ISSN: 0865-7645

E kiadvány a Kopint-Tárki Konjunktúrakutató Intézet Zrt. engedélye nélkül nem sokszorosítható!

A Zrt. címe: 1112 Budapest, Budaörsi út 45.

Telefon:309-2695 Telefax: 309-2647

[www.kopint-tarki.hu](http://www.kopint-tarki.hu)

[info@kopint-tarki.hu](mailto:info@kopint-tarki.hu)

# Tartalom

<b>Összefoglaló.....</b>	<b>4</b>
<b>Nemzetközi gazdaság .....</b>	<b>4</b>
<b>A magyar gazdaság .....</b>	<b>6</b>
<b>Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa.....</b>	<b>8</b>
<b>I. A világgazdaság .....</b>	<b>9</b>
A világgazdasági helyzet .....	9
Világkereskedelem.....	9
Nyersanyagpiacok .....	10
Monetáris politika .....	12
Az Európai Unió külső környezete .....	14
Euróavezeti kilátások .....	15
Közép-Kelet Európa.....	16
<b>II. A magyar gazdaság .....</b>	<b>21</b>
Makrogazdasági helyzetkép és kitekintés.....	21
A növekedési komponensek alakulása.....	21
2024. évi előrejelzés .....	25
Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok .....	27
Államháztartási folyamatok .....	27
Államadósság .....	28
Infláció .....	29
Pénz- és tőkepiaci folyamatok.....	30
Jegybanki kamatok és árfolyam .....	30
Állampapír-piaci hozamok és hitelkamatok .....	31
Vállalati és lakossági kamatok .....	32

## Összefoglaló

### *Nemzetközi gazdaság*

A **globális növekedés** tavaly – az OECD legfrissebb előrejelzése szerint – 2,9% körül alakulhatott, s 2024-ben némi lassulás várható (2,7%). A növekedés alakulása elsősorban a gyorsan növekvő ázsiai országok teljesítményétől függ. Az egyes régiók közötti különbségek változatlanul jellemzőek lesznek: míg Kínában és Indiában az idén és jövőre is erőteljes növekedésre lehet számítani, addig az USA-ban vagy Európában szerényebb GDP bővülés várható. A legtöbb előrejelzés arra számít, hogy az infláció az idén tovább mérséklődik, az élelmiszer- és energiaárak, ha nem is egészen a korábbi, de alacsonyabb szintekre térnek vissza, és a fogyasztói árindex a legtöbb ország esetében újra a jegybanki célértékek körül mozog majd. A legtöbb OECD-országban a GDP-arányos adósságráta továbbra is igen magas, és a demográfiai trendek, valamint a klímaváltozás következményeinek kezeléséhez kapcsolódó költségek tovább nyomhatják felfelé ezeket a rátákat, ezért egyéb területen a fiskális politikának restriktív kurzust kell követnie.

2023 harmadik negyedévében tovább folytatódott a **világkereskedelmi folyamatok** negatív trendje. Az áruforgalom több, mint két százalékkal esett vissza világszerte, a fejlett országok importja még ennél is jobban, mintegy 4%-kal. A romló konjunkturális folyamatok az OECD országokban egyértelműen a visszafogták az áruimportot. Ennek egyik legnagyobb vesztese eddig Kína, ahol az áruexport alig 1,5%-kal bővült az év első 9 hónapjában, ami meglehetősen elmarad a korábbi évek, nem ritkán kétszámjegyű bővülésétől. 2023-ban a világkereskedelem legfeljebb 0,9%-kal bővíthetett, míg 2024-ben 2-4% közötti növekedést várunk az áruk és szolgáltatások világkereskedelmében, ami feltételezi, hogy az európai országokban a 2023-ban visszafogott fogyasztás újra megélénkül.

A legfrissebb adatok szerint az **energiahordozók** összesített árindexe – havi bázison – a szeptemberi átmeneti emelkedés után már három egymást követő hónapban (októberben-novemberben és decemberben) csökkent. A **Brent nyersolaj** ára tavaly éves átlagban 82,4 dollár volt. Július második felétől elindultak az árak felfelé, majd novemberben – részben az enyhe időjárás, részben a rosszabbodó konjunkturális előrejelzések következtében – a nyersolaj ára újra mérséklődni kezdett, s tavaly december végére 76-78 dolláron stabilizálódott. Az idén a különböző előrejelzések szerint akár túlkínálat is kialakulhat, így az árszint – éves átlagban – nem lesz magasabb a tavalyinál. A **gázárak** jelenleg csökkenő trendet követnek: 2023 végén az európai gázárszint már csupán egyharmada volt a tavaly december végének. Azonban egy keményebb téli időszak miatti keresletnövekedés vagy a kínai kereslet növekedése, esetleg átmeneti ellátási zavarok feljebb nyomhatják az árakat, tehát megmaradt a bizonytalanság a piacon. A **nem energiahordozó nyersanyagárak** csökkenése 2023-ban folytatódott különösen az élelmiszerek és az ipari fémek terén. A 2024-ben a nyersanyagárak stagnálása feltehetően folytatódik, mivel csupán enyhe javulás várható a globális konjunktúrában. Egyre nagyobb bizonytalansági tényezőt jelent azonban az éghajlatváltozás, ami egyes élelmiszerek esetében komoly ellátási zavarokat okozhat világszerte.

A **monetáris politika** terén változásokat várunk az idén, hiszen a legfrissebb inflációs adatok az áremelkedés ütemének további mérséklődését jelzik, s a maginfláció is megindult lefelé. Ugyanakkor számottevő lazításra egyelőre nemigen lehet számítani. A FED legutóbbi megnyilvánulásai alapján arra lehet következtetni, hogy az idén (esetleg már márciusban) elindul a kamatok normalizálódása, de hogy milyen ütemben, az még kétséges. Az EKB, amely tavaly szeptemberig emelte a kamatokat, decemberi ülésén ugyan nem változtatott az irányadó kamatokon, de bejelentette, hogy 2024 második felétől kisebb mennyiségben fekteti be újra lejáró kötvényeiből felszabaduló összegeket, azaz mennyiségi szigorítást hajt végre. Az EKB attól tart, hogy a legtöbb inflációs mutató ugyan csökken, de a béroldali nyomás még fennmaradhat. Az infláció visszaszorulása Európában nem egyértelműen pozitív, hiszen a gazdasági növekedés lassulásával is összefügg. A legfrissebb feldolgozóipari hangulatindexek is a termelés újabb visszaesését sejtetik, s Európa legnagyobb gazdasága, Németország továbbra is a recesszió szélén táncol. A pénzügyi befektetők ugyanakkor optimistábbak, s az eredetileg vártnál gyorsabb kamatcsökkentésre számítanak.

Az **Európai Unió külső környezetében** is csak mérsékelt növekedésre lehet az idén számítani. Az USA-ban a hard landing ugyan elkerülhető lesz, de a növekedés a tavalyi 2%-ról 1,5%-ra lassul, Japánban is csupán 1% körüli GDP bővülés várható az idén. Az Egyesült Királyságban – a restriktív fiskális politika és a továbbra is inkább szigorú monetáris politika következtében – a tavalyi 0,5% körüli növekedés az idén sem lesz sokkal erőteljesebb. Kínában is lassul a növekedés: ugyan az idénre várt 4,7%-os GDP bővülés a fejlett országokéhoz képest robusztusnak számít, de a globális trendek szempontjából a kínai kereslet lassúbb bővülése mindenképpen érzékelhető lesz.

A kedvezőtlen külső környezet és egyes országok belső problémái következtében az **Európai Unió** esetében is csak mérsékelt élénkülés várható idénre. A tavalyi 0,5%-ra becsült GDP bővülés az idén legfeljebb 1%-ra gyorsulhat. Az *eurózóna* esetében, főleg a lassú német növekedés következtében, az idén legfeljebb 0,8%-os GDP bővülés várható. A külső környezet és az orosz-ukrán konfliktus bizonytalanságai lefelé mutató kockázatot jelentenek a térség számára. A hangulatindikátorok egyelőre még nem nagyon biztatóak, a feldolgozóipari kibocsátás pedig csökken. Az infláció mérséklődése és a továbbra is stabil munkaerőpiaci trendek élénkíthetik az idén a magánfogyasztást, míg a bizonytalan piaci kilátások és a továbbra is szigorúbb finanszírozási feltételek fékezik a magánberuházásokat. Az *EU-13* országai ugyanakkor, amelyek 2023-ban összességében 0,4%-kal bővültek, s hat ország esetében enyhe visszaesés volt tapasztalható, 2024-ben már erőteljes, 3% körüli növekedést produkálhatnak. Ezekben az országokban az infláció továbbra is magasabb, mint a többi uniós országban, azonban az áremelkedés üteme itt is egyértelműen lassul. A térségben közepesen erősen lefelé mutató kockázatokra lehet számítani 2024-ben. Az energiapiaci diverzifikáció egyelőre még gyerekcipőben jár a nyugat-európai tagállamokhoz képest, a globális konjunkturális lassulás pedig fékezi az olyan exportvezérelt gazdaságokat, mint amilyenek a Visegrádi Négyek. Az orosz-ukrán háború kimenetele továbbra is rendkívül bizonytalan, az energiahordozók árainak (és egyben elérhetőségének alakulása) terén szintén nagy a bizonytalanság.

## A magyar gazdaság

A **GDP** év/éves visszaesése 2023 harmadik negyedévében is folytatódott, habár az esés üteme 0,4%-ra lassult. A lassan véget érő reálkereset-csökkenés ellenére a háztartások továbbra is csökkentették fogyasztási kiadásait, és a jelek szerint még inkább csökkentették beruházási kiadásait. Ez utóbbi, párosulva az állami kereslet visszafogásával és a vállalati szektor jelentős része által megszenvedett kereslethiánnyal, a harmadik negyedévben is a beruházások meredek eséséhez vezetett. Az összes belföldi felhasználás 5,2%-kal zsugorodott a harmadik negyedévben. A nettó export pozitív növekedési hozzájárulása ezt kis híján ellensúlyozni tudta, ám ez a pozitív hozzájárulás az áruimport súlyos visszaesésének, nem pedig a jó exportteljesítménynek volt köszönhető. A belföldi felhasználás az utolsó negyedévben is csökkent, ám a jelek szerint a nettó export okozta növekedési impulzus felülmúlta, így az első három negyedév 1,2%-os GDP-csökkenése után az **egész éves gazdasági visszaesés 0,5%-os** lehetett. Az **idei évben** a GDP mérsékelt – **2,5-3%-os** – bővülését már főként a belföldi kereslet fokozatos újraéledése táplálhatja.

Az **ipari termelés** év/éves visszaesésének üteme a második negyedévben tetőzött, de az átlagos visszaesés még október-novemberben is meghaladta az 4%-ot. A belföldi értékesítés szintje csak lassan távolodik a mélyponttól, miközben az exportértékesítés is egyhelyben toporog. A tavalyi 5% körüli visszaesés után az idén 4% körüli növekedés remélhető, bár az exportpiacok alakulása bizonytalan. Az **építőiparban** a harmadik negyedévben lassult a visszaesés, de javuló trendről egyelőre nem beszélhetünk, és az idén is stagnálás, vagy csak nagyon szerény bővülés várható.

A bruttó nominális **keresetek** a harmadik negyedévben is 15%-hoz közeli ütemben nőttek. Az infláció mérséklődése és a folytatódó létszámemelkedés mellett ez a **reálkeresettömeg** jelképes mértékű bővülését eredményezte. Ezzel együtt a **magánfogyasztás** visszaesése (lassuló ütemben) folytatódott a harmadik negyedévben. Éves átlagban 1,5% körüli csökkenésre számítunk.

A nemzetgazdasági **beruházások** visszaesésének üteme a harmadik negyedévben is meghaladta a 10%-ot, miután a háztartások, valamint a belföldi orientációjú és ezen belül az állami kereslettől függő ágazatokban működő vállalatok továbbra is visszafogják beruházásaikat. Eközben ugyanakkor a feldolgozóipari beruházások bővülése folytatódik, habár ez távolról sem minden feldolgozóipari ág esetében mondható el. 2024-ben a háztartások javuló jövedelmi helyzete, a lassan élénkülő belföldi kereslet és a felemás állami ösztönzés hatására a beruházások szerény ütemben nőhetnek.

Az **áru-külkereskedelem** mérlege rekordütemben javult 2023-ban, az év előrehaladtával egyre inkább a belföldi felhasználás zsugorodása által sújtott import csökkenése, illetőleg az energiaárak csökkenését tükröző érdemi **cserearány-javulás** betudhatóan. Az idén az import némileg bővülni fog a belföldi kereslet feléledése miatt – a szerény növekedéssel jó eséllyel az export is tudja majd tartani az ütemet, bár a világgazdasági bizonytalanságok miatt ez nem vehető teljesen biztosra.

A **foglalkoztatottak** száma éves összehasonlításban még mindig emelkedik: szeptember-novemberben a növekedés üteme 0,9%-os volt. A munkanélküliek száma érzékelhetően, a **munkanélküliségi ráta** pedig kismértékben emelkedni kezdett, ugyanakkor az összes nem-dolgozók száma továbbra is csökken.

A Kopint-Tárki prognózisa szerint 2023-ban a **kormányzati szektor hiánya** a GDP 6%-át teheti ki. A végleges adat attól függ, hogy a kormány az év végén milyen mértékű költségek mellett dönt. Mivel az EU által alkalmazott „Túlzott Deficit Eljárás” (EDP) lényegében 2024-től lép érvénybe, feltehető, hogy a kormány minél több kiadást még a 2023. évi költségvetésben igyekszik megvalósítani, hogy ezzel tehermentesítse a jövő évi költségvetést. 2024-ben a GDP-arányos hiány kedvező esetben 4%-ra csökkenhet. Lényeges kockázati tényezők a tervezettnél magasabb kamatkidadások, valamint a kormány által előrejelzettnél alacsonyabb gazdasági növekedés, ami a tervezettől elmaradó adóbevételel járhat.

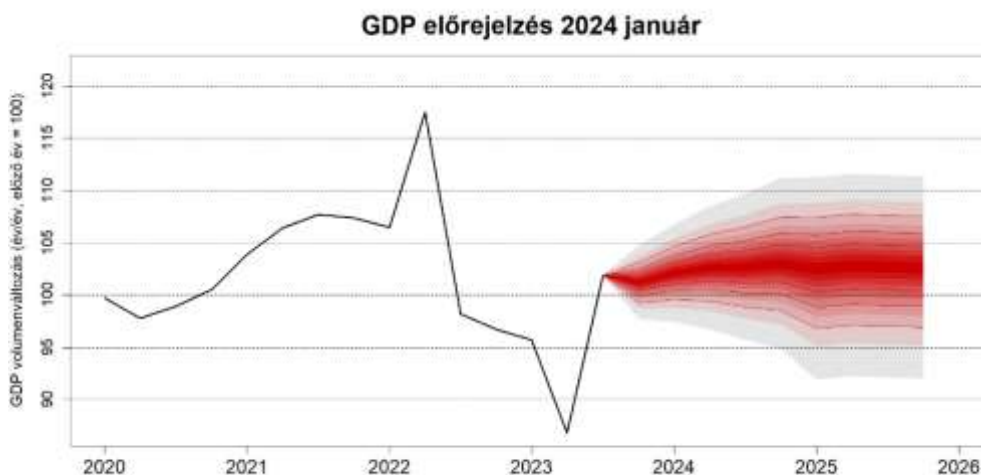
Az adósságráta várhatóan tovább csökken, de a tervezettnél lassabban: a **GDP-arányos államadósság** 73,5% körüli szintre mérséklődhet az idén, majd jövőre megközelítheti a 72%-ot.

A **jegybanki alapkamat** 2023. decemberre 10,75%-ra csökkent és az infláció további mérséklődésével párhuzamosan 2024-ben a kamatcsökkentés folytatására lehet számítani (5-6% körüli szintre). A **forint euróval szembeni árfolyama** az év folyamán viszonylag stabil volt, 380 forint körül ingadozott. Ez pozitív fejlemény annak tükrében, hogy a jegybanki kamatok folyamatos csökkentése nem járt együtt a spekulatív tőke olyan mértékű elfordulásával, ami az árfolyamot érzékelhetően gyengítette volna.

Az **állampapír-piaci hozamok** 2023 végére valamennyi lejáraton csökkenő pályára kerültek, ezen belül a hosszú hozamok csökkenése erőteljesebb volt. Ennek következtében a hozamgörbe lapossá vált.

A **forinthitel-kamatok** alakulásában eddig csak korlátozottan tükröződött a jegybanki alapkamat és a hozamok csökkenése. Mind a nem-pénzügyi vállalatok, mind a háztartások által fizetett kamatok továbbra is nagyon magasak, ami a hitelfelvétel zsugorodását váltotta ki.

A **fogyasztói árindex** 2023. folyamán hónapról-hónapra csökkent: a januári 25,7%-ról decemberre 6% körüli szintre. Így az éves árindex 17,5% körül lehetett. 2024-re az infláció további mérséklődésére számítunk, az éves árindex – pótlólagos központi áremelések nélkül – 5% alatt lehet. Amennyiben azonban a költségvetés feszített helyzete további áremeléseket vált ki, az infláció 5-6% között lehet. Ma például még beláthatatlan, hogy a közlekedési tarifák átalakítása milyen inflációs hatással lesz.





## Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa

(éves változás, százalék)

	Tényadatok					Előrejelzés			
	2022	2023				2023		2024	2025
		I. né.	II. né.	III. né.	okt.- nov.	2023 szept.	2024 jan.	2024 jan.	2024 jan.
<b>GDP-aggregátumok reálnövekedése</b>									
GDP összesen	4,6	-0,9	-2,4	-0,4		-0,5	-0,5	2,7	3,5
Belföldi felhasználás	3,7	-4,4	-8,0	-5,2		-3,7	-4,7	2,7	3,4
Magánfogyasztás	6,4	-3,6	-1,9	-0,9		-1,5	-1,5	2,8	3,0
Közösségi fogyasztás	0,4	-5,1	1,0	4,4		-1,0	0,5	0,5	0,5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	0,1	-3,9	-15,2	-15,1		-7,1	-10,7	3,2	4,3
Bruttó felhalmozás összesen	-0,1	-3,2	-21,6	-15,7		-8,0	-12,0	3,2	4,3
Export	12,6	6,6	0,3	-3,6		2,5	0,8	3,0	4,0
Import	11,6	2,3	-6,0	-8,7		-1,2	-3,9	2,9	3,5
<b>Ipari termelés</b>	6,1	-3,4	-6,2	-5,1	-4,5	-4,0	-5,0	4,0	5,0
<b>Fogyasztói árindex</b>	14,5	25,4	21,9	15,4	8,9	17,7	17,5	4,5	3,5
<b>Foglalkoztatás, jövedelmek</b>									
Foglalkoztatottak számának növekedése <sup>a</sup>	1,3	0,5	0,7	0,5	0,9 <sup>f</sup>	0,3	0,5	0,7	0,7
Foglalkoztatási ráta <sup>a</sup>	64,1	64,2	64,6	64,8	65,1 <sup>f</sup>	64,5	64,7	65,4	65,8
Munkanélküliségi ráta <sup>a</sup>	3,6	4,1	3,9	4,1	4,3 <sup>f</sup>	4,1	4,1	3,8	3,4
Termékegységre jutó bérköltség <sup>b</sup>	1,5	16,0	23,3	24,8		13,5	25,2	5,4	4,1
Bruttó nominális keresetek <sup>c</sup>	17,4	10,8	16,5	14,8	14,0 <sup>g</sup>	15,0	14,5	10,0	8,0
Nettó reálkeresetek	2,5	-11,6	-4,6	-0,5	3,7 <sup>g</sup>	-2,5	-2,6	5,3	4,3
Megtakarítási ráta a GDP %-ában <sup>d</sup>	3,9	4,6	5,6	6,2		6,5	6,6	6,5	6,0
<b>Folyó fizetési és tökemérleg</b> a GDP %-ában	-6,2	-1,8 <sup>h</sup>	2,9 <sup>h</sup>	1,5 <sup>h</sup>		-0,5	1,4	1,9	1,9
<b>Államháztartás</b>									
Államháztartási egyenleg, a GDP %-ában	-6,2	-9,7	-3,1	-3,7		-5,2	-6,0	-4,0	3,5
Bruttó államadósság, a GDP %-ában	73,9	75,4	75,2	75,0		71,9	73,5	72,0	70,0
Rövidtávú hozam (3 hó), időszak vége	12,32	14,48	10,03	8,17	6,23 <sup>i</sup>	7,0	7,0	6,0	5,0
Hosszút. hozam (10 év), időszak vége	8,98	8,44	6,98	7,40	5,86 <sup>i</sup>	7,0	6,5	5,5	5,0
<b>Nemzetközi feltételek</b>									
Nemzetközi kereskedelem volumene	5,4					0,9	0,9	3,5	
Brent olajár (\$/hordó, időszakai átlag)	101,0	81,1	78,3	86,7	84,0 <sup>e</sup>	84,0	82,4	82,0	84,0
GDP-változás az eurózónában, %	3,5	1,5	0,3	-0,3		0,6	0,5	0,8	1,4
GDP-vált. az új EU-tagországokban, %	4,0	-0,1	0,0	0,8		0,9	0,4	3,0	3,7
Forint/euró, időszakai átlag	391	389	373	384	382 <sup>e</sup>	385	382	385	385
Dollár/euró, időszakai átlag	1,06	1,07	1,09	1,09	1,08 <sup>e</sup>	1,07	1,08	1,08	1,08

a Munkaerő-felmérés alapján, időszakai átlag, 15-74 éves népesség. A közfoglalkoztatottak a foglalkoztatottakhoz sorolódnak.

b Feldolgozóipar, bruttó hozzáadott érték és (a természetbeni juttatásokat is tartalmazó) havi átlagos munkajövedelem alapján euróban mért egységbérköltség százalékos változása, évkezdettől kumulált adat

c Az összes munkáltató adatai alapján

d Háztartások négy negyedéves halmozott nettó finanszírozási képessége a GDP %-ában

e IV. negyedév

f szeptember-november

g október

h MNB által közölt szezonálisan kiigazított adat

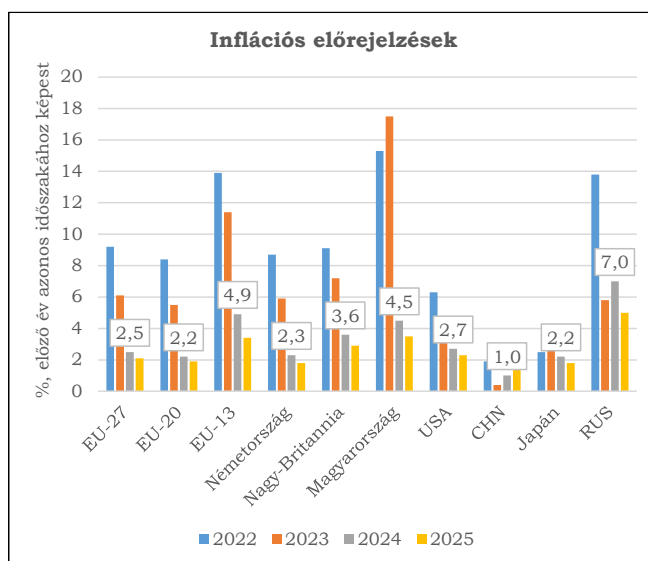
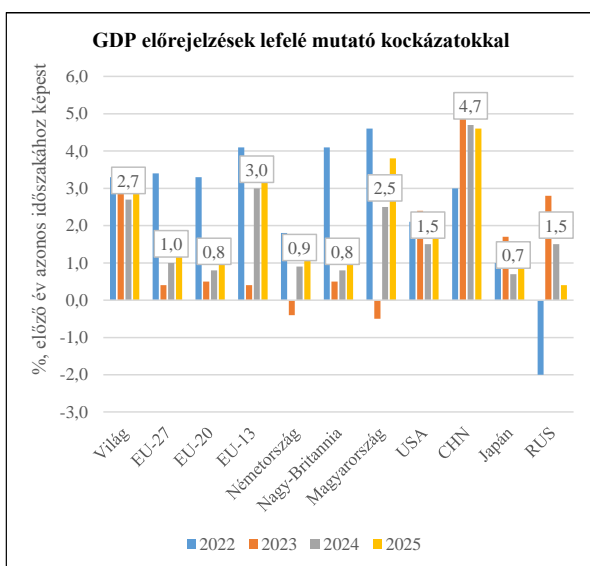
i december



## I. A világgazdaság

### A világgazdasági helyzet

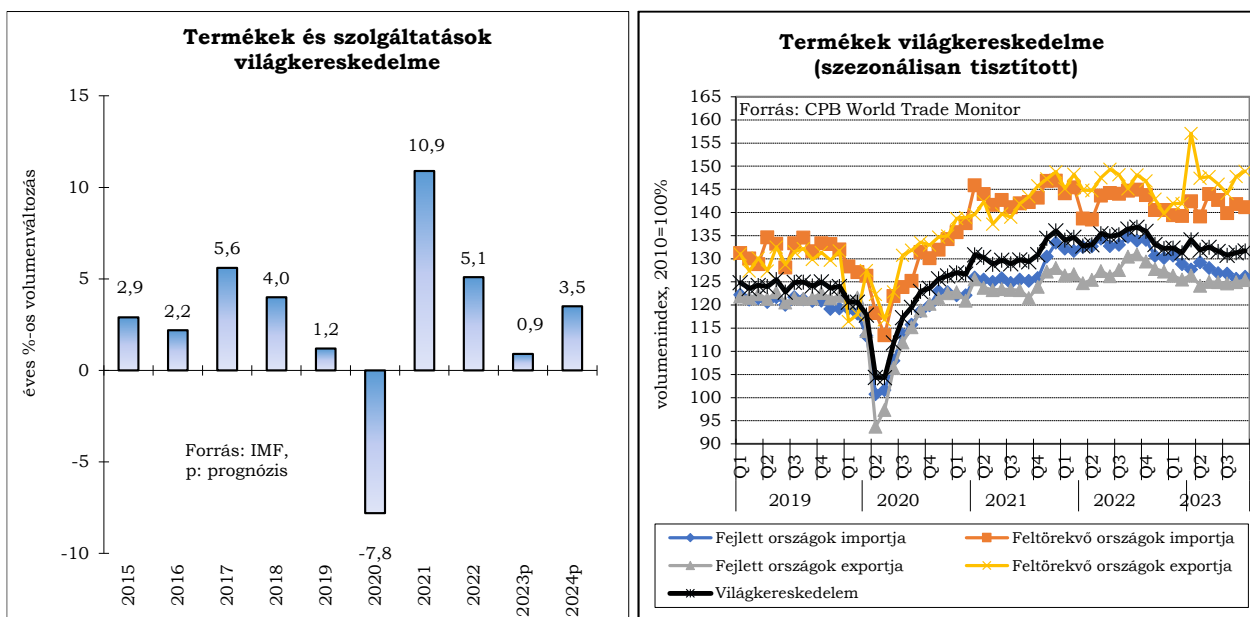
A **globális növekedés** tavaly – az OECD legfrissebb előrejelzése szerint – 2,9% körül alakulhatott, s 2024-ben némi lassulás várható (2,7%). A növekedés alakulása elsősorban a gyorsan növekvő ázsiai országok teljesítményétől függ. Az egyes régiók közötti különbségek változatlanul jellemzőek lesznek: míg Kínában és Indiában az idén és jövőre is erőteljes növekedésre lehet számítani, addig az USA-ban vagy Európában szerényebb GDP bővülés várható. Ahogy ez az év eleji prognózisoknál olyan gyakran előfordul: 2024-ben kedvezőtlenebb trendekre számítanak az előrejelzések, míg 2025-ben – amennyiben újabb válság nem következik be – erősebb fellendülés jöhet. A legtöbb előrejelzés arra számít, hogy az infláció az idén tovább mérséklődik, az élelmiszer- és energiaárak, ha nem is a korábbi, de alacsonyabb szintekre térnek vissza, és a fogyasztói árindex a legtöbb ország esetében újra a jegybanki célértékek körül mozog. A legtöbb OECD-országban a GDP-arányos adósságráta továbbra is igen magas, és a demográfiai trendek, valamint a klímaváltozás következményeinek kezeléséhez kapcsolódó költségek tovább nyomhatják felfelé ezeket a rátákat, ezért egyéb területen a fiskális politikának restriktív kurzust kell követnie. A monetáris politika a legtöbb országban továbbra is nem, vagy csak nagyon óvatosan lazít majd, mert az infláció féken tartása még változatlanul fő prioritás marad.



### Világkereskedelem

2023 harmadik negyedében tovább folytatódott a **világkereskedelmi folyamatok** negatív trendje. Az áruforgalom több, mint két százalékkal esett vissza világszerte, a fejlett országok importja még ennél is jobban, mintegy 4%-kal. A romló konjunkturális folyamatok az OECD országokban egyértelműen visszafogták az áruimportot. Ennek egyik legnagyobb vesztese eddig Kína, ahol az áruexport alig 1,5%-kal bővült az év első 9 hónapjában, ami jóval elmarad a korábbi évek, nem ritkán kétszámjegyű bővülésétől. A kínai exportot olyan tényezők is fékezik, mint az autószállító hajók hiánya, ami a hajózási árak jelentős növekedéséhez vezetett, és gátat szab a kínai elektromos járművek Európába irányuló exportjának. A hajózási társaságok 2020-ban, a járvány okozta gyárleállások idején leselejtezték a régebbi hajóikat, és ezek pótlása időbe telik. A vártnál

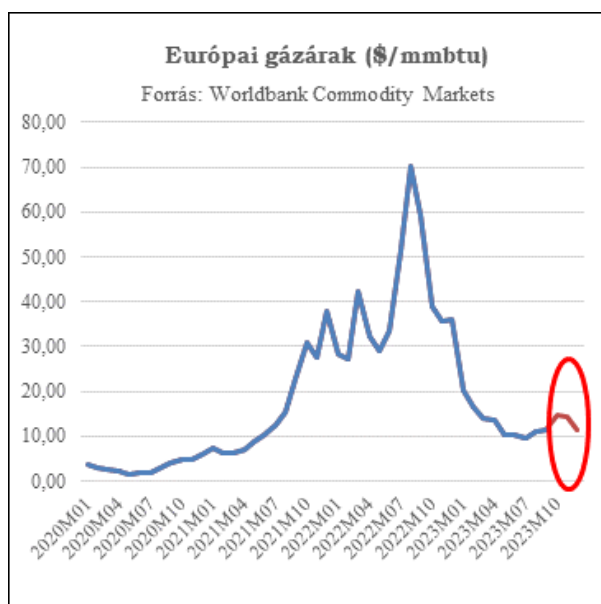
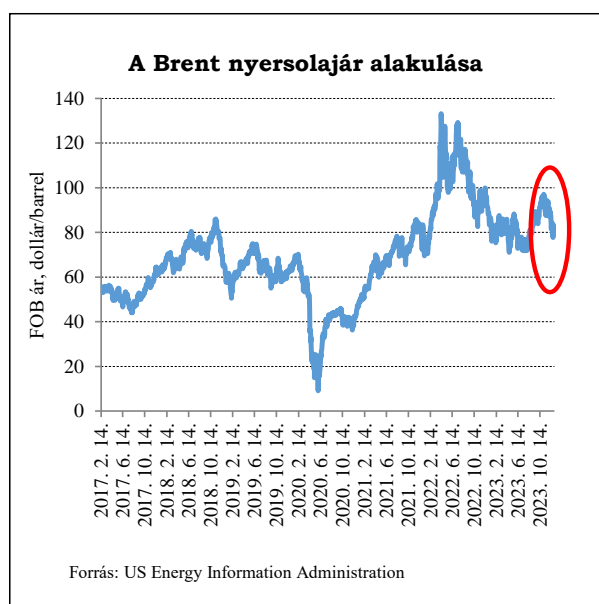
gyorsabban megélénkülő globális autóiipari kereslet, valamint a Kínából érkező jelentős export miatt ez újra szállítványozási problémákhoz és áremelkedésekhez vezetett. Az elsősorban európai országokra jellemző konjunkturális lassulás nem csupán az európai importvolumenben érhető tetten, hanem a kihelyezett FDI volumenekben is, mivel a megtakarító vállalatok beruházásaikat is visszafogták. A világkereskedelmet egyértelműen a szolgáltatások mentik meg, így 2023-ban valószínűleg pozitív lesz a volumenváltozás, azonban aligha fogja meghaladni az 1%-ot. Az északi féltekén az idegenforgalmi szezon már véget ért, így az év hátralévő részében már nem várható jelentősebb impulzus a szolgáltatások világkereskedelme terén. 2024-ben – részben a bázishatáson is nyugvó – 2-4% közötti növekedést várunk az áruk és szolgáltatások világkereskedelmében, ami feltételezi, hogy az európai országokban a 2023-ban visszafogott fogyasztás újra megindul.



### Nyersanyagpiacok

A **Brent nyersolaj** ára tavaly hordónként átlagosan 82,4 dollár volt, s az idén a Brent nyersolajár nagyjából ezen a szinten maradhat. 2023 július második felétől elindultak az árak felfelé, szeptemberben ez a trend egyértelműen erősödött, s akkoriban a 94-97 dolláros hordónkénti olajárak sem voltak ritkák. Így az őszi előrejelzések már a 100 dolláros olajárak korszakát vetítették előre. Ehhez képest novemberben – részben az enyhe időjárás, részben a rosszabbodó konjunkturális előrejelzések következtében – a nyersolaj ára újra mérséklődni kezdett, s tavaly december elején már csupán 74 dollár körül mozgott, majd december végére kicsit emelkedett, s 76-78 dollárra kúszott vissza. November végén újabb, napi egymillió hordós kitermeléscsökkentésről döntöttek az OPEC+-országok, ennek része a szaúdiak július óta érvényben lévő önkéntes – a többiekre nem kötelező erejű – csökkentésének meghosszabbítása, valamint kisebb hozzájárulások a többi tag részéről. Szaúd-Arábia és Oroszország 2024 első negyedének végéig meghosszabbította az – elvileg 2023 végén – lejáró kitermeléskorlátozást. Ugyanakkor a legfrissebb hírek szerint Szaúd Arábia bejelentette, hogy februártól egyes régiók számára olcsóbban adják majd a kőolajat. Egyelőre az OPEC döntés nem bizonyult elegendőnek ahhoz, hogy megfordítsa az árak lefelé mutató trendjét, amit az is magyaráz, hogy a keresleti előrejelzések is gyengébbek a vártnál, és az IEA legfrissebb

elemzése is a globális olajkereslet csökkenését vetíti előre 2024-re. Az árak stabilizálása érdekében december közepén Oroszország bejelentette, hogy a korábban előrejelzettnél nagyobb mértékben fogja csökkenteni olajexportját. December végén az a feltételezés is megfogalmazódott, hogy az amerikai kitermelés bővülése és a kínai kereslet akadozása következtében 2024-ben akár túlkínálat alakulhat ki az olajpiacon, ami az árakat lefelé nyomhatja. Az **európai gázpiacon** július óta megindult az árak emelkedése: ez a trend novemberig tartott, december ismét újabb, mintegy 20%-os csökkenést tapasztalhatunk. 2023 végén a gázárszint már csupán egyharmada volt a tavaly december végének. Az európai gáztározók szintje valamelyest csökkent, de még 92,7%-os szinten állnak, de a keményebb téli időszak miatti keresletnövekedés és a kínai kereslet növekedése feljebb nyomhatja az árakat. Tehát van némi bizonytalanság a piacon.

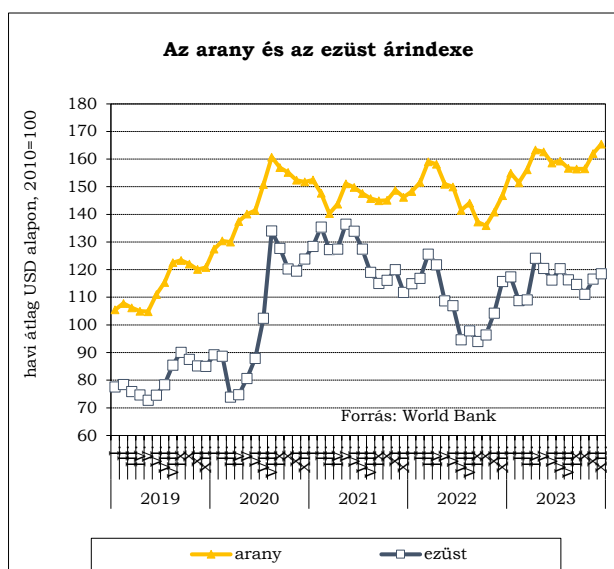
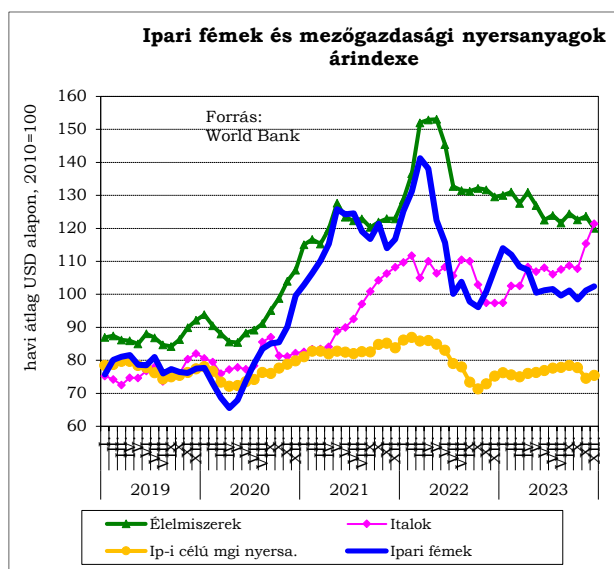


A legfrissebb adatok szerint az energiahordozók összesített árindexe havi bázison a szeptemberi átmeneti emelkedés után már három egymást követő hónapban (októberben-novemberben és decemberben) csökkent, novemberben 9,5 ponttal, decemberben további 6,7 ponttal. Az egy évvel korábbi szinthez képest 29,94 százalékponttal volt alacsonyabb az index.

A **nem energiahordozó nyersanyagárak** csökkenése 2023-ban folytatódott különösen az élelmiszerek és az ipari fémek terén. Ahogyan azonban várható volt, a 2021 előtti szintekhez való visszatérés nem történt meg, mert sem a fejlett országokban, sem Kínában a kereslet érdemi bővülésére nem lehet számítani. Mindez megmutatkozik többek között az elektromos járművek akkumulátoraihoz elengedhetetlen palládium árak alakulásában is. A 2021-ben közel 3000 dollár/uncia világszertei áron gazdát cserélő fém ára jelenleg alig haladja meg az 1000 dollár/uncia vételárát, ami a nagyjából 2018-as szintnek felel meg. Bár az elektromos járművek iránti kereslet továbbra is élénk, a dinamika lassulni látszik, főleg a legnagyobb felvásárló Kínában, s a befektetők attól tartanak, hogy a jelenlegi kedvezőtlen konjunktúrális viszonyok mellett a piac nem fog a korábban tapasztalt ütemben bővülni. A recessziótól való félelem magyarázza, hogy az arany unciája 2023 decemberében újabb történelmi csúcsot döntött és átlépte a 2000 dolláros határt. A nemesfém esetében további emelkedésre számítunk, mivel jelenleg

nem látszik olyan fordulat a piaci hangulatban és a bizalomban, ami más eszközök felé terelné a befektetőket.

A 2023-as évben az élelmiszerárakat nem csupán a konjunkturális viszonyok, hanem az időjárási szélsőségek is alakították. Erős szárazság volt Kelet-Ázsiában, Dél-Amerikában pedig heves esőzések rontották a termésátlagot. Bár a legtöbb termék ára így is csökkent, néhányé azonban extrém módon emelkedett. Ilyen például a kakaó ára, ami 2023 utolsó negyedévében mintegy 64%-kal volt magasabb, mint 2022 hasonló időszakában. A háttérben egyszerre húzódnak meg politikai okok (a két legnagyobb termelő Elefántcsontpart és a Ghána közötti feszültségek), valamint gazdaságiak is, mivel a kakaó egy műtrágya igényes növény, ez utóbbi ára pedig 2022-ben (mikor a jelenlegi termést elvetették) rekord magas volt. Kiemelendő még a rizs árának változása, ami már komoly konfliktusokat okozott a Távol-Keleten. A 2022-es évhez képest 30%-os volt a drágulás amiatt, hogy Thaiföld exportkorlátozásokat vezetett be, s ez csak tovább emelte az árakat más, főleg fejlődő országokban. A mindennapi étkezéshez hozzátartozó rizs hiánycikk lett, emiatt pedig számos tüntetés és zavargás volt már a térségben.

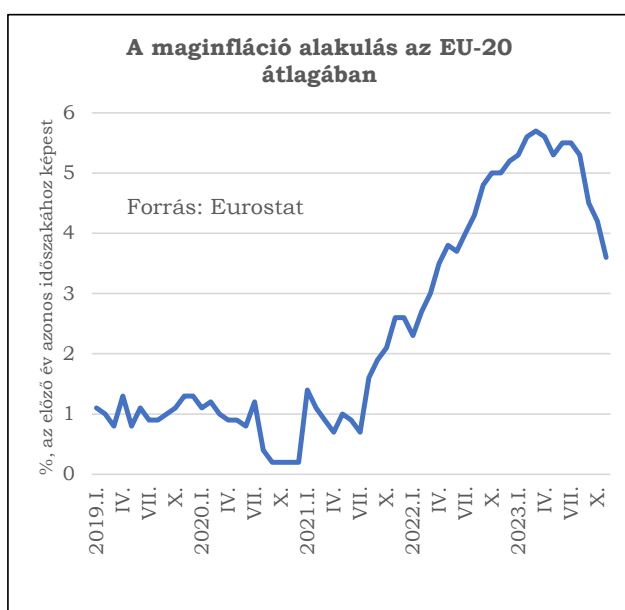
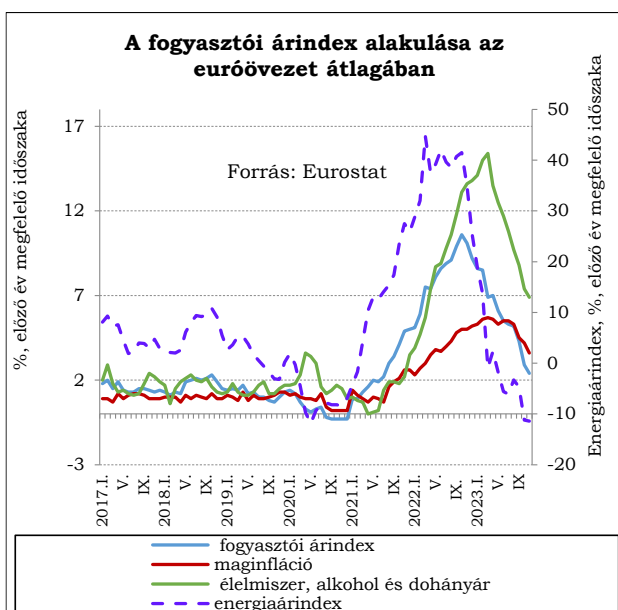


A 2024-es évre vonatkozóan úgy véljük, hogy a nyersanyagárak stagnálása feltehetően folytatódik, mivel csupán enyhe javulás várható a globális konjunktúrában. Egyre nagyobb bizonytalansági tényezőt jelent azonban az éghajlatváltozás, ami végső soron, ahogy a rizs példája is mutatja, komoly ellátási zavarokhoz vezethet világszerte.

### Monetáris politika

A legfrissebb **inflációs** adatok az áremelkedés ütemének további mérséklődését jelzik: az EU-20 átlagában a tavaly novemberi inflációs ráta 2,4%-ra csökkent, és éves átlagban 5,7%-os infláció volt tapasztalható. Az infláció ütemének mérséklődését az eurózána egyes országaiban (pl. Franciaország) fékezheti, hogy a kormányok az energiaár-kompenzációra irányuló intézkedéseiket fokozatosan kivezetik. Az USA-ban 3,1% volt a novemberi inflációs ráta év/év alapon, Japánban 2,8%, az Egyesült Királyságban 3,9%. A **maginfláció** is elindult mindenütt lefelé: az EU-20 esetében 3,6%-ra az USA-ban 4%-ra, Japánban 2,5%-ra, míg az Egyesült Királyságban 5,1%-ra mérséklődött a tavaly novemberi adatok szerint. Így a maginfláció még mindig a hosszútávú átlag fölött mozog. A fogyasztói árindexek csökkenésében az energiaárak mérséklődése nagy szerepet játszott, s az utóbbi időben az élelmiszerárak is elindultak kismértékben lefelé.

A **monetáris politika** számottevő lazítására egyelőre nemigen lehet számítani. A *FED* részéről sincs egyértelmű kommunikáció: tavaly 100 bázisponttal emelték az irányadó kamatlábat, s most először érkeztek olyan jelzések, hogy talán további kamatemelésre nem lesz szükség. Július óta az irányadó kamat 5,25-5,50%-os sávban mozog, s a novemberi inflációs ráta 3,1%-kal már közelebb került a jegybanki célértékhez. A *FED* megítélése szerint a jelenlegi magas kamatlábak késleltetett hatásai a vártnál erősebben éreztethetik hatásukat, s a külső sokkok nehezebbé teszik a 2%-os inflációs célérték elérését. A *FED* legutóbbi megnyilvánulásai alapján arra lehet következtetni, hogy az idén (esetleg már márciusban) elindul a kamatok normalizálódása, de hogy milyen ütemben, az még kétséges. Az *EKB*, amely tavaly szeptemberig emelte a kamatokat, s összességében 225 bázispontos emelést hajtott végre 2023-ban, egyelőre inkább a szigorú monetáris politika folytatását kommunikálta. Decemberi ülésén ugyan nem változtatott az irányadó kamatokon, de bejelentette, hogy 2024 második felétől kisebb mennyiségben fekteti be újra lejáró kötvényeiből felszabaduló összegeket, azaz mennyiségi szigorítást hajtott végre. Az *EKB* attól tart, hogy a legtöbb inflációs mutató ugyan csökken, de a béroldali nyomás még fennmaradhat. A novemberi inflációs adat már megközelítette a jegybanki célértéket. Az infláció visszaszorulása Európában nem egyértelműen pozitív, hiszen a gazdasági növekedés lassulásával is összefügg: az infláció a vártnál jelentősebben is csökkenhet, ha az *EKB* kamatai a vártnál jobban letörlik a keresletet. A legfrissebb feldolgozóipari hangulatindexek is a termelés újabb visszaesését sejtetik, s Európa legnagyobb gazdasága, Németország továbbra is a recesszió szélén táncol. A pénzpiaci befektetők ugyanakkor optimistábbak, s az eredetileg vártnál gyorsabb kamatcsökkentésre számítanak.



Az *Egyesült Királyságban* tavaly augusztusban újabb 25 bázispontos kamatemelés következett be, s jelenleg 5,25%-on áll az alapkamat. A legközelebbi kamatdöntés idén februárban várható. Az inflációs ráta 3,9% jelenleg, még mindig magasabb, mint a 2%-os célérték, de alapvetően mérséklődő trendet mutat. Mivel a gazdasági kilátások kedvezőtlenek, a jegybank óvatos marad. *Svájcban* júniusban emeltek utoljára kamatot, azóta nem nyúltak hozzá. Tekintettel arra, hogy a novemberi inflációs ráta már 1,4% volt, Svájcban megindulhat az óvatos lazítás.



Ugyanakkor *Kínában* a monetáris politika inkább lazítani kezdett, tavaly augusztusban csökkentették kamatot. Kínában egyelőre deflációs tendenciák bontakoznak ki, s a növekedési kilátások az idei évre sem igazán kedvezőek, így a monetáris lazítás folytatódhat. *A japán jegybank* fenntartotta ultra laza monetáris politikáját, tekintve, hogy az infláció Japánban is mérséklődik.

### *Az Európai Unió külső környezete*

Az **USA**-ban a konjunkturális dinamika 2023-ban a magas kamatok ellenére robusztusnak bizonyult, ami jelentős mértékben a még midig expanzív fiskális politikának volt betudható. Ugyanakkor bizonyos jelenségek, például az építőipari kiadások tavaly évvégi lassulása, arra engednek következtetni, hogy a szigorú monetáris politika növekedést fékező hatása egyre inkább érezhetővé válik. 2023 negyedik negyedében várhatóan lelassult a gazdasági növekedés, amit a vállalati hangulatindikátorok és a munkaerőpiaci folyamatok alakulása is megerősít. Így a tavalyi 2% fölötti növekedési ráta az idén 1,5% körülire mérséklődhet. A magánfogyasztás várhatóan erőteljese marad, s a kamatok csökkentésére irányuló várakozások újabb lendületet vihetnek a konjunkturális folyamatokba. A korábban várt hard landing mindenképpen elkerülhető lesz, s a kedvezőbb kamatkörnyezetben a lakásépítés is újabb lökést kaphat.

**Japánban** a tavalyi 1,7%-os GDP bővülés után az idén 1% alatti növekedés várható. Különösen a beruházási tevékenység lesz lanyha: mind a magánberuházások, mind a lakásépítés várhatóan csökkenni fog, csupán az állami építési tevékenység mutat majd némi bővülést. A magánfogyasztás 0,5% körüli bővülése lassúbb lesz a tavalyinál. Az export bővülése elsősorban a külső kereslet alakulásának függvényében változhat. A beszerzési menedzserindexek is lanyha növekedést sejtetnek, különösen a szolgáltató szektorban és a feldolgozóiparban. A laza monetáris politika következtében a jen továbbra is nagyon gyenge. A fiskális politika az energiaválság alatt bevezetett jövedelemkompenzáló intézkedések leépítésével fékezi a gazdasági növekedést, ugyanakkor a zöld technológia és a digitális infrastruktúra fejlesztése érdekében tervezett beruházások ellensúlyozhatják ezt a hatást.

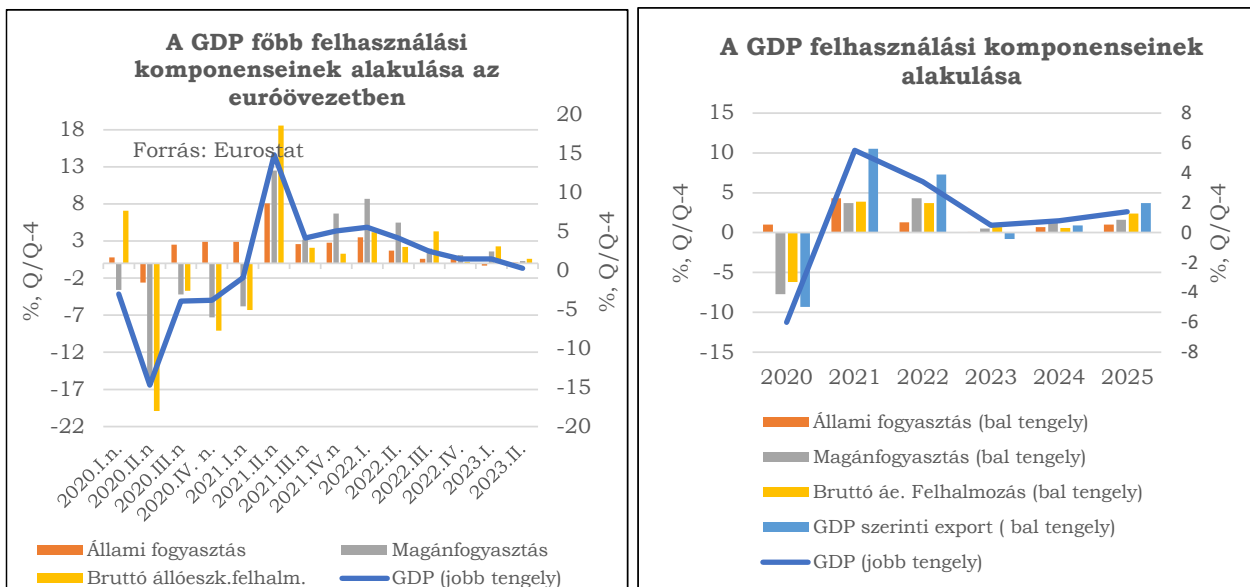
Az **Egyesült Királyságban** 2023-ra szerény, 0,5%-os növekedés várható, s a továbbra is restriktív monetáris politika következtében az élénkülés az idén sem lesz sokkal erősebb. Ennek megfelelően a konjunktúraindikátorok továbbra is inkább lefelé konyulnak. Az infláció mérséklődik ugyan, de még mindig magasabb, mint a többi fejlett országban, ami a brit jegybankot óvatossá teszi. A magas kamatok főleg az ingatlanpiacon éreztetik hatásukat, s a befektetőket visszafogják. Így az idén a beruházások visszaesésével lehet számolni, s jövőre is csak szerény bővülés várható. A fiskális politika a prognózis időszakban restriktív kurzust követ majd, hogy a GDP 100%-át meghaladó államadósságot csökkenteni tudják. Így az állam fogyasztási kiadásai akárcsak tavaly, az idén is csökkenni fognak. A magánfogyasztás és az export mérsékelt dinamikával nőnek ugyan, de nem tudják kompenzálni a beruházások negatív trendjét.

Az OECD szakértői december elején közzétett elemzésükben a **kínai GDP** 2023. évi növekedését 5,2%-osra várják, s jövőre némi ütemlassulásra számítanak. Mindazonáltal mind az idei, mind a 2024. évi 4,7%-os gazdasági növekedésével Kína a világgazdaság egyik leginkább dinamikus növekvő országa marad. A számottevő gazdasági potenciállal rendelkező országok közül csupán India lesz képes ennél gyorsabb, az idén 6,3, jövőre 6,1 százalékos növekedésre. Kétségtelen, hogy a korábbi évtizedekben meg-

szokott viharos gazdasági növekedés már a múlté, s Kínában az alacsony árfekvésű tömegtermékek exportörének szerepkörét a legújabb technológiák fejlesztése, a hazai és a világpiac igényeinek kielégítésére irányuló gyártásban való felhasználása veszi át. Az elektromos meghajtású járművek és tápegységeik, a zöld átálláshoz szükséges berendezések gyártása, valamint a hazai és a világpiacon való értékesítése rendkívüli mértékben gyorsult az utóbbi néhány évben, s e folyamat további erősödése várható. Ugyanakkor nem problémamentes a kínai gazdaság helyzete: még mindig nem látható pontosan, hogy az ingatlanpiaci helyzet miként fog rendeződni, s a karantén megszüntetésétől várt keresletélénkülés sem következett be. Mind a magánemberek, mind a vállalkozások csak igen óvatosan költekeznek, s ez súlyos gondokat okoz a keresletük kielégítésére specializálódott külföldi szállítóknak is.

### Euróövezeti kilátások

2023 harmadik negyedében az EU-20 GDP-je stagnált az előző negyedévhez képest, míg az előző évhez képest 0,3%-kal esett vissza. Mind a magánháztartások, mind a beruházások visszaestek a harmadik negyedben az előző évhez képest, míg az állami fogyasztási kiadások kismértékben emelkedtek, s a nettó export is pozitívan járult hozzá a GDP-hez. A 2022. évi 3,4%-os GDP bővülés után az **euróövezet** gazdasága 2023-ban – az előzetes becslések szerint – mérsékeltebben, mintegy 0,5%-kal bővíthetett. Az idei évre sem számítunk erőteljesebb élénkülésre: várhatóan mintegy 0,8%-kal bővíthet az EU-20 GDP-je, míg jövőre már valamelyest élénkülhet a növekedés. Ez az előrejelzés kismértékben pesszimistább a korábbinál, ami a gyenge német teljesítménnyel, a külső környezet kedvezőtlenebb alakulásával és a továbbra is szigorú monetáris politika növekedést fékező hatásaival függ össze.



A továbbra is kedvező munkaerőpiaci helyzet és a lassuló infláció az idén élénkítheti a magánfogyasztást, míg a bizonytalan piaci kilátások és a szigorúbb finanszírozási feltételek fékezik a magánberuházásokat. Így az idén a magánfogyasztás a tavalyi 0,5% után akár 1,3%-os bővülést is produkálhat, míg a beruházások és az állami fogyasztás terén legfeljebb 0,6-0,7%-os, szerény bővülésre lehet számítani. Az export tavaly visszaesett, s az idén is csak szerény bővülésre lehet számítani, míg az import a tavalyi visszaesés után az idén valamelyest megélénkülhet, így a nettó export minimálisan negatívba fordulhat. A vállalatok hangulatát a piacokat jellemző bizonytalanság egyelőre



továbbra is rontja, az év folyamán azonban az üzleti hangulat javulhat. Egyes területeken a munkaerőhiány felfelé nyomja a béreket. A csökkenő energiaárak következtében az infláció is mérséklődik, de az elhúzódó orosz-ukrán konfliktus következtében bármikor kialakulhatnak újabb energiaellátási zavarok, amelyek az árakat felnyomhatják. A monetáris politika egyelőre restriktív marad: az infláció, de különösen a maginfláció alakulása befolyásolja, hogy mikor ér véget a szigorítási ciklus. A COVID és az energiaválság alatt tolerált laza fiskális politika egyre inkább szigorodik, s a korábbi támogató intézkedések mindenütt kivezetésre kerülnek.

Az **EU-27** GDP-je tavaly mintegy 0,5%-kal bővíthetett, s az idén is csak 1%-os növekedésre számíthatunk. Az infláció mérséklődése az év második felében a növekedési kilátásokat javíthatja. 2024-ben az EU-13 országok gazdasága jóval gyorsabb növekedést produkál majd, mind az euróövezet egésze. Az infláció az EU-27 átlagában 2023-ban még magas maradt (6,2%), elsősorban a közép-kelet-európai országokat jellemző magasabb ráták miatt. De itt is megindult mindenütt az infláció mérséklődése, még azokban az euróövezeten kívüli országokban is (pl. Lengyelország vagy Magyarország), ahol igen magas volt a ráta. Így az idén – ha nem történik újabb sokkhatás – ismét visszatérhetünk a 2-3% körüli fogyasztói árindexekhez. Az inflációs ráta az EU-ban továbbra is Magyarország esetében a legmagasabb.

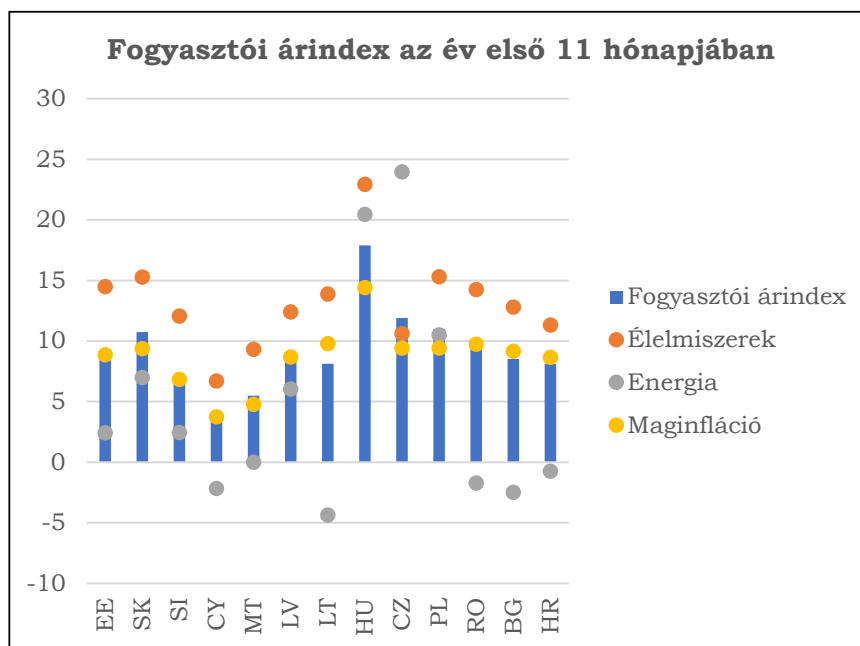
**Németország**ban tavaly 0,4%-kal csökkent a növekedés, s jövőre ugyan már élénkülésre számítanak, azonban ez még nem lesz túl dinamikus. Az infláció mérséklődésével a reáljövedelmek emelkedhetnek, ami a magánfogyasztást ösztönözheti. Az egyelőre még magas kamatok a beruházási hajlandóságot, különösen az építőiparban, erősen visszafogják. A német alkotmánybíróság azon döntése, amely korlátozza a német államadósság növekedését olyan konszolidációs intézkedéseket kényszeríthet ki, amelyek az idén fékezni fogják a növekedést. Így 2024-ben legfeljebb 1% körül bővíthet a német GDP, ami az EU-20 növekedését is visszafogja. A munkaerőpiac továbbra is stabil, s egyelőre nem reagált a növekedés lassulására, elsősorban azért, mert bizonyos területeken a munkaerőhiány okoz gondot, illetve a demográfiai folyamatok is abba az irányba hatnak, hogy szűkül a munkaerőkínálat. A német vállalatok hangulata – a decemberi IFO index tanúsága szerint – egyre borúsabb: a vállalatok jelenlegi helyzetükkel nem elégedettek, s a 2024. évi első félévi kilátásaikat is szkeptikusan ítélik meg. Különösen a feldolgozóipari és az építőipari vállalatok pesszimisták. Ez utóbbiak esetében a hangulatindikátor 2005 szeptembere óta nem volt ilyen alacsony szinten, mint jelenleg.

### *Közép-Kelet Európa*

2023 harmadik negyedében az EU-13 átlagosan 0,8%-kal növekedett az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva. Három országban volt recesszió: Észtországban (4%), Csehországban (0,8%) és Magyarországon (0,3%). Románia 2,9%-os bővülése azonban ezt önmagában kompenzálta. A térség növekedéséhez még érdemben járult hozzá Lengyelország, amelynek 0,6%-os harmadik negyedéves növekedése jelzi, hogy az országban véget ért a technikai recesszió, azonban az év egészében még így is kérdéses, hogy sikerül-e elkerülni a GDP zsugorodását. A lengyel gazdaság 2024-ben történelme legnagyobb beruházását hatja végre az Intel chipgyár felépítésével, amelynek előkészületei már 2023-ban megkezdődtek. A román GDP várhatóan 2% felett alakult 2023-ban. Horvátországban remekül sikerült az idegenforgalmi szezon, így a növekedés itt is 2% felett várható.

A térségben az infláció továbbra is magasabb, mint az unió többi országában. A fogyasztói árindex átlagosan 10,8% volt 2023 első 11 hónapjában. Négy tagállamban még továbbra is 10% felett volt a fogyasztói árak drágulása (Szlovákia, Magyarország, Csehország és Lengyelország), a többi tagállamban 8% körüli az érték. A maginfláció mindeközben 9,6%-os a 13 tagállam átlagában, vagyis az élelmiszer és az energiaárak drágulása átterjedt a gazdaság más szegmenseire is. Kedvező hír, hogy az energiaárak drágulása lassulni látszik, sőt 4 tagállamban is (Lettország, Románia, Bulgária és Horvátország) csökkenés volt megfigyelhető. Az élelmiszerárak jobban drágultak az energiaáraknál 2023-ban: míg ez utóbbiak 8,6%-kal drágultak, addig az élelmiszerekért 14,5%-kal kellett többet fizetni. Az élelmiszerárak világszerte kedvező irányt mutatnak, így várhatóan 2024-ben tovább mérséklődnek a fogyasztói árak, már csak bázishatás miatt is.

A térségben közepesen erősen lefelé mutató kockázatokra kell számítani 2024-ben. Az energiapiaci diverzifikáció még továbbra is gyerekcipőben jár a nyugat-európai tagállamokhoz képest, a globális konjunkturális lassulás pedig fékezi az olyan exportvezérelt gazdaságokat, mint amilyenek a Visegrádi Négyek. Az orosz-ukrán háború kimenetele egyelőre rendkívül bizonytalan, az energiahordozók árainak (és egyben elérhetőségének alakulása) terén is nagy a bizonytalanság. Mindezek ellenére úgy véljük, hogy 2023-ban minden bizonnyal sikerült elkerülni az EU-13-ban a recessziót, 2024-ben pedig (nem kis részben a kedvező bázishatás miatt) 3% körüli bővülésre számítunk, ami 2025-ben is folytatódik.



## Gazdasági növekedés az Európai Unió tagországában

(A GDP százalékos változása az előző évhez viszonyítva)

	Súly	2018	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*	2025*
Németország	24,5	1,0	1,1	-3,8	3,2	1,8	-0,4	0,9	1,2
Franciaország	16,7	1,9	1,8	-7,5	6,4	2,5	0,9	1,1	1,6
Olaszország	12,1	0,9	0,5	-9,0	8,3	3,7	0,8	0,2	0,8
Hollandia	6,0	2,4	2,0	-3,9	6,2	4,3	0,3	0,3	1,6
Belgium	3,5	1,8	2,3	-5,4	6,3	3,2	1,4	1,2	1,4
Luxemburg	0,5	1,2	2,9	-0,9	7,2	1,4	-0,8	1,6	2,0
Írország	3,2	8,5	5,3	6,6	15,1	9,4	-2,0	-0,4	2,7
Görögország	1,3	1,7	1,9	-9,0	8,4	5,9	2,2	2,3	2,5
Spanyolország	8,4	2,3	2,0	-11,2	6,4	5,8	2,4	1,4	1,7
Portugália	1,5	2,8	2,7	-8,3	5,7	6,8	2,1	0,8	1,7
Ausztria	2,8	2,4	1,5	-6,6	4,2	4,8	-0,7	0,2	1,3
Finnország	1,7	1,1	1,2	-2,4	3,2	1,6	-0,4	-0,1	1,4
Észtország	0,2	3,8	4,0	-1,0	7,2	-0,5	-2,5	1,2	3,1
Szlovákia	0,7	4,0	2,5	-3,3	4,8	1,8	1,2	2,2	2,3
Szlovénia	0,4	4,5	3,5	-4,2	8,2	2,5	1,3	2,5	2,3
Ciprus	0,2	5,6	5,5	-3,4	9,9	4,9	2,3	2,4	2,2
Málta	0,1	7,4	7,1	-8,1	12,3	6,9	4,2	4,1	3,8
Lettország	0,2	4,0	0,6	-3,5	6,7	3,4	0,0	1,5	3,0
Litvánia	0,4	4,0	4,7	0,0	6,3	2,4	-0,3	2,5	2,7
Horvátország	0,4	2,8	3,4	-8,5	13,1	6,2	2,6	2,5	2,5
<b>Euróóóna</b>	<b>84,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>-6,1</b>	<b>5,9</b>	<b>3,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>
Dánia	2,3	2,0	1,5	-2,4	6,8	2,7	1,0	0,3	1,8
Svédország	3,7	2,0	2,0	-2,2	6,1	2,8	-0,3	0,1	1,5
<b>Magyarország</b>	<b>1,1</b>	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>	<b>-4,5</b>	<b>7,1</b>	<b>4,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,7</b>	<b>3,8</b>
Csehország	1,7	3,2	3,0	-5,5	3,6	2,4	-0,4	1,5	2,0
Lengyelország	3,9	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,3	-0,1	3,2	3,5
Románia	1,7	6,0	3,9	-3,7	5,8	4,7	2,0	3,0	3,4
Bulgária	0,5	2,7	4,0	-4,0	7,6	3,4	1,5	2,0	2,5
<b>EU-14</b>	<b>88,1</b>	<b>1,6</b>	<b>-5,8</b>	<b>5,3</b>	<b>3,5</b>	<b>1,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>
<b>Új EU-13</b>	<b>11,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,0</b>	<b>-3,5</b>	<b>6,3</b>	<b>4,1</b>	<b>0,4</b>	<b>3,0</b>	<b>3,7</b>
<b>EU-27</b>	<b>100,0</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>-5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>3,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>
<b>Emlékeztető tételek</b>									
USA		2,9	2,3	-2,2	5,8	2,1	2,4	1,5	2,0
Japán		0,6	-0,4	-4,3	2,1	1,0	1,7	0,7	1,2
Egyesült Királyság		1,3	1,6	-11,0	7,6	4,1	0,5	0,8	1,5
Kína		6,8	6,0	2,2	8,1	3,0	5,2	4,7	4,6
Oroszország		2,8	2,0	-3,0	5,6	-2,0	2,8	1,5	0,4
<b>Délkelet-Európa</b>									
Szerbia		4,5	4,3	-0,9	6,7	3,0	1,9	3,1	3,7
Törökország		3,0	0,9	1,8	9,0	2,0	3,5	3,8	4,0

\* A Kopint-Tárki előrejelzése.

EU-14 = A 2004 előtt csatlakozott („régí”) EU-tagországok

Új EU-13 = A 2004-ben, 2007-ben és 2013-ban csatlakozott új tagországok.

Források: Eurostat-, Nemzeti Statisztikai Hivatalok-, OECD-, Kopint-Tárki-adatbázisok

## Az infláció alakulása az Európai Unió tagországaiban

(Harmonizált fogyasztói-árindexek, százalékos változás az előző évhez viszonyítva)

	Súly	2018	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*	2025*
Németország	23,8	1,9	1,4	0,4	3,2	8,7	5,9	2,3	1,8
Franciaország	17,0	2,1	1,3	0,5	2,1	5,9	5,6	2,4	1,9
Olaszország	14,2	1,2	0,6	-0,1	1,9	8,7	6,2	1,6	1,7
Hollandia	5,0	1,6	2,7	1,1	2,8	11,6	4,0	1,4	2,0
Belgium	3,4	2,3	1,2	0,4	3,2	10,3	2,5	1,5	1,9
Luxemburg	0,3	2,0	1,6	0,0	3,5	8,2	2,8	2,1	1,9
Írország	1,4	0,7	0,9	-0,5	2,4	8,1	5,3	2,6	1,9
Görögország	1,7	0,8	0,5	-1,3	0,6	9,3	3,9	2,3	1,8
Spanyolország	9,2	1,7	0,8	-0,3	3,0	8,3	3,4	2,7	1,9
Portugália	1,8	1,2	0,3	-0,1	0,9	8,1	5,5	2,2	2,1
Ausztria	2,7	2,1	1,5	1,4	2,8	8,6	7,9	3,1	2,1
Finnország	1,6	1,2	1,1	0,4	2,1	7,2	4,9	2,4	1,9
Észtország	0,2	3,4	2,3	-0,6	4,5	19,4	9,3	3,2	2,8
Szlovákia	0,8	2,5	2,8	2,0	2,8	12,1	10,8	4,4	3,1
Szlovénia	0,4	1,9	1,7	-0,3	2,0	9,3	7,8	3,3	2,6
Ciprus	0,2	0,8	0,5	-1,1	2,3	8,1	3,9	2,4	2,3
Málta	0,1	1,7	1,5	0,8	0,7	6,1	5,4	2,8	3,0
Lettország	0,3	2,6	2,7	0,1	3,2	17,2	9,2	1,9	2,3
Litvánia	0,5	2,5	2,2	1,1	4,6	18,9	9,5	3,3	2,6
Horvátország	0,5	1,6	0,8	0,0	2,7	10,7	9,0	4,0	2,6
<b>Eurózóna</b>	<b>84,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>0,3</b>	<b>2,6</b>	<b>8,4</b>	<b>5,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>
Dánia	1,9	0,7	0,7	0,3	1,9	8,5	3,7	1,5	1,5
Svédország	3,0	2,0	1,7	0,7	2,7	8,1	6,4	2,6	2,0
<b>Magyarország</b>	<b>1,0</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>5,2</b>	<b>15,3</b>	<b>17,5</b>	<b>4,5</b>	<b>3,5</b>
Csehország	1,6	2,0	2,6	3,3	3,3	14,8	10,7	2,9	2,2
Lengyelország	4,5	1,2	2,1	3,7	5,2	13,2	12,5	6,0	4,0
Románia	2,2	4,1	3,9	2,3	4,1	12,0	10,6	6,1	4,0
Bulgária	0,6	2,6	2,5	1,2	2,8	13,0	9,6	4,2	3,4
<b>EU-14</b>	<b>87,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>2,6</b>	<b>7,8</b>	<b>5,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>
<b>Új EU-13</b>	<b>12,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>4,4</b>	<b>13,9</b>	<b>11,4</b>	<b>4,9</b>	<b>3,4</b>
<b>EU-27</b>	<b>100,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>0,7</b>	<b>2,9</b>	<b>9,2</b>	<b>6,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>
<b><i>Emlékeztető tételek<sup>a</sup></i></b>									
USA		1,3	1,5	1,2	4,3	6,3	4,2	2,7	2,3
Japán		0,5	0,5	0,0	-0,2	2,5	3,0	2,2	1,8
Egyesült Királyság		2,5	1,8	0,8	2,6	9,1	7,2	3,6	2,9
Kína		2,0	2,9	2,5	0,8	1,9	0,4	1,0	2,0
Oroszország <sup>b</sup>		2,9	4,5	2,6	5,9	13,8	5,8	7,0	5,0
<b><i>Délkelet-Európa</i></b>									
Szerbia		2,0	1,9	1,7	3,6	8,5	12,6	5,6	3,7
Törökország		16,4	15,2	12,3	17,8	63,0	55,4	53,6	22,9

a Nem harmonizált árindexek

b December/december

\* A Kopint-Tárki előrejelzése

EU-15 = A 2004 előtt csatlakozott („régí”) EU-tagországok

Új EU-13 = A 2004-ben, 2007-ben és 2013-ban csatlakozott új tagországok.

Források: Eurostat-, Nemzeti Statisztikai Hivatalok-, OECD-, Kopint-Tárki-adatbázisok

**Munkanélküliség az Európai Unió tagországában**

(a munkanélküliek aránya a teljes 15-74 éves munkaerő százalékában, Eurostat-féle harmonizált ráták)

	Súly	2018	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*	2025*
Németország	20,1	3,4	3,1	3,6	3,6	2,7	3,1	2,9	2,9
Franciaország	14,2	9,0	8,4	8,0	7,9	7,3	7,3	7,3	7,1
Olaszország	11,7	10,6	10,0	9,6	9,6	8,2	8,1	7,7	7,7
Hollandia	4,5	3,8	3,4	3,3	4,2	3,4	3,5	3,5	3,3
Belgium	2,4	6,0	5,4	6,4	6,3	5,6	5,6	5,6	5,5
Luxemburg	0,2	5,6	5,6	5,8	5,5	4,7	4,6	5,0	4,8
Írország	1,1	5,8	5,0	6,7	6,3	4,8	4,5	4,1	3,9
Görögország	2,1	19,3	17,3	15,3	14,8	12,5	12,5	11,0	11,0
Spanyolország	11,0	15,3	14,1	15,2	14,8	13,1	12,9	12,0	11,6
Portugália	2,4	7,1	6,5	6,7	6,6	5,9	6,0	6,5	6,3
Ausztria	2,2	4,9	4,5	6,4	6,2	4,6	4,8	5,0	5,0
Finnország	1,3	7,4	6,4	7,7	7,7	6,7	6,8	7,0	6,7
Észtország	0,3	5,4	4,4	6,8	6,2	6,1	6,1	7,0	6,9
Szlovákia	1,3	6,5	5,8	6,8	6,8	6,3	6,3	5,7	5,4
Szlovénia	0,5	5,1	4,5	4,6	4,8	4,1	4,1	3,6	3,7
Ciprus	0,2	8,4	7,1	7,5	7,5	7,2	7,2	6,4	6,1
Málta	0,1	3,7	3,6	4,0	3,5	3,2	3,2	2,7	2,7
Lettország	0,5	7,4	6,3	7,3	7,6	7,1	7,1	6,8	6,6
Litvánia	0,7	6,2	6,3	7,1	7,1	6,0	6,0	6,8	6,7
Horvátország	0,9	8,5	6,6	6,7	7,7	6,3	6,3	6,5	6,2
<b>Eurózóna</b>	<b>77,7</b>	<b>8,2</b>	<b>7,6</b>	<b>8,0</b>	<b>7,7</b>	<b>6,7</b>	<b>6,8</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>
Dánia	1,4	5,1	5,0	5,3	5,1	4,2	4,5	4,8	4,7
Svédország	2,6	6,4	6,8	8,9	8,8	7,4	8,8	7,4	7,2
<b>Magyarország</b>	<b>2,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>
Csehország	2,5	2,2	2,0	2,7	2,8	2,7	2,7	2,4	2,5
Lengyelország	8,0	3,9	3,3	3,3	3,4	2,7	2,7	3,0	2,8
Románia	3,9	4,2	3,9	5,0	5,6	5,4	5,4	5,4	5,2
Bulgária	1,6	5,2	4,2	5,1	5,3	5,2	5,2	4,2	4,2
<b>EU-14</b>	<b>77,2</b>	<b>7,5</b>	<b>7,1</b>	<b>7,9</b>	<b>7,8</b>	<b>6,7</b>	<b>6,8</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>
<b>Új EU-13</b>	<b>22,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,6</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>
<b>EU-27</b>	<b>100,0</b>	<b>7,4</b>	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>	<b>7,1</b>	<b>6,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>
<b><i>Emlékeztető tételek<sup>a</sup></i></b>									
USA		3,9	3,7	8,1	5,4	3,6	3,7	4,3	4,4
Japán		2,8	2,4	2,8	2,8	2,7	3,0	2,8	2,7
Egyesült Királyság		4,1	3,8	4,5	4,6	3,7	4,2	4,4	4,3
Kína <sup>b</sup>		4,0	3,8	3,6	4,0	4,2	4,2	4,0	4,0
Oroszország <sup>d</sup>		5,4	4,6	6,0	5,9	3,9	4,5	4,3	4,1
<b><i>Délkelet-Európa</i></b>									
Szerbia <sup>e</sup>		12,7	10,4	9,0	10,7	9,2	8,7	8,3	7,9
Törökország		10,9	13,7	13,2	12,8	12,9	10,1	10,3	9,9

a nem harmonizált munkanélküliségi ráták

b városi munkanélküliség

c ILO, munkaerő-felmérés

d OECD statisztika, munkanélküliek aránya a 15-64 éves munkaerő százalékában

e Szerb Statisztikai Hivatal, munkanélküliek aránya a 15-64 éves munkaerő százalékában

\* A Kopint-Tárki előrejelzése

EU-15 = A 2004 előtt csatlakozott („régí”) EU-tagországok

Új EU-13 = A 2004-ben, 2007-ben és 2013-ban csatlakozott új tagországok.

Források: Eurostat-, Nemzeti Statisztikai Hivatalok-, OECD-, Kopint-Tárki adatbázis

## II. A magyar gazdaság

### Makrogazdasági helyzetkép és kitekintés

2023 harmadik negyedévében a magyar **GDP volumene csökkenése folytatódott** éves összehasonlításban, habár a csökkenés üteme 0,4%-ra (a szezonális és naptárhatás kiszűrésével mért volumenváltozást alapul véve 0,3%-ra) mérséklődött. Ennél látványosabb a javulás az előző negyedévhez mért változás esetében: itt a GDP **0,9%-kal növekedett**. Ez jelentős fordulat a három negyedéven át tartó csökkenés, majd pedig egy negyedéven át tartó stagnálás után. A negyedév/negyedéves növekedési teljesítmény az első öt legmagasabb között volt az uniós mezőnyben, ugyanakkor a harmadik negyedévi éves negatív növekedés révén Magyarország továbbra is alulmúlta mind az uniós átlagot – habár az uniós átlag negyedévről negyedévre romlani látszik – mind pedig az EU-mediánt. Az év első három negyedévének átlagában a magyar GDP 1,2%-kal volt alacsonyabb, mint egy évvel korábban.

Ami a gazdasági növekedés, illetőleg csökkenés *szerkezetét* illeti, a javulás semmilyen szempontból nem teljes körű. Ha az *előző negyedévhez viszonyított változást* nézzük, a felhasználási oldalon érdemi bővülést látunk a háztartások fogyasztási kiadásainál (és a közösségi fogyasztásnál). Viszont a bruttó állóeszköz-felhalmozás volumene tovább csökkent. A termelési oldalon nőtt az ipar és az építőipar hozzáadott értéke (és a mezőgazdaságé, de az itt mért szeszélyes ingadozások információértéke kérdéses). Ugyanakkor a piaci szolgáltatások esetében még a harmadik negyedévben is csökkenésre került sor.

Ami pedig az *előző év azonos negyedévéhez mért* változást illeti, itt még inkább széttartó tendenciákat láthatunk.

#### *A növekedési komponensek alakulása*

A **felhasználási oldalon** a harmadik negyedévben is többé-kevésbé a korábban megismert mintázatot látjuk: a belföldi kereslet visszaesése mellett a csökkenés ütemét a nettó export erőteljes pozitív hozzájárulása mérsékelte. A belföldi felhasználáson belül a *háztartások fogyasztási kiadásai* a korábbinál kisebb mértékben zsugorodtak, ugyanakkor a *bruttó állóeszköz-felhalmozás* zuhanásának üteme szinte megegyezett a második negyedévével. Továbbra is negatív – bár a korábbiakhoz képest sokkal mérsékeltebb – volt a készletváltozás növekedési hozzájárulása. A belföldi felhasználáson belül csupán két kisebb súlyú tételnél – a természetbeni társadalmi juttatásoknál és a közösségi fogyasztásnál – mért növekedést a KSH, ám e növekedés gyorsulása következtében az *összes végső fogyasztás* jóformán stagnált a harmadik negyedévben.

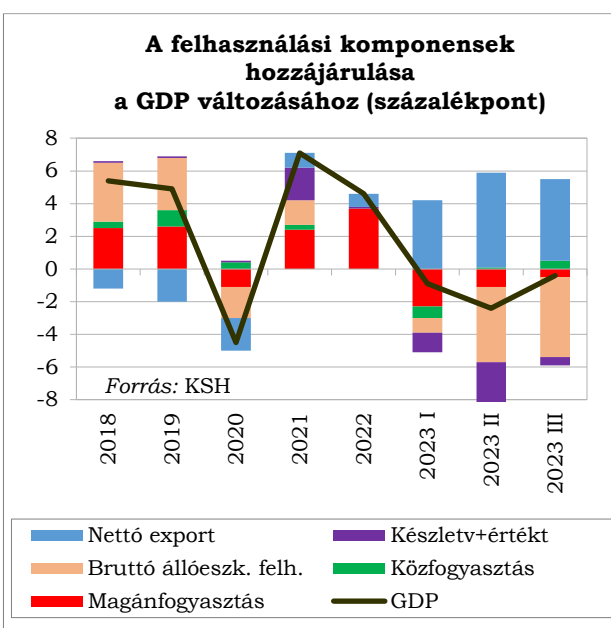
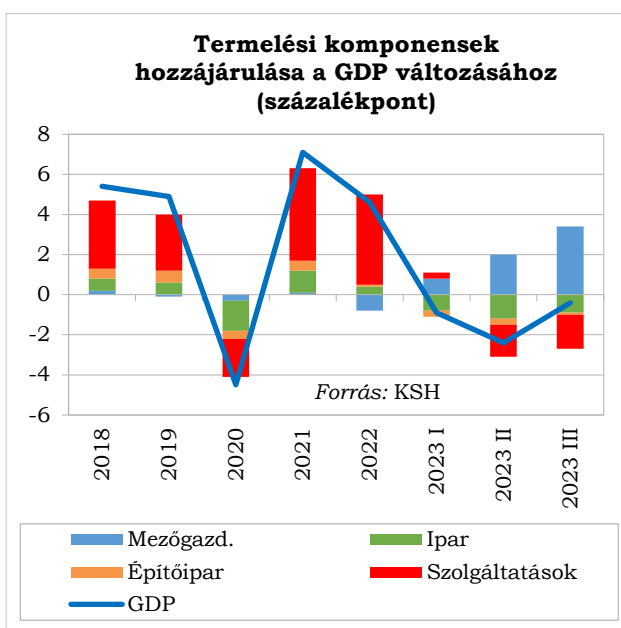
Visszatérve a háztartások fogyasztási kiadásaira, ezek volumene 2,7%-kal volt alacsonyabb a harmadik negyedévben, mint egy évvel korábban. Habár ez az ütem mérséklődést jelent a korábbi negyedévekhez képest, figyelemre méltó, hogy ebben a negyedévben a nettó **reálkereset-tömeg** már közel 1%-kal nőtt a bérstatisztika adatai alapján – noha az egy főre jutó reálkereset még mindig 0,5%-kal csökkent – továbbá a szektorszámlák nominális adatai azt sugallják, hogy a háztartások *vegyes jövedelmei* is kedvezően alakultak. Azt is érdemes hozzátenni, hogy a munkaerő-felmérés szerint a foglalkoztatottság szintje továbbra is emelkedő (éves összehasonlításban), és habár a munkanélküliek száma is nő, eközben az *nem-dolgozók* száma folyamatosan csökken.



Vagyis míg a megelőző negyedévekben a kérdés úgy vetődött fel, hogy miért nem estek vissza a fogyasztási kiadások drasztikusabban a reálkereset-tömeg meredek esése közepette, addig most inkább az érdemel figyelmet, hogy a háztartási munkajövedelmek (egyelőre szerény és épp csak megkezdődött) pozitív fordulata mellett a fogyasztási kiadások volumene tovább csökken év/éves alapon. (Miközben a háztartások megtakarításainak értéke továbbra is jelentősen meghaladta az egy évvel korábbi szintet.) Ez az új ellentmondás az **óvatossági motívum** fontosságára hívja fel a figyelmet – e tényező várhatóan a soron következő negyedévekben is jelentősen befolyásolja majd a fogyasztás alakulását.

Az *állóeszköz-felhalmozás* folytatódó kétszámjegyű visszaesését illetően a hivatalos adatok a közép- és nagyvállalati beruházások továbbra is erőteljes visszaesését, ugyanakkor a korábban zuhanó állami beruházások növekedésbe fordulását mutatják a harmadik negyedévben. Ehhez a KSH megjegyzi, hogy az utóbbi esetében a növekedés jórészt technikai okoknak, egyes állami funkciók állami vállalatoktól költségvetési szervekhez telepítésének, következésképpen egyes tevékenységek vállalati szektorból állami szektorba való átsorolásának tudható be. Mivel azonban a szóban forgó átsorolások már a 2023-as év elejétől életbe léptek, annyi mindenestre kijelenthető, hogy a második negyedévhez képest az állami szféra beruházási dinamikája érdemben javult, miközben a vállalati szektorban ilyen javulás nem volt megfigyelhető.

A vállalati szektoron belül azonban a *feldolgozóipari* beruházások tovább bővültek év/éves alapon. A folyamatban levő – jelentős mértékben a beáramló külföldi működőtőke által finanszírozott – feldolgozóipari beruházások tehát az ipari visszaesés közepette is a kapacitások bővülése irányában hatnak. Eközben viszont a főként *belföldre orientált* ágazatokban majdnem általános, és összességében nagyon *meredek és gyorsuló* csökkenést mértek. Ezenfelül az állami kereslettől nagymértékben függő területek többségében – mindenekelőtt a szállítás-raktározás ágazatban – a beruházások visszaesése folytatódott, vagy éppen gyorsult. Mivel ennek az ún. kvázifiskális szektornak a súlya *nagyobb* a szűk állami szektornál, elmondható, hogy a fiskális korlátok továbbra is súlyosan korlátozzák az állam beruházási költségeit.





Megjegyzendő, hogy a közép- és nagyvállalati szektor egészénél jóval meredekebb volt a beruházások visszaesése a *mikro- és kivállalkozásokat, illetőleg a háztartásokat* magában foglaló reziduális szektorban. Ez szintén aláhúzza a háztartások körében az óvatossági motívum fontosságát, de persze egyben azt is tükrözi, hogy a háztartási beruházások finanszírozási környezete a harmadik negyedévben is kedvezőtlen maradt.

Vagyis a belföldi keresleti viszonyokat a makroszinten már kissé javuló jövedelmi helyzetük ellenére is óvatos, fogyasztási és főleg beruházási kiadásukat visszafogó háztartások, valamint – a kereslethiány és a kilátások bizonytalansága miatt – többnyire szintén óvatos, beruházásait csökkentő vállalati szektor, illetőleg továbbra is fiskális kényszerektől szenvedő állami szektor határozza meg. Ezzel együtt, az állam szelektív – a közös fogyasztást, az állami transfereket, illetőleg a szűk állami körbe tartozó beruházásokat érintő – kiadásnövelése közrejátszott abban, hogy az összes **belföldi felhasználás** visszaesésének üteme a második negyedévi 8% után a harmadik negyedévben 5,2%-ra mérséklődött.

Mindeközben a **nettó export** a harmadik negyedévben is látványosan, **5%-ponttal** hozzájárult a gazdasági növekedéshez, pontosabban a visszaesés mérsékléséhez, ám az emögött meghúzódó folyamatok a korábbiaknál is kedvezőtlenebbek. Az *áruexport csökkenésbe fordult* a második negyedévi szerény bővülés után; a külkereskedelmi statisztika adatai azt sugallják, hogy ez főképp annak tudható be, hogy immár a gépek és szállítóeszközök kivitele is csökken. Eközben az áruimport visszaesésének üteme majdnem *10%-ra gyorsult*, szintén főként a gépek-járművek behozatalának zuhanása miatt. Vagyis egyrészt a külső keresleti viszonyok a korábban remélt javulás helyett láthatólag tovább romlanak. Másrészt noha az összes belföldi felhasználás csökkenése lassul, a csökkenés egyre látványosabban tükröződik az áruimport alakulásában.

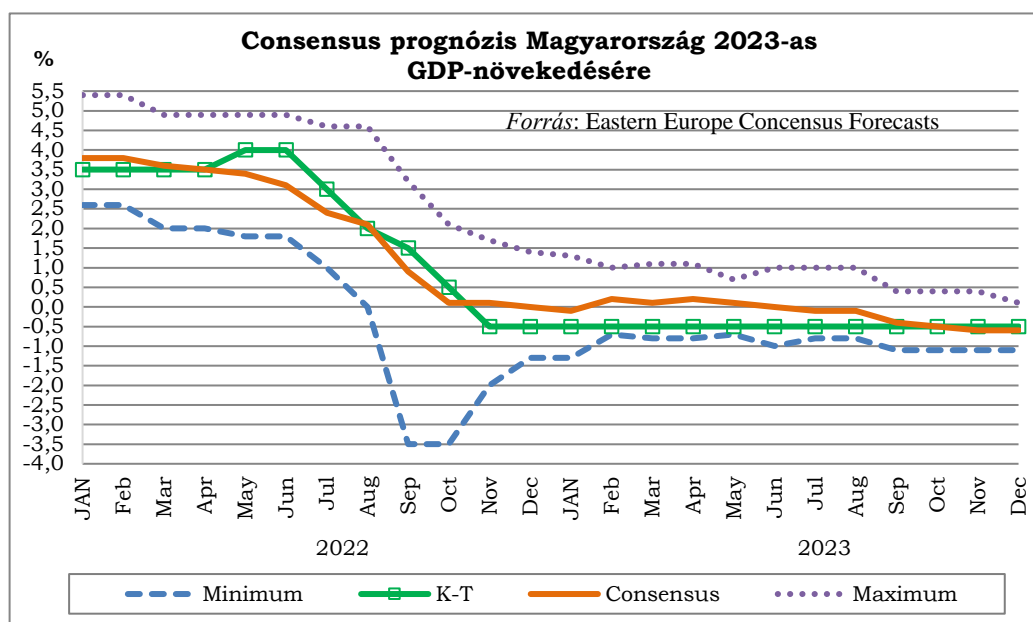
A **termelési oldalon** kizárólag a mezőgazdaság tudott nőni, az viszont a hivatalos szám szerint mintegy 88%-kal, amit a mezőgazdaság esetében nem érdemes szó szerint venni. Ezentúl viszont folytatódó esést mértek az iparban (-5,4%, lényegében a második negyedévvél megegyező ütem), az építőiparban (-1,6%, érezhető mérséklődés a mélypontról való nyári elmozdulásnak köszönhetően), illetőleg a szolgáltatásokban (-3,1%, vagyis a negatív növekedés némileg még *gyorsult* is a második negyedévhez képest).

Az *ipar* belföldi értékesítésének visszaesése – ha a második negyedévihez képest enyhült is – nagyon erőteljes, mintegy 15%-os maradt a harmadik negyedévben. Másrészt az exportértékesítés – az első félév hozzávetőleges stagnálása után – jelentősen, közel 6%-kal visszaesett a harmadik negyedévben, ami nem sok jót ígér, még ha ez a csökkenés jelentős részben bázishatásból (a 2022 nyarán megfigyelt átmeneti, de markáns élénkülésből) adódott is. Összességében az ipar az első félévi adatok nyomán jócskán visszanyesett várakozásokat is alaposan alulmúlta a harmadik negyedévben, és az októberi-novemberi folyamatok is lesújtóak. Október végén az ipari export-rendelésállomány lényegesen elmaradt az egy évvel korábbi szinttől.

A *szolgáltatások* esetében kismértékű romlás (a visszaesés enyhe gyorsulása) volt megfigyelhető a nagyobb súlyú piaci szolgáltatási ágak többségénél (ingatlanügyletek, szállítás, műszaki-tudományos-adminisztratív-támogató tevékenység), miközben a kereskedelemben némileg enyhült, de erőteljes maradt az esés üteme, erőteljesebb annál, mint amit a GDP-statisztika szerint a háztartások áruvásárlásainak volumencsökkenése indokolt volna.

A fentiek alapján, **fenntartva a 2023-as évre vonatkozó korábbi becslésünket, a GDP 0,5%-os csökkenését valószínűsítjük a tavalyi évben.** Miközben 2022. novemberében a Kopint-Tárki mínusz 0,5%-os GDP előrejelzése 2023-ra kifejezetten pesszimista volt a többi prognózishoz képest, mostanra e prognózisunk a konszenzushoz viszonyítva immár kissé optimistának mondható. Habár az utolsó negyedévben már érdemben nőnek a reálkeresetek, a háztartások fogyasztói viselkedése bizonyosan óvatos maradt – ez az októberi és novemberi kiskereskedelmi adatokból is jól látható – így a *fogyasztási kiadások* vélhetőleg még az év végén is némileg csökkentek, habár a *teljes magánfogyasztás* esetében már némi növekedés is előfordulhatott.

A keresleti (és finanszírozási) feltételek a negyedik negyedévben még nem változtak olyan mértékben, hogy az a vállalatok és háztartások beruházási aktivitásának lendületet



adjon. Figyelembe véve ezt, illetőleg a korábban vártnál lényegesen kedvezőtlenebb harmadik negyedévi beruházási dinamikát, az állóeszköz-felhalmozásra vonatkozó 2023-as előrejelzésünket **lefelé korrigáltuk.**

Ezzel szemben a harmadik negyedév külkereskedelmi folyamatai, illetőleg az árukülkereskedelem októberi és előzetes novemberi számai alapján az export és import közötti ütemkülönbségre vonatkozó korábbi becslésünket (így a **nettó export növekedési hozzájárulására** vonatkozó feltételezésünket) **felfelé korrigáltuk** – miközben külön-külön az export és az import dinamikája egyaránt alulmúlta a várakozásokat. Ugyanakkor még e korrekció után is, a nettó export az a GDP-komponens, amely tavalyi évre vonatkozó növekedés becslésünket illetően a legfőbb pozitív kockázatot hordozza.

## 2024. évi előrejelzés

Az **idei évre** vonatkozó várakozások egyik sarokpontja, hogy a *reálkeresetek* immár növekedésnek indultak, és ez beindíthatja a fogyasztás bővülését. A keresetemelkedés mértékét illetően most még csak feltételezéseink lehetnek, de a minimálbér 15%-os, illetőleg a garantált bérminimum 10%-os nominális emelése bizonyos fokig támpontul szolgál. Jelenleg 10% körüli keresetemelkedésre számítunk az idén. Negatív kockázatot jelent az a lehetőség, hogy a munkáltatók számottevő hányada az erőteljes dezinflációra való tekintettel vonakodik majd az ilyen nagyságrendű béremeléstől – bár a nagy nemzetközi cégek bérmegállapodásaival kapcsolatos szórványos híradásokból ilyen tendenciák egyelőre nem láthatók. Pozitív kockázatként figyelembe vehető a bejelentett kiugró pedagógusbér-emelés, habár ez utóbbi tényleges mértékét illetően is vannak bizonytalanságok.

A jelentős keresetemelkedéshez várakozásaink szerint a korábbi évekhez képest enyhe, 5% alatti infláció fog társulni, ami viszont *5%-ot meghaladó reálkereset-emelkedést* vetít előre. Ennek ellenére arra számítunk, hogy a háztartások fogyasztói magatartása az év nagy részében óvatos marad, így jelenleg a **magánfogyasztás 2,5-3%-os bővülését** várjuk az idén.

Ez egyben a belföldi kereslet általános javulását illetően is bizonyos fokig korlátozza az idei perspektívákat. A belföldi piaci viszonyok javulása a belföldi orientációjú vállalatok **beruházási** aktivitására is ösztönzőleg fog hatni, de jó eséllyel ez az ösztönző hatás mérsékelt marad. Élénkítően hathat az is, hogy a tavalyi év vége felé az EU az *uniós források* egy nem jelentéktelen hányadát felszabadította. Hogy ez milyen mértékben és főleg milyen gyorsan jelentkezik a már elindított uniós projektekhez kapcsolódó kifizetések felgyorsításában, illetőleg az új uniós finanszírozású projektek kiírásának a felgyorsításában, az még kérdéses.

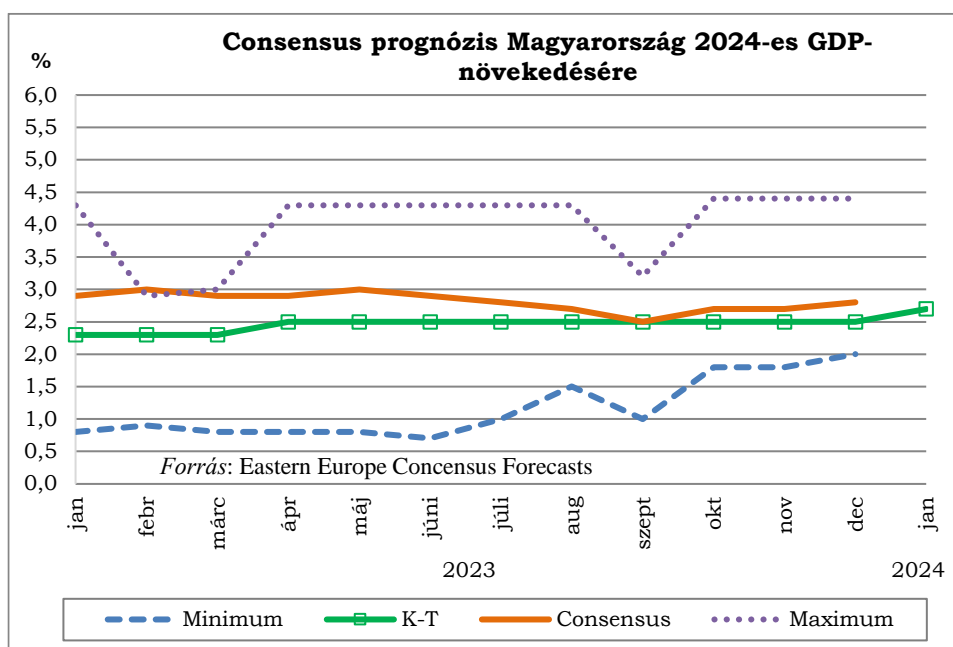
Általában véve az állam szeretné élénkíteni a vállalati beruházásokat, például a Széchenyi hitelkonstrukciók keretének megemelésével, ám az egyre súlyosbodó fiskális problémák közepette ez nehézségekbe ütközik. Ugyanez vonatkozik az állami beruházásokra is. A fiskális dilemmákat tükrözheti az is, hogy az új CSOK Plusz konstrukció egyfelől jelentősen megemelte az adható hitelösszegeket, másrészt viszont szűkítette a potenciális igénylők körét, illetőleg a támogatás-összetevő 2024-től már csak a falusi CSOK esetében érhető el.

Mindenekelőtt a keresleti viszonyok javulására (és kisebb mértékben a kedvező kamatkörnyezetre) való tekintettel a vállalati beruházások volumene nőhet az idén, bár lehet, hogy e növekedés inkább csak az év második felében indul be. Az alacsonyabb kamatok – és esetleg a CSOK megemelt hitelösszegei – némileg a háztartások beruházási aktivitását is fokozhatják – miközben az állami beruházások esetében inkább stagnálásra számítunk. Kérdés, hogy a bejelentett kínai nagyberuházások mikor indulnak meg, és azok milyen mértékben élénkítik az aggregált vállalati beruházásokat, illetve milyen importnövekménnyel járnak együtt, ami viszont csökkenti a beruházásélénkítés kedvező hatását a GDP növekedésére. Összességében az idén a beruházások szerény, 3-3,5%-os bővülését várjuk.

A fentiekből valószínűsíthető, hogy a **belföldi felhasználás** növekedési üteme az idén nem éri el a 3%-ot. Ám a tavalyi évvel ellentétben mégiscsak nőni fog, így feltételezhető, hogy az *import* is növekedésnek indul 2024-ben. A nagy kérdés, hogy eközben mi történik

az *exporttal*. A harmadik negyedévtől kezdődően az áruexport csökken vagy stagnál, miközben az európai és a globális gazdasági hírek korántsem utalnak közelgő fellendülésre.

Az előrejelzők közül a derűlátóbbak rámutatnak, hogy a huzamosabb ideje tartó feldolgozóipari beruházások révén előbb-utóbb üzembe helyezett új kapacitások lendületet adnak az exportnak. Ám a tavalyi év második felében a keresleti viszonyok képesek voltak lefékezni az exportdinamikát úgy is, hogy a feldolgozóipari beruházások növekedése akkorra már több mint két éve zajlott. Csupán szórványos jelek mutatnak a külső kereslet közeljövőbeli helyreállása irányába, miközben a továbbra is szüntelenül halmozódó geopolitikai feszültségek közepette romlásra is bőségesen van esély. Így a Kopint-Tárki jelenleg az export nagyon mérsékelt, 3% körüli bővülésével számol 2024-ben, amelyet az importnövekedés megközelítőleg azonos dinamikája kísér majd. Így összességében – a nettó export csupán minimális növekedési hozzájárulása mellett – **az idén a GDP 2,7%-os bővülésére számítunk**. E prognózissal a Kopint-Tárki alulról közelít az előrejelzői konszenzushoz.



## Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok

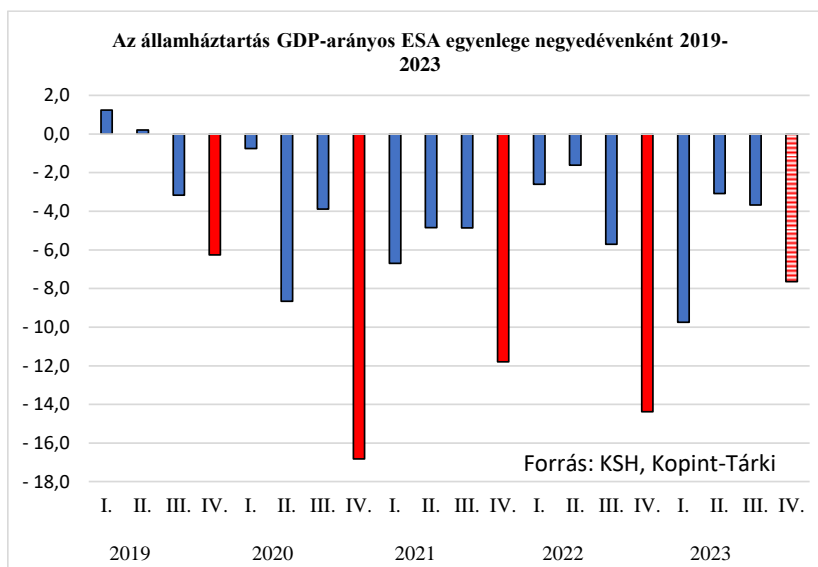
### Államháztartási folyamatok

Az államháztartási eredményszemléletű hiánya 2023 első háromnegyed évében az ESA elszámolás szerint a GDP 5,4%-át tette ki. Az első negyedévben a hiány még közelítette a 10%-ot, a második és a harmadik negyedévben azonban a GDP 3-4 százaléka csökként. A végleges éves államháztartási hiány mértéke attól függ, hogy a kormány az utolsó negyedévben milyen mértékű költsékezésről dönt.

A kormány december 30-án közreadott „Makrogazdasági és költségvetési előrejelzése 2023-2027” dokumentumában az államháztartás várható hiányát – sokszoros átírást követően – végül a GDP 5,9%-ában határozta meg, elismerve, hogy a korábbi pozitív gazdasági növekedési előrejelzésével szemben a tényleges adat mínusz 0,4% lesz. <https://cdn.kormany.hu/uploads/document/3/30/309/30994348ca1ade182556c0a35e09b2fef18167ea.pdf>

Ebben a dokumentumban az államháztartás hiányát a kormány feltehetőleg korrekten mérte (hiszen ehhez minden adat a rendelkezésére áll), a GDP adatát azonban még nem ismerhette. A számítás alapját képező 0,4%-os GDP csökkenés 2023-ban ugyanis minden bizonnyal alulbecsült. A tényleges visszaesés közelebb lehet a 0,5-0,7%-hoz, ami a GDP arányos államháztartási deficit nagyobb mértékét eredményezheti.

Mint az alábbi ábra mutatja, az elmúlt években minden utolsó egyedévben jelentős mértékű kormányzati költsékezésre került sor. A 6%-os éves államháztartási hiányhoz 2023 utolsó egyedévében 8%-ot közelítő hiány tartozik az utolsó negyedévben, ami nyilván a kiadások elfutásának az eredménye (az ábrán a satírozott oszlop). Ez még viszonylag alacsony az előző évek évvégi kormányzati költsékezésével összehasonlítva (a GDP 14-17%-a), mindazonáltal, a költségvetés 2023. évi rossz helyzete alapján nem nevezhető felelős fiskális magatartásnak. Hogy mire költhette a kormány ezeket a pótlólagos kiadásokat, arról majd a decemberi államháztartási jelentésből kaphatunk (részleges) információkat



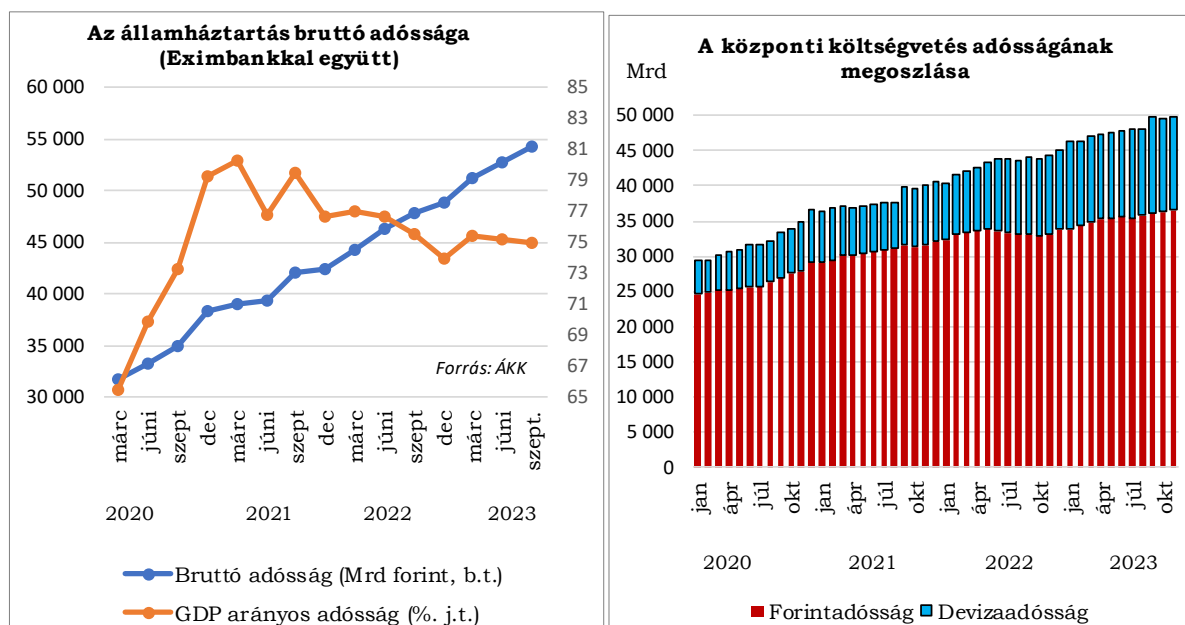
Ami a 2024. évi költségvetést illeti, a 2023 nyarán elfogadott törvény a hiányt a GDP 3,1%-ában, az elsődleges hiányt pedig a 0%-ában határozta meg. Mivel ma már tudható,

hogy az állami kamatfizetések meg fogják haladni a GDP 4%-át, a 3,1%-os hiányhoz mintegy 1%-os elsődleges többlet lenne szükséges. Illetve megfordítva: nullás elsődleges egyenleg 4% feletti hiánnyal járna együtt. A kormány 2023 december 30-diki „Makrogazdasági és költségvetési előrejelzése 2023-2027” a 2024. évi államháztartási deficitet a GDP 2,9%-ában jelölte meg. Ehhez több mint 3 százalékpontos egyenlegjavulást kellene elérni az előző évhez képest, ami jelenleg nehezen kivitelezhetőnek tűnik, különösen egy választási évben. Emellett, a deficit GDP-arányos mértékét kedvezőtlenül befolyásolja, hogy a 2023. évi adatok alapján a GDP nominális értéke a gazdaság visszaesése és az inflációnak a vártnál gyorsabb lecsengése miatt alacsonyabb lesz (kb. 82 ezer milliárd forint) a költségvetési törvényben feltételezettnél (85 ezer milliárd). A 2024. évi költségvetési hiány-előrejelzésünk tehát **4% a GDP arányában**.

### Államadósság

2023 első háromnegyed évében a **kormányzati szektor bruttó adósságállománya** (Eximbankkal együtt) névértéken közel 5.484 milliárd forinttal emelkedett és így elérte az 55 ezer milliárd forintot. A **GDP-arányos adósság** a tavalyi év végi 73,9%-ról szeptember végére 75%-ra nőtt (ezen belül a harmadik negyedévben 0,2 százalékponttal csökkent). Ahhoz tehát, hogy az államadósság az év végre a 2023. évi szint alá csökkenjen, amit törvény ír elő, 2023 utolsó negyedévében az államadósság több mint 1,1 százalékpontos csökkenésére van szükség. Előrejelzésünk szerint, ezt figyelembe véve, az év végi államadósság GDP-arányos rátája 73,5%-ra csökkenhet. Ez magasabb, mint a korábbi prognózisok, amit többek között a GDP várttól elmaradó nominális összege indokol.

A központi költségvetés adóssága (Eximbank nélkül) 2023 november végére megközelítette az 50 ezer milliárd forintot, 2023 első 11 hónapjában 4.356 milliárd forinttal emelkedett. A **devizaadósság aránya** a 2022 végi 25%-ról 26,36%-ra nőtt (emlékeztetőül: 2021 végén még 20% volt). 2023-tól az Államadósság Kezelő Központ a devizaarány felső határára vonatkozó referenciaértéket 30%-ra emelte a finanszírozás rugalmasságának fenntartása érdekében.





## Infláció

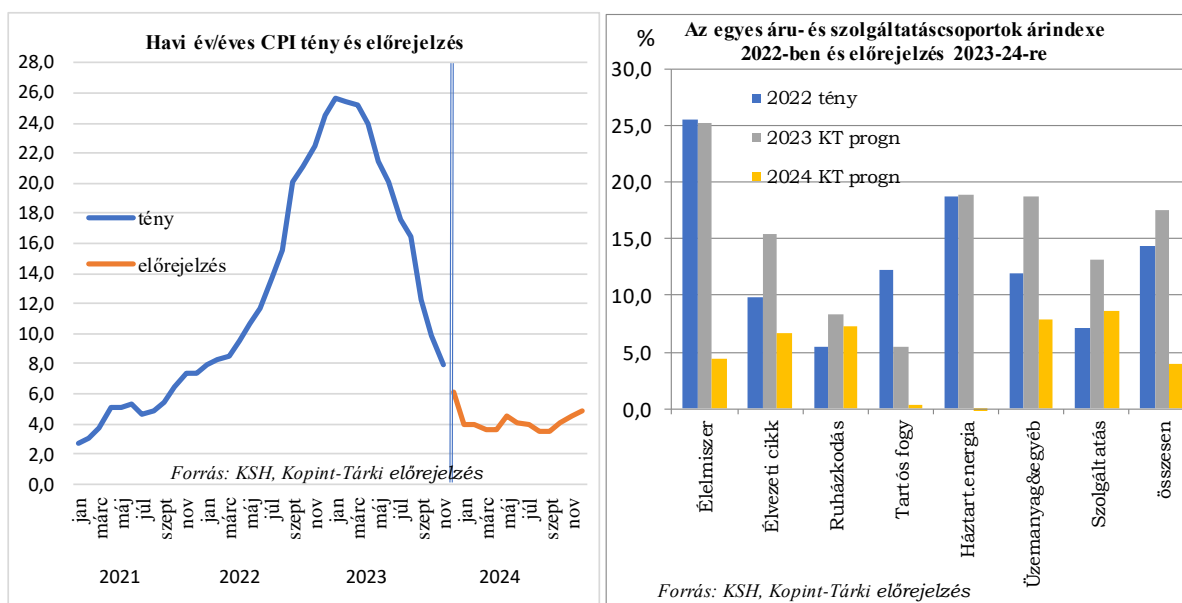
2023. első 11 hónapjában a fogyasztói árak 18,7%-kal voltak magasabbak, mint az előző év azonos időszakában. A decemberi infláció mértékétől függően az éves fogyasztói árindex 17-17,5% körül lehet. Ez azt implicálja, hogy a decemberi év/év árindex 6,1, a hó/hó érindex pedig 0,1% körül lesz. Ez a 2023 őszén kialakult havi lefutás folytatódását jelentené: az élelmiszerek és a szolgáltatások árának jelentős, de a nyári hónapokig jellemző viharos emelkedésétől elmaradó növekedését és a háztartási energiának az emelt árú gáz fogyasztásának csökkenése miatti további enyhe mérséklődését.

Noha az éves adatok még nem állnak rendelkezésre, az első 11 havi adatokból és a decemberi előrejelzésből már megközelítő leltárt lehet vonni az éves folyamatokról.

2023-ban az élelmiszerek ára 26, a háztartási energiáé 24%-kal volt magasabb, mint az előző évben. Az egyéb cikkek, üzemanyagok áremelkedése megközelítette a 20%-ot, az élvezeti cikkeké pedig a 15%-ot.

Fontos megjegyezni, hogy noha az éves árindex decemberben feltehetőleg alig haladja meg a 6%-ot, az elmúlt másfél évben az árszint olyan mértékű emelkedése történt, amely a magyar fogyasztói árak többségét a környező országok fölé emelte. Ez pedig már nem tehető jóvá, mert az árak olyan mértékű csökkenése nem várható, amely a korábbi relatív árszint visszatéréséhez vezetne. A magyar árszint tehát jócskán a fejlettségi szintünk által indokolt szint fölé emelkedett, ami a vásárlóerő-paritáson mért fejlettségünk mértékét is csökkenti.

A 2024. évi áralakulást számos bizonytalanság övezi. Amennyiben a 2023-ban megfigyelt havi áremelkedési ütem folytatódna, illetve a keresleti korlátok enyhülése miatt kissé emelkedne is, akkor az 2024-ben 4,5%-os éves CPI-t eredményezne. Ugyanakkor a Pénzügyminisztérium december 30-diki jelentésében 5,2%-os éves árindexet jelez előre. Ebből az következik, hogy az üzemanyagok adótartalmának éveleji emelése mellett, amelyet a 4,5%-os előrejelzésben már figyelembe vettünk, az év folyamán további hatósági áremelés várható, amelyet mi még nem ismerünk. Ennek valószínűségére utal a költségvetés feszített helyzete is.

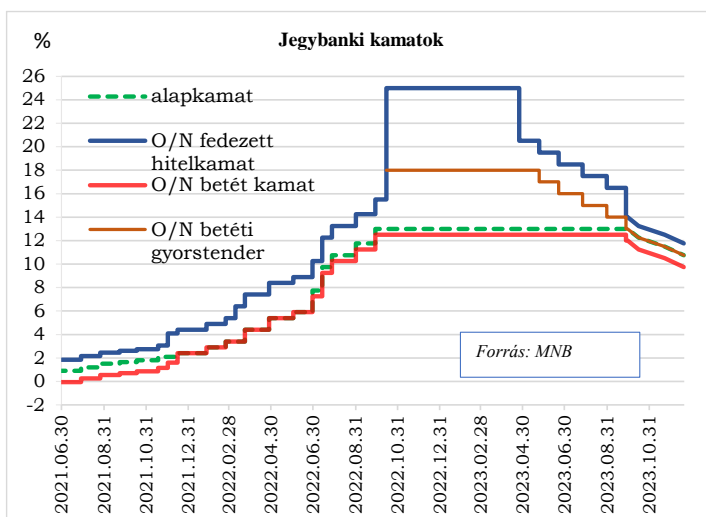




## Pénz- és tőkepiaci folyamatok

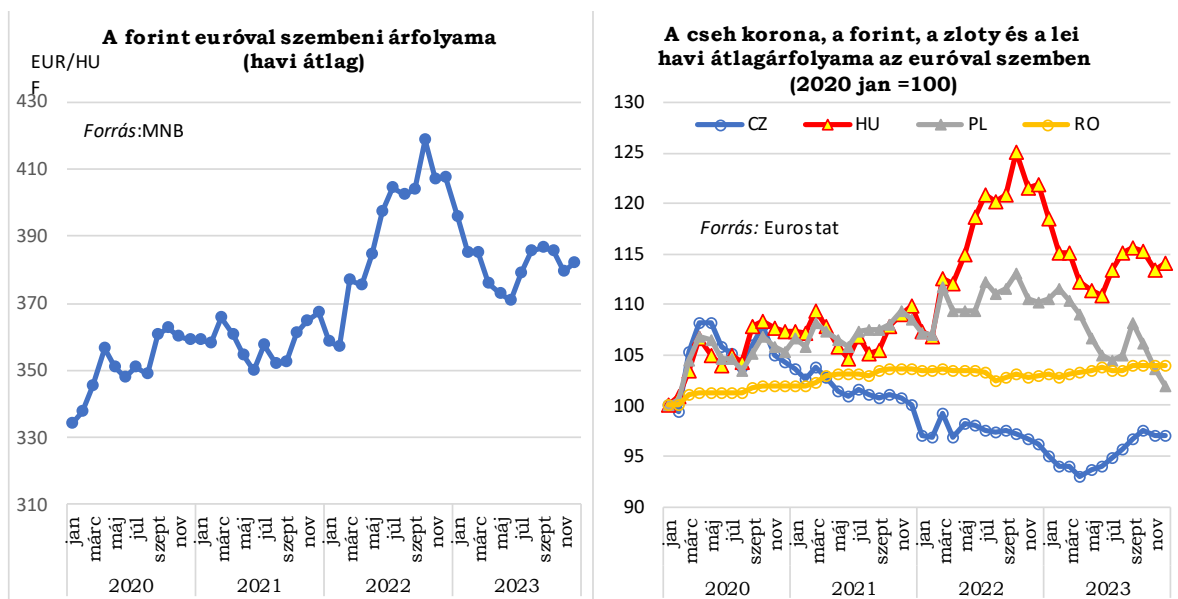
### Jegybanki kamatok és árfolyam

Az infláció fokozatos lassulásával párhuzamosan a **jegybank** 2023 májusában hozzáfogott a tavaly októberben rekordnagyságúra felemelt, 18%-os **irányadó ráta** csökkentéséhez. Az irányadó eszköz szerepét betöltő *egynapos betéti tender* kamata előbb az alapkamat 13%-os szintjére, majd az alapkamat december végére 10,75%-ra csökkent. A jegybanki kommunikáció a kamatcsökkentési ciklus folytatását jelzi előre.



A 2024. évet a forint az euróval szemben 382,78-as **árfolyamon** fejezte be, az előző évvégi 400 forintra szemben. 2023. március óta a forint árfolyama viszonylag stabil volt, kisebb-nagyobb kilengésekkel a 380 forint körül ingadozott. Ez pozitív fejlemény annak tükrében, hogy a jegybanki kamatok folyamatos csökkentése nem járt együtt a spekulatív tőke olyan mértékű elfordulásával, ami az árfolyamot érzékelhetően gyengítette volna.

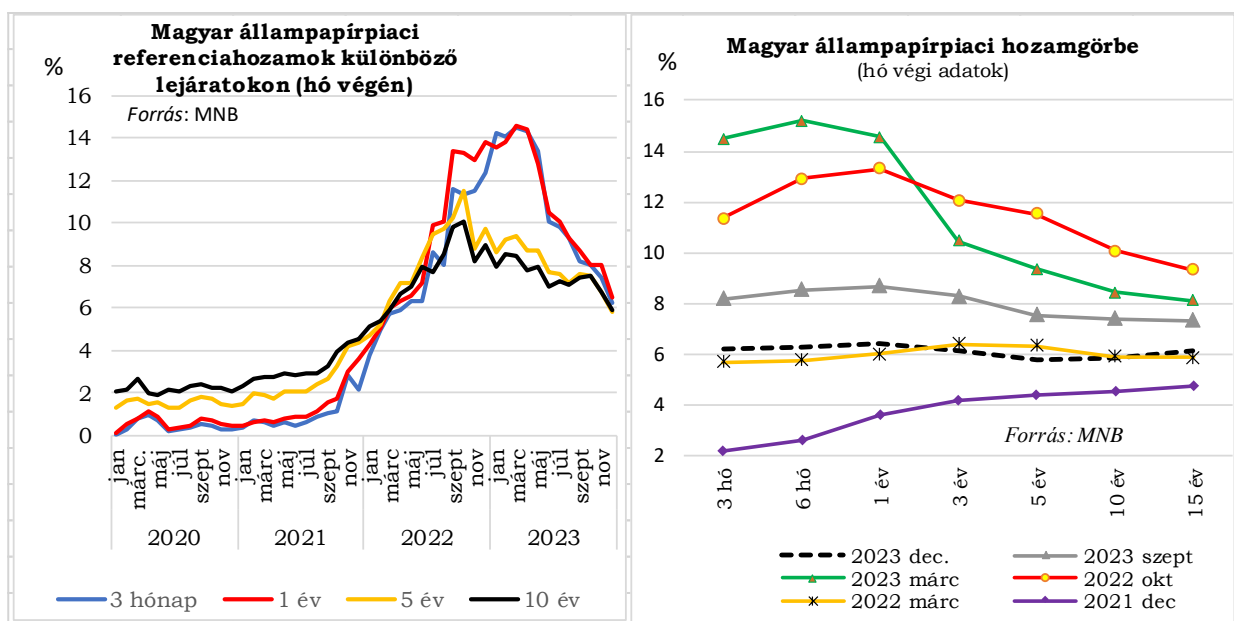
Mindazonáltal, a forint 2023-ban rosszabb pozíciót mutatott, mint a többi régiós deviza.



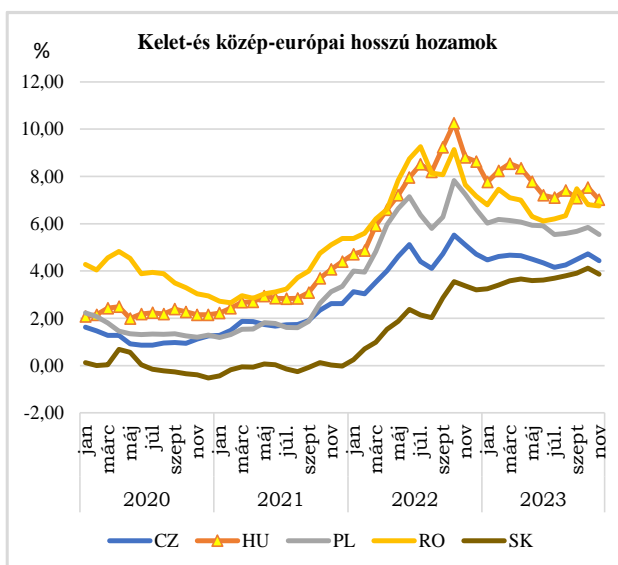
## Állampapír-piaci hozamok és hitelkamatok

Az állampapír-piaci **referenciahozamok** a tavalyi meredek emelkedést követően 2023 második negyedévét követően gyakorlatilag valamennyi lejáraton csökkenő pályára kerültek. A hozamgörbe rövid oldalán az emelkedés mértéke nagyobb volt és hosszabb ideig tartott, de a tetőzést követő hozamesés is gyorsabb volt, mint a hosszú lejáratokon. Ez a mintázat összhangban áll a *hozamgörbe várható elmozdulásaival* egy inflációs hullám leszálló ágában.

2023 végére, a különböző lejáratokon mért hozamok gyakorlatilag egybecsúsztak: minden lejáraton 7% körüli hozam alakult ki, kisebb-nagyobb eltéréssel. Ennek következtében a hozamgörbe majdnem teljesen lapos lett, és –érdekes módon– szinte teljesen megegyezik a 2022 márciusi, az infláció elszabadulása előtti szintekkel.



Regionális összehasonlításban a hozamrangsor nem változott az elmúlt másfél évben. Továbbra is a magyar 10 éves hozamok a legmagasabbak, bár mindössze 26 ponttal előzik meg a második helyen álló román hozamokat. Az elmúlt években a magyar és a román hozamok versengtek egymással a legmagasabb szint elérésében. A lengyel és a cseh hozamok követték a nemzetközi mozgásokat, csak jóval alacsonyabb szinten, mint a magyar. A szlovák hozamok pedig folyamatosan enyhén emelkednek a korábbi negatív szintről, de még mindig a legalacsonyabbak.



## Vállalati és lakossági kamatok

A jegybanki irányadó ráta és alapkamat, valamint a piaci hozamok csökkenése a **vállalatoknak és a háztartásoknak nyújtott forinthitel-kamatok** esetében csak korlátozottan érvényesült.

A vállalati kamatok jelentős drágulást követően a múlt év végén és az idei év első negyedévében tetőztek, ettől kezdve mérséklődésnek indultak. A forgóeszköz-finanszírozás szempontjából lényeges **vállalati folyószámla-hitelek** átlagos kamata viszont nem csökkent érdemben 2023 folyamán: 12% körül ingadozott, novemberben 11,9% volt, ami alig különbözött a decemberi értéktől, miközben a forgóeszköz-hitelekre elvárt 12%-os kamatplafon alatt maradt. Az *egyéb vállalati hitelek* kamata nagyobb volatilitást mutatott. A maximum 1 éves kamatfixálású hitelek kamatlába az év folyamán 18% fölött is volt, de novemberre 14% alá esett vissza. A legalább 1 éves kamatfixálású, 1 millió euró alatti forinthitelek kamata is mérséklődött, szintén a 14%-os szint közelébe.

A **háztartásoknak** nyújtott *fogyasztási hitelek* átlagos kamata az év folyamán tendenciájában, bár nem töretlenül, csökkent. A fogyasztási hitelek átlagos hitelköltség mutatója 2023 januárban tetőzött, megközelítve a 18%-ot, novemberre pedig 15,2%-ra esett vissza. A *lakáshitelek* hitelköltség-mutatója a tavaly decemberi 11,3%-ról 8,76%-ra mérséklődött. A csökkenés a támogatott hitel-konstrukciónál jelentkezett, ahol a költségek zömét az állam viseli. A folyószámla-hitelek hitelköltsége az év folyamán megközelítette a 30%-ot, s novemberre is mindössze 27,7%-ra mérséklődött.

A magas kamatok a lakossági hitelevétel erőteljes zsugorodásával jártak együtt: a lakáscélú hitelfelvétel 2023 első 11 hónapjában az előző évinek kevesebb, mint a felét tette ki, ezen belül az építésre, bővítésre felvett hitelek alig több mint az ötödét. A fogyasztási hitelek felvétele kevésbé, csupán 10%-kal zsugorodott, a jórészt kényszer-hitelevételnek tekinthető folyószámla-hitelek összege pedig még emelkedett is. Előrejelzésünk szerint a kamatok további várható mérséklődése csak lassan és korlátozottan fog a lakosság hitelfelvételi kedvének az élénkülésével járni.

