



# **Konjunktúrajelentés**

A világgazdaság és a magyar gazdaság helyzete  
és kilátásai 2024 tavaszán

**2024/1**

Lezárva: 2024. április 11.

**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

Összefoglaló.....	5
Nemzetközi gazdaság.....	5
A magyar gazdaság.....	9
<b>Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa.....</b>	<b>12</b>
I.    A világgazdaság.....	13
1.1. Világgazdasági helyzet.....	13
1.2. Világkereskedelem.....	14
1.3. Nyersanyagpiacok.....	16
1.4. Nemzetközi pénzpiacok.....	20
1.5. Az Európai Unió nemzetközi környezete.....	23
1.6. Az Európai Unió gazdasága.....	29
1.7. Közép-kelet európai új EU tagállamok.....	33
II.   Magyar gazdaság.....	39
2.1. A GDP és komponensei.....	43
2.2. A GDP termelési oldala.....	47
2.2.1. Ipar.....	47
2.2.2. Építőipar.....	49
2.2.3. Lakásépítés.....	50
2.3. A GDP felhasználási oldala.....	51
2.3.1. A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai.....	51
2.3.2. Beruházások.....	53
2.3.3. Külkereskedelem.....	55
2.3.4. A fizetési mérleg és a nettó külföldi kötelezettségállomány alakulása 2023-ban.....	56
2.4. Foglalkoztatottság, munkanélküliség.....	60
2.5. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok.....	61
2.5.1. Államháztartási folyamatok.....	61
2.5.2. Infláció.....	65
2.5.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok.....	67
Jegybanki kamatok és árfolyam.....	67
Állampapír-piaci hozamok és hitelkamatok.....	69
Vállalati és lakossági kamatok.....	70
Gazdasági jelzőszámok 2016-2023-ra, előrejelzés 2024-re és 2025-re.....	72



## Összefoglaló

### Nemzetközi gazdaság

A **globális növekedés** tavaly 3,1% volt, a prognózisidőszakban ennél valamivel alacsonyabb lesz. A globális növekedést elsősorban Kína lassulása fékezi, de az USA-ban is, ahol egyébként robusztusabb volt a növekedés a vártnál, az idén némi lassulás lesz tapasztalható, az euróövezet – pedig főleg a gyenge német teljesítmény miatt – a tavalyi visszaesést követően az idén is legfeljebb stagnálni fog. Kockázatot jelentenek a különböző regionális konfliktusok: sem a gázai övezetben zajló események, sem az orosz-ukrán konfliktus kimenetele nem látszik, csak azt lehet feltételezni, hogy hosszan elnyúló és könnyen eszkalálódó válságócokról van szó. Részben a regionális konfliktusoknak köszönhetően a szállítási költségek erőteljesen emelkedni kezdtek, különösen a tengeri szállítás terén, ami a világkereskedelem bővülését fékezi. Az infláció világszerte mérséklődik, de a nyersanyagpiacok továbbra is nyugtalanok, és újabb áremelkedéseket sem lehet kizárni. Az idei évben a monetáris politika lazulására lehet számítani, de az inflációt övező bizonytalanságok miatt nem lehet tudni, hogy ez a lazítás milyen gyors ütemben megy majd végbe. A fiskális politika oldaláról az idén nemigen várható növekedést ösztönző impulzusok: 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.

Az IMF rontotta a **világkereskedelmi kilátásokra** vonatkozó prognózisát idénre és jövőre is. A lanyhulás mögött a konjunktúra, azon belül is különösen Kína lassulása áll. A világgazdaság nem tudott még visszatérni egy stabil növekedési pályára, ezért egyes termékekből túltermelés, másokból pedig 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 legfrissebb adatok szerint az **energiahordozók** nyersanyagindexe a februári 102,2-ről, 104,3-ra emelkedett. A **nem energiahordozó nyersanyagok** indexe 106,8-ről, 109,2-re emelkedett. (2010=100), míg a **globális nyersanyagindex** 103,7-ről 105,9-re küszött. Tehát az elmúlt hónapban egyértelmű felfelé mutató trend rajzolódott ki.

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. 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 energialejesítményeket ért ukrán támadások, a tengeri szállítások növekvő kockázatai erősítették az ellátási bizonytalanságoktól való félelmeket. A globális olajkereslet az idén várhatóan lassabb ütemben fog bővülni, mint tavaly, amiben a konjunkturális 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 bővíthet naponta, annak ellenére, hogy az OPEC+ kitermelést fékező korlátozásai a legfrissebb döntés szerint a félév végéig kitartanak. Oroszország a múlt hónapban tudatta a világgal: a második félév során további 471 ezer hordóval csökkenti olajkitermelését. Tehát a konjunkturális 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 emelkedésében. Azt sem lehet tudni, hogy az OPEC+ nem dönt-e a termeléskorlátozások hosszabbítása mellett. Összességében az idén éves átlagban 83-88 dollár/barreles olajjára számíthatunk, jelezve, hogy nagyon nagy a bizonytalanság felfelé és lefelé egyaránt.

Az **európai gázpiacon** is nagy a bizonytalanság. Hiába vannak tele a gáztározók, és hiába van mögöttünk az elmúlt évtizedek egyik legenyhébb tele, az ellátási bizonytalanságoktól való félelem itt is felfelé nyomta az árakat március első felében. 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 összességében egyértelmű emelkedés volt márciusban tapasztalható.

A **nem energiahordozó nyersanyagárak** tekintetében a nyersanyagindexek stabilnak 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, fogyasztási tervekre, közvetve pedig a nyersanyagok áraira is.

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, ami újabb inflációs nyomást jelenthet: így a geopolitikai konfliktusok hatása az energiaárak alakulására, az extrém időjárás okozta kockázatok, a jelentős bérnyomás számos ágazatban és országban és – az általános politikai bizonytalanság miatti – váratlan események következményei. Ebből következően még nem egészen egyértelmű, hogy a megindult dezinflációs folyamatok mennyire lesznek 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. Az EKB 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.

Az **Európai Unió külső környezetében** vegyes kép jellemző. Az **USA**-ban a gazdasági növekedés tavaly a vártnál robusztusabbnak bizonyult. 2023-ban a GDP 2,5%-kal nőtt, ami magasabb volt a korábban vártnál. Az idej adatok alapján egyelőre a növekedés lassulására 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, a vállalatok építési beruházásai lanyhulni 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 ugyan visszaesett, de mivel az első félévben erőteljes növekedés volt tapasztalható, tavaly a GDP összességében 1,9-2%-kal nőtt. Az idej évre összességében egy 1% körüli növekedés várható, ami jövőre is

csak mérsékelten gyorsul. A lassulás oka 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 lassabban nő, mint az export. A vállalati beruházások az idén stagnálnak, a lakásépítés pedig visszaesik; növekedés csak az állami beruházások esetében lesz tapasztalható. Jövőre a vállalati beruházások valamelyest élénkülnek, de a lakásépítés továbbra is visszaesik.

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

Mind a hazai hivatalos források, mind a nemzetközi szervezetek szakértőinek előrejelzései a **kínai gazdaság** tavalyi 5,2 százalékos GDP növekedésének némi lassulását várják 2024-re. Ennek ellenére Kína továbbra is a világgazdaság egyik leginkább dinamikusan 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 K+F központjaik egy részét telepítsék át Kínába, folytassanak közös kutatásokat kínai szakemberekkel. Ez azt jelzi, hogy miként az ország iparosításának korábbi szakaszában, úgy most is számítani kívánnak a külföldiek közreműködésére.

Annak ellenére, hogy a kínai gazdaság nem száguld mostanság, **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%-os 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 az ún. zöld technológiák terén. Az értékláncok átszabása, az ún. 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%-os GDP bővülésével **Afrika** lesz a világ második leggyorsabban növekvő régiója.

A tavalyi év második felében az **EU-20 GDP**-je stagnált: a harmadik negyedévben 0,2%-os visszaesés, a negyedikben pedig 0%-os növekedés 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%-os GDP bővülés után az idei évre csak minimálisan gyorsabbat, 0,7%-ot várunk, s a jövő élénkülés ellenére is 2% alatt marad

a növekedés. Ez elsősorban a beruházások továbbra is gyenge teljesítményével és az export alakulásával kapcsolatos bizonytalanságokkal magyarázható. A magánfogyasztás az idén 1% körül bővízhet, a beruházások legjobb esetben stagnálnak, az állami fogyasztás 0,9% körül alakulhat. Az export minimálisan bővíz majd, míg az import 1% feletti bővízése következtében a nettó export az idén inkább visszahúzza növekedést. Az infláció csökkenése és a reálbérek emelkedése következtében a magánfogyasztás a prognózisidőszakban élénkülni fog. A különböző konjunktúraindikátorok enyhe élénkületet 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%-kal zsugorodott a német GDP, de az idei kilátások sem túl rózsásak: gyakorlatilag stagnálni fog a gazdaság, 0,1%-os GDP bővízés várható, ami jövőre 1,2%-ra gyorsul. Az IFO konjunktúrabarméter, 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, s márciusban a német feldolgozóipar teljesítménye az előző évhez képest tovább csökkent, míg hó/hó alapon már némi növekedés volt tapasztalható.

Az *infláció* az eurózóna minden országában lassulni kezdett, a tavaly még 8,4%-os inflációs ráta 2023-ra 5,4%-ra lassult az euróövezet átlagában, és Szlovákia kivételével már mindenütt egyszámjegyű infláció volt jellemző. Az idei évre 2% körüli infláció várható, s már az idén februári 2,6%-os és a márciusi 2,4%-os adat (év/év) is biztató. A maginfláció is csökkenésnek indult. 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 EKB legfőbb gondja a bérinfláció, mivel a feszes munkaerőpiaci helyzet következtében a legtöbb ágazatban és országban jellemző, hogy erősödnek a béremelési követelések. A fokozott béroldali nyomás lassíthatja az infláció mérséklődésének ütemét.

Az **EU-27** esetében is hasonló trendek jellemzők: a tavalyi 0,4%-os GDP bővízés az idén legfeljebb 0,9%-ra gyorsulhat, ami az EU-13 országainak 2,7%-os, dinamikusabb növekedésével függ össze. A 2025-re várt 1,7%-os GDP bővízés is jelzi, hogy a problémákat nem nagyon sikerült megoldani, és nagyok a lefelé mutató kockázatok.

A **közép-kelet-európai térségben** már csak Észtországban és Lettországban volt recesszió az utolsó negyedévben. Észtország gazdasága már két egymást követő évben is zsugorodott, ami elsősorban az orosz piactól való túlzott (export- és import-) függőség miatt alakult ki. Horvátország viszont az EU-ban az egyik legmagasabb növekedési rátát produkálta tavaly, ami azonban főleg egyszeri hatásoknak volt köszönhető. A gyors növekedéssel valószínűleg megközelíti Magyarországot a fejlettségi rangsorban. 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 magyar gazdaság

2023 utolsó negyedében a kiigazítatlan **GDP** az előző év azonos időszakához képest és az előző negyedévhez képest *egyaránt stagnált*, a várakozásokat némileg alulmúlva. Az egész év átlagában a GDP 0,9%-kal csökkent. A magasra szökött infláció miatt az első félévben elszenvedett reálkereset-csökkenés – párosulva az állami kereslet drasztikus visszafogásával, a finanszírozási feltételek romlásával és a vállalati beruházási kedv lanyhulásával – az egész év folyamán lenyomta a belföldi keresletet, habár az utolsó negyedében már nőttek a reálkeresetek. Ugyanakkor az utolsó negyedében a vállalati beruházások esése lassult, a fogyasztási kiadások pedig már szinte stagnáltak – a belföldi felhasználás főként a drasztikus készletleépítés miatt csökkent még az év végén is 4,1%-kal. 2023 egészében a bruttó belföldi felhasználás 5,4%-kal zsugorodott, a fogyasztási kiadások 2,5%-os, illetőleg az állóeszköz-felhalmozás közel 9%-os esése mellett. A nettó export mindvégig pozitívan járult hozzá a gazdasági növekedéshez, ám az év második felében ez már nem a jó exportteljesítménynek, hanem az áruimport meredek visszaesésének volt betudható, miközben az EU-ban irányuló áruexport szintén csökkent.

Az idei évben megkezdődik a belföldi kereslet helyreállása, amit részben a komoly mértékű reálkereset-növekedés, részben pedig az tesz lehetővé, hogy a finanszírozási feltételek vállalatok és háztartások számára egyaránt kedvezőbbek lesznek 2024-ben. Ugyanakkor a háztartások jelentős része továbbra is óvatos lesz, így a fogyasztás viszonylag mérsékelt, 3,5% körüli bővülésére számítunk csak, a tetemes reálkereset-emelkedés ellenére. A belső kereslet élénkülése a vállalatok beruházási kedvét is javítja, miközben az alacsony kamatlábak és a CSOK Plusz nyomán már látható a lakáskereslet élénkülése. Az állami beruházásoknál ugyanakkor nem várunk növekedést az idén. Mindez az import meredek esését is növekedésbe fordítja az év folyamán, eközben viszont az exportkilátások súlyos bizonytalansággal terheltek. Várakozásunk szerint a nettó export negatívan fog hozzájárulni a GDP-növekedéshez 2024-ben. A Kopint-Tárki jelenleg **2,5%-os** növekedést vár az idei évre, és mérsékelt gyorsulásra számít 2025-ben.

Az egy évvel ezelőtt még mérsékelt optimista várakozásokra rációzva az **ipari termelés** 5,5%-kal esett vissza tavaly, ráadásul az utolsó negyedében az esés üteme 7,3%-ra gyorsult. A fő ok a belföldi kereslet összezsugorodása volt, amelyben az energiaágazat belföldi értékesítésének a zuhanása is közrejátszott. Ám az év végére már az exportértékesítés is csökkent. Az idén megkezdődik a belföldi értékesítés helyreállása, a fogyasztási és vállalati beruházási kereslet élénkülése nyomán. Ugyanakkor az exportkilátások meglehetősen borúsak. Éves átlagban 1,5-2%-os ipari növekedést várunk 2024-ben, de a nemzetközi feltételek alakulásától függően a stagnálás sem elképzelhetetlen.

Az **építőiparban** 5%-os visszaesésre került sor tavaly. A visszaesés a magasépítésben volt jelentősebb, de a mélyépítés kibocsátása is közel 4%-kal zsugorodott. A fő visszahúzó erő a kereslethiány. A költségvetési stabilizáció miatt halasztásra kerülő állami beruházások csapást mértek mindenekelőtt a mélyépítésre. A magas lakáshitel-kamatok, a lecsökkent vásárlóerő és a kifutó lakástámogatás az év fékezte a **lakás**építési aktivitást – habár az utolsó negyedében az *átadott lakások* száma nőtt – de a nem lakáscélú magasépítés is megszenvedte a lanyha keresletet. A kedvező januári ágazati adatok ellenére kérdéses, hogy lesz-e idén bármekkora növekedés az építőiparban, habár az építőanyag-költségek mérséklődése és az építőanyag-forgalom februárban mért élénkülése biztató jel. Jelenleg minimális, **1-2%-os** építőipari bővüléssel számolunk.

A teljes munkaidős alkalmazottak nominális **keresetei** 14,2%-kal nőttek 2023-ban. Az ezt meghaladó éves inflációs ráta 2,9%-os reálkeresetcsökkenést – és 2,4%-os nettó **reálkeresettömeg-csökkenést** – eredményezett. A háztartások **vásárolt fogyasztása** 2,5%-kal csökkent tavaly, a nettó pénzügyi megtakarításai megugrása, illetőleg a háztartások beruházásainak érdemi esése mellett. A **teljes magánfogyasztás** ennél enyhébben, 1,2%-kal zsugorodott 2023-ban. Habár a reálkeresetek a defláció következtében az utolsó negyedévben már jelentősen nőttek, a magánfogyasztás még ekkor is negatív stagnálást produkált – ez az sugallja, hogy a háztartások fogyasztói magatartása még az idei év számottevő részében is óvatos maradhat, noha az idén a reálkeresetek növekedési üteme akár a 9-10%-os tartományt is elérheti.

A nemzetgazdasági **beruházások** tavaly 8,5%-kal, ezen belül viszont a negyedik negyedévben már csak 3%-kal estek vissza éves összevetésben. Éves átlagban a vállalatok és a háztartások beruházásai csökkentek, a kedvezőtlen belső keresleti viszonyok, az év előrehaladtával egyre borúsabb külgazdasági környezet, a magas kamatok, illetőleg a korábbi lakásépítési és -felújítási támogatások beszűkülése nyomán. Az utolsó negyedévben a feldolgozóipari beruházások is csökkenésbe fordultak, vélhetőleg csak átmenetileg. A költségvetési szektor beruházásai, az év közepe erős visszaesés után a második félévben megugrottak, így éves átlagban e szektorban a beruházási volumen nőtt.

Az **áru-külkereskedelem** mérlege rekordütemben javult tavaly. A kezdetben jó ütemben bővülő, ám az év végére csökkenésbe forduló export mellett a belföldi felhasználás zsugorodása által sújtott import gyorsuló ütemben zsugorodott. Ez az energiaárak csökkenését tükröző érdemi *cserearány-javulással* együtt 9,2 Mrd euróra rúgó külkereskedelmi többletet eredményezett 2023-ban, az egy évvel korábbi 9,1%-os deficit után. Az idén az importdinamika erősödése, illetőleg a visszafogott exportkilátások miatt a többlet csökkenése várható, habár az év első két hónapjában még tovább javult a külkereskedelmi pozíció.

A **foglalkoztatottak** száma éves összehasonlításban még mindig emelkedik. A tavalyi éves 0,6%-os növekedés után a háromhavi görgetett adatok alapján december-februárban is 0,7%-os ütemben nőtt a foglalkoztatottak száma. Az **elsődleges** hazai munkapiacra foglalkoztatottak száma 2023-ban 0,5%-kal, december-februárban 0,7%-kal nőtt. Mindemellett viszont a foglalkoztatottak száma tavaly már nem nőtt olyan mértékben, hogy az teljes mértékben felszívja az inaktivitásból az aktivitásba áramlókat. Emiatt a munkanélküliek száma folyamatosan nő, a **munkanélküliségi ráta** az utolsó negyedévben 4,4%-ra, december-februárban 4,7%-ra ugrott fel. A tavalyi recesszió tehát késleltetéssel és ellentmondásosan, de hatást gyakorol a munkaerőpiaci helyzetre.

A 2023. évi 6,7% után 2024-re a Kopint-Tárki 5,5-6%-os **államháztartási hiányt** jelez előre. Noha az első kéthavi rekordhiányt egyedi (bár nem váratlan) tényezők is okozták, vannak várhatóan az egész évet jellemző negatív tényezők is. Az ÁFA bevétel előirányzata (23%-os növekedés) a költségvetési törvényben messze eltúlzott volt, itt mintegy 1000 milliárd forintos elmaradás is lehetséges, még a fogyasztás élénkülése mellett is. A kamatfizetések pedig, amelyek az EDP jelentés szerint a GDP 4,8%-át fogják kitenni, plusz 800 milliárd forinttal terhelik meg a büdzsét. Az **adósságrátának** a 2023. végi 73,5%-ról a 73,2%-ra való csökkentése akár reális is lehet, de ezt is számos kockázat övezi.

A **jegybanki alapkamat** március végi 8,25%-os szintje az év folyamán várhatóan tovább csökken, de – a jegybank kommunikáció alapján –, már jóval lassabb ütemben. 2024 végére 5,5-6%-os alapkamatot várunk.

A **forint euróval szembeni árfolyama** 2023-ban viszonylag stabil volt, 370-390 forint közötti sávban ingadozott. 2024 elején már inkább a 400 forint felé közeledett, amelyet áprilisban egy visszafordulás követett. Ennek ellenére az év folyamán a 400 forintos határt a forint euro-árfolyama nagy valószínűséggel át fogja lépni. Amennyiben ez fokozatos megy végbe, az nem okoz kihívást, sőt javíthatja a magyar exportörök jövedelmezőségét.

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 méréskelten tükröződött a jegybanki alapkamat és az állampapírpiaci hozamok csökkenése. A kormány és a bankszektor közötti 2023. októberi megállapodás a vállalati forgóeszközhitelk 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 élénkülhet az év folyamán.

Az **infláció** 2023 januárja óta hónapról hónapra tartó csökkenése 2024 elején is folytatódott. Idén azonban már nem várható a mérséklődés töretlensége, mivel az év közepén a mélypontját elérő fogyasztói árindex az év végére némileg emelkedhet, elsősorban a bázishatás miatt. Az év egészére **4-4,5%-os** inflációt várunk, amennyiben 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 fogyasztói árindex az 5%-ot is átlépheti.

## Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa

(éves változás, százalék)

	Tényadatok							Előrejelzés		
	2022	2023	2023				2024	2024		2025
			I. né.	II. né.	III. né.	IV. né.	I. né.	2024 jan.	2024 ápr.	2024 ápr.
<b>GDP-aggregátumok reálnövekedése</b>										
GDP összesen	4,6	-0,9	-0,9	-2,4	-0,4	0,0		2,7	2,5	3,2
Belföldi felhasználás	4,1	-5,6	-4,4	-8,1	-5,1	-6,1		2,7	3,0	3,1
Magánfogyasztás	6,8	-1,0	-2,9	-1,7	-1,2	1,0		2,8	3,2	3,2
Közösségi fogyasztás	0,8	-1,5	-5,1	1,0	4,5	-3,8		0,5	0,5	0,5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	1,4	-7,4	-3,6	-13,4	-12,3	-3,0		3,2	2,7	4,5
Bruttó felhalmozás összesen	0,3	-14,9	-4,9	-22,1	-14,8	-13,0		3,2	3,7	4,0
Export	11,4	0,9	6,6	1,1	-3,1	-4,7		3,0	1,4	4,3
Import	10,8	-4,3	2,4	-5,3	-8,1	-9,0		2,9	2,0	4,2
<b>Ipari termelés</b>	6,1	-5,5	-3,4	-6,2	-5,2	-7,3	-0,9 <sup>e</sup>	5,0	1,7	5,3
<b>Fogyasztói árindex</b>	14,5	17,6	25,4	21,9	15,4	7,8	4,2 <sup>e</sup>	3,5	4,3	3,5
<b>Foglalkoztatás, jövedelmek</b>										
Foglalkoztatottak számának növekedése <sup>a</sup>	1,3	0,6	0,5	0,7	0,5	0,8	0,7 <sup>f</sup>	0,7	0,4	0,5
Foglalkoztatási ráta <sup>a</sup>	64,1	64,6	64,2	64,6	64,8	64,9	64,7 <sup>f</sup>	65,8	64,9	65,2
Munkanélküliségi ráta <sup>a</sup>	3,6	4,1	4,1	3,9	4,1	4,4	4,7 <sup>f</sup>	3,4	4,3	3,7
Termékegységre jutó bérköltség <sup>b</sup>	1,3	26,1	16,0	33,1	24,8	26,1		4,1		
Bruttó nominális keresetek <sup>c</sup>	17,4	14,2	10,8	16,5	14,8	14,9	14,6 <sup>g</sup>	8,0	13,5	8,0
Nettó reálkeresetek <sup>c</sup>	2,5	-2,9	-11,6	-4,4	-0,5	6,6	10,4 <sup>g</sup>	4,3	8,8	4,3
Megtakarítási ráta a GDP %-ában <sup>d</sup>	4,0	6,7	4,7	5,7	6,2	6,7		6,0	6,6	5,9
<b>Folyó fizetési és tökemérleg</b> a GDP %-ában	-6,4	1,2	-1,4 <sup>h</sup>	3,5 <sup>h</sup>	1,8 <sup>h</sup>	0,5 <sup>h</sup>		1,9	2,0	3,0
<b>Államháztartás</b>										
Államháztartási egyenleg, a GDP %-ában	-6,2	-6,7	-9,5	-3,0	-3,7	-10,6		-3,5	-5,5	-5,0
Bruttó államadósság, a GDP %-ában	74,0	73,5	75,5	75,2	75,0	73,5		70,0	73,2	72,5
Rövidtávú hozam (3 hó), időszak vége	12,32	6,23	14,48	10,03	8,17	6,23	6,59	5,0	5,5	4,5
Hosszút. hozam (10 év), időszak vége	8,98	5,86	8,44	6,98	7,40	5,86	6,74	5,0	6,0	5,5
<b>Nemzetközi feltételek</b>										
Nemzetközi kereskedelem volumene	5,4	0,4							3,3	3,6
Brent olajár (\$/hordó, időszaki átlag)	100,9	82,5	81,2	78,3	86,7	83,7	83,0	84,0	86,0	88,0
GDP-változás az eurózónában, %	3,4	0,4	1,6	0,4	-0,2	0,0		1,4	0,7	1,5
GDP-vált. az új EU-tagországokban, %	4,0							3,7	2,7	3,2
Forint/euró, időszaki átlag	391	382	389	373	384	382	388	385	390	390
Dollár/euró, időszaki átlag	1,05	1,08	1,07	1,09	1,09	1,08	1,09	1,08	1,08	1,08

a Munkaerő-felmérés alapján, időszaki 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 Január-február

f December-február

g Január

h MNB által közölt szezonálisan kiigazított adat

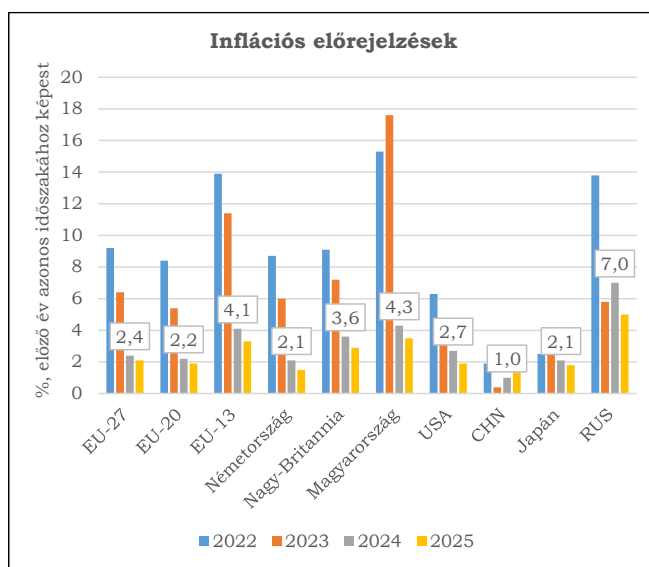
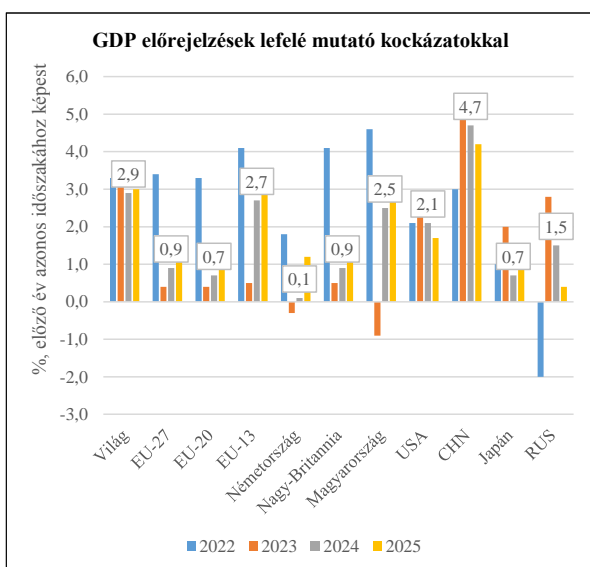
# I. A világgazdaság

## 1.1. Világgazdasági helyzet

A **globális növekedés** tavaly 3,1% volt, a prognózisidőszakban ennél valamivel alacsonyabb lesz. A globális növekedést elsősorban Kína lassulása fékezi, de az USA-ban is, ahol egyébként robusztusabb a növekedés a vártnál, némi lassulás lesz tapasztalható, az euróövezet – pedig főleg a gyenge német teljesítmény miatt – a tavalyi visszaesést követően az idén is legfeljebb stagnálni fog. Kockázatot jelentenek a különböző regionális konfliktusok: sem a gázai övezetben zajló események, sem az orosz-ukrán konfliktus kimenetele nem látszik, csak azt lehet feltételezni, hogy hosszan elnyúló és könnyen eszkalálódó válságócokról van szó. Részben a regionális konfliktusoknak köszönhetően a szállítási költségek erőteljesen emelkedni kezdtek, különösen a tengeri szállítás terén, ami a világkereskedelem bővülését fékezi. Az infláció világszerte mérséklődik, de a nyersanyagpiacok továbbra is nyugtalanok, és újabb áremelkedéseket nem lehet kizárni. Az idei évben a monetáris politika lazulására lehet számítani, de az inflációt övező bizonytalanságok miatt nem lehet tudni, hogy ez a lazítás milyen gyors ütemben megy majd végbe. A fiskális politika oldaláról az idén nemigen várhatók növekedést ösztönző impulzusok: 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.

A válságidőszakokban a munkaerőpiac elég ellenállóan bizonyult. A fejlett országokban a munkaerőhiány nehezíti a termelést egyes ágazatokban, ami a béreket felfelé nyomja, s sok helyen sztrájkokhoz vezet. A demográfiai problémák, mint a lakosság elöregedése mindenütt jelentkezik, még olyan országokban is, mint Kína.

A mindenütt forszírozott zöld átmenet, a klímakatasztrófák elkerülésének szükségessége sok ráfordítást igénylő és a korábban vártnál költségesebb folyamat, amely lassan halad előre, és a megindult klímaváltozásokat csak nehezen tudja lassítani. Így váratlan természeti katasztrófákra, időjárási kilengésekre a prognózisidőszakban is számítani lehet. Ez különösen a szegényebb országokban jelenthet majd súlyos problémákat, és növeli a leszakadás veszélyét.



## 1.2. Világkereskedelem

A 2024-es év a világkereskedelem szempontjából nem indult kifejezetten jól. Az IMF lefelé módosította a 2023-ra vonatkozó becslését a kereskedelem volumenét illetően 0,9%-ról 0,4%-ra, miközben az idei és a jövő évi várakozásokat is enyhén rontotta, így az előrejelzések szerint jóval a COVID előtti időszak átlaga alatt bővül majd a világkereskedelem volumene. Jelenleg rengeteg a bizonytalanság a globális konjunktúrát illetően és rendkívül feszült a világpolitikai helyzet is. Kína, mint a világgazdaság motorja, tavaly nem teljesített igazán jól, és ebben idén sem várható jelentős javulás. A gazdasági lassulás pedig hatalmas kényszerű készletfelhalmozást eredményezett a kelet-ázsiai gazdaságban. A kínai vállalatok igyekeznek ezektől megszabadulni, és nagy mennyiségben, jelentős diszkont mellett jelennek meg az áruk a világpiacon, ami már felveti a dömping gyanúját.

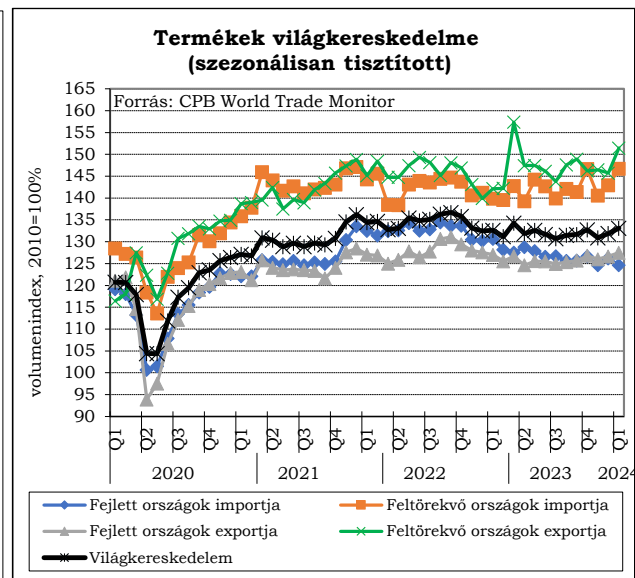
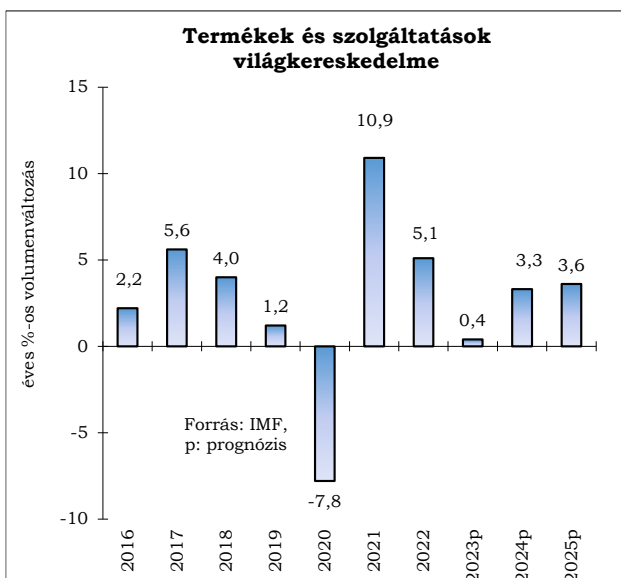
A kínai exportárindexet vizsgálva a feltételezés valósnak tűnik, mivel tavaly tavaszhoz képest, az év végére valóban 15-20 százalékponttal volt az alacsonyabb az index. Az Európai Bizottság tiltott állami támogatással vádolja Kínát az elektromos járművek piacán, mivel a még szinte teljes egészében Távol-Keleten gyártott autók európai kiskereskedelmi fogyasztói ára jóval a nagyműtű európai gyártóké alatt van. Emiatt a Bizottság importvámok és kvótaszabályozás bevezetését helyezte kilátásba. Paradox módon azonban pont az EU-s járműgyártók kezdtek el lobbizni a kínai termelők érdekében, arra hivatkozva, hogy a kínai márkák erősítik az innovációs versenyt a kontinensen, amire Európában nagy szükség van. Nem mellesleg minden szankciós kereskedelempolitikai intézkedés ellenintézkedést von maga után, így az európai autógyártók joggal tartanak attól, hogy második legnagyobb piacukon veszítenek részesedésükből. Ugyanakkor azt sem szabad elfelejteni, hogy klímavédelmi szempontokat figyelembe véve az állami támogatás elfogadható lehet, még ha versenytorzító hatású is.

A világkereskedelemben jelenleg két olyan gócpont van, ami jelentősen bizonytalanná teszi a jövőt. Az egyik, hogy Kína körül elkezdett forrósodni a levegő nem csak az elnökválasztáshoz közeledő USA-ban, de már Európában is. Bizottsági elemzések szerint az egyes stratégiai szempontból fontos alapanyagok piacán Kínának egyértelmű dominanciája van, ráadásul a járműiparban is egyre nagyobb a piaci részesedése, sorvasztva ezzel a kontinens legfőbb versenyelőnyét. A kínai elektromos autógyártók jelenleg még csupán pár ezres volumenben tudnak Európába járműveket szállítani, ez az érték azonban hamarosan ennek többszöröse lesz, ráadásul lassan beindulnak az Európába települt gyárak is. A Bizottságban azonban egyelőre nem rajzolódik ki semmilyen stratégiai terv az európai feldolgozóipar versenyképességének javítására.

A másik gócpont az Ádeni-öbölben kialakult helyzet, ami újabb üvegynek hatást jelent a logisztikában. A konténerszállító hajók a dél-afrikai Jóreménység-fok körül kerülnek az afrikai kontinenst, ami legalább két hét addicionális szállítási időt, többletköltséget és – nem utolsósorban – környezetszennyezést jelent az európai szállítások esetében. A huszi lázadók nem csupán a teherforgalmat, hanem a kommunikációs és egyéb infrastruktúrát is veszélyeztetik, a térségben futnak ugyanis kulcsfontosságú Internet, elektromos és gázvezetékek is. A kommunikációs szolgáltatók már megkezdték a forgalom elterelését, ami azonban a fizikai cső- és vezetékes szállítás esetében ez nem lehetséges.

Ezzel egyidejűleg az Európai Bizottság importvámot vet ki az ukrán baromfira, tojásra, cukorra, zabra, kukoricára, mézre és takarmány magvakra, azokban az esetekben, amikor az importált mennyiség meghaladja 2022 és 2023 átlagát. Ukrajnának mindez sok tíz millió euróba kerülhet, ha nem talál alternatív piacot. A lengyel, magyar és szlovák kormány által fenntartott egyoldalú importtilalom sérti az EU kereskedelmi szabályait, ezért a tagállamok eljárásra számíthatnak. A Bizottság hasonló importkorlátozó intézkedéseket fogantatosított az orosz és belorusz gabonával szemben is.

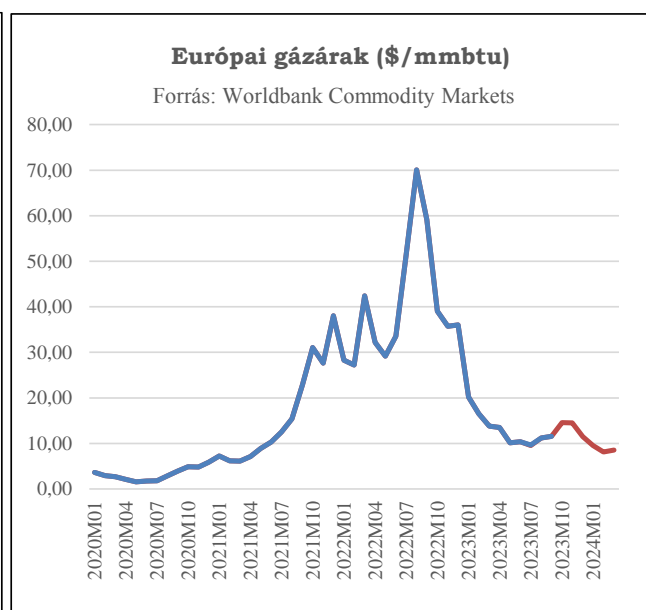
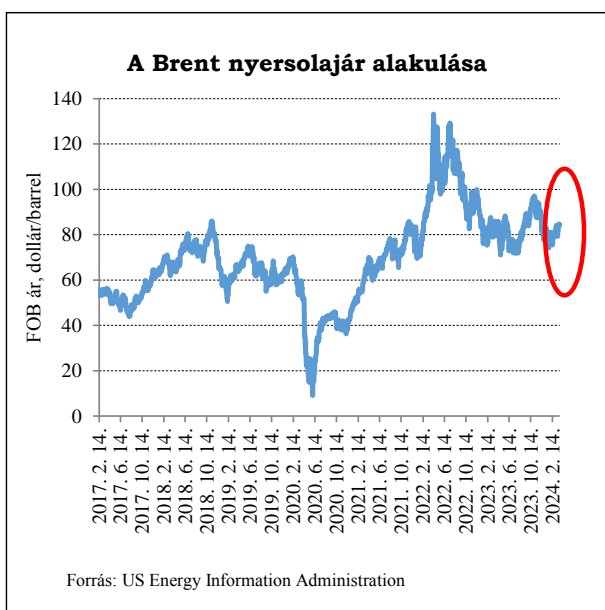
A kereskedelem lanyhulásának, a konjunktúra lassulásának egyik pozitív hozadéka a kereskedelmi mérleg javulása, ahogy ez történt az EU-ban is. Az export gyorsabban tudott növekedni, miközben az import visszafogottabb volt, nem kis részben köszönhetően az energiaáraknak, ráadásul a kínai importárindex is javult, javítva ezzel a mérleget és a GDP-t is. Mindez azonban inkább csak egyszeri hatás, ami azt is jelenti, hogy hosszú távon az EU versenyelőnye könnyen elapadhat, amennyiben nem történik iparpolitikai változás.



### 1.3. Nyersanyagpiacok

#### Energiahordozók

A **Brent nyersolaj** ára március közepén 85 dollár körül mozgott, kissé meghaladva a tavalyi (82 dolláros) éves átlagot. Február közepe óta az olajár némileg emelkedő trendet mutat, s a határidős ügyletek árai is feljebb kúsztak. Április elején a Brent nyersolaj ára tovább ugrott és 90 dollárra, illetve afölé emelkedett. Nagyok a kilengések a piacon, ami a fokozódó bizonytalanságot is jelzi. A közel-keleti feszültségek, Irán szíriai nagykövetsége ellen intézett izraeli légitámadás, az orosz energetikai létesítmények elleni ukrán támadások, a tengeri szállítások növekvő kockázatai erősítették az ellátási bizonytalanságotól való félelmeket, ugyanakkor a globális olajkereslet az idén várhatóan lassabb ütemben fog bővülni, mint tavaly (2,3 millió barrel helyett csak napi 1,3 millió barrelel az IEA legfrissebb előrejelzése szerint). A kereslet csökkenésében a konjunkturális trendek mellett a különböző energiahatékonysági intézkedések forszírozása is szerepet játszik. Ugyanakkor a legfrissebb amerikai és kínai PMI adatok jobbakk lettek a korábban vártnál, ami esetleg mégis nagyobb keresletbővülést jelent, mint, amit az IEA feltételez. Továbbra is a kínai kereslet viszi el a növekmény nagy részét, azonban a kínai növekedés lassulása a kereslet mérsékeltebb ütemű bővülését eredményezi. A globális nyersolajkinálat 1,5 millió hordóval is bővíthet naponta, annak ellenére, hogy az OPEC+ kitermelést fékező korlátozásai a legfrissebb döntés szerint a félév végéig kitartanak. Oroszország a múlt hónapban tudatta a világgal: a második félév során további 471 ezer hordóval csökkenti olajkitermelését. Ráadásul az OPEC nagyobb keresletbővüléssel számol, mint az IEA. Tehát a konjunkturális 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 emelkedésében. Azt sem lehet tudni, hogy az OPEC+ nem dönt-e a termeléskorlátozások hosszabbítása mellett. Összességében az idén éves átlagban 83-88 dollár/barreles olajjára számíthatunk, jelezve, hogy nagyon nagy a bizonytalanság felfelé és lefelé egyaránt. Ha marad a jelenlegi 90 dolláros trend, akkor akár 88 dollár vagy még több is lehet.





Az **európai gázpiacon** is nagy a bizonytalanság. Hiába vannak tele a gáztározók, és hiába van mögöttünk az elmúlt évtizedek egyik legenyhébb tele, az ellátási bizonytalanságoktól való félelem itt is felfelé nyomta az árakat március első felében. A februári trend még csökkenést mutat, míg márciusban a norvégiai áramkimaradások és karbantartási munkálatok, valamint a texasi Freeport LNG-terminál javítási munkálatai miatt csökkent az Európába áramló gáz mennyisége, emellett az orosz finomítók elleni ukrán támadások, az északnyugat-európai szélerőművek várhatóan átlag alatti teljesítménye és az ázsiai kereslet növekedése tovább fokozta a piaci aggodalmakat, így hektikus mozgások voltak tapasztalhatók a gázpiacon. Március végén viszont ismét esett a gázár, mivel a bőséges európai készletek, valamint a kedvező kínálati kilátások (jelentősen megnőtt a Norvégiából a kontinensre irányuló áramlás mértéke, miután átirányították a gázt a karbantartás alatt lévő Vesterled vezetékről, emellett stabilan alakul a cseppfolyósított földgáz áramlása is) és a továbbra is kedvező időjáráselőrejelzések lefelé nyomták az árakat. Összességében az európai gázár márciusban mintegy 5%-kal volt magasabb, mint egy hónappal korábban.

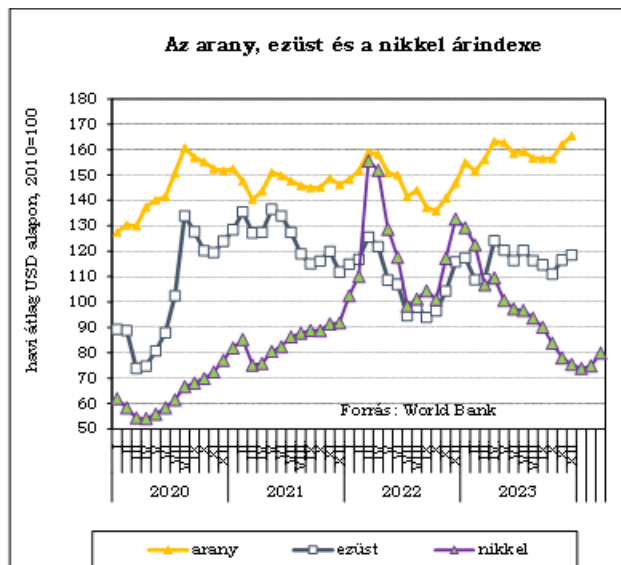
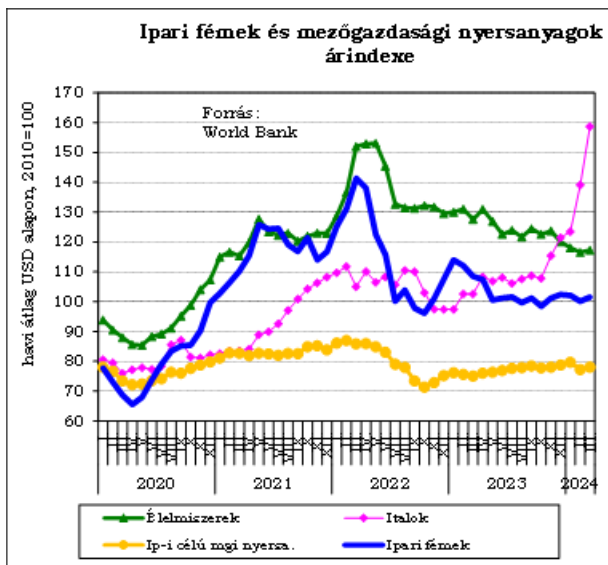
A gázellátás körüli bizonytalanságokra utal az a tény is, hogy ugyan idén március 31-én lejár az a sürgősségi EU-s jogszabály, amely 15 százalékos megtakarítási célt irányozott elő a tagállamok gázfogyasztásában a 2017 és 2022 márciusa közötti átlaghoz képest, mégis februárban az Európai Bizottság azt ajánlotta a tagállamoknak, hogy az ellátás biztosítása és a piacok stabilizálása érdekében továbbra is takarékoskodjanak a gázzal és még egy évvel hosszabbítsák meg a kijelölt 15 százalékos fogyasztáscsökkentési célt, azaz 2025. március 31-ig. A bizottság véleménye szerint a továbbra is jellemző geopolitikai feszültségek miatt, illetve az orosz fosszilis tüzelőanyagoktól való függőség további csökkentése érdekében, szükség van az energiamegtakarítások folytatására.

## **A nem energiahordozó nyersanyagok**

A globális gazdaság lassulása, illetve a bizonytalan jövő évi kilátások stabilizálták a nem energiahordozó nyersanyagok világpiacát, legalábbis az aggregátumok szintjén. Termékek szintjén ugyanakkor szokatlan mértékű volatilitás tapasztalható az árakban és jelentős variancia az árucikkek között. Egyes termékekből komoly hiány alakult ki, különböző okok miatt, míg más piacokon egyenesen túltermelés mutatkozik. Ennek oka nem minden esetben exogén (pl.: időjárás), mivel az egyre jobban felerősödő protekcionizmus árnyékában a magántulajdonú vállalatok a megfelelő stratégiát keresik, míg az állami tulajdonúak gyakran áldozatul esnek a kereskedelempolitikai csatározásoknak.

Ez utóbbira jó példa a nikkell és a lítium világpiaci árának alakulása. Mindkét fémeket jelenleg elsősorban az akkumulátoripar vásárolja fel, amely erősen függ az elektromos járművek keresletétől, ami azonban a globális konjunktúra gyengélkedése miatt az utóbbi időben jelentősen lanyhult. A lítium kitermelése kevésbé koncentrált piacon zajlik, ahol a bányavállalatok a termelés csökkentésével tudtak reagálni a változásokra. Ezzel szemben a nikkell piaca jóval kevésbé versenyzői, a kitermelés kétharmada Indonéziában történik, ahol nagyrészt állami tulajdonú bányákban folyik a termelés. A jakartai kormányzat pedig a kitermelés fokozásával reagált a helyzetre, ezzel még lejjebb nyomva az árakat, kiszorítva ezzel a még versenytárs ausztrál vállalatokat. A nikkell jelenlegi árfolyama veszteség melletti értékesítést lesz lehetővé, amit az indonéz kormány kénytelen felvállalni, mivel a nikkellalapú akkumulátoroknak létezik lítium és foszfát

alapú helyettesítője, amire az elektromos járművek gyártói könnyen át tudnak állni. Mindez erősen veszélyezteti az indonéz gazdaság bevételi forrásait, ezért is indultak meg olyan kereskedelmi tárgyalások, amelyek minél több elektromos járműgyártó, valamint akkumulátorgyártó FDI beruházást kíván az országba hozni, fenntartva ezzel a nikkelt iránti keresletet.



A nyersanyagok piacán az első negyedév mégsem a nikkeltől, hanem az aranyról és a kakaótól szól. Az arany árfolyama folyamatos csúcsokat dönt, amit még a sokat látott kereskedők is értetlenül szemlélnek. Az okok sokfélék lehetnek, és pont emiatt nem látszik egyértelműen, hogy várható-e korrekció egyáltalán az arany piacán, és ha igen, akkor mikor. A nemesfém árát egyszerre hajtják fel a spekulatív és a stratégiai üzletkötések, amelyek egymást erősítik. Az árfolyamalakulás mögött sejtett okok a következők:

- A piac elkezdte beárazni a FED kamatcsökkentési ciklusának kezdetét, miközben az amerikai infláció továbbra sem nyugodott meg egyértelműen.
- A globális konjunktúra lanyha teljesítménye egyre aggasztóbb, mivel nem csak a fejlett országokban, hanem Kínában és most már a feltörekvő országokban is egyre érezhetőbb, és nem egyértelmű, hogy meddig fog tartani.
- Egyre nagyobb a bizonytalanság az amerikai elnökválasztás körül, ami elsősorban abban nyilvánul meg, hogy a republikánus elnökjelölt esélyei a végső győzelemre egyre nagyobbak. Donald Trump már korábban is híve volt a protekcionista kereskedelempolitikának, amit nyíltan folytatni kíván, ráadásul megválasztásával komoly világpolitikai fordulatok kockázata is megnő.
- A kínai háztartások körében megfigyelhető az arany felhalmozási, befektetési célú felvásárlása. Szakértők szerint ez egyrészt a gazdaság lassulásából, másrészt abból fakad, hogy a lakosság egyre nagyobb kockázatot lát egy esetleges Tajvan elleni villámháborúra (ez utóbbi erősen függ az amerikai elnökválasztás kimenetelétől is).
- Erősen spekulatív pozíciók is megjelentek az arany piacán.

A másik termék, ami felborította az első negyedévben az árupiacokat a kakaóbab árának felrobbanása. A növény határidős piacán márciusban 10 ezer dollár / tonna áron is kötöttek üzletet, ami ötszörös (!) drágulást jelent 2023 tavaszához képest. A rakétaszerű drágulásért egyértelműen a két fő termelő országban, Elefántcsontparton és Ghánában kialakult szélsőséges időjárás a felelős, amit súlyosbított egy növénybetegség is. Mindez óriási hiányt okozott a piacon, a felépülés akár évekig is eltarthat, miközben felhasználó édességgyártók már egyéb alapanyagokkal igyekeznek pótolni a kakaót, ami minőségromlással és egyúttal inflációval jár. A helyzetet nem könnyíti meg, bár klímavédelmi szempontokat figyelembe véve üdvözlendő, hogy az EU megtiltotta az olyan kakaóbab importját, amelynek termesztése erődirtás árán valósult meg.

Bár a nyersanyagpiacon tapasztalható turbulenciák komoly bizonytalanságot jeleznek a világgazdaságban, ugyanakkor lehetőséget is adnak egyes stratégiai fontosságú termékek felhalmozására is. Ilyen például a kobalt, a nikkel vagy éppen a réz is, illetve egyes élelmiszerek, gabonafélék is ebbe a körbe esnek. A stratégiai célú felhalmozás elsősorban az állam feladata lenne, mivel a vállalatok jelentős készletberuházásokat nem minden esetben tudnak tenni. Sok országban azonban ennek nincsenek meg a jogszabályi feltételei, ahogy az EU-ban sem (se közösségi, se tagállami szinten), holott az értékláncok ellenállóképességének javítását egy ilyen intézkedés is segítené.

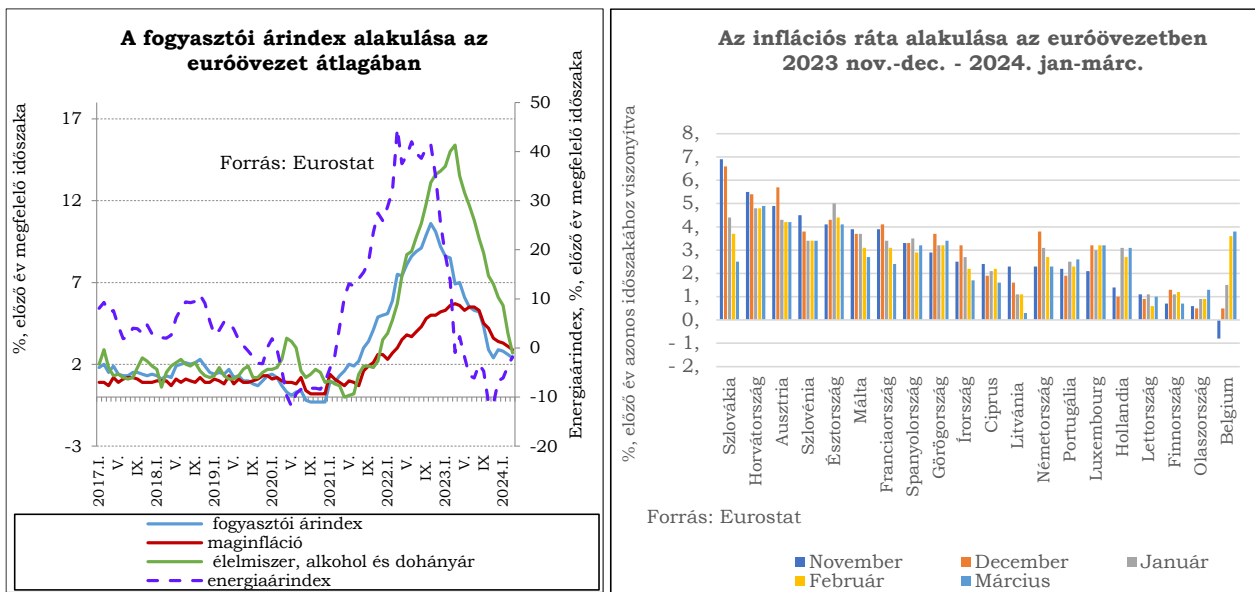
.

## 1.4. Nemzetközi pénzpiacok

### Monetáris politika és fiskális politika

A legfrissebb *inflációs* adatok az áremelkedés ütemének további mérséklődését jelzik: tavaly október óta az éves adatok az euróövezetben 3% alatt mozogtak, s a legfrissebb – idén márciusi – inflációs ráta is 2,4% volt. A maginfláció csökkenő trendje is folytatódott: jelenleg 2,9%-ra süllyedt. Az USA-ban az inflációs ráta februárban 3,2%-ra emelkedett, kissé meghaladva a januári 3,1%-os szintet. Az emelkedés a lakás- és a benzinárak emelkedésével függött össze. Az Egyesült Királyságban is jelentősen csökkent az inflációs ráta: a jelenlegi 3,4% jóval alacsonyabb, mint a tavalyi 7,2%-os éves átlag, de még mindig a jegybanki 2%-os célérték fölött mozog.

Ezzel együtt az inflációs értékek többnyire még a jegybanki célértékek fölött mozognak, s számos olyan tényező van, ami újabb inflációs nyomást jelenthet: így a geopolitikai konfliktusok hatása az energiaárak alakulására, az extrém időjárás okozta kockázatok, a jelentős bérnyomás számos ágazatban és országban és – az általános politikai bizonytalanság miatti – váratlan események következményei. A nyersolaj és a gázár utóbbi időben megindult emelkedése újra felfelé nyomhatja az árakat. Ebből következően még nem egészen egyértelmű, hogy a megindult deflációs folyamatok mennyire lesznek tartósak, ami viszont a jegybankokat továbbra is óvatosságra készíteti.



A FED tavaly július óta nem nyúlt a kamatokhoz, azóta 5,25-5,50%-os sávban mozognak. Jerome Powell, a Federal Reserve elnöke már óvatosan utalt arra, hogy közeledik a kamatvágás időpontja, csak még biztosak akarnak lenni abban, hogy az infláció csökkenése tartós és a 2%-os célérték körül stabilizálódik. A deflációval kapcsolatos várakozásokat a februári adatok alátámasztották, ugyanakkor a januári vártnál magasabb inflációs adat kicsit megingatta a bizalmat. A márciusi kamatdöntő ülésen a FED még nem változtatott a kamatokon, de újra kiemelte, hogy a gazdaság erős, noha a gazdasági kilátások bizonytalanok, s kamatvágás csak akkor lesz, ha az infláció a 2%-os célértéken stabilizálódik. A FED elnöke március végi beszédében újra kihangsúlyozta, hogy nem sietik el a kamatcsökkentést, és a gazdaság ellenállóképessége lehetőséget ad arra, hogy még kivárjanak. Így nem csoda, hogy a kamatcsökkentésre vonatkozó várakozások az utóbbi időben jelentősen változtak az

USA-ban: a piac az év eleji 6-7 kamatcsökkentéssel szemben most már csupán 2-3 vágásra számít a Fed-től az idei évre.

Az amerikai gazdaság meglepetésszerű jó teljesítménye a magánfogyasztás kedvező alakulásának tudható be. Ez utóbbi az emelkedő reálbérekkel és alacsony munkanélküliségi rátával magyarázható. A 3,5% körüli munkanélküliségi ráta viszont a jelentős költségvetési költségek keresleti hatását tükrözi. A feszes munkaerőpiac régóta nem látott nominális és reálbér emelkedéshez vezetett az USA-ban. Ez a munkaerőpiaci helyzet eredményezte azt, hogy a jelenleg is jellemző, a vártnál gyorsabb gazdasági növekedés a korábbi évtizedeket jellemző hitelezésvezérelt ciklus helyett inkább jövedelem-bővülésen alapszik. A bankok tavaly jelentősen szigorítottak a hitelkondíciókon, ami a hitelezés lefagyását eredményezte. A hard landing mégsem következett be, mivel a növekvő jövedelmek egyre inkább élénkítették a magánfogyasztást, s az pedig az általános növekedést. Ezek a tényezők is arra engednek következtetni, hogy a FED csak lassabb ütemben mérsékli a kamatokat, mivel a gazdaság egyelőre jól tolerálja a magas kamatszintet.

A fiskális politika az idén és jövőre inkább restriktív trendet mutat majd. A tetemes költségvetési hiány következtében inkább rövidtávú döntések születnek, és a kongresszusban még számos nyitott kérdés van az idei költségvetési kiadások tekintetében, de végül március végén az amerikai Kongresszus szenátusa jóváhagyta az 1200 milliárd dolláros költségcsomagot, amely – sok kompromisszummal ugyan – de lehetővé teszi az amerikai kormányzat működését idén októberig. Az államadósság a GDP 100%-a fölé mozog, és a GDP arányos költségvetési hiány a prognózisidőszakban 6% körül alakul, így a fiskális politikának nem sok játétere marad.

Az EKB márciusi kamatdöntő ülésén nem változtatott az irányadó kamatokon. Mind az inflációs, mind a növekedési előrejelzését lefelé módosította a központi bank. Lagarde jelezte, hogy – ennek ellenére – az áprilisi ülésen nem várható még kamatvágás, mivel egyelőre nem rendelkeznek elegendő információval a következő hónapok gazdasági folyamatainak alakulása szempontjából. A legfrissebb megnyilatkozások szerint – ha a defláció folytatódik – júniusban viszont már kerülhet kamatcsökkentésre. A piaci szereplők egyelőre bizonytalanok, sokan inkább későbbre, júliusra várják az első kamatvágást. Természetesen sok múlik azon is, hogy a FED mikor lép. Bár vannak olyan vélemények, hogy az EKB előbb lesz abban a helyzetben, hogy kamatot csökkentsen, mint az USA, mivel az európai gazdaság lassan növekszik és a lanyha kereslet miatt az árak meredekebben indulhatnak meg lefelé, mint az USA-ban. Az EKB képviselői a legnagyobb kockázatot abban látják, hogy a bérek növekedése egyelőre gyorsabb, mint a termelékenységé, ami jelentős növekedést okozhat a munkaerőköltségekben, s kockázatot jelent a szolgáltatások inflációja szempontjából. Az is elgondolkoztató, hogy az infláció míg év/éven alapon csökken, az előző hónaphoz képest emelkedést mutatott. Jelenleg nem is annyira az első kamatvágás időpontja a kérdéses, mint inkább az, hogy milyen ütemben történik majd a kamatok csökkentése, illetve milyen kamatszinten áll meg az EKB. A fiskális politika az euróövezetben is szigorodik, de inkább csak 2025-től. Az Európai Bizottság előrejelzése szerint az euróövezeti országok átlagos költségvetési hiánya a 2023-as GDP-arányos 3,2%-ról 2024-ben 2,8%-ra csökken, 2025-ben pedig enyhén, 2,7%-ra mérséklődik.

A *Bank of England* jelenleg 5,25%-on tartja az irányadó kamatlábat, amin tavaly augusztus óta nem változtatott. A legközelebbi kamatdöntésre május 9-én kerül majd

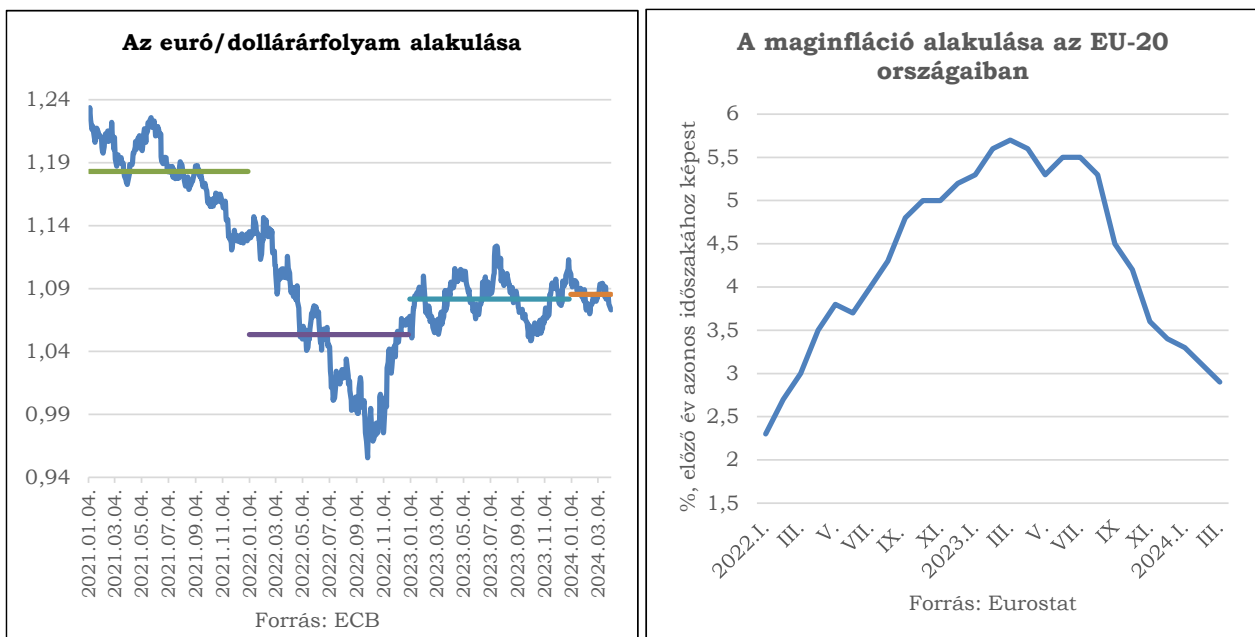
sor. Ugyan a brit GDP az év elején kedvezőbb trendet mutatott a vártnál, a még mindig relative magas infláció következtében nem valószínű, hogy a jegybank hozzányúlna a kamatokhoz, sőt a brit jegybankárok között van, aki inkább még emelné a kamatokat. A BoE fő gondja, hogy a brit munkaerőpiac szűkössége tartós inflációs nyomást gyakorolhat a gazdaságra.

Japánban 2016 januárja óta változatlan a kamatláb. A tavalyi 3,2%-os átlagos infláció után az idei évre 2,1%-os ráta várható, jelenleg 2,2% a ráta. Japánban egyelőre a háztartások alacsony kiadásai jellemzőek, így a növekedési kilátások nem túl kedvezőek. Ugyanakkor a vállalatok egyre erőteljesebben emelik a béreket, ami az inflációt felfelé nyomhatja, s ez a februári adatokban már meg is jelent. A japán jegybank, a Bank of Japan (BoJ) mínusz 0,1 százalékról 0 százalékra emelte az irányadó kamatot március végi monetáris politikai ülésén, ezzel egy nyolc éve tartó negatív kamat-periódus ért véget. Ez volt az első japán kamatemelés 2007 óta.

A kínai jegybank augusztus óta nem nyúlt az irányadó kamatokhoz. Az egyéb hitelfeltételek enyhítésével igyekezik a hitelgénylőket pénzhez juttatni, különösen a gyengélkedő ingatlanszektorban. A fiskális politika ugyanakkor proaktív módon igyekezik fékezni a gazdasági lassulást. Elsősorban a technológiai innovációval, a regionális fejlesztéssel, az élelmiszertermeléssel és az energiaellátás biztosításával kapcsolatos tevékenységek számíthatnak a központi költségvetés támogatására. Ezek a támogatások a 2024. évi GDP mintegy 0,2-0,6%-át tehetik ki. Ennek megfelelően a kínai államháztartási hiány a prognózis időszakban jóval magasabb lesz a korábbiaknál.

Az idén az úgynevezett *kockázatos eszközök* terén erőteljes árfolyamemelkedés volt tapasztalható. Az európai és amerikai tőzsdeindexek is csúcsokat dőntettek februárban, és csúcson volt a bitcoin árfolyama is.

Az euró dollárhoz viszonyított árfolyama az idén nagyjából a tavalyi évvégi szinten alakult. Jelenleg az éves átlag 1,08 USD/EUR, s nagyjából ez a 2024-re várható éves átlagnak is megfelel. A makrogazdasági tendenciák alapján az euró számottevő erősödésére az idén nem lehet számítani.



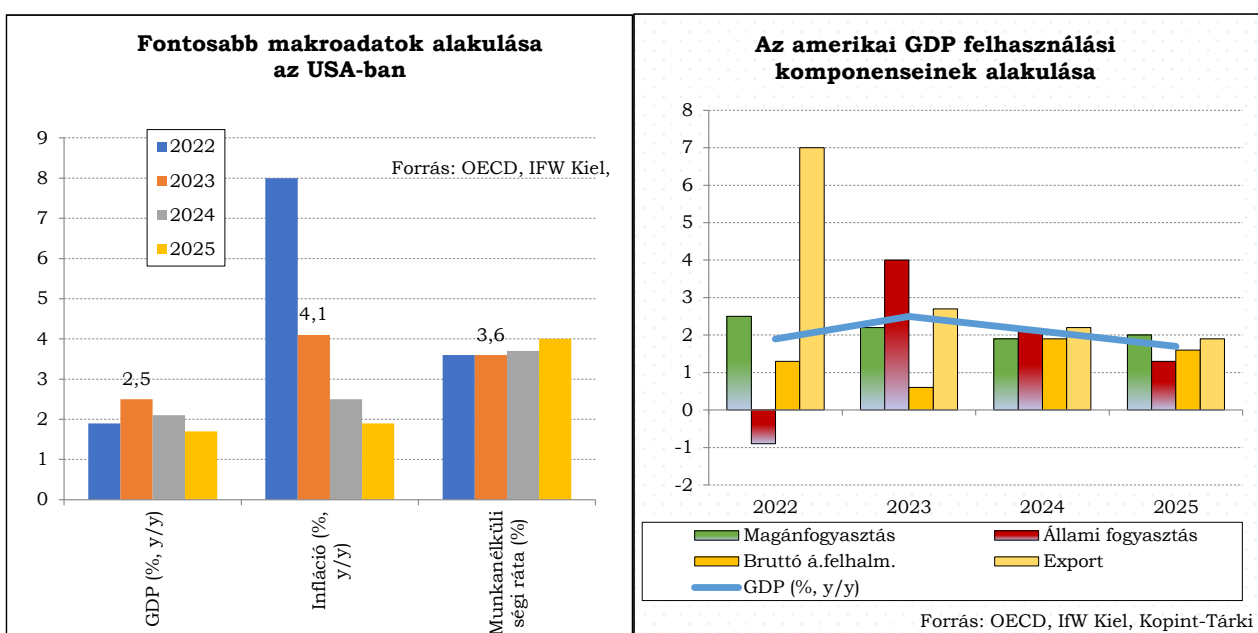
## 1.5. Az Európai Unió nemzetközi környezete

Az **USA**-ban a gazdasági növekedés a tavalyi év második felében a vártnál robusztusabbnak bizonyult. 2023-ban a GDP 2,5%-kal nőtt, ami magasabb volt a korábban vártnál, a negyedik negyedévben mind a magánfogyasztás, mind a beruházások, mind az export húzták a növekedést. A reáljödelmek emelkedtek és a magánháztartások a pandémia alatt felhalmozott megtakarításaikra is visszanyúltak, így a fogyasztás erőteljesen bővült. Az állami fogyasztás is emelkedett, s a beruházások is felfelé mutattak: ezen belül mind a vállalatok építési beruházásai, mind a lakásépítés a tavalyi utolsó negyedévben erőteljes lendületet kapott. Az ideji adatok alapján a növekedés lassulására 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, a vállalatok építési beruházásai lanyhulni látszanak, amiben a tavaly még működő állami támogatási programok kifizetése 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.

Az amerikai munkaerőpiac továbbra is robusztus. A foglalkoztatottak száma felfelé mutat, a januári 3,7%-os munkanélküliségi ráta nagyon alacsonynak számít. Ennek megfelelően a bérek emelkedő trendje egyelőre jellemző marad. A munkaerőhiány okozta feszültségek enyhülését jelzi, hogy a meghirdetett üres állások száma valamelyest mérséklődik.

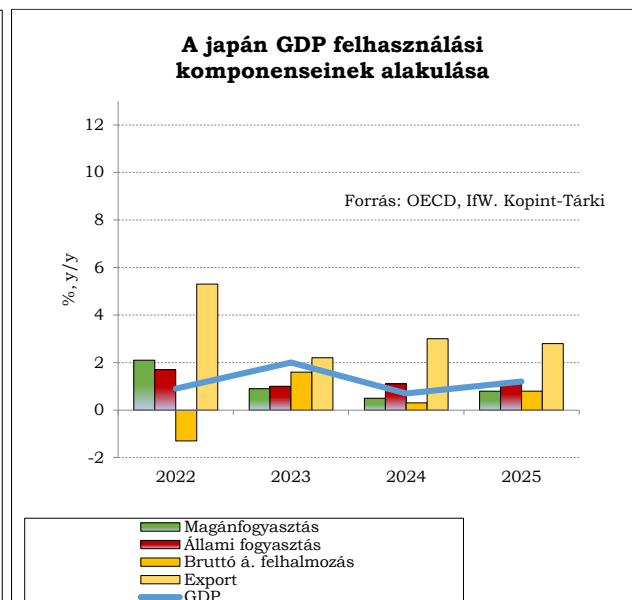
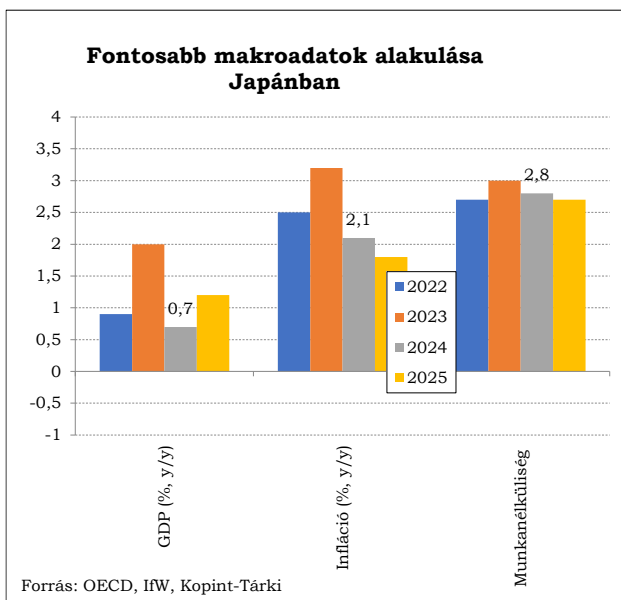
Az infláció mérséklődése a vártnál lassabban halad. Ugyan 2023-ban az inflációs ráta a 2022. évi 8%-ról 4,1%-ra mérséklődött, de még az év eleji adatok is a jegybanki célérték felett mozognak. A januári 3,1%-os érték nagyjából a tavaly nyári szinten mozgott, s februárban ismét emelkedés volt tapasztalható.

Az ideji évre 2% körüli GDP bővülés várható, a magánfogyasztás erősen húzni fogja a növekedést. Az infláció 2,4%-ra mérséklődik.



**Japánban** 2023 második felében a gazdasági teljesítmény ugyan visszaesett, de mivel az első félévben erőteljes növekedés volt tapasztalható, tavaly a GDP összességében 1,9-2%-kal nőtt. A második félévi lanyhulásnak elsősorban a belső kereslet alakulása volt az oka: mind a magánfogyasztás, mind a beruházások tavaly tavasz óta lassuló trendet mutattak, és az állami fogyasztás oldaláról sem jöttek újabb növekedési impulzusok. Az export haszonélvezője volt a gyenge jen árfolyamnak. Mivel a japán jegybank akkor is kitartott az expanzív monetáris politika mellett, amikor mások már régen szigorítottak, a jen tartós leértékelődésével fizette meg ennek árát. A feldolgozóipar teljesítménye egyelőre nem nagyon ígéretes, és a beszerzési menedzserindexek is inkább lefelé mutatnak. A szolgáltató szektorban a kilátások jóval kedvezőbbek, itt a kereslet élénkülése tapasztalható. Az idei évre összességében egy 1% körüli növekedés várható, ami jövőre is csak mérsékelten gyorsul. A lassulás oka elsősorban a beruházások mérséklődésével függ össze, de a magánfogyasztás is lassuló ütemben bővül. A nettó export támogatja az idei növekedést, elsősorban azért, mert a lanyha belső kereslet miatt az import sokkal lassabban nő, mint az export. A vállalati beruházások az idén stagnálnak, a lakásépítés pedig visszaesik; növekedés csak az állami beruházások esetében lesz tapasztalható. Jövőre a vállalati beruházások valamelyest élénkülnek, de a lakásépítés továbbra is visszaesik.

A korábban folyamatosan deflációval küszködő Japánban az energiaválság hatására erőteljes áremelkedés volt tapasztalható. Az energiaárak csökkenésével az infláció is mérséklődik. Ugyan a januári 2,2% (év/év) után februárban váratlanul magasabb értéket mértek, (2,8%), és a maginfláció is 3% fölélt mozog. Az árakat az is felhajtja, hogy az ország legnagyobb vállalatai több mint három évtizede a legnagyobb, 5 százalékos feletti fizetésemelésben állapodtak meg. Az infláció több mint egy éve meghaladta a központi bank 2 százalékos célját, így márciusban a japán jegybank elhatározta magát az első kamatemelésre. A tavalyi 3,2% után az idén 2% körüli ráta várható, ami jövőre már 2% alá csökkenhet.



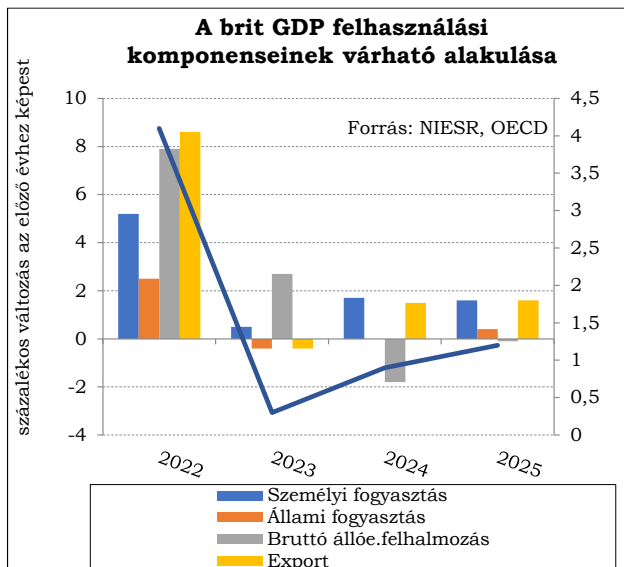
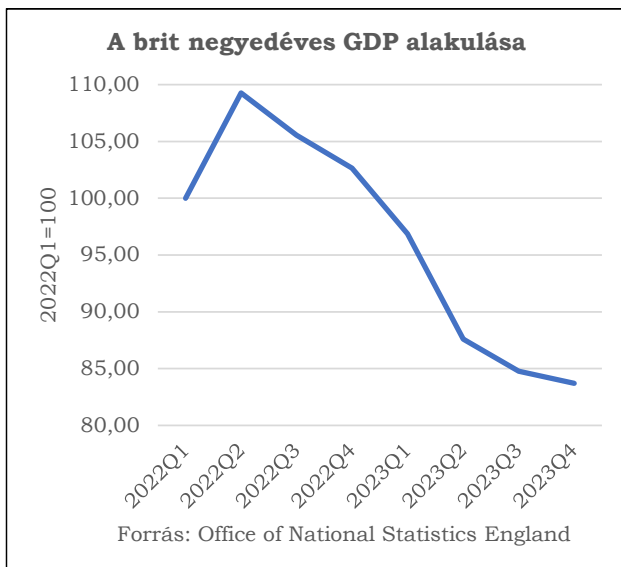


Az **Egyesült Királyságban** a prognózisidőszakban lanyha növekedés várható. A jelenleg elérhető adatok szerint az elmúlt év második felében recesszióban volt a brit gazdaság és éves szinten 0,3%-os GDP bővülést mértek. Az idei évre is csak mérsékelt gyorsulás várható: becslések szerint 0,9%-kal bővíthet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

A GDP felhasználási komponenseit tekintve a magánfogyasztás a tavalyi stagnálás után az idén és jövőre 1,5%-kal nőhet, az állami fogyasztás, mely tavaly visszaesett, a prognózisidőszakban várhatóan stagnálni fog. A legnagyobb probléma a beruházások alakulása: a tavalyi 2,7%-os bővülés után a beruházások mind az idén, mind jövőre visszaesnek. Az export, amely tavaly zsugorodott, 2024-2025-ben mintegy 1,5%-kal bővül, nagyjából az importtal azonos mértékben, így a nettó export hatása a növekedésre semleges marad.

Az inflációs ráta jelenleg 3,4%-on áll, de brit előrejelzők véleménye szerint április-májusra már 2%-ra mérséklődhet, így május-júniusban akár sor kerülhet az első kamatvágásra. A BoE várhatóan óvatos marad, s a kamatkiigazítás csak nagyon kis lépésekben fog bekövetkezni. A fiskális politika mozgástere – a magas adósságállomány miatt – nagyon szűk. Brit szakértők szerint expanzívabb fiskális politikára lenne szükség, s az állami beruházások fokozásával kellene inkább élénkíteni a gazdaságot, mintsem adócsökkentésekkel. A legnagyobb növekedési kockázatot jelenleg a geopolitikai konfliktusok jelentik. Kína és Európa felé irányuló tengeri szállítás költségei egyre emelkednek, és a gázai konfliktus eszkalálódása tovább nyomhatja őket felfelé, akár csak az olajárak esetleges emelkedése.

A munkaerőpiac feszes: az üres állások száma csökken, a foglalkoztatás nő, a munkaerőhiány számos ágazatban felfelé nyomja a béreket. A munkanélküliségi ráta, amely tavaly 4% volt, a prognózisidőszakban 3,6-3,8%-ra csökken.



Mind a **kínai** hivatalos források, mind a nemzetközi szervezetek szakértőinek előrejelzései a tavalyi 5,2 százalékos GDP növekedés némi lassulását várják 2024-re. A márciusi magasszintű párt és gazdasági fórumokon az ország vezetése kinyilvánította, hogy továbbra is tartani kívánják a GDP-nek az évtized első felére előirányzott 5 százalék körüli éves bővülését. Igaz az idén ez az előző évinél valamivel mérsékeltebb, 4,9%-os, lesz. A nemzetközi szervezetek ennél pesszimistábbak. 2024-re az OECD februárban 4,7, a Világbank április elején 4,5 százalékos kínai GDP növekedéssel számolt. Mindazonáltal Kína továbbra is a világgazdaság egyik leginkább dinamikus növekvő országa marad.

Kétségtelen, hogy a korábbi évtizedekben megszokott viharos gazdasági növekedés már a múlté, de nem szabad figyelmen kívül hagynunk, hogy mindez tudatos vállalás, a szigorú tervgazdálkodást folytató ország stratégiaváltásának következménye. A korábbi kétszámjegyű, vagy ahhoz közeli gazdasági növekedést generáló alacsony ár fekvésű tömegtermékek exportörének szerepkörét a legújabb technológiák fejlesztése, a hazai és a világpiac igényeinek kielégítésére irányuló gyártásban való felhasználása veszi át.

A kitűzött növekedési cél eléréséhez egyre nagyobb kaliberű állami ösztönzőkre van szükség. Ennek legfontosabb területét az ingatlanszektor iránti bizalom helyreállítására irányuló törekvések képezik. Különösen a potenciális lakásvásárlók bizalmának helyreállítására törekednek azáltal, hogy a lakáscélú ingatlanok fejlesztésével foglalkozó cégek rehabilitációjához nyújtott állami támogatások mellett a bankokat is arra kötelezik, hogy kedvező feltételek mellett nyújtsanak hiteleket nekik, amennyiben a megfizethető árú lakások kínálatát bővítik.

### A kínai gazdaság fontosabb mutatóinak alakulása

	2020	2021	2022	2023	2024*	2025*
A GDP növekedése (az előző év %-ában)	2,2	8,1	3,0	5,2	4,7	4,2
Infláció (a fogyasztói árindex az előző évhez képest, %)	2,5	0,8	1,9	0,4	1,0	1,5
Áru és szolgáltatás export alakulása (az előző évhez képest, %)	3,06	15,7	-4,0	1,9	4,0	4,5
Áru és szolgáltatás import alakulása (az előző évhez képest, %)	-0,3	7,6	-6,7	7,4	3,6	4,4

\*= előrejelzés

Forrás: OECD Economic Outlook Database

A bizalom helyreállítására igen nagy szükség van a külföldi működőtőke beruházók körében is. A nemzetközi értékláncoknak a COVID járvány okozta problémák és az USA-val kiéleződött feszültségek miatt bekövetkezett átrendeződése, a Kínában történő termelés jelentős hányadának a felhasználás helyének közelébe történő áthelyezése a működőtőke beáramlás korábban megszokott ütemének drasztikus lassulásához vezetett. 2023-ban 8%-kal, 2024 első két hónapjában 20%-kal kevesebb működőtőke áramlott Kínába, mint az előző év azonos időszakában.

Számos multinacionális cég, nemzetközi szervezet és a kínai kormány képviselői részvételével március végén megrendezett „China Development Forum” keretében az

ország ipari és informatikai minisztere arra biztatta a külföldi cégeket, hogy K+F központjaik egy részét telepítsék át Kínába, folytassanak közös kutatásokat kínai szakemberekkel. Ez azt jelzi, hogy miként az ország iparosításának korábbi szakaszában, úgy most is számítani kívánnak a külföldiek közreműködésére.

Mindez hozzájárulhat az ország egyik igen súlyos problémájának, a kvalifikált fiatalok magas munkanélküliségi rátájának csökkentéséhez is. Kínában a fiatalok tanulási kedve nemzetközi mércével mérve hagyományosan igen erőteljes, ráadásul a karantén idején igen sokan döntöttek úgy, hogy a bezártságot továbbképzésre, online post graduális képzéseken való részvételre, tudományos fokozatok megszerzésére fordítják. A járvány elmúltával kiderült, hogy az újra induló, jellemzően a szolgáltatási szférában található munkahelyeknek nincs szükségük nagyszámú magasam kvalifikált munkatársra.

## **Fejlődő országok**

Annak ellenére, hogy a kínai gazdaság nem száguld mostanság, 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 előtti időszakban. 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%-os 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 az úgynevezett zöld technológiák terén. Az EU előírásai szerint például napkollektorokból, lítiumos akkumulátorokból, elektromos meghajtású járművekből és alkatrészeikből egy országból származó importtal a tagállamok igényeit maximum 60%-ban szabad kielégíteni.

Az értékláncok átszabása, az ún. nearshoring Latin-Amerikában is érezteti hatását. Elsősorban Mexikó, Panama és Costa Rica élvezheti az amerikai piac közelségéből fakadó beszállítói kapcsolatok kiépítésének előnyeit.

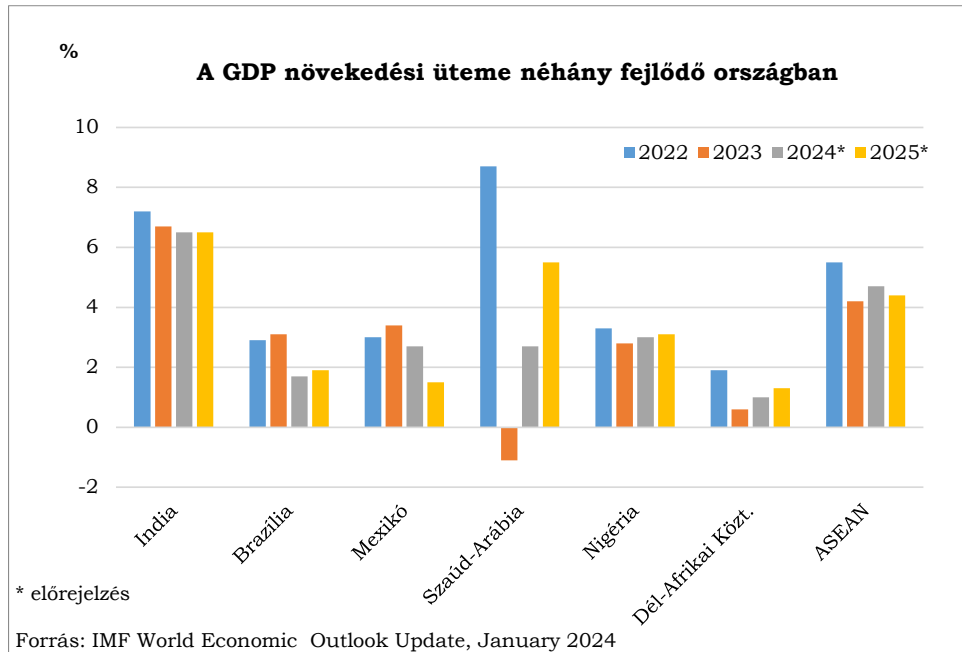
Több előrejelzés szerint 2024-ben átlagosan 3,2%-os GDP bővülésével Afrika lesz a világ második leggyorsabban növekvő régiója. Az országok 2024-re várható GDP növekedési üteme alapján készült toplista első húsz helyéből tizenkettőn afrikai ország található. Különösen a kelet-afrikai országok, így Etiópia, Kenya, Uganda, Ruanda, Tanzánia kilátásai biztatóak.

A csoport 2023. augusztusi johannesburgi csúcstalálkozóján született döntése értelmében 2024. január 1-jén a BRICS - a Brazíliát, Oroszországot, Indiát, Kínát és a Dél-Afrikai Köztársaságot tömörítő kormányközi szervezet - négy új tagot vett fel: Egyiptomot, Etiópiát, Iránt és az Egyesült Arab Emírségeket.

Becslések szerint a BRICS+, ahogy a szervezetet bővítése óta informálisan nevezik, jelenleg a világ GDP-jének 37,3%-át adja, vagyis több mint kétszer annyit, mint az EU (14,5%). A gazdasági hatalom növekedése mellett azonban az új tagok potenciális konfliktusokat (Szaúd-Arábia/Irán vagy Egyiptom/Etiópia) hozhatnak a csoportba, ami megnehezíti a közös politikai álláspontok konszenzusra jutását.

Az öt ország 2010-ben létrejött gazdasági társulását eredetileg az egymás országaiba való befektetések elősegítése céljából hozták létre, majd fokozatosan a „Globális Dél”, vagyis

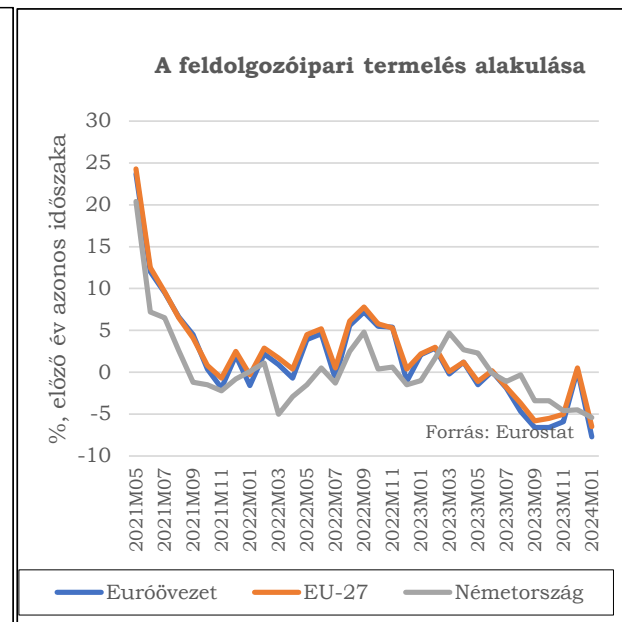
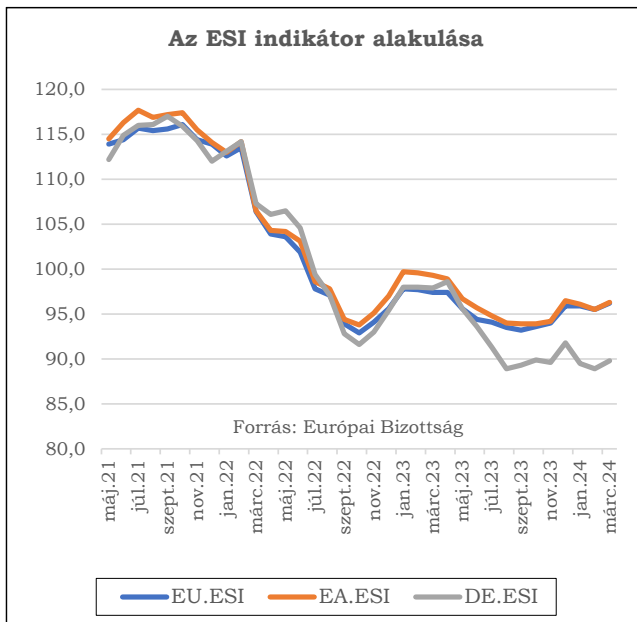
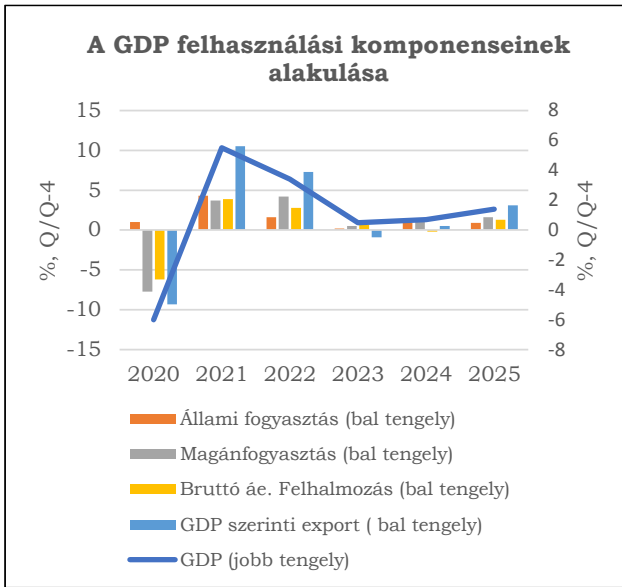
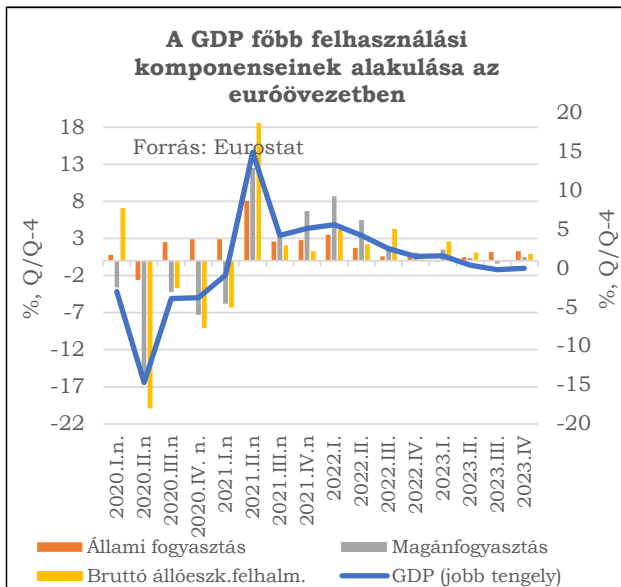
a fejlődő országok szószólóinak, támogatóinak szerepét vállalják magukra. Szervezetüket a G7 csoport geopolitikai riválisának tartják. A szervezet egyik fontos célkitűzése a világgazdasági folyamatok, első körben a tagállamai közötti kereskedelem, dedollarizálása, vagyis az USA dollár szerepének mérséklése, a kétoldalú kereskedelem egy részének nemzeti valutákban történő elszámolása. Távlati célként felmerült egy, az euróhoz hasonló közös „globális déli” valuta bevezetésének gondolata is.



## 1.6. Az Európai Unió gazdasága

### Lassú növekedés az idén, s jövőre is csak mérsékelt fellendülés az euróövezetben

A tavalyi év második felében az EU-20 GDP-je stagnált: a harmadik negyedévben 0,2%-os visszaesés, a negyedikben pedig 0%-os növekedés 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.

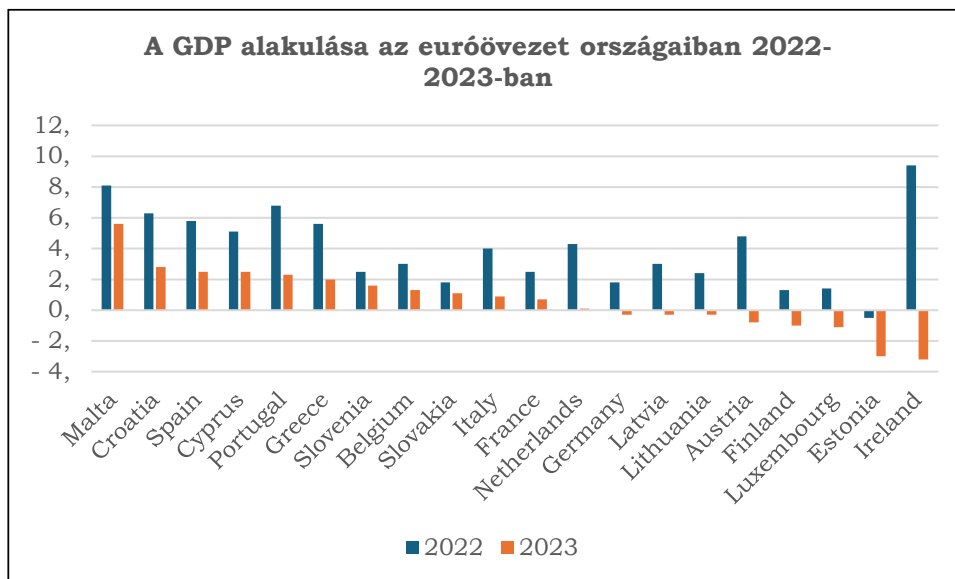


A tavalyi 0,4%-os *GDP bővülés* után az idei évre csak minimálisan gyorsabbat, 0,7%-ot várunk, s a jövő évi élénkülés mellett is 2% alatt marad a növekedés. Ez elsősorban a beruházások továbbra is gyenge teljesítményével és az export alakulásával kapcsolatos bizonytalanságokkal magyarázható. A magánfogyasztás az idén 1% körül bővíthet, a beruházások legjobb esetben stagnálnak, az állami fogyasztás 0,9% körül alakulhat. Az export minimálisan bővül majd, míg az import 1% feletti bővülése következtében a nettó

export az idén inkább visszahúzza növekedést. Az infláció csökkenése és a reálberek emelkedése következtében a magánfogyasztás a prognózisidőszakban élénkülni fog. A különböző konjunktúraindikátorok enyhén felfelé mutatnak, azonban túlzott fellendülésre nem utalnak. A feldolgozóipari termelés legfrissebb adatai is lefelé konyolnak.

Márciusban a *gazdasági hangulatindex* (ESI) a várakozásoknak megfelelő mértékben emelkedett mind az eurózónában, mind az EU egészében: 0,7 ponttal emelkedett 96,2 pontra az EU-ban és 0,8 ponttal 96,3 pontra, három havi csúcsra az euróövezetben. Az EU-ban az ESI emelkedését a kiskereskedők, a fogyasztók és kisebb mértékben a szolgáltatások és az ipar vezetői bizalmának javulása okozta, míg az építőiparban stagnált a bizalom. Azonban ez az emelkedés, különösen, ha együtt vizsgáljuk a feldolgozóipari adatok alakulásával, még nem sok optimizmusra ad okot, még akkor sem, ha két éve a legjobb a fogyasztói bizalmat mérték az eurózónában.

Az egyes országok között jelentős *növekedési különbségek* alakultak ki. A legnagyobb visszaesést Írország produkálta, ami elsősorban a multinacionális vállalatok ingadozó tevékenységének volt betudható. Utána a leggyengébb teljesítményt Észtország produkálta 3%-os GDP csökkenéssel, ugyancsak a sor végére került Luxemburg, Finnország, Ausztria, de negatív a volt a növekedés Németországban, Lettországban és Litvániában is. A többi eurózónás országban a növekedés viszonylag dinamikus volt, különösen Málta, Horvátország vagy Spanyolország esetében, még akkor is, ha a 2022-hez képest mindenütt lassulás volt tapasztalható.



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. Azokat a korábbi várakozások, miszerint a magánfogyasztás élénkülése húzná az idén a növekedést, nem nagyon válnak be, egyelőre a kiskereskedelmi forgalom visszaesik. A magas béremelések ellenére sem várható, hogy a német gazdaság fogyasztásnövekedés vezérelte pályára állna át, amire eddig csak két ízben volt példa. Legutóbb a koronavírus utáni nyitást követően pörgött fel annyira a magánfogyasztás, hogy az erős növekedési hatást is produkált. A vezető német kutatóintézetek legfrissebb közös jelentése a magánfogyasztás felhajtó erejében bízik, de

így is csak stagnálást várnak az idei évre. Általában az export és a beruházások húzzák a német növekedést, ezek vonatkozásában azonban a prognózisidőszakban nem túl fényesek a kilátások. A COVID lecsengése óta a francia és az olasz gazdaság sokkal jobban teljesít, mint a német.

Az *infláció* mindenütt lassulni kezdett, a tavalyi még 8,4%-os inflációs ráta 2023-ra 5,4%-ra lassult az euróövezet átlagában, és Szlovákia kivételével már mindenütt egyszámjegyű infláció volt jellemző. Az idei évre 2% körüli infláció várható, s már az idén februári 2,6%-os adat is biztató. Márciusban év/év alapon az infláció 2,4%-ra tovább csökkent, viszont az előző hónaphoz képest újra emelkedést mutatott. Több országban azonban a márciusi inflációs adat ismét kisebb emelkedést mutatott, és ez az emelkedés mind az év/év, mind a hó/hó adatokban megmutatkozott. A maginfláció is csökkenésnek indult, idén márciusban már csak 2,9%-os emelkedést mutatott az előző év azonos időszakához képest. Ahogy már korábban utaltunk rá, az EKB legfőbb gondja a bérinfláció, mivel a feszes munkaerőpiaci helyzet következtében a legtöbb ágazatban és országban jellemző, hogy erősödnek a béremelési követelések. A fokozott béroldali nyomás lassíthatja az infláció mérséklődésének ütemét.

Az **EU-27** esetében is hasonló trendek jellemzők: a tavalyi 0,4%-os GDP bővülés az idén legfeljebb 0,9%-ra gyorsulhat, ami az EU-13 országainak 2,7%-os, dinamikusabb növekedésével függ össze. A 2025-re várt 1,7%-os GDP bővülés is jelzi, hogy a problémákat nem nagyon sikerült megoldani, és nagyok a lefelé mutató kockázatok.

A *fiskális politika* a prognózisidőszakban kevésbé lesz támogató, mint a pandémia alatt. Már 2023-ban elkezdődött a költségvetési deficit leépítése, ami az idén is folytatódni fog. Ugyanakkor a legtöbb ország számára problémát jelent majd, hogy a magas kamatok miatt megnövekedett kamatszolgálat egyre nagyobb részét köti le a bevételeknek. Könnyebbséget jelent viszont, hogy az egyes országok a prognózisidőszakban is forrásokhoz jutnak a Next Generation EU program keretében, amelyeket mint költségvetési folyó bevételeket tudnak elkönyvelni, s ez statisztikai szempontból kedvezőbben mutatja az egyes országok költségvetési pozícióját.

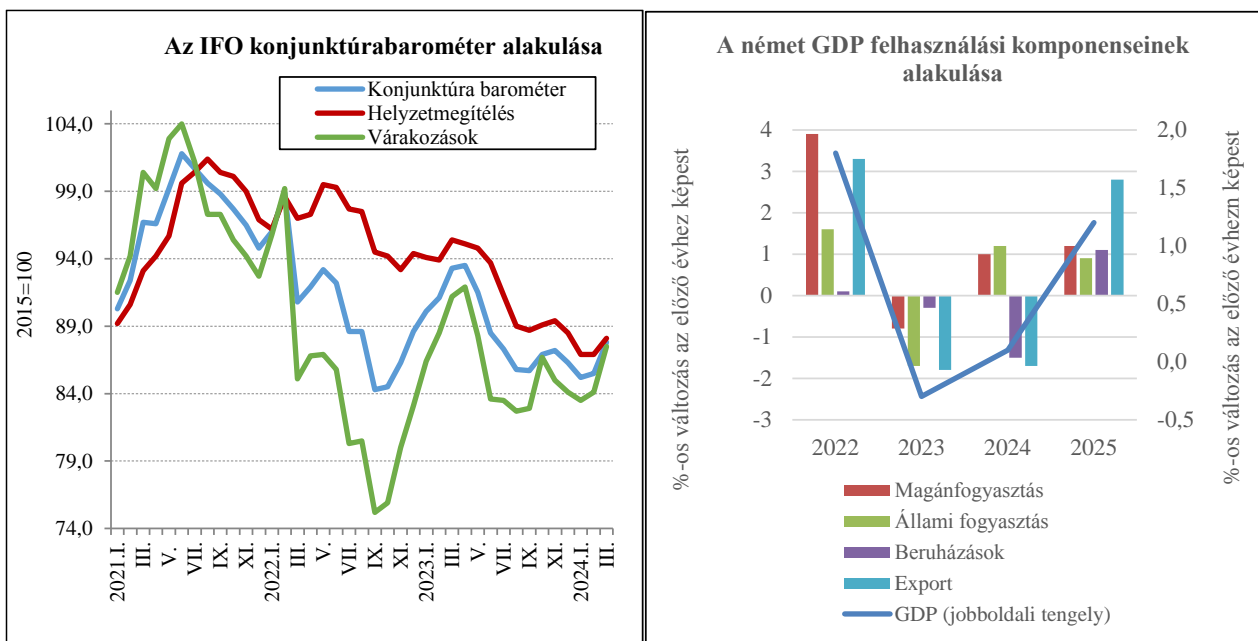
A fiskális politika szigorításáról döntöttek az EU-20 gazdasági vezetői, azonban ez a szigorítás csak óvatos lesz, és inkább 2025-től lép életbe. A 20 euróövezeti ország pénzügyminiszterei olyan új költségvetési szabályok kialakítása mellett döntöttek, amelyek több időt biztosítanak az adósság csökkentésére a beruházások fenntartása mellett. A legfrissebb hírek szerint az uniós vezetők jóváhagyják a pénzügyminiszterek által kidolgozott tervet, amelynek célja, hogy bevonzzák a magántőkét Európába, megkönnyítve ezzel a kontinens átállását egy zöldebb és digitálisabb gazdaságra. Ez a terv a 27 uniós tagállamot átfogó tőkepiaci unió (CMU) létrehozását foglalja magában, amelynek célja a határokon átnyúló magánbefektetések előtt álló akadályok csökkentése. A legfontosabb területek közé tartozik az értékpapírosítás, a fizetéseképtelenségi jogszabályok harmonizációja, valamint a nyugdíjmeztakarítások és a tőkenyereségek adóügyi kezelése.

## Németország

**Németország**ban tavaly 0,3%-kal csökkent a növekedés, de az idei kilátások sem túl rózsásak: gyakorlatilag stagnálni fog a gazdaság, 0,1%-os GDP bővülés várható, ami jövőre 1,2%-ra gyorsul. A hangulatindikátorok egyelőre lefelé konyulnak, tavaly november-január időszakban az IFO barométer lefelé tendált. A február-márciusban már némi javulás mutatkozott, ami elsősorban a szolgáltató szektornak köszönhető, mivel a feldolgozóipari vállalatok egyelőre inkább pesszimisták, s noha ott is javult valamennyit a hangulat, a feldolgozóipari kibocsátás márciusban tovább csökkent. Az építőipar terén a kilátások továbbra is borúsak. A személyi és cégcsődök száma februárban csúcsra ugrott, a felmérések szerint ez az egyik legnagyobb érték, amit eddig rögzítettek. A növekedési impulzusok elmaradása arra utal, hogy Németországban különböző strukturális problémák fékezik az élénkülést. Az energiafelhasználás szerkezetének átalakítása drágább és lassúbb folyamat, mint ahogyan azt korábban feltételezték, a demográfiai trendek következtében számos szektorban munkaerőhiánnyal küzdenek, ami jelentősen felhajtja a béreket. A munkavállalók elégedetlenségét az egyre gyakoribb sztrájkhullámok is jelzik, amelyek vállalkozások számára egyre nagyobb nehézséget jelentenek.

Az infláció mérséklődésével és a reáljövedelmek emelkedésével a magánfogyasztás, amely tavaly zsugorodott, ismét erőre kaphat. Az export az idén tovább csökkenhet a kedvezőtlen külpiazi helyzet és a dráguló szállítási költségek következtében. Ennek megfelelően a vállalati beruházások is csökkenni fognak, hiszen a vállalkozások inkább kivárnak. Az építési beruházások már három éve csökkenő trendet mutatnak, és ez az idén is folytatódik, a kedvező időjárási viszonyok ugyan pozitívan hatottak, de a magas kamatok és a nem kielégítő jövedelmek még mindig fékezik az építkezéseket.

A hatósági árkorlátozások megszűnése következtében a fiskális politika részéről inkább restriktív hatások várhatók. A monetáris környezet változása az EKB döntésén múlik. A bérek emelkedése különösen a szolgáltató szektorban nyomja felfelé az árakat. A tarifabérek az idén akár 6%-kal is emelkedhetnek. Az energiaárak csökkenni fognak, de ennek mértékét mérsékli, hogy a különböző ársapkák alkalmazása megszűnik.



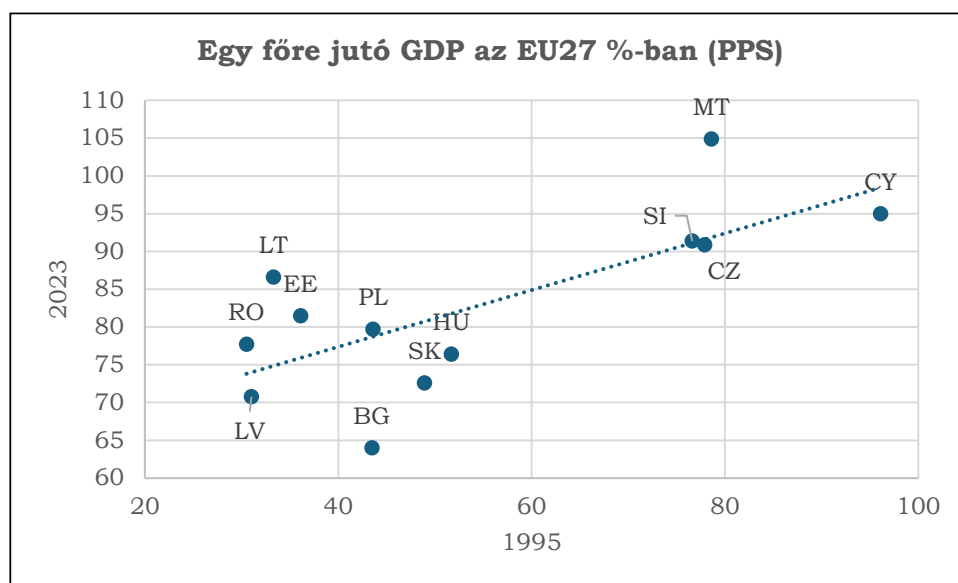


## 1.7. Közép-kelet európai új EU tagállamok

2023 utolsó negyedében az EU-13 tagállamok GDP bővülése csupán 1,2% volt az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az éves növekedés is mérsékelt volt, mindössze 0,5% év/év alapon, ami minimálisan, 0,1 százalékponttal volt „gyorsabb”, mint az EU-15 átlaga 2023-ban. Az utolsó negyedévben már csak két tagállamban volt recesszió, Észtországban (-2,5%) és Lettországban (-0,2%). Észtországban már két éve tart a recesszió, amely várhatóan idén már növekedésbe fordul. A tagállam gyorsan kiheverte a pandémiát, azonban az orosz-ukrán háború jelentős károkat okozott, illetve okoz. *Észtország* az EU tagállamok közül talán a legnagyobb mértékben függött az orosz energiahordozó-szállításoktól, így a gázárak drámai drágulása rendkívül érzékenyen érintette a háztartásokat. A kormányzat határozottan, minden átmenet nélkül elvágta az Oroszországhoz fűződő energetikai kapcsolatokat, miközben a lakossági energiaárakra az átlagosnál jobban ráengedte a világpiaci árak drágulását, és az alternatív, jellemzően skandináv forrásból származó energia addicionális költségét is. A lakosság alkalmazkodása racionálisan a magánfogyasztás lezorítása, valamint a megtakarítások növelése volt. A háború következtében az észt vállalatok nemcsak energiaárak drágulásától szenvedtek, hanem az értékláncok szinte teljes összeomlásától is. Az orosz exportpiac rendkívüli mértékben zsugorodott, miközben a skandináv országok kereslete is visszafogottabb lett. A kormányzat és a vállalatok is a munkaerő megtartására törekedtek, mivel el akartak kerülni egy olyan kivándorlási hullámot, amilyen Lettországban volt jellemző a 2008-as világgazdasági válság idején. A komoly állami szubvenciókkal megtartott munkahelyek következtében a termelékenység csökkenni kezdett, az ország versenyképessége is jelentősen visszaesett, miközben a munkanélküliség alig romlott. Az észt jegybank kincstári optimizmusa szerint a gazdaság idén már növekedni fog, de ahhoz azonban, hogy ez ne csupán a bázishatás eredménye legyen, a háztartások bizalmának visszatérése is szükséges: ez a feltétele annak, hogy a magánfogyasztás újra beinduljon, továbbá elkerülhetetlen az is, hogy a vállalatok újra szervezzék értékláncaikat és exportpiacaikat. A világgazdasági körülmények sajnos jelenleg nem igazán kedvezőek, azonban az energiaárak csökkenése sokat segíthet idén.

A közép-kelet-európai térség növekedési motorja továbbra is *Lengyelország* (1,7%) és *Románia* (1,1%) volt a negyedik negyedévben. *Horvátország*, kis gazdasága ellenére, a harmadik legnagyobb növekedési hozzájárulást érte el, 4,3%-os bővüléssel (2022-ben 6,3% volt!), ezzel Máltával együtt a legnagyobb GDP emelkedést produkálták. Horvátország messze kiemelkedik nem csupán az EU-13-ból, hanem a régi tagállamok közül is. Az utolsó negyedévben a magánfogyasztás húzta a gazdaságot, ami egyrészt a korábban elhalasztott fogyasztás pótlásából táplálkozott, másrészt a nyári idegenforgalmi szezon is jelentős jövedelmet hozott az országnak. Az uniós források is támogatják a növekedést, de nem szabad elfelejteni azt sem, hogy az országban 2024 nyarán országgyűlési választások lesznek, így a kormányzat is egy lazább fiskális politikát folytatott. Horvátország az euró bevezetésével és schengeni övezetbe való csatlakozással a befektetők körében is egyre népszerűbb. 2023 első három negyedében mintegy 600 millió eurónyi FDI érkezett az országba, ami messze több, mint 2016 óta összesen. A növekedés bár robusztus, fenntarthatósága kérdéses, mivel inkább egyszeri tényezőknek köszönhető. Az Európai Bizottság számításai alapján a potenciális kibocsátástól való eltérés 2023-ban mintegy 2 százalékpont volt, vagyis 2025-ig várhatóan lanyhuló trenddel érdemes Horvátország esetében számolni.

Jelentős változások voltak a tagállamok *egy főre jutó vásárlóerőparitásos GDP* számaiban. Románia reálfejlettségi mutatóban megelőzte Magyarországot, Lengyelország pedig még jobban eltávolodott hazánktól. Nagy kérdés azonban még, hogy Horvátország mennyit lépett előre (a jelentés írásakor Horvátországra még nem elérhető adat). 2022-ben az EU átlag 72,8%-a volt az egy főre jutó horvát GDP, míg 2023-ban a magyar adat 76,4%. Ahogy már említettük Horvátország a leggyorsabb növekedést érte el tavaly, míg Magyarország recesszióban volt, ráadásul a rekordmértékű infláció jelentősen visszafoghatta a hazai vásárlóerőt, míg Horvátországban az infláció relatíve mérsékeltebb, 8,4%-os szintet ütött meg (összehasonlításképpen Magyarországon 17,6% volt). Bár nem valószínű, hogy Horvátország leelőzte volna Magyarországot, azonban jó eséllyel jelentősen felzárkózott hozzá, és vélhetően jövőre akár le is hagyhatja hazánkat. Ha ez így lesz, akkor a fejlettségi rangsorban 2024-ben Magyarország az EU-13 tizedik, az EU-27 huszonharmadik helyére kerül. Ha az 1995-ös évhez viszonyítjuk az új tagállamok teljesítményét, akkor Magyarország teljesítményre kezd elszakadni a trendtől, és csupán még két olyan tagállam van hazánkkal együtt, amelyek tartósan az átlag alatt teljesítenek: Bulgária és Szlovákia. Mindez ugyan nem jelenti a konvergenciafolyamatok elakadását, csupán a konvergencia sebességének lassulását, aminek eredményeképpen szélesedik az olló a fejlettebb kelet-európai országok között.



Tavaly az *infláció* okozta a legnagyobb problémát a régióban, amely átlagosan 10,8% volt, igaz, ebben nagy szerepet játszott a magyar 17,6%-os érték is. Magyarország nélkül számolva azonban így is 10% körül alakult volna a térség inflációs mutatója. Az év első három hónapjában a régió inflációja 4,1% volt, ami jelentős lassulást jelez, ugyanakkor a korábbi évekhez képest így is legalább 1-1,5 százalékponttal magasabb az érték. Érdeemes azonban megjegyezni, hogy a lassulás inkább csak az energiaárak csökkenésének tudható be, mivel a maginfláció 5,9% volt, ami arra utal, hogy továbbra is jelentős az inflációs nyomás a tagállamokban. Romániában például 10,1%-ot ért el márciusig, ami a legmagasabb érték az EU-13 tagállamai közül. Bár energiaár-sokkra rövid távon nem számítunk, a tagállamokban most kezdődnek a bérrendezések a tavalyi év alapján, és az év elején árazódik át az éves lakossági szerződések többsége is, ami kedvezőtlenül hat az árindexre. A tagállamokban a bértárgyalások jellemzően

reálbéremeléssel zárulnak, ami újabb nyomást jelent a monetáris politika számára. Amennyiben nem következik be negatív fordulat, úgy a dezinflációs folyamatok folytatására számítunk idén. 2024-ben 4%, jövőre 3,5% körül lehet az árindex számítás az új tagállamokban.

Ami a növekedést illeti idén 2,7%-ra történő gyorsulást várunk a térségben, ami várhatóan tovább fokozódik jövőre valamivel 3% fölé. A kockázatok inkább lefelé mutatnak, részben az orosz agresszió kiszámíthatatlansága, részben az amerikai elnökválasztás kimenetelétől függően. A külső körülmények tehát messze nem ideálisak, ugyanakkor a gazdaságok újra indulása, a fogyasztás élénkülése újabb lendületet adhat a térségnek.

## Gazdasági növekedés az Európai Unió tagországában

(A GDP százalékos változása az előző évhez viszonyítva)

	Súly*	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024*	2025*
Németország	24,3	1,0	1,1	-3,8	3,2	1,8	-0,3	0,1	1,2
Franciaország	16,5	1,9	1,8	-7,5	6,4	2,5	0,7	0,6	1,1
Olaszország	12,3	0,9	0,5	-9,0	8,3	4,0	0,9	0,5	1,1
Hollandia	6,1	2,4	2,0	-3,9	6,2	4,3	0,1	0,7	1,5
Belgium	3,4	1,8	2,2	-5,3	6,9	3,0	1,3	1,3	1,2
Luxemburg	0,5	1,2	2,9	-0,9	7,2	1,4	-1,1	1,0	2,8
Írország	3,0	8,5	5,3	6,6	15,1	9,4	-3,2	1,9	4,5
Görögország	1,3	1,7	1,9	-9,3	8,4	5,6	2,0	2,0	2,0
Spanyolország	8,6	2,3	2,0	-11,2	6,4	5,8	2,5	1,7	1,8
Portugália	1,6	2,8	2,7	-8,3	5,7	6,8	2,3	1,4	1,7
Ausztria	2,8	2,4	1,5	-6,6	4,2	4,8	-0,8	0,2	1,8
Finnország	1,6	1,1	1,2	-2,4	2,8	1,3	-1,0	0,1	1,9
Észtország	0,2	3,8	4,0	-1,0	7,2	-0,5	-3,0	1,2	3,1
Szlovákia	0,7	4,0	2,5	-3,3	4,8	1,8	1,1	2,2	2,4
Szlovénia	0,4	4,5	3,5	-4,2	8,2	2,5	1,6	2,4	2,5
Ciprus	0,2	5,6	5,5	-3,4	9,9	5,1	2,5	2,5	2,4
Málta	0,1	7,4	7,1	-8,2	12,5	8,1	5,6	4,0	4,5
Lettország	0,2	4,0	0,6	-3,5	6,7	3,0	-0,3	2,0	3,0
Litvánia	0,4	4,0	4,7	0,0	6,3	2,4	-0,3	2,3	3,3
Horvátország	0,4	2,8	3,4	-8,6	13,8	6,3	2,8	2,8	3,0
<b>Euróözone</b>	<b>84,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>-6,1</b>	<b>5,9</b>	<b>3,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>
Dánia	2,2	2,0	1,5	-2,4	6,8	2,7	1,8	0,4	1,6
Svédország	3,2	2,0	2,0	-2,2	6,1	2,7	-0,2	0,1	1,8
<b>Magyarország</b>	<b>1,2</b>	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>	<b>-4,5</b>	<b>7,1</b>	<b>4,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,2</b>
Csehország	1,8	3,2	3,0	-5,5	3,6	2,4	-0,5	1,3	2,5
Lengyelország	4,4	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,3	0,2	3,3	3,5
Románia	1,9	6,0	3,9	-3,7	5,7	4,1	2,1	3,0	3,5
Bulgária	0,6	2,7	4,0	-4,0	7,7	3,9	1,8	2,1	3,0
<b>EU-14</b>	<b>87,5</b>	<b>1,6</b>	<b>-5,8</b>	<b>5,3</b>	<b>3,5</b>	<b>1,8</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>1,5</b>
<b>Új EU-13</b>	<b>12,5</b>	<b>4,9</b>	<b>4,0</b>	<b>-3,5</b>	<b>6,3</b>	<b>4,1</b>	<b>0,5</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>
<b>EU-27</b>	<b>100</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>-5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>3,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>
<b><i>Emlékeztető tételek</i></b>									
USA		2,9	2,3	-2,2	5,8	1,9	2,5	2,1	1,7
Japán		0,6	-0,4	-4,3	2,1	0,9	2,0	0,7	1,2
Egyesült Királyság		1,3	1,6	-11,0	8,7	4,3	0,3	0,9	1,2
Kína		6,8	6,0	2,2	8,1	3,0	5,2	4,7	4,2
Oroszország		2,8	2,0	-3,0	5,6	-1,2	3,6	2,2	0,8
<b><i>Délkelet-Európa</i></b>									
Szerbia		4,5	4,3	-0,9	7,7	2,5	2,5	3,1	3,7
Törökország		3,0	0,8	1,9	11,4	5,5	3,5	3,8	4,0

\*\* A Kopint-Tárki előrejelzése.

EU-14 = A 2004 előtt csatlakozott („rég”) 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	23,5	1,9	1,4	0,4	3,2	8,7	6,0	2,1	1,5
Franciaország	16,7	2,1	1,3	0,5	2,1	5,9	5,7	2,7	2,0
Olaszország	14,2	1,2	0,6	-0,1	1,9	8,7	5,9	1,9	2,1
Hollandia	5,1	1,6	2,7	1,1	2,8	11,6	4,1	1,2	1,8
Belgium	3,4	2,3	1,2	0,4	3,2	10,3	2,3	1,3	1,9
Luxemburg	0,3	2,0	1,6	0,0	3,5	8,2	2,9	2,5	2,2
Írország	1,6	0,7	0,9	-0,5	2,4	8,1	5,2	2,4	1,8
Görögország	1,7	0,8	0,5	-1,3	0,6	9,3	4,2	2,3	1,8
Spanyolország	9,2	1,7	0,8	-0,3	3,0	8,3	3,4	2,1	1,9
Portugália	1,9	1,2	0,3	-0,1	0,9	8,1	5,3	1,9	1,9
Ausztria	2,7	2,1	1,5	1,4	2,8	8,6	7,7	3,8	2,7
Finnország	1,6	1,2	1,1	0,4	2,1	7,2	4,3	1,3	1,9
Észtország	0,2	3,4	2,3	-0,6	4,5	19,4	9,1	3,5	3,0
Szlovákia	0,8	2,5	2,8	2,0	2,8	12,1	11,0	3,5	3,3
Szlovénia	0,4	1,9	1,7	-0,3	2,0	9,3	7,2	2,6	2,6
Ciprus	0,2	0,8	0,5	-1,1	2,3	8,1	3,9	2,1	1,9
Málta	0,1	1,7	1,5	0,8	0,7	6,1	5,6	3,3	3,0
Lettország	0,3	2,6	2,7	0,1	3,2	17,2	9,1	2,0	2,5
Litvánia	0,5	2,5	2,2	1,1	4,6	18,9	8,7	2,0	2,5
Horvátország	0,5	1,6	0,8	0,0	2,7	10,7	8,4	3,3	3,0
<b>Euróóóna</b>	<b>84,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>0,3</b>	<b>2,6</b>	<b>8,4</b>	<b>5,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>
Dánia	1,9	0,7	0,7	0,3	1,9	8,5	3,4	0,9	1,5
Svédország	2,7	2,0	1,7	0,7	2,7	8,1	5,9	2,5	2,2
<b>Magyarország</b>	<b>1,1</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>5,2</b>	<b>15,3</b>	<b>17,6</b>	<b>4,3</b>	<b>3,5</b>
Csehország	1,6	2,0	2,6	3,3	3,3	14,8	12,0	2,2	2,2
Lengyelország	4,9	1,2	2,1	3,7	5,2	13,2	10,9	4,8	3,7
Románia	2,3	4,1	3,9	2,3	4,1	12,0	9,7	5,7	4,0
Bulgária	0,6	2,6	2,5	1,2	2,8	13,0	8,6	3,3	2,9
<b>EU-14</b>	<b>86,5</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>2,1</b>	<b>1,9</b>
<b>Új EU-13</b>	<b>13,5</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>4,1</b>	<b>3,3</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>6,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>
<b><i>Emlékeztető tételek<sup>a</sup></i></b>									
USA		2,4	1,8	1,4	4,7	8,0	4,1	2,7	1,9
Japán		0,5	0,5	0,0	-0,2	2,5	3,2	2,1	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	1,5
Oroszország <sup>b</sup>		2,9	4,5	2,6	5,9	13,8	5,9	7,2	6,0
<b><i>Délkelet-Európa</i></b>									
Szerbia		2,0	1,9	1,8	4,0	11,7	12,1	5,6	3,7
Törökország		16,3	15,2	12,3	19,6	72,3	54,0	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	2,9	3,0	2,9
Franciaország	14,2	9,0	8,4	8,0	7,9	7,3	7,3	7,2	7,1
Olaszország	11,7	10,6	10,0	9,6	9,6	8,2	7,7	7,4	7,0
Hollandia	4,5	3,8	3,4	3,3	4,2	3,4	3,5	3,3	3,2
Belgium	2,4	6,0	5,4	6,4	6,3	5,6	5,6	5,5	5,3
Luxemburg	0,2	5,6	5,6	5,8	5,5	4,7	5,0	5,2	5,0
Írország	1,1	5,8	5,0	6,7	6,3	4,8	4,1	4,3	4,1
Görögország	2,1	19,3	17,3	15,3	14,8	12,5	11,0	10,0	9,8
Spanyolország	11,0	15,3	14,1	15,2	14,8	13,1	12,0	11,6	10,5
Portugália	2,4	7,1	6,5	6,7	6,6	5,9	6,5	6,3	6,1
Ausztria	2,2	4,9	4,5	6,4	6,2	4,6	6,4	6,7	6,5
Finnország	1,3	7,4	6,4	7,7	7,7	6,7	7,0	7,3	7,1
Észtország	0,3	5,4	4,4	6,8	6,2	6,1	7,0	6,9	6,8
Szlovákia	1,3	6,5	5,8	6,8	6,8	6,3	5,7	5,4	5,2
Szlovénia	0,5	5,1	4,5	4,6	4,8	4,1	3,6	3,7	3,6
Ciprus	0,2	8,4	7,1	7,5	7,5	7,2	6,4	6,1	5,9
Málta	0,1	3,7	3,6	4,0	3,5	3,2	2,7	2,7	2,7
Lettország	0,5	7,4	6,3	7,3	7,6	7,1	6,8	6,6	6,5
Litvánia	0,7	6,2	6,3	7,1	7,1	6,0	6,8	6,7	6,5
Horvátország	0,9	8,5	6,6	6,7	7,7	6,3	6,5	6,2	5,8
<b>Euróóza</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>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</b>
Dánia	1,4	5,1	5,0	5,3	5,1	4,2	4,8	4,7	4,6
Svédország	2,6	6,4	6,8	8,9	8,8	7,4	7,4	7,2	7,3
<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>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>
Csehország	2,5	2,2	2,0	2,7	2,8	2,7	2,4	2,5	2,5
Lengyelország	8,0	3,9	3,3	3,3	3,4	2,7	3,0	2,8	2,7
Románia	3,9	4,2	3,9	5,0	5,6	5,4	5,4	5,2	5,3
Bulgária	1,6	5,2	4,2	5,1	5,3	5,2	4,2	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>6,6</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</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>4,0</b>	<b>3,9</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>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>5,6</b>
<b>Emlékeztető tételek<sup>a</sup></b>									
USA		3,9	3,7	8,1	5,4	3,6	3,6	3,7	4,0
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	4,0	3,8	3,6
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>Délkelet-Európa</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. Magyar gazdaság

A magyar gazdaság éves teljesítménye 0,9%-kal (szezonálisan és naptárhatással kiigazítva 0,7%-kal) volt alacsonyabb 2023-ban, mint egy évvel korábban. Az éves csökkenés mértéke meghaladta az elemzők többségének a várakozásait, mivel a negyedik negyedévben a GDP növekedése megállt, negyedéves és éves alapon egyaránt stagnált.

Az év folyamán a növekedést alapvetően a belföldi kereslet hanyatlása húzta le a negatív tartományba. A csillagászati magasságokba ugró infláció közepette meredeken eső reálkeresetek a *magánfogyasztás* csökkenését eredményezték, emellett viszont például az ipar belföldi értékesítésének volumene (különösen a folyó termelőfelhasználási célra termelő ágazatok értékesítése) a fogyasztásénál jóval meredekebben zuhant. Továbbá, az év második felében – amikor a reálkeresetek esése először stagnálásba, majd növekedésbe fordult – az áruimport meredek volumencsökkenést produkált. A belföldi orientációjú cégek beruházási hajlandósága nagymértékben visszaesett, a kedvezőtlen keresleti viszonyok miatt.

Az utolsó negyedévben már érdemben nőttek a reálkeresetek, de a vásárolt fogyasztás ennek ellenére stagnált. A beruházások visszaesésének üteme jelentősen mérséklődött a negyedik negyedévben. Ez főként a költségvetési szektorban mért jelentős (és minden bizonnyal átmeneti) megugrás következménye volt, de a belföldi orientációjú ágazatok egy részében is javult a beruházási dinamika. Eközben viszont az év végén ismét drasztikus méreteket öltött a **készletleépítés** negatív növekedési hatása.

Visszatérve a bérek és fogyasztás kérdéskörére, 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) vegyes jövedelmek miatt. Ez a makroszintű növekedés ugyanakkor a jelek szerint az év második felére korlátozódott, amikor már a munkajövedelmek is stagnáltak, illetve (az utolsó negyedévben) nőttek. 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 ösztönözhetette még a pénzügyi megtakarítás meredek emelkedését 2023-ban.

Ezzel szemben a nettó export mindvégig pozitívan járult hozzá a növekedéshez, ám ez annak ellenére volt így, hogy az év második felében az áruexport csökkenésbe fordult – vagyis az áruimport még súlyosabb mértékben esett vissza. Ezzel összefüggésben figyelemre méltó, hogy az utolsó negyedévben a jobbra exportorientált feldolgozóipari szektor beruházásainak volumene is visszaesett, több éven át tartó növekedést követően.

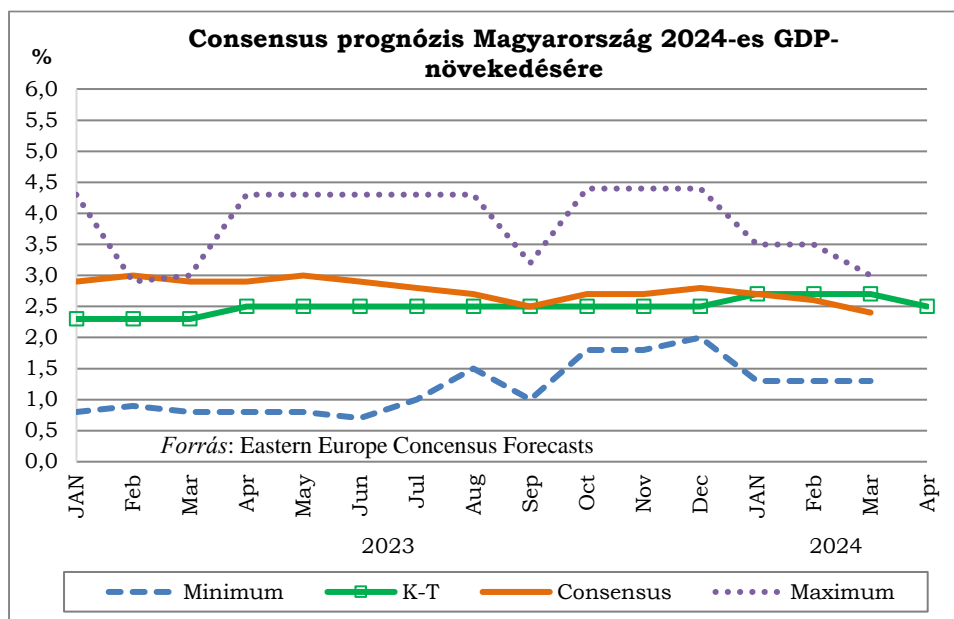
Az idei évre szerény gazdasági növekedést várunk. Ezt mindenekelőtt megalapozza a jelentős *reálkereset*-emelkedés, vagyis ezúttal a háztartások széles körére kiterjedően számíthatunk a reáljövedelem számottevő bővülésére. Ugyanakkor az utolsó negyedévben látott mintázat (növekvő reálkeresetek, stagnáló vásárolt fogyasztás), illetőleg az idei év elejének viszonylagosan csalódást keltő kiskereskedelmi adata (a kiskereskedelmi forgalom volumene februárban csak a szökőnap-hatás miatt tudott 4%-ot meghaladóan nőni) figyelmeztető jel, hogy a háztartások várhatóan óvatosak maradnak az év számottevő részében. Így a fogyasztási kereslet bővülése jóval halványabb lesz annál, mint amit a meredek reálkereset-emelkedés sugallna. Jelenleg 3%-ot kissé meghaladó fogyasztásbővülést várunk az idén.

A fogyasztással párhuzamosan a belföldi piacra orientált ágazatok vállalatainak beruházásai is növekedésbe fordulhatnak, miközben az exportorientált feldolgozóipar beruházásainak tavalyi év végi visszaesése várhatóan szintén átmenetinek bizonyul. Ám a növekedés üteme feltehetően szerény marad, ugyanez érvényes a háztartások lakásberuházásaira is, a CSOK Plusz és az év második felében felhasználható házfelújítási támogatás mellett is.

Tehát a *belföldi kereslet* élénkülése – ha nem számolunk valamilyen drámai, előre nem látott sokk bekövetkeztével – biztosra vehető, habár annak mértéke körül vannak bizonytalanságok. Jelenleg a *bruttó belföldi felhasználás* 3% körüli bővülésére számítunk 2024-ben. Az *exportkeresletet* illetően nagyobb a homály, a nemzetközi híradások egyelőre távolról sem egyértelműen utalnak élénkülésre, főként nem Németország esetében. Az áru-külkereskedelmi statisztika alapján lehetséges, hogy az export volumencsökkenése megállt februárban, ám hogy ez tartós vagy átmeneti jelenség-e, azt még nem tudni. Ugyanez érvényes a némileg biztató februári előzetes ipari adatot illetően. Az export-rendelésállomány volumene januárig bezárólag csökken, a túlkapacitással küszködő iparvállalatok aránya továbbra is magas – bár a vállalatok jövőre vonatkozó várakozásai valamivel optimistábbak lettek az idei év elejére.

Az áruexportnak a tavalyi év végén látott mélyrepülése miatt jelenleg a külkereskedelmi pozícióval kapcsolatos kilátások borúsabbak, mint három hónappal ezelőtt. Habár remélhető, hogy az export az év átlagában idén nőni fog, a növekedés üteme nagyon alacsony lesz, és elmarad a belföldi kereslet által (mérsékelten) hajtott import dinamikájától. Hogy a nettó export ebből fakadó negatív növekedési hozzájárulása mekkora lesz, az egyebek mellett attól is függ, hogy milyen mértékben fordul meg az idén a tavaly megfigyelt készlet-leépülési tendencia.

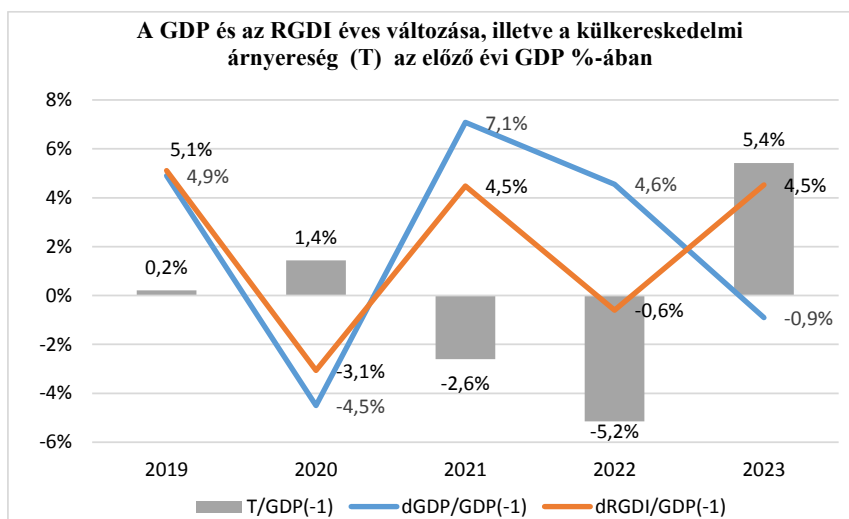
Mivel tehát a nettó export várhatóan lehúzza a növekedést az idén, a GDP növekedési üteme kisebb lesz, mint a belföldi kereslet 3% körüli dinamikája. Jelenleg 2,5%-os gazdasági növekedéssel számolunk 2024-ben – ez minimálisan magasabb a Consensus Economics által márciusban mért elemzői konszenzusnál.





## A külkereskedelmi cserearányok változásának hatása a bruttó hazai reáljövedelemre 2021 és 2023 között

A cserearány-változás (a kiviteli és behozatali árindex aránya) befolyásolja a külkereskedelmet, s ezáltal a folyó fizetési mérleg egyenlegét (ezzel a fizetési mérlegről szóló szakasz foglalkozik). Makrogazdasági szempontból azonban nem kevésbé jelentős az, hogy a cserearányok romlása, illetve javulása eltéríti egymástól egyfelől a GDP volumenének, másfelől a bruttó hazai reáljövedelemnek (real gross domestic income, az RGDI-nak) a változását, amely utóbbi a *belföldön felhasználható reáljövedelem* alakulását mutatja. Ez utóbbi (a T-vel jelölt) külkereskedelmi árnyereségnek, illetve -veszteségnek és az előző évi áron mért GDP-nek az egyenlege. Az alábbi ábra azt mutatja, hogy 2021-ben és 2022-ben a GDP-től messze lemaradva változott az RGDI. 2022-ben 2,6, 2023-ban pedig 5,2% volt az előző évi GDP arányában kifejezett árveszteség, így 2021-ben e veszteség a reálnövekedésnek több mint a felét, 2022-ben pedig több mint az egészét elvitte (2022-ben a GDP 4,6%-kal nőtt, az RGDI 0,6%-kal csökkent).



Forrás: KSH alapján saját számítás.

Megjegyzés: Az ESA 2010 a következő képlet alapján javasolja számszerűsíteni a külkereskedelmi árnyereséget/veszteséget (T: trading gain/loss) – mi is ezt a módszert alkalmaztuk:

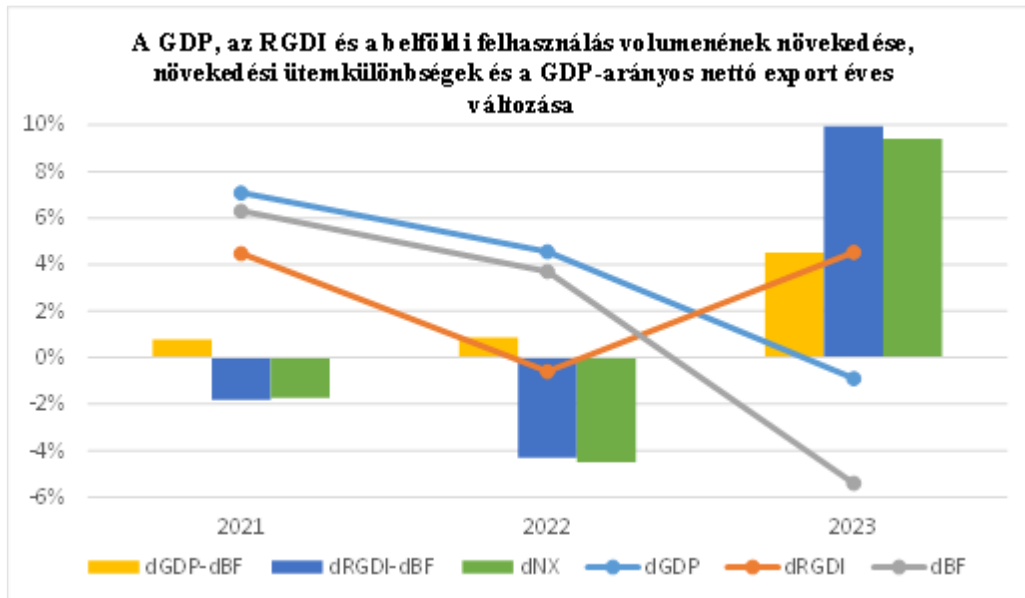
$$T = \frac{X_1 - M_1}{P_{xm}} - \underbrace{\left( \frac{X_1}{P_x} - \frac{M_1}{P_m} \right)}_{\text{Cserearányhatás}}$$

ahol a kivitel  $X$ , a behozatalt  $M$ , a bázis-, illetve tárgyidőszakot  $0$ , illetve  $1$ , az export-, illetve importárindexet  $P_x$ , illetve  $P_m$ , a kettő átlagát pedig  $P_{xm}$  jelöli.

Az ábrán látható, hogy 2023-ban alapvető módon változtak meg az arányok: miközben a GDP 0,9%-kal csökkent, a cserearány-javulásból eredő 5,4 százalékpontnyi árnyereség révén, az RGDI 4,5%-kal növekedett.

Miért fontos az RGDI figyelemmel kísérése olyan időkben, amikor jelentősen változnak a külkereskedelmi cserearányok? Azért, mert ez ad kulcsot ahhoz, hogy megértsük a külső egyensúlyi pozíció változását. Ilyenkor a GDP és a belföldi felhasználás volumenének egymáshoz viszonyított változása alkalmatlanná válik a külső egyensúly alakulásának értelmezéséhez. Ehhez az RGDI változását kell a belföldi felhasználásával egybevetni.

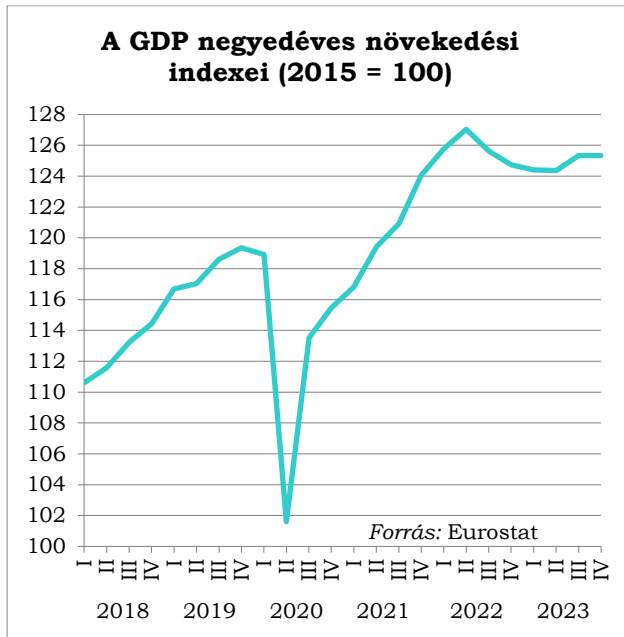
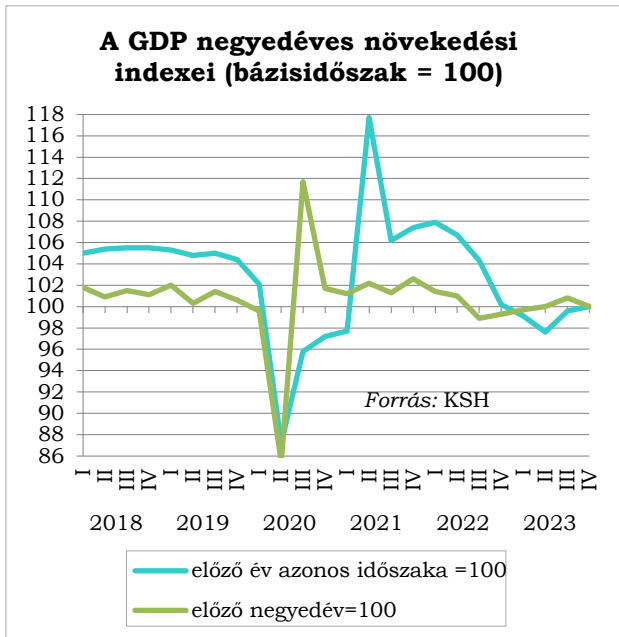
Az alábbi ábrán jól látható, hogy jelentős cserearány-változások esetén nem a GDP és a belföldi felhasználás közötti, hanem az RGDI és a belföldi felhasználás közötti növekedés különbsége mozgatja a GDP-arányos külső egyensúly alakulását. Az ábra azt is mutatja, hogy a 2023. évi jelentős reáljövedelem-transzfer alapvetően a korábban megbomlott külső egyensúly helyreállítását szolgálta.



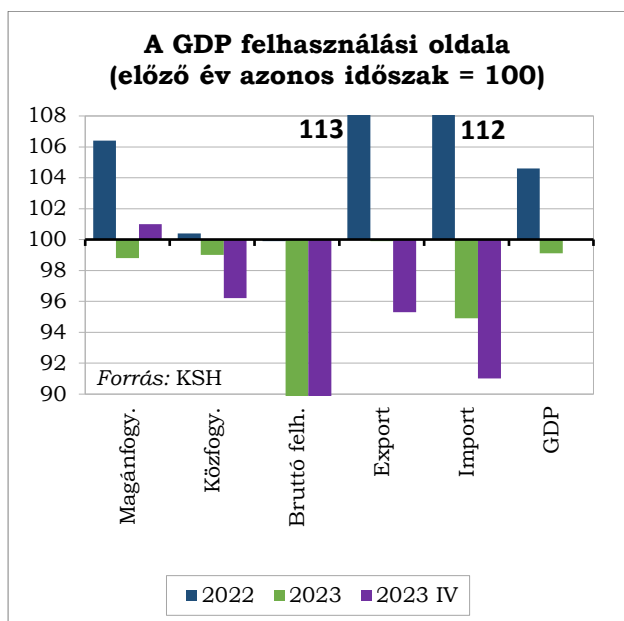
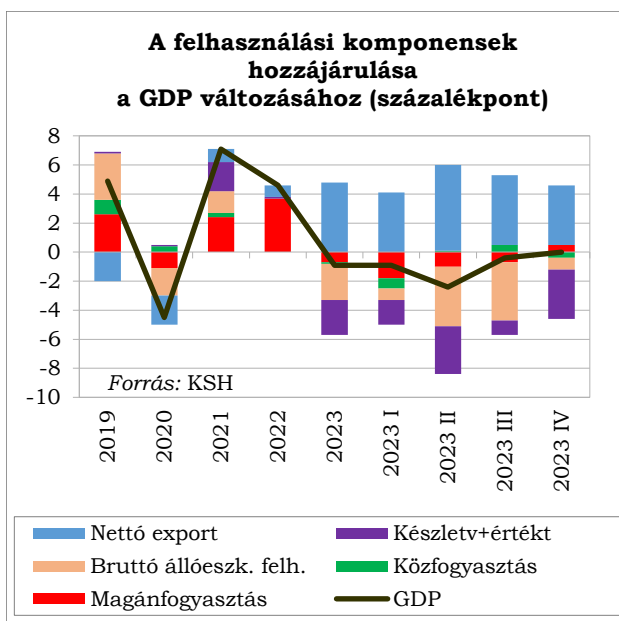
Forrás: KSH alapján saját számítás

## 2.1. A GDP és komponensei

Három negyedévi folyamatos zsugorodás után a tavalyi utolsó negyedévben a GDP volumene stagnált az előző év azonos időszakához képest. Valójában ez a növekedési teljesítmény némileg csalódást keltő volt, miután az elemzők jobbra kisebb-nagyobb növekedést vártak. (A szezonálisan és naptárhatással kiigazított GDP 0,5%-kal nőtt év/éves alapon.) Az előző év azonos időszakához képest a GDP volumene szinten maradt, ami ismét csak negatív meglepetés volt a második negyedévben mért negyedéves alapú bővülést követően. A 2023-as év átlagában a visszaesés üteme 0,9% volt.



A belföldi kereslet visszaesése mellett a nemzetközi feltételek is kedvezőtlenebbé váltak, különösen az év vége felé. Ugyanakkor az év nagy részében a gazdasági visszaesés domináns tényezője a **belföldi kereslet** csökkenése volt. A **felhasználási oldalon** a **belföldi felhasználás** 5,4%-kal csökkent 2023-ban, és még az utolsó negyedévben is 4,1%-os esést mért a KSH. A belföldi felhasználás zsugorodásának összetevőit tekintve



ugyanakkor változott a kép az év előrehaladtával. A legnagyobb komponensénél, a *háztartások fogyasztási kiadásainál*, a visszaesés már az év elején, az infláció tetőzésekor sem volt elsősorú. Az utolsó negyedévben pedig, amikor a reálkeresetek a gyorsuló dezinfláció hatására immár közel 7%-kal bővültek éves összevetésben, a vásárolt fogyasztás hozzávetőlegesen stagnált, vagyis a háztartások fogyasztói viselkedése határozottan óvatos maradt. Éves átlagban a fogyasztási kiadások 2,5%-kal csökkentek, a pénzügyi megtakarítások pedig folyamatosan emelkedtek az év folyamán. Ugyanakkor viszont a háztartások *beruházásai* nagyon erőteljesen visszaestek.

A lakosságnak nyújtott kormányzati transferek érdemben bővültek tavaly, így a **teljes magánfogyasztás** az utolsó negyedévben 1%-kal nőtt, éves átlagban pedig csak 1,2%-kal volt alacsonyabb, mint 2022-ben. A belföldi felhasználás csökkenésének domináns tényezője tehát 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%-kal 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 összberuházások csökkenésének üteme látványosan mérséklődött. Mindeközben a *készletváltozás* az egész évben negatívan járult hozzá a belföldi kereslet növekedéséhez, a *negyedik negyedévben* viszont – a feldolgozóipari kilátások romlásával párhuzamosan – messze a legjelentősebb lehúzó tényezővé vált.

Mindeközben a **nettó áru- és szolgáltatásexport** jelentősen hozzájárult a növekedéshez tavaly – főképp az áru-külkereskedelemnek köszönhetően – és ez az utolsó negyedévben sem változott. Ám az év közepétől e pozitív hozzájárulás már egyáltalán nem az áruexport bővüléséből, hanem kizárólag az áruimport meredek visszaeséséből adódott, miközben az áruexport is gyorsuló ütemben csökkent. Az áruimport az utolsó negyedévben zsugorodott a legnagyobb mértékben (több mint 10%-kal), noha a fogyasztói kereslet már nem esett tovább, ami azt sugallja, hogy az importcsökkenés egyre inkább a romló kilátásokkal szembesülő iparvállalatok készletleépítéssel függött össze.

A **termelési oldalon** az egész tavalyi év folyamán a mezőgazdaság volt az egyetlen olyan összevont nemzetgazdasági ág, amely pozitívan járult hozzá a növekedéshez (a 2022. évi aszályt követő kedvező időjárásnak köszönhetően). A belföldi kereslet, ezen belül az állami kereslet összehúzóásától szenvedő építőipar csökkenése közel 6%-os volt 2023-ban, ezen belül az utolsó negyedévben meghaladta a 7%-ot. Az *ipar* hozzáadott értékének változása folyamatosan alulmúlta a várakozásokat: az utolsó negyedévben a csökkenés üteme meghaladta a 7%-ot. Az év elejétől a termelés-csökkenés legfőképpen a belföldi kereslet bezuhanásának volt betudható, ám a magas bázis miatt éves alapon az exportértékesítés is jobbára zsugorodott, az év második felében pedig a zsugorodás üteme már meghaladta a 6%-ot. Bár 2023 egészében a gépipari ágak egy része még nőni tudott, az utolsó negyedévben már a villamosgépipar és a járműipar kibocsátása is csökkenésbe fordult.

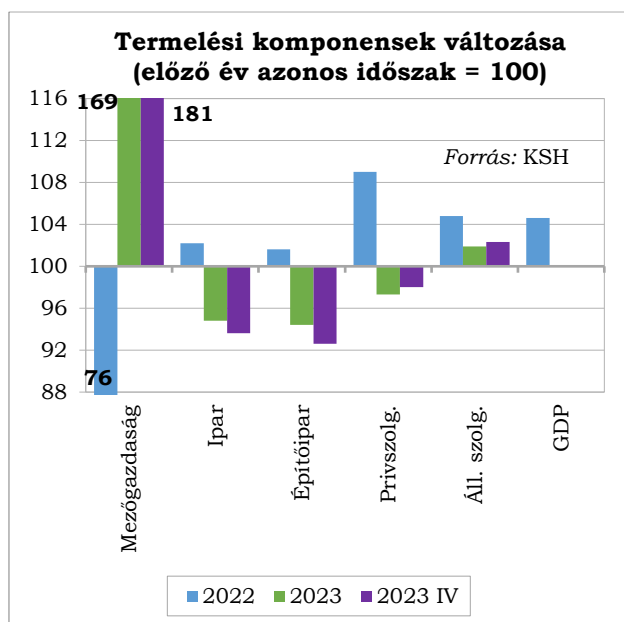
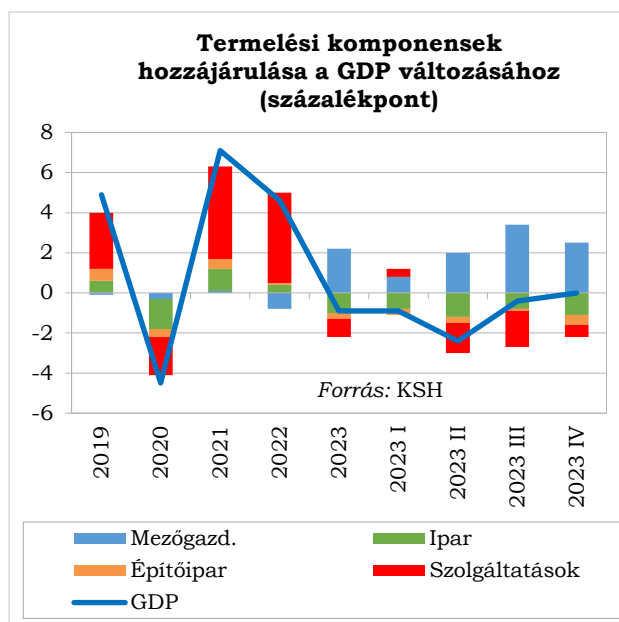
A *szolgáltatások* hozzáadott értéke a 2023-as év átlagában 1,6%-kal, ezen belül az utolsó negyedévben 1%-kal csökkent éves összehasonlításban. Ennél meredekebb csökkenésre került sor a piaci szolgáltatásoknál, miközben az állam által dominált egészségügyi ágazatban mért drámai emelkedés felfelé nyomta a szolgáltatások átlagát. A legnagyobb

mértékben a *kereskedelem* hozzáadott értéke csökkent (az év átlagában közel 10%-kal), de érdemi volt a szállítás-raktározás teljesítményének zsugorodása is.

Az **idei** kilátásokat egyrészt meghatározza, hogy az infláció immár jelentősen elmarad a keresetemelkedés ütemétől, így a *fogyasztói kereslet* bővül az idén. Ám ennek mértéke erősen kérdéses annak fényében, hogy a reálkereset-emelkedés már a tavalyi utolsó negyedévben megkezdődött, ám a fogyasztási kiadások volumene ennek ellenére sem nőtt. Figyelmeztető jel továbbá, hogy idén januárban a kiskereskedelmi forgalom még mindig jóformán stagnált. Vagyis az óvatossági motívum még 2024 jelentős részében is komoly mértékben formálhatja a háztartások fogyasztói viselkedését. Éves átlagban a **háztartások fogyasztásának 3-3,5%-os növekedésére** számítunk az idén. Ebből adódóan az is kérdés, hogy a fogyasztás növekedésbe fordulása milyen mértékben tudja stimulálni a beruházási keresletet, illetőleg elősegíteni a készletezési ciklus megfordulását. Fontos körülmény, hogy a *külső keresleti* kilátások egyelőre meglehetősen borúsak. Ez visszafogóan hathat az exportorientált ágazatok beruházási hajlandóságára. Tehát a vállalati beruházásokat illetően csak a belföldi kereslet (korlátozott mértékű) erősödése, a hitelkamatlábak fokozatos csökkenése jöhet szóba felhajtóerőként. Az uniós pénzek beérkezése továbbra is kétséges. Az állami beruházásokra a szorító fiskális kényszerek miatt aligha lehet számítani. A háztartások beruházásai bővíhetnek az érdemben javuló jövedelmi helyzet, az alacsonyabb kamatlábak, valamint a CSOK Plusz hatására, de az idén még ezek ösztönző hatása jó eséllyel mérsékelt marad. Így aztán 2024-ben a **beruházások növekedési ütemét 2,5-3% körülire becsüljük**, bár e prognózishoz bizonyos mértékű pozitív kockázat is kapcsolódik.

Eközben azonban az *export* dinamikája jó esetben is csak lassan javul az idén – feltehetően nem elegendő mértékben ahhoz, hogy az importnak a belföldi kereslet erősödéséből adódó növekedését ellensúlyozni tudja. (Az áruexport januárban több mint 3%-kal csökkent év/éves alapon – igaz, februárban az előzetes adatokból sejthetően az exportvolumen növekedésbe fordulhatott.) Ezért arra számítunk, hogy a nettó export növekedéshez való hozzájárulása az idén *negatív lesz*.

A *termelési oldalon* a háztartások széles körben jövedelmi helyzete főként a szolgáltatásokra hathat élénkitően, bár a növekedés várakozásunk szerint itt is csak szerény



mértékben haladja meg a 3%-ot. Némi lendületet kaphatnak a lakásépítések és -felújítások is, bár itt a javulás inkább az év vége felé, és még inkább 2025-ben válhat láthatóvá. Noha várhatóan az ipar belföldi értékesítése is erősödni fog a tavalyi visszaesést követően, az exportértékesítés mélyrepülése miatt abban sem lehetünk teljesen biztosak, hogy egyáltalán lesz-e bármekkora ipari növekedés az idén. Jelenleg 2% körüli növekedést feltételezünk, de a negatív kockázatok jelentősek.

Összeségében, **a GDP 2,5%-os bővülését várjuk** 2024-ben. E prognózishoz azonban komoly negatív kockázatok társulnak. Jövőre erősödhet a gazdasági növekedés, de az erősödés mértéke nagyban múlik azon, hogy az EU-szintű, illetőleg a világgazdasági növekedés képes-e erőre kapni, vagy folytatódik a Covid-válságot, illetőleg az EU-t nagymértékben sújtó 2022-es energiaválságot követő vergődés.

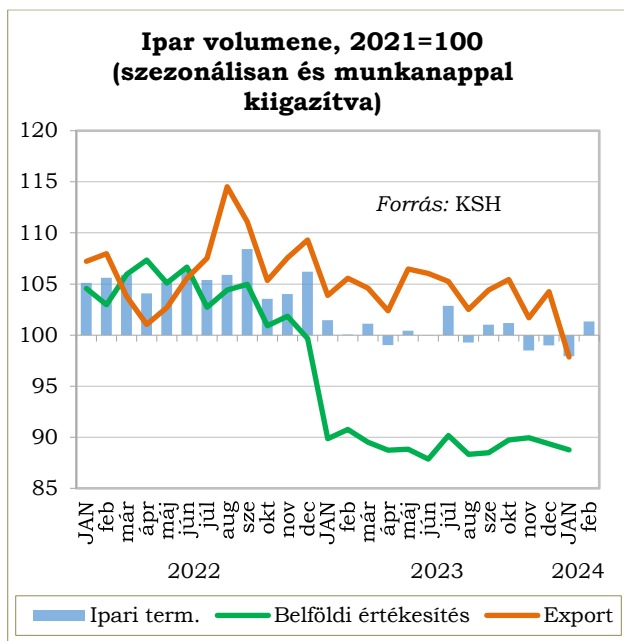
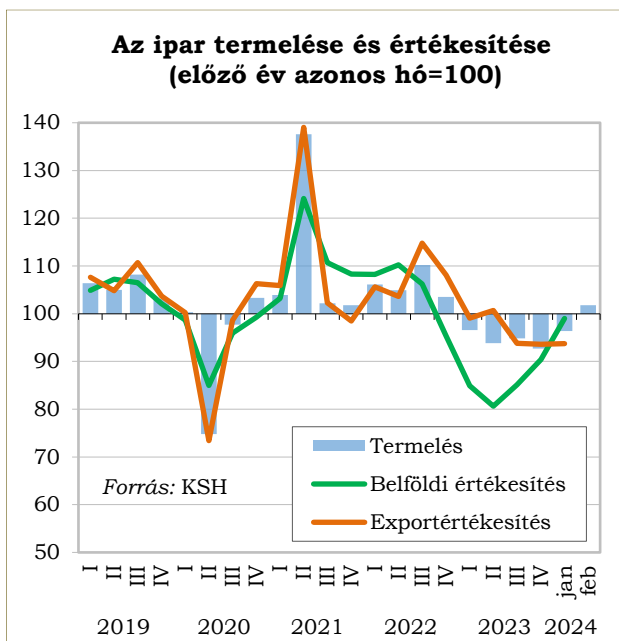
## 2.2. A GDP termelési oldala

### 2.2.1. Ipar

A háború ellenére meglehetősen dinamikus 2022-es év után 2023-ban markáns negatív fordulatra került sor az iparban: a kibocsátás volumene éves átlagban 5,5%-kal csökkent. Éves összevetésben az ipari termelés mind a négy negyedévben visszaesett, ráadásul az esés üteme az utolsó negyedévben volt a legnagyobb (-7,3%). A romló teljesítmény fő oka a súlyosan visszaeső belföldi kereslet volt, ám az év második felében már az exportértékesítés is 6%-ot meghaladó mértékben zsugorodott év/éves alapon. Ezt követően **idén** januárban csak a visszaesés mértéke enyhült – a belföldi értékesítés az alacsonyabb bázis miatt már csak kismértékben csökkent tovább – ugyanakkor az előzetes adat szerint **februárban** a kibocsátás nőni tudott éves összevetésben először 2022 vége óta, noha a növekedés mértéke szerény, 1,8% volt.

A szezonálisan kiigazított fixbázisú idősor megerősíti, hogy 2023 elején a belföldi értékesítés hirtelen bezuhant, majd lényegében ezen az alacsony szinten maradt 2024 januárjáig – tehát az év/éves csökkenés mérséklődése bázishatás eredménye. Megjegyzendő, hogy ebben az *energiaágazat* visszaesése komoly szerepet játszott – a *feldolgozóipari* trend is csökkenő volt, de zuhanásról nem beszélhetünk. Februárban javulhatott a helyzet, és a fogyasztói kereslet élénkülése miatt a javulás későbbi folytatódhat. Eközben az exportértékesítés abszolút volumene is lefelé araszolt a tavalyi év folyamán, majd idén januárban hirtelen esést produkált. A kedvező előzetes februári adat alapján feltehető, hogy ez az esés átmeneti volt, ám a további trend alakulását illetően az elmúlt két hónap ingadozása csak fokozza a bizonytalanságot.

Ágazati bontásban az ipari visszaesés 2023-ban kiterjedt a feldolgozóipari ágak több mint háromnegyedére, nem beszélve a zuhanó bányászatról és energiaágazatról. Az élelmiszeripar meredek esése (amely összefügg a mezőgazdaság 2022-es beomlásával) kitartott az év végéig, ám januárban növekedésbe fordult. Tavaly az egyéb feldolgozóiparon kívül a korábbi fő növekedési hajtóerő, az akkumulátoripart is tartalmazó villamosgép-ipar, illetőleg a járműipar tudott növekedni, ám az utolsó negyedévben már az utóbbi két ágazatban is csökkenést mértek, és ez januárban is folytatódott.

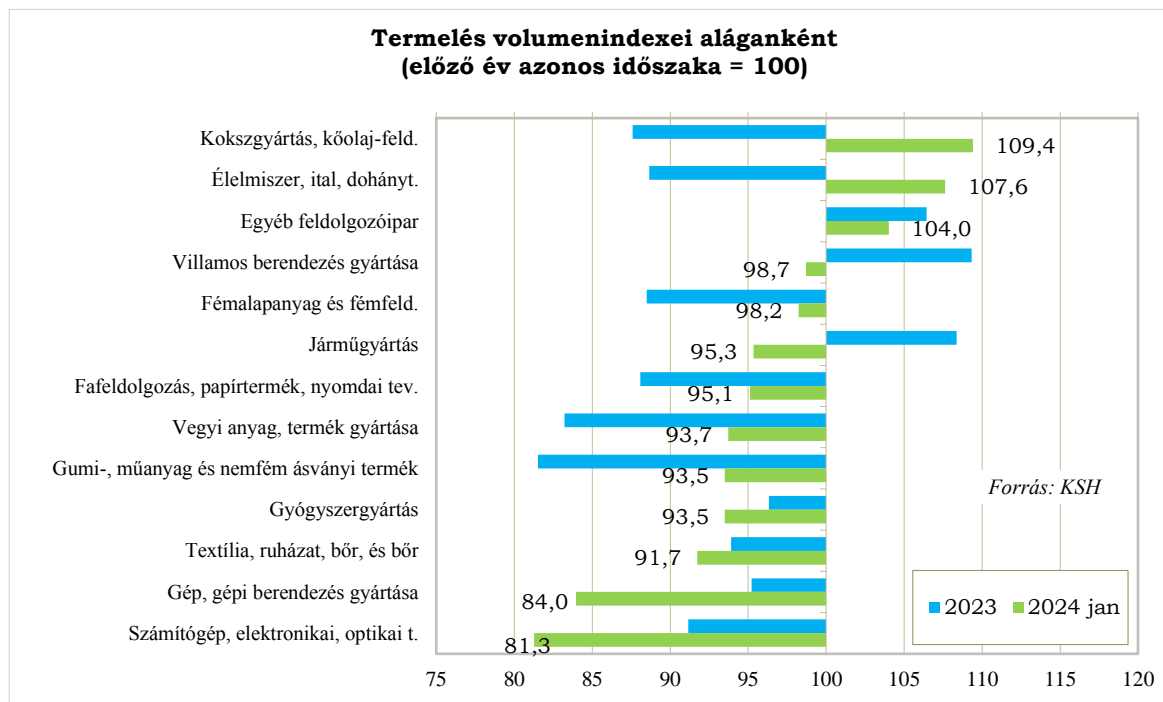


A villamosgép-ipar esetében ez főként az ágazati *belföldi értékesítés* kedvezőtlen alakulása miatt van így, de a tavalyi év végére már az exportértékesítés növekedése is csökkenésbe fordult. A feldolgozóipari alágak közül 2023-ban a gumi-, műanyag- és építőanyagipar esett vissza a legnagyobb mértékben, és itt januárban sem látszott semmilyen trendváltás. Az elektronikai ipar kibocsátása egyre súlyosabb mértékben zsugorodott a tavalyi év folyamán.

*Februárra* vonatkozóan még nem elérhetőek az ágazati szintű adatok, de a KSH szerint a növekedés kiterjedt az ipari alágak többségére, ezen belül a járműipar is nőni tudott, viszont az elektronikai, illetőleg a villamosgép-ipar kibocsátása még ebben a hónapban is csökkent.

Az idei évre egyfelől a belföldi értékesítés felélédeése, másrészt viszont az exportkilátásokat övező mély bizonytalanság nyomja rá a bélyegét. A közelmúlt trendjei, valamint a tavaly kedvező mezőgazdasági teljesítmény alapján egyedül az élelmiszeripar kilátásai tűnnek egyértelműen kedvezőnek. Noha a tavalyi év nagyobbik részében a belföldi kereslet (ezen belül az energia iránti kereslet) drasztikus esése volt az elsődleges lehűző tényező, a jobbra exportorientált ipar esetében nem lehetünk biztosak abban, hogy az idén a belföldi kereslet kisebb-nagyobb fokú helyreállása elegendő lesz az ipari termelés növekedéséhez. Januárig bezárólag az ipari megrendelések alakulása egyáltalán nem biztató.

**2024-re vonatkozóan jelenleg nagyon szerény, 1,5-2%-os növekedést várunk**, ám a külgazdasági feltételek függvényében akár a stagnálás sem elképzelhetetlen. 2025-re az ipari növekedés élénkülésére számítunk, ugyanakkor a német gazdaságot tartósan sújtó problémák miatt itt is fennáll a negatív kockázat.





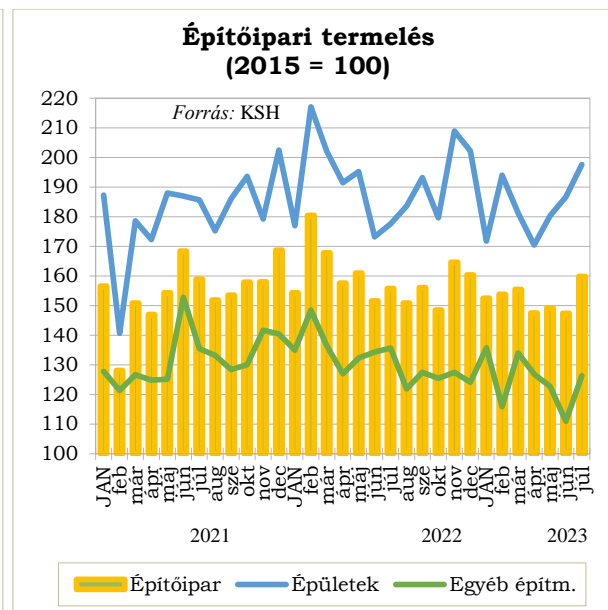
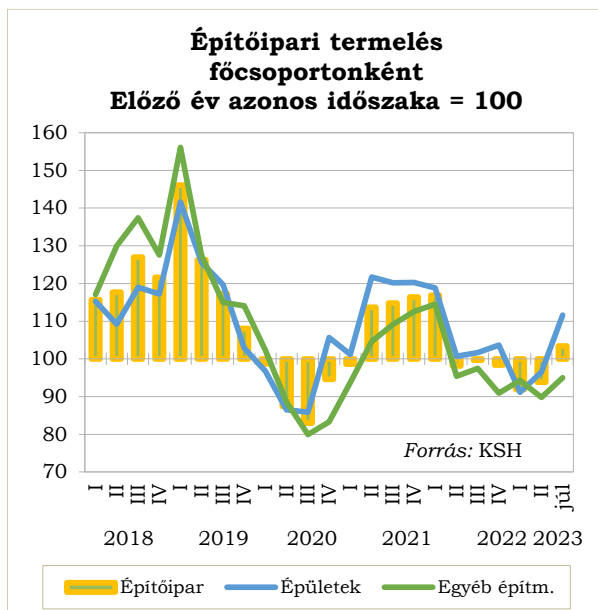
## 2.2.2. Építőipar

A tavalyi évet az építőipari kibocsátás folyamatos visszaesése jellemezte: az év átlagában az ágazat teljesítménye 5%-kal, ezen belül a negyedik negyedévben 6,8%-kal csökkent az előző év azonos időszakához képest. 2023 egészét tekintve a két főcsoport dinamikája között nem volt drámai az eltérés, de a magasépítésben a csökkenés mértéke (5,6%) valamivel meghaladta a mélyépítésben mért 3,8%-os zsugorodást. Ezen belül a negyedik negyedévben a különbség magasépítés kárára markánsabb volt, de ez alapvetően a bázishatás következménye. A szezonálisan kiigazított kibocsátás adatai alapján mindkét főcsoportban többé-kevésbé iránytalan ingadozás volt megfigyelhető, a 2022. évi átlaghoz képest nagyrészt alacsonyabb ingadozási sávban. *Idén januárban* a kibocsátás mindkét főcsoportban megugrott, különösen az épületek építésénél, ahol az év/éves növekedés a 20%-ot is meghaladta. Ám korántsem egyértelmű, hogy a viszonylag kedvező adat mennyiben jelez pozitív trendfordulót.

Az ágazat számára immár a keresleti problémák jelentik a növekedés fő akadályát. A *rendelésállomány* idén januárban 15%-kal volt alacsonyabb, mint egy évvel korábban – ezen belül a mélyépítésben az év/éves visszaesés meghaladta 20%-ot. A mélyépítés terén a kereslet beomlása egyértelműen az **állami beruházásoknak** a fiskális okokból történt drasztikus befagyasztásának az eredménye. De a megszorítás a magasépítés egy lényeges szegmensét, a lakásépítést is érintette, a lakástámogatások szűkülésén, illetőleg a korábbi lakásfelújítási támogatási konstrukciók kivezetésén keresztül.

Az *iBuild* adatbázis szerint az *újonnan indított* építési projektek értékének és volumenének éves visszaesése folytatódott a negyedik negyedévben. Éves átlagban magasépítésben kezdődő projektek volumene 34%-kal, a mélyépítési projekteké pedig 50%-kal zuhant 2023-ban. A magasépítésben belül különösen a nem lakáscélú projekteké, a mélyépítésben pedig főként az út- és vasútépítési projekteké volt drámai a visszaesés.

Az aktivitás-kezdésnek ez az erőteljes visszaesése is hozzájárul a borús kilátásokhoz, így az építőipar erősebb januári adatai ellenére még bizonytalan, hogy 2024-ben tovább csökken vagy növekedésbe fordul az építőipari teljesítmény. Jelenleg **néhány százalékos bővüléssel** számolunk, de valódi fellendülés – kedvező esetben – 2025-ben következhet be. A CSOK Plusz, illetőleg a várhatóan nyár közepén elinduló új lakásfelújítási



támogatási program segíthet abban, hogy az idén enyhe növekedésre kerüljön sor az építőiparban.

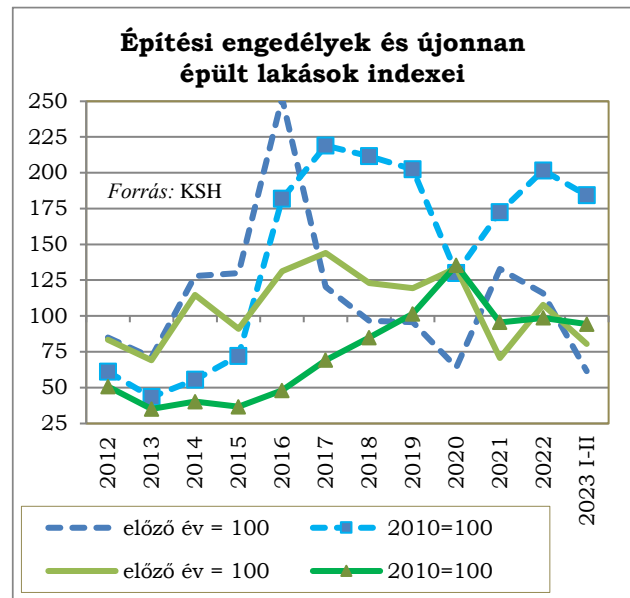
### 2.2.3. Lakásépítés

A 2022 utolsó negyedévétől kezdve négy negyedéven át tartó csökkenés után a tavalyi negyedik negyedévben 13%-kal nőtt az *újonnan épült lakások* száma éves alapon. E növekedés teljes mértékben az üzleti szervezetek által épített lakásoknak tudható be. Ezzel együtt összességében a 2023-ban épített lakások száma mintegy 9%-kal elmaradt a megelőző évitől. Az *építési bejelentések/engedélykérelmek* számának visszaesése mindeközben megszakítás nélkül folytatódott, és éves átlagban a csökkenés mértéke 39%-os volt.

A kilátásokat illetően az iBuild adatbázis adatai felemásak: a *társasházi lakásépítkezés* területén az újonnan indított építkezések volumene a negyedik negyedévben is csökkent, éves átlagban a csökkenés mértéke 38%-os volt 2022-hez képest. Ugyanakkor korábbi projektek fokozatos kifutása miatt a *befejezett* társasházi projektek értéke és volumene nőtt 2023-ban, és a befejezések értéke idén is magas maradhat.

Tavaly a lakásépítést mindenekelőtt a kereslet mérséklődése, illetőleg a kedvezőtlen finanszírozási feltételek sújtották. A keresletet lehúzta a magas kamatszinten túlmenően az is, hogy a 2022-ben megszűnt a Zöld Otthon Program helyébe egyelőre nem lépett jellegében hasonló támogatási program. A létező lakástámogatásokat 2024-től kezdve – bár némileg felemás módon – szűkíti a kormányzat, és ez tükröződött az első két hónap lakástámogatási transzferkiadásaira vonatkozó költségvetési adatokban is. Az ágazati szereplők bármilyen élénküléshez elengedhetetlennek tartják új támogatási konstrukciók bevezetését – kérdés, hogy a CSOK Plusz, illetve az év közepe táján belépő új házfelújítási program együttesen mekkora ösztönző erővel bír 2024-ben.

A CSOK Plusz ugyan csak jókora késleltetéssel válhat (a második és harmadik gyermek megszületése után) részben nem visszatérítendő támogatássá, de a jelek szerint érdemi érdeklődés mutatkozik iránta. A csökkenő kamatlábak mellett a lakáshitel-felvételi aktivitás is növekedésnek indult, hasonlóan a lakáspiaci tranzakciók számához. Hogy ezek a hatások mikor gyűrűzhetnek át a lakásépítési keresletre, az bizonytalan. Egyelőre a lakásépítések és -felújítások szerény mértékű élénkülését várjuk az idén.



## 2.3. A GDP felhasználási oldala

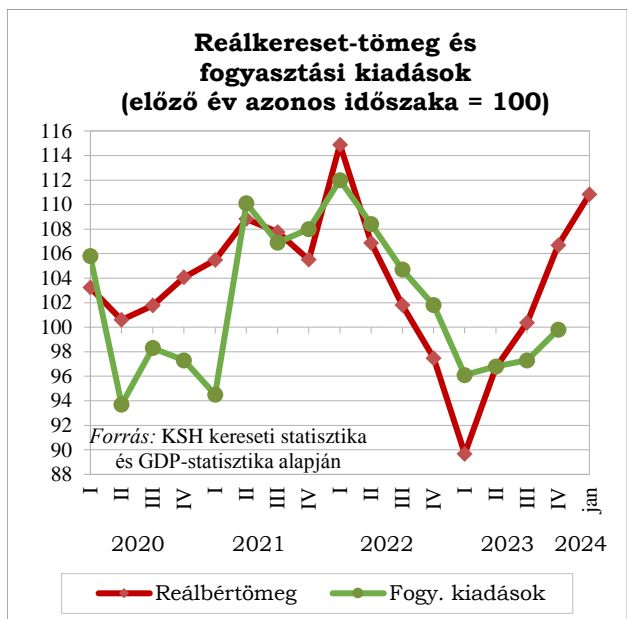
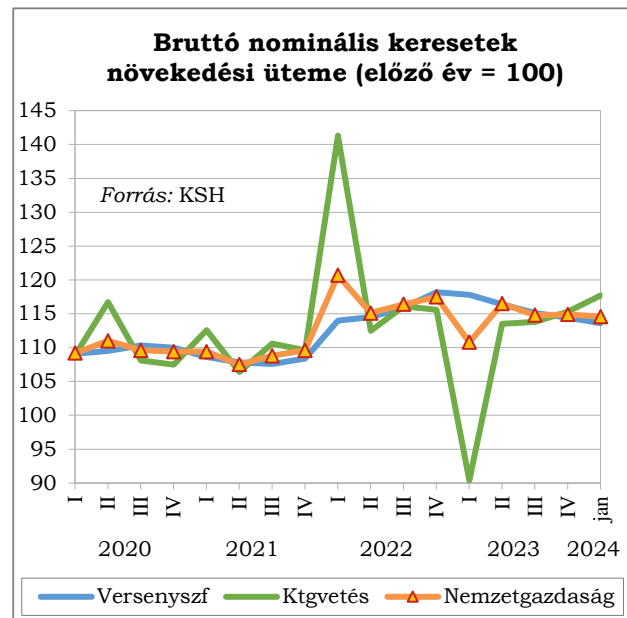
### 2.3.1. A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai

A **nominális átlagkereset** 2023-ban 14,2%-kal nőtt, miközben az éves infláció 17,6%-ra rúgott, aminek következtében a reálkeresetek éves átlagban 2,9%-kal csökkentek tavaly. A **mediánkereset** reálértéke kisebb mértékben, 1,6%-kal zsugorodott 2023-ban (miután itt a statisztikai bázist a fegyveres testületek tagjainak 2022 februárjában kifizetett fegyverpénz csak minimálisan torzította). Mivel az alkalmazotti létszám a recesszió mellett is kissé tovább nőtt, a **nettó reálkereset-tömeg** visszaesése a reálkereseténél enyhébb, csupán 0,7%-os volt tavaly.

Ugyanakkor az infláció folyamatos éven belüli mérséklődése következtében a reálkereset-csökkenés negyedévről negyedévre mérséklődött, az *utolsó negyedévben* pedig bekövetkezett a fordulat: a reálkeresetek már jelentősen, 6,6%-kal bővültek, a reálkereset-tömeg növekedési üteme pedig 6,7%-os volt.

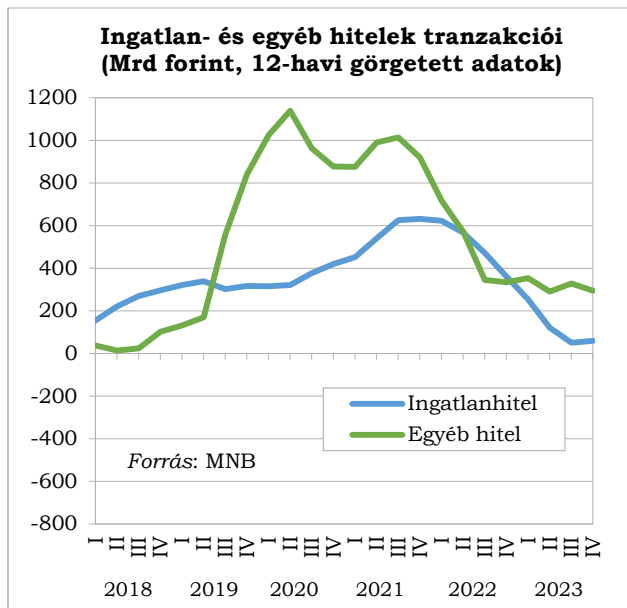
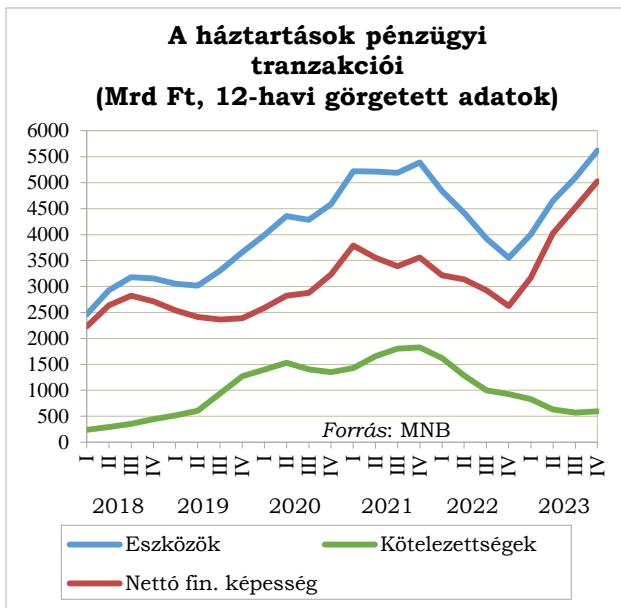
Miközben 2023 elején a reálkeresetek drasztikus csökkenésével párhuzamosan a **háztartások fogyasztási kiadásai** meglepően enyhe visszaesést produkáltak, addig az év második felében fordult a kocka: a reálkeresetek majdnem-stagnálása ellenére a vásárolt fogyasztás tovább zsugorodott, majd a negyedik negyedévben az emelkedő reálkereseteket a vásárolt fogyasztás hozzávetőleges stagnálása kísérte. Vagyis a háztartások – legalábbis makroszinten – határozottan **óvatossnak** mutatkoznak a reálkereset-tömeg három negyedévig tartó visszaesését követően. Összességében a vásárolt fogyasztás volumene 2,5%-kal csökkent 2023-ban, miközben a háztartások által a kormányzattól kapott természetbeni társadalmi szolgáltatások növekedése miatt a *teljes magánfogyasztás* csupán 1,2%-kal volt alacsonyabb, mint 2022-ben.

Az említett óvatosság látványosan megmutatkozott abban is, hogy 2023 folyamán a háztartások **nettó finanszírozási képességének** nominális értéke folyamatosan és meredeken *emelkedett* év/éves alapon. A bruttó megtakarítások ütemes bővüléséhez az első három negyedévben a hitelfelvételi egyenleg esése, az utolsó negyedévben pedig annak hozzávetőleges stagnálása párosult. Az első félévben markánsan csökkenő reálkeresetek tehát –



párosulva a kedvezőtlen kamatkörnyezettel – a háztartási költségek visszafogását eredményezték, ám ez a visszafogás az év vége felé növekedésbe forduló reálkeresetek és lassan enyhülő kamatfeltételek hatására sem ért még véget teljesen. (Ez különösen annak a fényében figyelemre méltó, hogy a negyedéves sektorszámlák számai alapján a **vegyes és a tulajdonosi jövedelmek** erőteljesen emelkedtek 2023-ban.) A háztartások *beruházásainak* volumene ugyanakkor meredek ütemben zsugorodott. A hiteltranzakciók egyenlege a tavalyi év egészét tekintve mindenekelőtt az ingatlanhitelek esetében csökkent, ám az utolsó negyedévben már az ingatlanhitelek egyenlegénél is minimális növekedést mért éves alapon az MNB. A **négy negyedéves görgetett GDP-arányos megtakarítási ráta** a 2022. évi 4%-ról a tavalyi év végére 6,7%-ra emelkedett. (A negyedik negyedév önmagában vett megtakarítási rátája ennél alacsonyabb, 5,5% volt.)

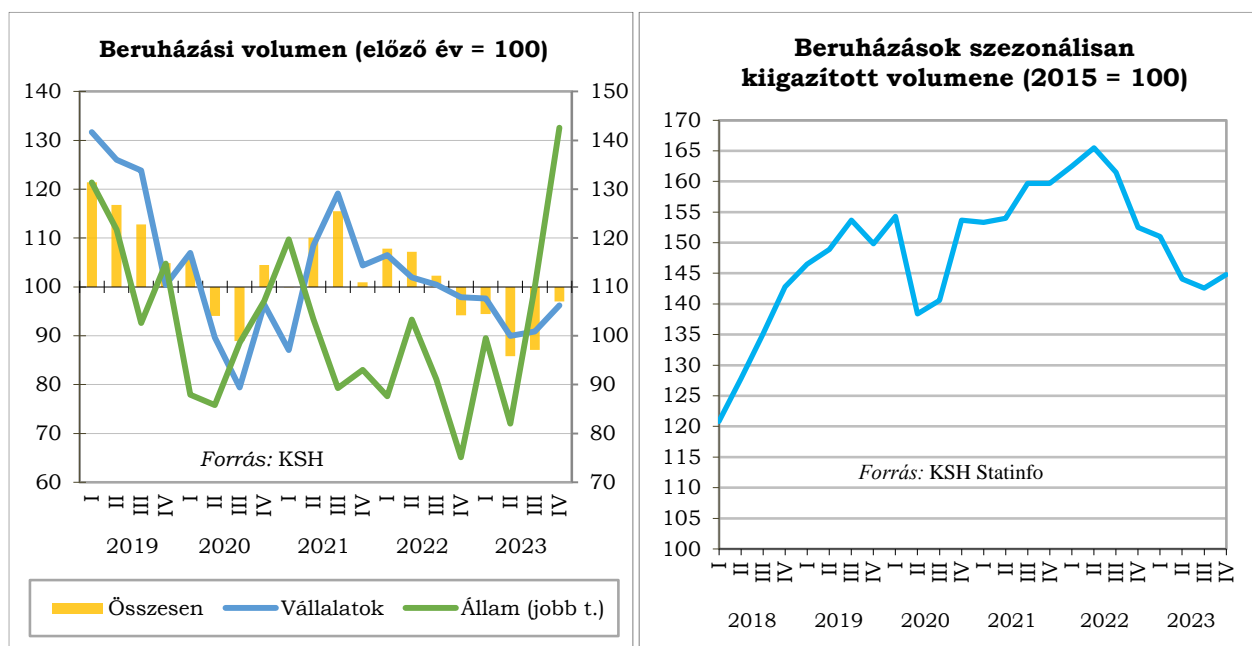
Az **idei év** kilátásait várakozásunk szerint meghatározza egyrészt, hogy a háztartások körében az óvatossági motívum csak lassan oldódik majd. Ennek következtében a fogyasztás bővülésének üteme érezhetően elmarad majd a jövedelembővülés ütemétől. Másfelől viszont a *januári kereseti adatok* (a nominális átlagkeresetek 14,6%-kal, a reálkeresetek 10,4%-kal nőttek januárban) azt sugallják, hogy 2024-ben a bérnövekedés erőteljesebb lesz az előzetes várakozásoknál. A jelek szerint a 15%-os minimálbéremelés jelentős mozgásokat indított el főként az alacsonyabb keresetű szegmensben, annak ellenére, hogy a képzett dolgozókra érvényes garantált bérminimum csak 10%-kal emelkedett. A reálkeresetek emelkedése várhatóan számottevően meghaladja a 8%-ot. Jelenleg arra számítunk, hogy a háztartások fogyasztásának dinamikája valamelyest a **3% fölé** emelkedik az idén.



### 2.3.2. Beruházások

2023. negyedik negyedévében a nemzetgazdasági beruházások volumene 3%-kal csökkent év/éves alapon. Ez a vártnál jelentősebb javulást jelent a megelőző két negyedévben mért két számjegyű visszaesés után. Biztató jel továbbá, hogy a szezonálisan kiigazított beruházási volumen 1,5%-kal emelkedett a megelőző negyedévhez képest, amivel egy 5 negyedéven keresztül tartó csökkenési sorozat ért véget.

A KSH által közölt statisztika szerint a javulás a leglátványosabban az *állami beruházásoknál* mutatkozott meg, miután az állami szektorban az utolsó negyedévben közel 43%-kal nőtt a beruházások volumene. Ez a magas növekedési index részben technikai okoknak, bizonyos gazdasági szervezeteknek a vállalati szektorból a költségvetési szektorba való átsorolásának tudható be. Ám az átsorolás 2023. elejétől kezdve érvényben volt, vagyis az állami beruházások dinamikájának a megelőző negyedévekhez viszonyított látványos javulása már nem tulajdonítható egyszerűen az átsorolás hatásának. A vállalati beruházásoknak az egész tavalyi évre jellemző csökkenése a negyedik negyedévben is folytatódott. Ez szintén összefügghet a már említett átsorolással. Az év végén a csökkenés üteme mérséklődött, ami jó hír, habár ez a javulás korántsem terjedt ki a versenyszféra összes ágazatára.



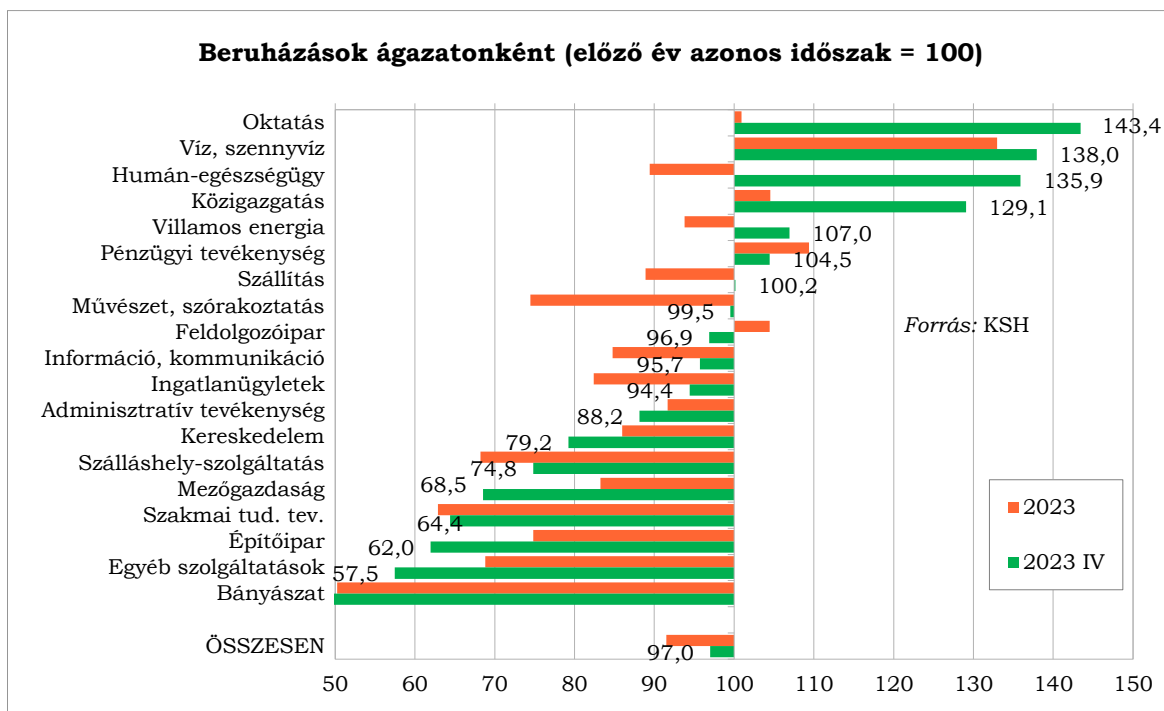
Az MNB által alkalmazott felosztás szerint nagymértékben exportorientált – főként feldolgozóipari - ágazatok együttes beruházásai épp az utolsó negyedévben kezdtek csökkenni év/éves alapon – két és fél éven át tartó folyamatos növekedés után. A KSH közlése szerint a gépipari jellegű ágak nagy részében (mindenekelőtt a járműiparban) ugyan nőttek a beruházások, de az elmúlt évek legfontosabb növekedési motorja, az akkumulátorgyártást is magában foglaló villamosgépipar beruházásai visszaestek az utolsó negyedévben, miután a korábbi nagyvolumenű projektek fokozatosan kifutnak. Ezzel szemben az inkább belföldi orientációjú ágazatokban a vállalatok beruházásainak dinamikája átlagban javult az év utolsó negyedévében, bár nem egyöntetűen.

Összességében az utolsó negyedévben négyel kevesebb olyan nemzetgazdasági ág volt, amelyben beruházásnövekedést mértek, mint 2023. első három negyedévében átlagában.

A feldolgozóipar volt az egyetlen olyan ágazat, amelyben éppen az utolsó negyedévben fordultak csökkenésbe a beruházások. Ezen túl a kép nagyon vegyes: számos ágazatban volt romlás – vagyis csökkent meredekebben, illetőleg nőtt lassabban a beruházási volumen a negyedik negyedévben, mint az előző három negyedév átlagában – habár a javuló ágazatok száma valamivel nagyobb volt. De a legnagyobb mértékű javulást a három állami dominanciájú nemzetgazdasági ágban – közigazgatás, oktatás, egészségügyi-szociális ágazat – mérte a KSH.

A tavalyi év átlagában – az év végi mérséklődés ellenére – a beruházások 8,5%-kal maradtak el a 2022. évi szinttől.

Az **idei évben** a beruházások várhatóan növekedésbe fordulnak, immár év/éves alapon is. Ugyanakkor a továbbra is nyomott külgazdasági keresleti viszonyok, illetőleg a változatlanul szorongató fiskális korlátok miatt a növekedés üteme jó eséllyel nem éri el a **3%-ot**. Az uniós források részleges feloldása némileg gyorsíthatná az erre a célra szánt pénzek kifizetését, ugyanakkor a tavalyi beruházási összeget még emelte a 2013-2020-as időszakra jutó források maradékának elköltése, miközben idén ilyen költés már alig lehetséges. 2025-ben a beruházások dinamikája tovább élénkülhet.



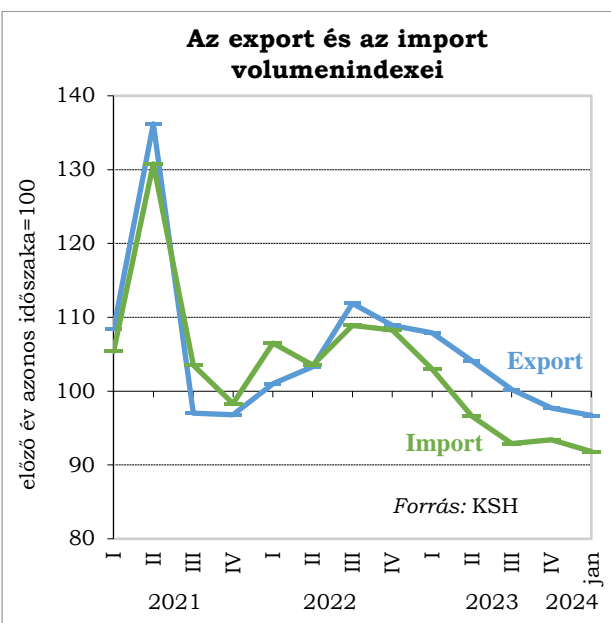
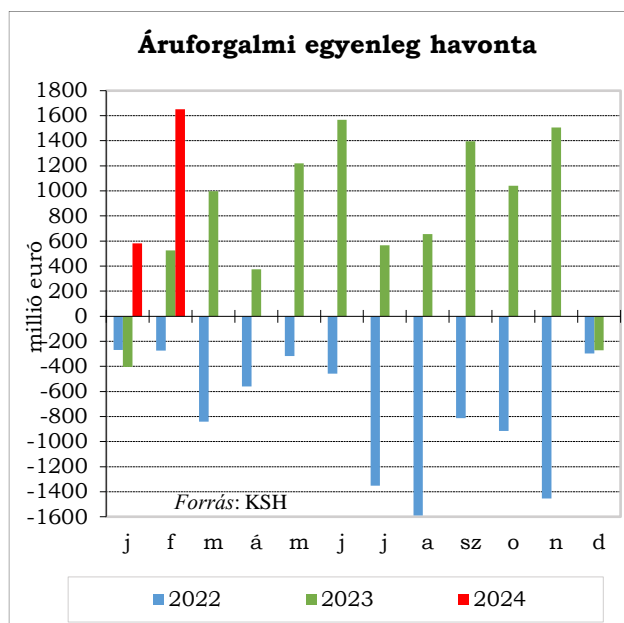
### 2.3.3. Külkereskedelem

A tavalyi évben jóformán folyamatos volt a külkereskedelmi pozíció javulása. A belföldi kereslet beesése mellett széles olló nyílt az export és az import volumenindexei között, az előbbi javára – noha az év előrehaladtával az export dinamikája egyre gyengült, és az utolsó negyedévben már csökkent a kivitel volumene.

Míg az első félévben az exportnövekedés hajtóereje a gép- és járműexport volt, addig az utolsó negyedévben épp ez a termékcsoport (azon belül egyelőre inkább a gép-, mint a járműexport) szenvedte el a legnagyobb mértékű visszaesést. Ugyanakkor növekedésnek indult az élelmiszerexport, jelentős részben a tavalyi kedvező mezőgazdasági termés-átlagoknak köszönhetően. Az import volumene a második negyedévtől kezdve zsugorodott éves összevetésben, a belföldi kereslet csökkenése miatt, az energia-hordozókat leszámítva minden termékcsoportban.

Ehhez társult a *cserearányok* jelentős – és az év előrehaladtával egyre jelentősebb – javulása 2023-ban. Emiatt tavaly az éves külkereskedelmi *többlet* 9,2 Mrd euróra (2016-ot leszámítva abszolút rekorddal felérő értékre) rúgott, szemben az ezzel hasonló értékű *deficittel* egy évvel korábban. A külkereskedelmi mérleg 2022-hoz viszonyított óriási javulása mintegy felerészben a közel 7%-os cserearány-javulásnak volt betudható tavaly, miközben éves átlagban az import volumenindexe 6%-ponttal volt alacsonyabb, mint az éves szinten némi növekedést felmutató exporté.

*Idén január-februárban* a külkereskedelmi pozíció javulása még folytatódott éves összevetésben. Januárban az exportnál meredekebb importcsökkenés a még mindig ható, bár gyengülő cserearányjavulással párosult. Biztató, hogy januárban az összes árufőcsoportnál növekedést mértek, *kivéve* a legfontosabbnál (gépek-járművek), és az előzetes (nominális) adat alapján a kivitel volumene *februárban* növekedésbe fordulhatott. Ám a javuló trend aligha tart sokáig. Az év folyamán az import erősödni kezd, ahogy a belső kereslet fokozatosan újraéled. viszont a világgazdaságot továbbra is jellemző bizonytalanságok miatt az exportról ugyanez nem feltétlenül mondható el. Jelenleg 2024-re a tavalyinál kisebb, durván 7 Mrd eurónyi külkereskedelmi többlettel számolunk.

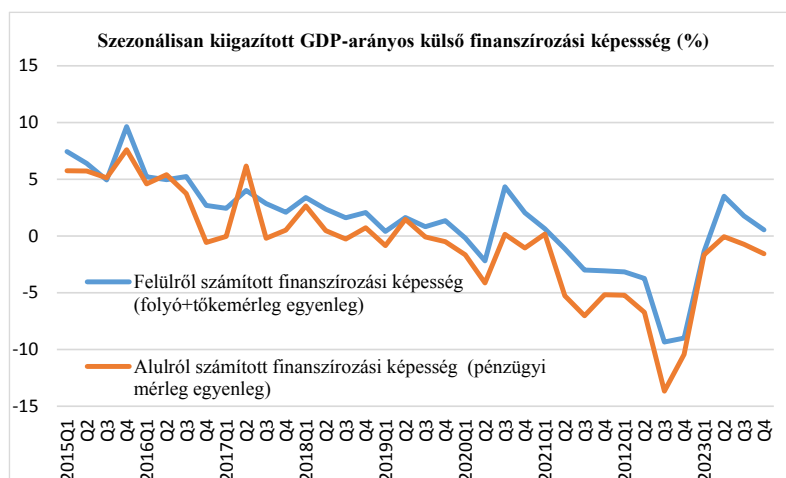


### 2.3.4. A fizetési mérleg és a nettó külföldi kötelezettségállomány alakulása 2023-ban

2023-ban két alapvető folyamat határozta meg a fizetési mérleg alakulását: a belföldi felhasználás jelentős (5,4%-os) visszaesése és a külkereskedelmi cserearányok számottevő (6,2%-os) javulása. Az előbbi az importvolumen csökkenése, az utóbbi az árnyereség révén javította a külkereskedelmi mérleget. E két hatás eredőjeként, az áru- és szolgáltatásforgalom egyenlege a 2022. évi GDP-arányos 4,4%-os deficitből 5,1%-os többletbe fordult át 2023-ban. Ez a 9,5 százalékpontnyi korrekció hazai összehasonlításban egyedülálló a 1995 óta eltelt 28 évet tekintve (amelyre nézve azonos módszertan szerinti, összehasonlítható idősorok állnak rendelkezésre), de mértékét tekintve az EU tagországaiban 2023-ban tapasztalt külső egyensúlyi korrekciók közül is messze kiemelkedik. E jelentős „kedvező irányú” elmozdulás azonban azt is jelenti, hogy 2023-ban a GDP-arányos belföldi felhasználás egyetlen EU-tagországban sem csökkent olyan arányban, mint Magyarországon. Ezzel összhangban, a hazai külkereskedelmi egyenleg 2023. évi javulása kizárólag az import (folyó áron 9,5, változatlan áron 5,1%-os) zsugorodásán alapult, ahhoz a kivitel változása érdemben nem járult hozzá. A fizetési mérleg többi tételének változása a nettó exportéhoz képest csekély hatást gyakorolt a fontosabb összevont egyenlegek GDP-arányos alakulására; a jövedelem-egyenleg és a tőkemérleg 1-1 százalékpontnyi romlása elhanyagolható a külkereskedelmi egyenlegben tapasztalt fordulattal összehasonlítva. A folyó fizetési mérleg -8,3-ról 0,2%-ra, a „felülről” számított finanszírozási képesség (a folyó és a tőkemérleg egyenlege) -6,3-ról 1,2%-ra, az „alulról,” számított finanszírozási képesség (a pénzügyi mérleg egyenlege) pedig -9,1-ről -1%-ra változott. Az ország GDP-arányos külföldi kötelezettségállománya 1 százalékponttal 47%-ra emelkedett, azon belül kissé csökkent a nettó FDI, és enyhén nőtt a nettó adósság állománya.

#### A fizetési mérleg összetevői és az éves változások

Az MNB szezonálisan kiigazított adatai szerint a fizetési mérleg két, egymást kiegészítő, fő egyenlege, egyrészt a folyó és a tőkemérleg összevont egyenlege (a „felülről számított külső finanszírozási képesség”), másrészt a pénzügyi folyamatokat rögzítő pénzügyi mérleg egyenlege (az „alulról számított külső finanszírozási képesség”) 2022 harmadik negyedétől kezdett el javulni, amely irányzat 2023 végén legalábbis nem folytatódott.

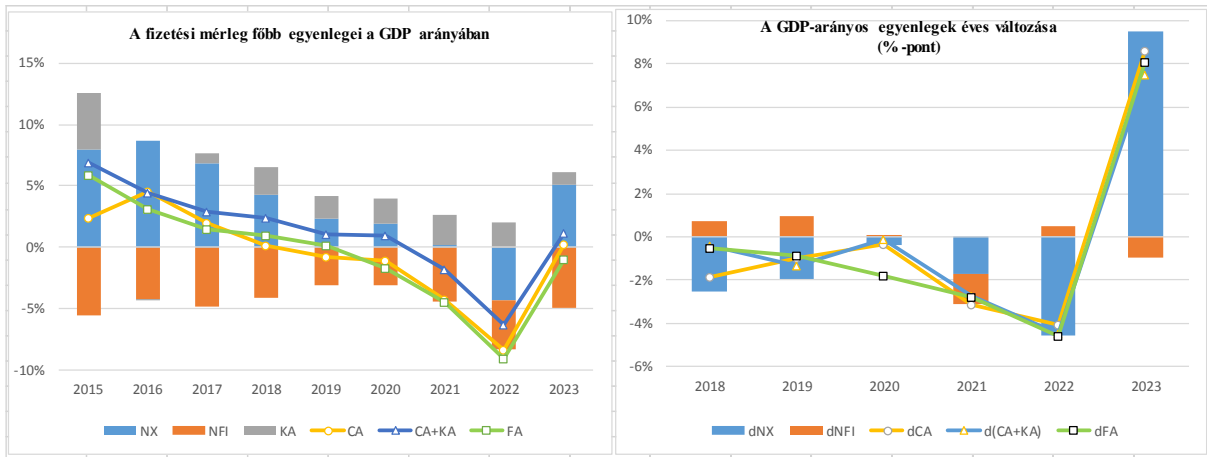


Forrás: MNB



A továbbiakban éves összehasonlításokra támaszkodunk, a fenti ábra azonban jól érzékelteti, hogy a gazdasági folyamatok többnyire nem tisztelik a naptári évek szerinti szakaszolást.

A fizetési mérleg főbb egyenlegeinek GDP-arányos méretéről, és azok éves változásiról az alábbi két grafikonon tájékozhat.

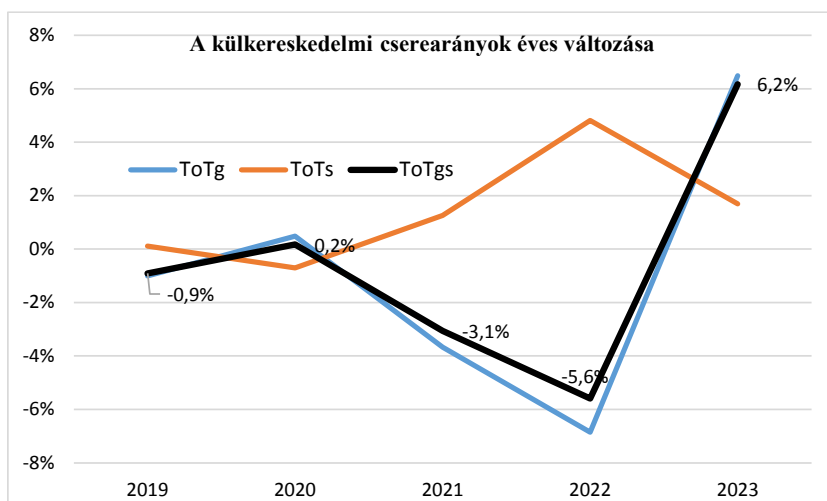


Jelölések: NX: nettó export; NFI: nettó (elsődleges és másodlagos) jövedelem; KA: tőkemérleg; CA: folyómérleg (NX+NFI); FA: pénzügyi mérleg; *d*: a GDP-arányos mutató éves változása.

Forrás: MNB, KSH, saját számítás.

Az ábra bal oldalán látható: a külső egyensúlyi mutatók romlása 2016 óta csaknem folyamatos volt, amiben kulcsszerepe volt a nettó export csökkenő többletének, majd 2022. évi jelentős hiányának, amely 2023-ban jelentős többletbe fordult át. Az elmúlt évben a nettó (elsődleges plusz másodlagos) jövedelemegyenleg hagyományos deficitje a GDP-arányában kissé nőtt (5%-ra), a tőkemérleg hagyományos többlete csökkent (1%-ra; az utóbbi tételnél számolják el a fejlesztési célú EU-transzfereket), de ezek a negatív elmozdulások eltörpülnek a nettó export javulása mellett (lásd a fenti ábra jobb oldali grafikonját).

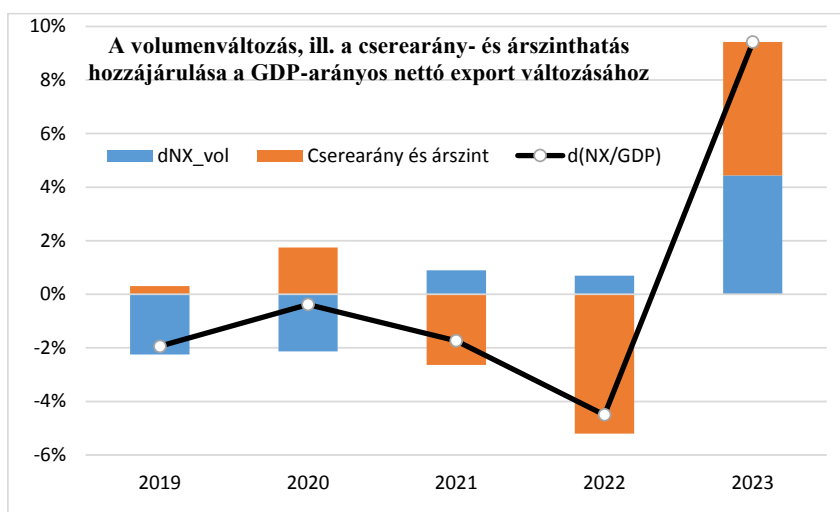
A külkereskedelmi egyenleg 2021-22. évi romlásában kulcsszerepet játszott a cserearányok romlása, az egyenleg 2023. évi fordulatához pedig a cserearányok javulása is számottevően hozzájárult. Az alábbi ábra a külkereskedelmi cserearányok (az export- és az importárindex arányának) éves változását mutatja 2019 és 2023 között. Érdekes módon, a szolgáltatásforgalom cserearányai valamennyi évben az áruforgaloméval ellentétesen változtak, a teljes külkereskedelem relatív árváltozását azonban a lényegesen nagyobb súlyú áruforgalom dominálta. Ez utóbbinál pedig az importált energia áralakulásának volt meghatározó szerepe.



Forrás: Eurostat alapján saját számítás

Jelölések: ToTg, ToTs, Totgs: árukereskedelmi, szolgáltatáskereskedelmi és a teljes külkereskedelem cserearányainak alakulása

A cserearányok romlása már 2021-ben megkezdődött, 2022-ben jelentősen felgyorsult, 2023-ban pedig éles fordulatot vett. Kérdés, hogy a relatív árváltozásoknak – a volumenváltozásokkal összehasonlítva – milyen szerepük volt a külkereskedelmi egyenleg éves változásaiban. Ezt az összehasonlítást a következő ábra tartalmazza, amely a változások összetevőit a tárgyévi GDP-hez viszonyítja.<sup>1</sup>



Forrás: KSH alapján saját számítás

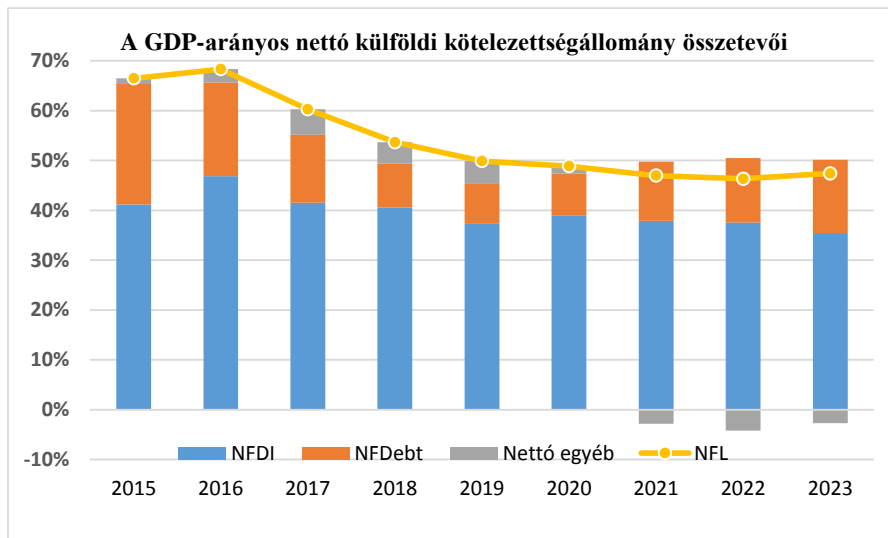
<sup>1</sup> A külkereskedelmi egyenleg változásának tényezőkre bontása az alábbi képletre támaszkodik:

$$(X_1 - M_1) - (X_0 - M_0) = \underbrace{(X_1 - M_1) - \frac{X_1 - M_1}{P_{xm}}}_{\text{Árszinthatás}} + \underbrace{\left( \frac{X_1}{P_x} - \frac{M_1}{P_m} \right) - (X_0 - M_0)}_{\text{Volumenhatás}} + \underbrace{\frac{X_1 - M_1}{P_{xm}} - \left( \frac{X_1}{P_x} - \frac{M_1}{P_m} \right)}_{\text{Cserearányhatás}}$$

ahol a kivitelt  $X$ , a behozatalt  $M$ , a bázis-, illetve tárgyidőszakot  $0$ , illetve  $1$ , az export-, illetve importárindexet  $P_x$ , illetve  $P_m$ , a kettő átlagát pedig  $P_{xm}$  jelöli.

Amint az ábrán látható, a 2021-22. évi külkereskedelmi egyenleg-romlást alapvetően cserearány-veszteség hajtotta, annak hatását az ellentétes irányú volumenhatás alig tompította. Ezzel szemben a 2023. évi GDP-arányos 9,5 százalékpontnyi fordulathoz csaknem azonos arányban járult hozzá a relatív ár- és volumenhatás. Az utóbbi azonban távolról sem a nemzetgazdaság, illetve a külkereskedelem teljesítményének javulását, hanem azt tükrözi, hogy a belföldi felhasználás visszaeséséhez alkalmazkodva, csökkent az import volumene, az exporté pedig nem változott.

Ami a *külföldi nettó pénzügyi kötelezettségállomány* egészének (NFL) alakulását illeti, 2023-ban alig történt változás, de amint az ábrán látható, azon belül kissé csökkent a nettó FDI, és némileg emelkedett a nettó adósság (NFdebt) aránya.



Forrás: MNB alapján saját számítás

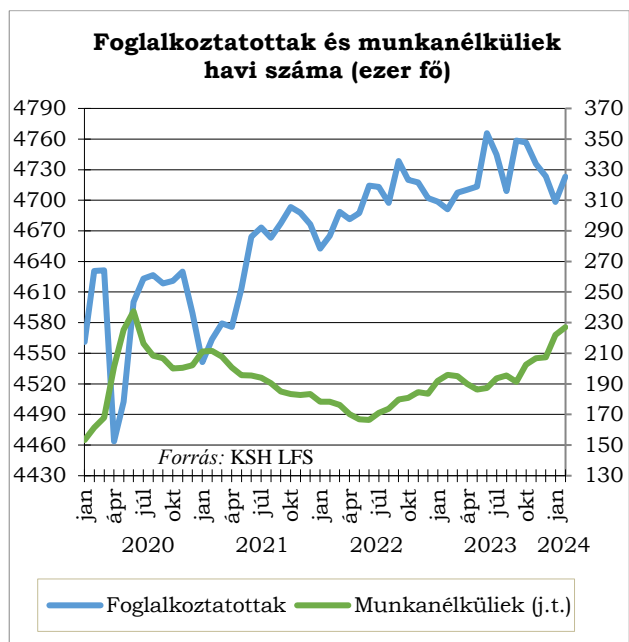
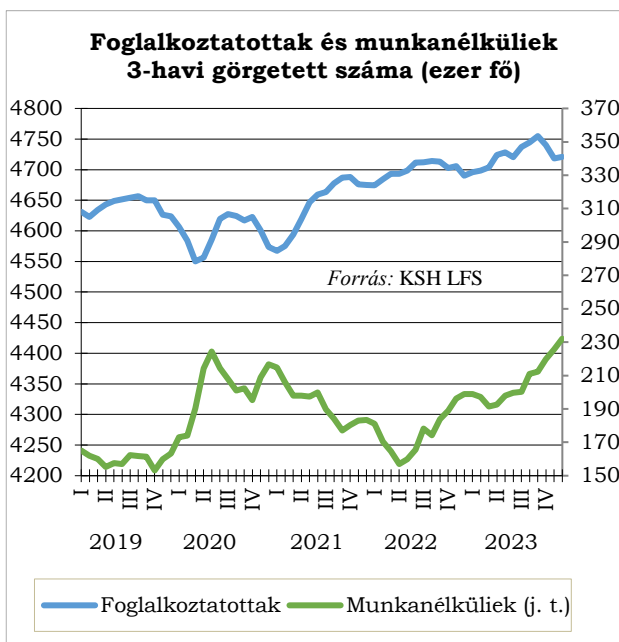
## 2.4. Foglalkoztatottság, munkanélküliség

A munkaerő-felmérés (KSH-LFS) adatai szerint a tavalyi a foglalkoztatás a recesszió ellenére is **valamelyest tovább javult**, ugyanakkor ez a javulás egyre ellentmondásosabb. A foglalkoztatottak számának háromhavi görgetett átlaga tovább emelkedik: az utolsó negyedévi ütem 0,8%, a decembertől 2024 februárjáig terjedő negyedévben pedig 0,7% volt. Ez a közmunkások számának folytatódó esésével, ugyanakkor a külföldi telephelyen dolgozók számának folyamatos bővülésével párosul. Összességében az elsődleges munkapiacra dolgozók száma az első félévben tovább nőtt, az utóbbi 4-5 hónapban a teljes foglalkoztatotti létszámával azonos ütemben.

Más adatok viszont arra utalnak, hogy a tavalyi recesszió késleltetve ugyan, de kihat a munkapiac állapotára is. A háromhavi görgetett munkanélküliségi ráta 2023 jó részében a 3,8-4%-os sávban vesztegelt, ám a negyedik negyedévi 4,2% után december-februárban felugrott 4,6%-ra. A munkanélküliek abszolút számának 2022 ősze óta tartó emelkedése a tavalyi második negyedévtől trendszerűvé vált. Eközben az üres álláshelyek száma lassan csökken, így az álláshelyeknek a munkanélküliek számához viszonyított százalékos aránya számottevően csökkent 2023 utolsó negyedévére. Mindehhez adalék, hogy a kereseti statisztika szerint a teljes munkaidejű alkalmazottak száma novembertől kezdve már csökken, noha a részmunkaidősök számának emelkedése miatt az állományi létszám még mindig nő év/éves alapon.

Eközben a gazdaságilag aktívak száma továbbra is jó ütemben növekszik, vagyis zajlik az inaktívak köréből az aktívak körébe történő átáramlás. Ugyanakkor, miközben 2022 nagy részében a foglalkoztatottak száma nagyobb mértékben nőtt, mint az aktívaké, addig 2023-ban már fordított volt a helyzet, vagyis a munkapiac egyre kevésbé képes felszívni az aktivitásba átlépőket. Így a potenciális munkaerő-tartalék emelkedik.

Az idei évben jó részében folytatódhatnak a felemás tendenciák: a foglalkoztatottak száma várhatóan tovább nő, ám ennek üteme elmaradhat a tavalyi éves átlagos 0,6%-tól. Az év második felében a gazdasági élénküléssel párhuzamosan a munkanélküliségi ráta mérséklődésére számítunk, ugyanakkor az év legelején látott magas szint miatt az éves ráta jó eséllyel meghaladja a 2023. évi 4,1%-os éves átlagot.



## 2.5. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok

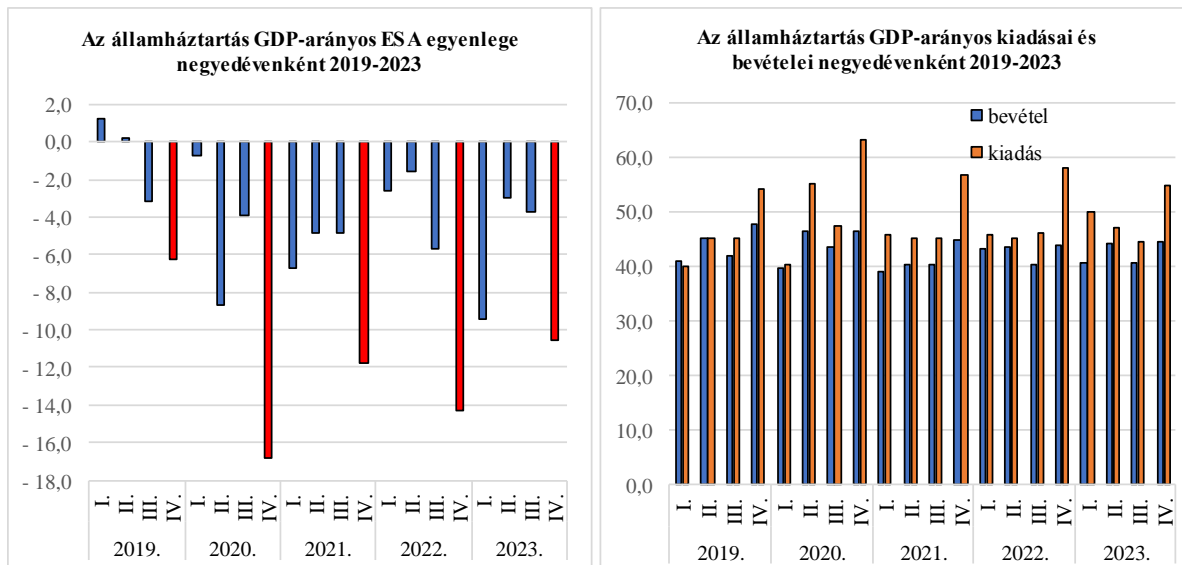
### 2.5.1. Államháztartási folyamatok

#### Államháztartás 2023-ban

A 2023. évi költségvetési törvény, amelyet a parlament 2022 júniusában fogadott el, az államháztartás hiányát a GDP 3,6%-ában határozta meg. Az év folyamán ez az előrejelzés többször változott, december elején már 5,2%-ra emelkedett, majd a kormány december 30-án közreadott „Makrogazdasági és költségvetési előrejelzése 2023-2027” dokumentumában az államháztartás várható hiányát a GDP 5,9%-ában határozta meg, elismerve, hogy a korábbi pozitív gazdasági növekedési előrejelzésével szemben a tényleges adat mínusz 0,4% lesz. Ez utóbbi végül mínusz 0,9% lett, az államháztartás ESA hiánya pedig a GDP 6,7%-a. 2023-ban az államháztartás központi alrendszere 4.593,4 milliárd forintos hiánnyal, a költségvetési törvényben előírt 2.352, milliárd forinttal szemben.

A tervezett hiány majdnem kétszeresét elérő költségvetési deficit részben valóban a félre(tervezett) gazdasági növekedés elmaradásából származott: a költségvetési törvény alapját 4,1%-os GDP-növekedési előrejelzés képezte, amely már 2022 júliusában is kevésbé volt reális. Ugyanakkor tény, hogy a tervezés időszakában a 0,9%-os gazdasági visszaesés még nem volt előrejelezhető. **Ez a költségvetési törvény túlságosan korai, a megfelelő információk hiányában történő elfogadásának a problémájára mutat rá.**

Mint az alábbi ábra mutatja, az elmúlt évek minden utolsó negyedében jelentős mértékű kormányzati költségek sorra kerültek. 2020 óta az államháztartás utolsó negyedévi hiánya rendre a GDP 10%-a felett volt. 2023-ban ez 10,4% volt. A jelentősen megemelkedett hiány abból származott, hogy 2023 utolsó negyedében az államháztartás kiadásai az időarányos GDP 56%-ára emelkedtek (miközben az éves átlag 50% körül ingadozott). A jobb oldali ábra jelzi, hogy a megemelkedett hiány szinte kizárólag a kiadások növekedéséből fakadt az egyes évek utolsó negyedében.



Forrás: KSH, a Kormányzati szektor egyenlege 2023

A Pénzügyminisztérium jelentés szerint a 2023-as költségvetést számos egyszeri kiadás terhelte: ilyen volt a Vodafone Zrt-ben, illetve a Magyar Posta Biztosító Zrt-ben és a Magyar Posta Életbiztosító Zrt-ben történt közvetett állami tulajdonszerzés.

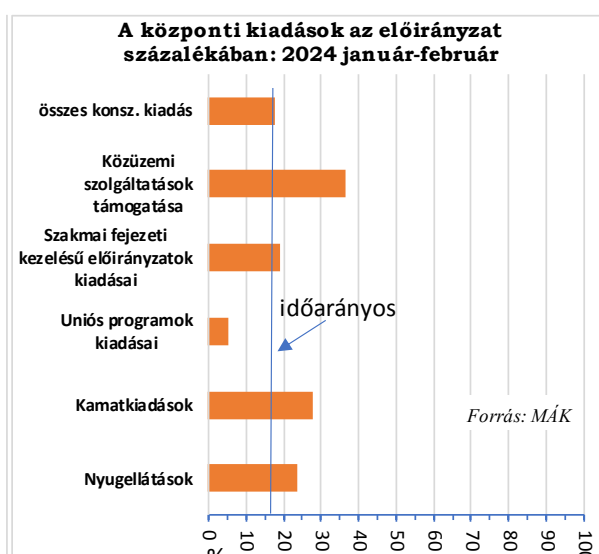
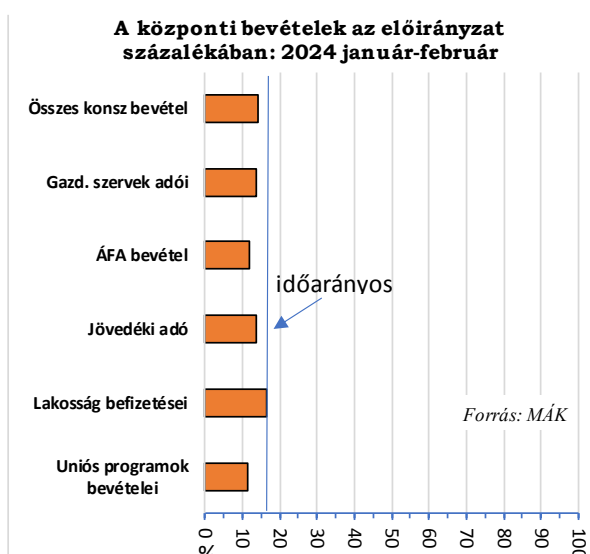
### A 2024. évi költségvetési előirányzat és előrejelzés

A 2023 nyarán elfogadott törvény a költségvetés 2024. évi hiányát 2.514 ezer milliárd forintban, a GDP 3,1%-ában, az elsődleges hiányt pedig a 0%-ában határozta meg, 4%-os gazdasági növekedés mellett. A gazdaságfejlesztési miniszter márciusi bejelentéséből tudjuk, hogy ma már a kormány sem vár 4%-os növekedést, hanem 2-3% közöttit, ahogyan azt a piaci előrejelzők már hónapok óta prognosztizálták.

Az év első kéthavi hiánya 1.704,0 milliárd forintot tett ki, ami az éves előirányzat 68%-a. Ez alapján a Pénzügyminisztérium februári jelentésében az idei államháztartási hiányt a GDP **4,5%-ára emelte**. Amennyiben elfogadjuk a költségvetési törvényben szereplő 81 ezer milliárd forint várható nominális GDP szintet, akkor ez mintegy 4.000 milliárd forintos deficitet jelent. Ezzel számol az ÁKK is, amely az eredeti finanszírozási tervet mintegy 1.450 forintra megemelte.

Az előzetes jelentés szerint márciusban a költségvetés hiánya 617 milliárd forint volt, ezzel az első háromhavi deficit 2.321 milliárd forintra emelkedett, megközelítve az eredeti költségvetési törvény egész évre vonatkozó előírását. A felemelt hiánynak azonban ez „csak” az 58%-a. Ugyanakkor ez is súlyos kétségeket vet fel a felemelt hiány teljesíthetőségét illetően is.

Ami az első kéthavi hiányt illeti, annak kiemelkedő nagyságát egyszeri (de nem váratlan) tételek is befolyásolták: a 13. havi nyugdíjfizetés (mintegy 500 milliárd forint), valamint az állampapírok utáni februári, nagyszámú kamatfizetések (855,4 milliárd forint). Egyik sem volt meglepetés, hiszen ezekkel a tételekkel előre lehetett számolni. Legfeljebb 2022 nyarán nem, amikor a költségvetés készült. A több éve tartó sorozatos fiasco alapján ezért szükséges lenne újragondolni a túl korai költségvetési törvényhozás megszüntetését, hogy el lehessen kerülni az évközben kiigazítási kényszert, amely soha nem vezet optimális megoldáshoz. A korábbi rendszer visszaállítása, amikor a költségvetési törvény a tárgyévről az év végén kerül elfogadásra, lehetővé tenné a reálgazdasági feltételek jobb előrejelzését és a várható költségvetési kötelezettségek és bevételek jobb tervezését.



A PM februári költségvetési jelentése az *ÁFA-bevételek* ingadozásával is indokolja a kiemelkedő hiányt, mivel a jelentős *ÁFA-bevételek* márciusban folynak be. Ez igaz is, azonban mindenképpen aggodalomra ad okot, hogy az *ÁFA* bevételek az első két hónapban az előző évitől is kissé elmaradó összegben folytak be, az időközben növekvő árindex ellenére. Noha a márciusi költségvetési adatok részleteit még nem ismerjük, feltételezhető, hogy az *ÁFA-bevételek* márciusban is a vártnál kisebb összegben folytak be. 2022. márciusában 560 milliárd forint volt az *ÁFA* bevétel (ami már akkor is elmaradt a várakozásoktól), ha legalább ekkora *ÁFA-bevétel* folyt be, akkor nehezen indokolható a 617 milliárd forintos költségvetési hiány márciusban. A költségvetés a 2024. évi *ÁFA-bevételek* 23%-os (!) emelkedésével számolt, ami eleve irreális volt és nem volt összhangban sem a GDP, sem a fogyasztói árindex előrejelzéssel (még 4%-os növekedés mellett sem). 2024 első két hónapjában a jövedéki adóból is a tervezettnél kevesebb folyt be, az üzemanyagok jövedéki adójának jelentős emelése ellenére.

Emellett a kamatkidadások is meghaladták a tervezettet: az első két hónapban (855 milliárd forint). Az EDP jelentésben megfogalmazott új kamatfizetési előrejelzés az eredeti 3.100 milliárddal szemben 3.951 milliárd forint, ami a várható GDP 4,8%-a, a nettó kamatfizetés pedig – az ÁKK jelzése alapján – a 4,1%-a.

A Szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok konszolidált kiadásai 2024 első két hónapjában 730,5 milliárd forintot tettek ki, ami 50%-kal több, mint 1 évvel ezelőtt. **72 milliárd forintot** emésztett fel a Turisztikai cél-előirányzatból kiosztott vissza nem térítendő támogatás. Ez a magas összeg a turisztikai ingyenes támogatások ismételt feléledését jelzi, mivel 2023-ban egész évben (63 milliárd forint) nem osztottak ki ennyi ingyen pénzt a turizmus ágazatban működők számára. A megelőző években kétségtelenül 100 milliárd felett volt ez az összeg.

Összességében, az év fennmaradó 9 hónapjában kb, 1.700 milliárd forint hiány lenne megengedhető ahhoz, hogy a 4.000 milliárdos deficit tartható legyen, miközben az első 3 havi hiány 2.300 milliárd forint volt. Erre pillanatnyilag sem a nem-egyszeri bevételi, sem a kiadási összegek tendenciái nem nyújtanak garanciát. A nagymértékben túltervezett *ÁFA-bevételeknél* még abban az esetben is mintegy 1.000 milliárd forintos elmaradás várható, ha a lakossági fogyasztás a reálbérek emelkedése következtében az év folyamán erőre kap (a januári kiskereskedelmi adatok ezt még nem jelzik). Ez, és a 800 milliárddal megemelkedő kamatteher alapján **5,5-6%-os államháztartási hiány** jelezhető előre, abban az esetben is, ha idén megtörik az évvégi állami költekezés évek óta tartó trendje. Amennyiben azonban megismétlődik az évvégi kiadásözön, akkor a hiány a 6%-ot is meghaladhatja, mint ahogyan ez 2023-ban történt.

## Államadósság

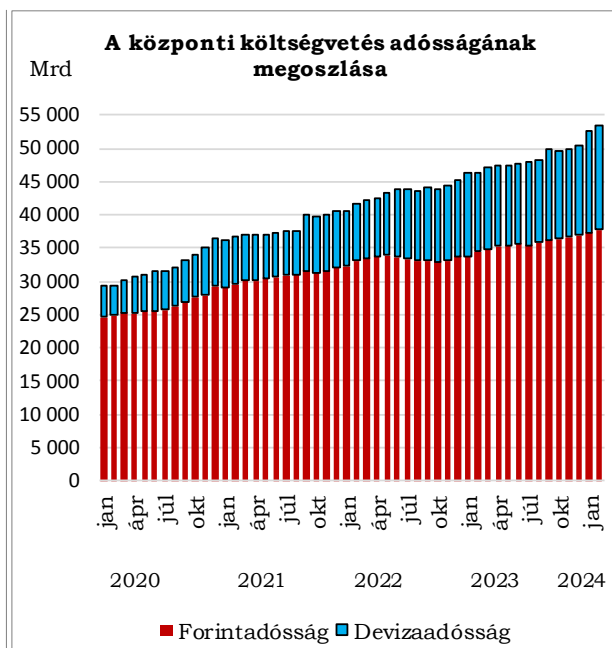
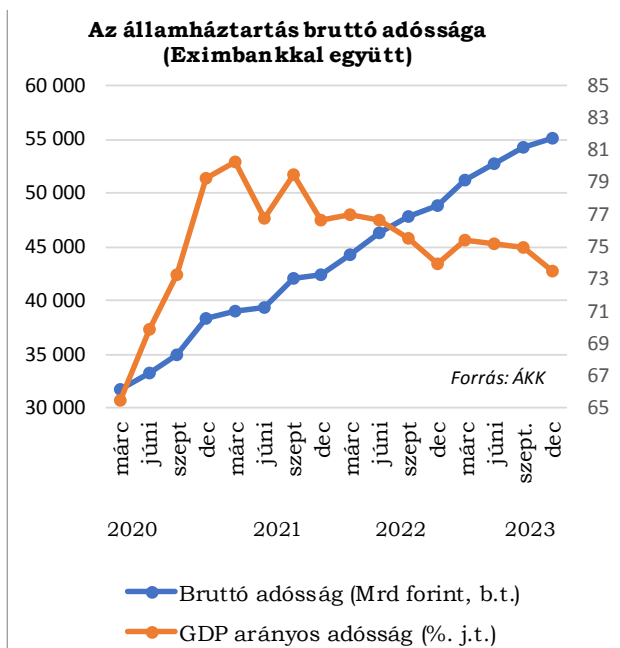
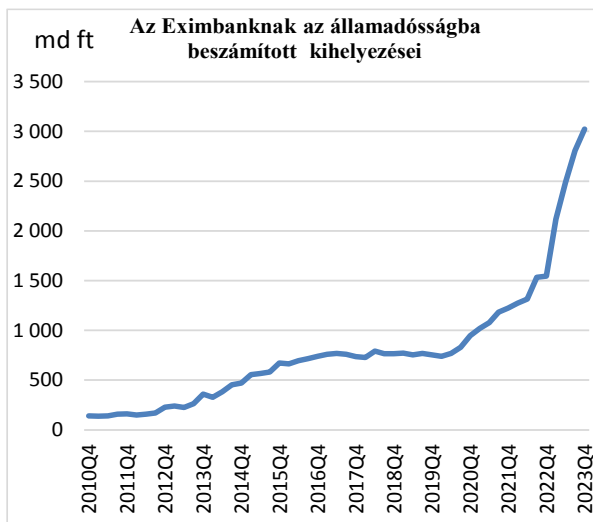
2023-ban a **kormányzati szektor bruttó adósságállománya** (Eximbankkal együtt) az MNB adatai szerint közel 6.300 milliárd forinttal emelkedett és meghaladta az 55 ezer milliárd forintot. A GDP-arányos államadósság 2023. végére 73,5%-ra csökkent.

Eximbank nélkül az államadósság 2023. végén 52,1 ezer milliárd forintot tett ki. A kétféle adat közötti eltérés évek óta nő, de 2023-ban kiváltképp jelentőssé vált az Eximbank hitelezése, amely 2018 óta számít bele az államadósságba. Az Eurostat ugyanis úgy ítélte meg, hogy az állami tulajdonú Eximbank az állam nevében végzi kihelyezési tevékenységét.

Az MNB adatai alapján végzett számításunk szerint 2023-ban az Eximbank kihelyezései egyetlen év alatt megduplázódtak, a 2022. évi 1500 milliárd forintról 3 ezer milliárd fölé emelkedtek. 2023 végére az Eximbank kintlévőségei a GDP 4%-át érték el.

2024 első két hónapjában a (Eximbank nélküli) nominális adósság meghaladta az 53,7 ezer milliárd forintot. Az adósság emelkedéséhez 450,2 milliárd forinttal járult hozzá a deviza-adósság forintban kifejezett értéknek a változása a forint-árfolyam gyengülése miatt.

A devizaadósság aránya a teljes adósság 29,2%-ára emelkedett, azaz nagyon közel került a devizaadósságnak az Államadósság Kezelő Központ által 2023-ban megemelt 30%-os plafonjához. Az ÁKK jelzése szerint nem kívánja a referencia-értéket tovább növelni, hanem a megemelkedett finanszírozási szükségletet az egyes devizanemek és értékpapírfajták kiegyensúlyozott növelésével kívánja biztosítani. 2024 végére a kormányzati előirányzat a GDP-arányos államadósságot 73,2%-on kívánja tartani. Ez a pártized százalékos csökkenés is kockázatos lehet, elsősorban az adósság esetlegesen nagyobb emelkedése, illetve akár a GDP-nek a vártnál alacsonyabb nominális növekedése esetén.





## 2.5.2. Infláció

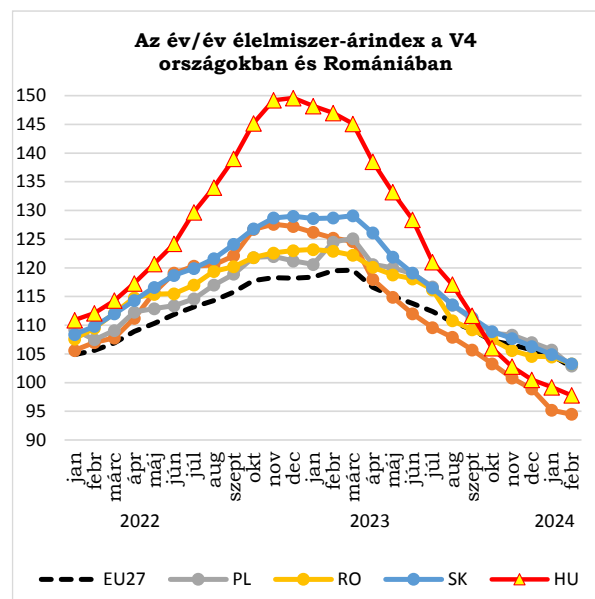
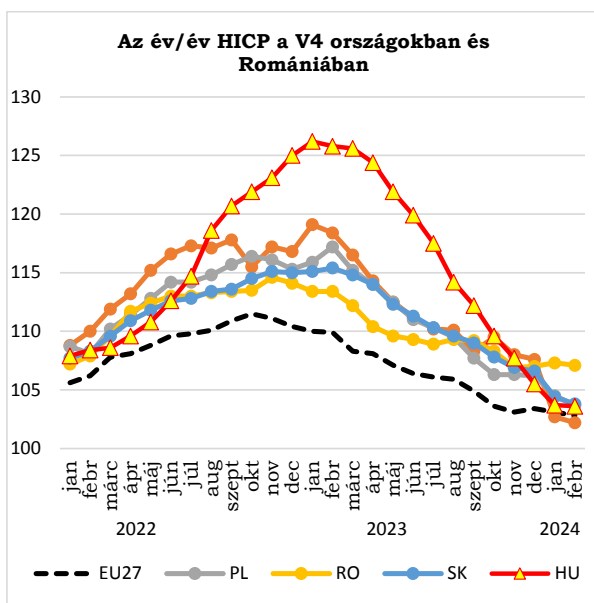
2023-ban az fogyasztói árak 17,6%-kal voltak magasabbak, mint az előző évben. Az év folyamán a havi árindexek hónapról-hónapra mérséklődtek, a januári 26%-ot követően a decemberi áremelkedés már mindössze 5,5% volt.

2023-ban az élelmiszerek ára 25,9, a háztartási energiáé 22,1, az egyéb cikkek, üzemanyagoké pedig 18,6%-kal volt magasabb, mint az előző évben. Az élvezeti cikkek ára 15,4%-kal, a szolgáltatásoké pedig 13,2%-kal emelkedett. Viszonylag alacsonyabb volt a ruházatkodási cikkek (8,3%) és a tartós fogyasztási cikkek áremelkedése is (5,6%).

Ezekkel az indexekkel 2023-ban a magyar infláció messze a többi európai ország fölé emelkedett és jóval meghaladta a többi közép-kelet európai országokét is. Az EU-ban az átlagos fogyasztói áremelkedés 2023-ban 6,4, a V4 országokban 10-12% között volt, Romániában pedig egyenesen 10% alatt (9,75%).

Az árindexek folyamatos mérséklődése következtében azonban az év vége felé a magyar év/év áremelkedés havi mutatója már elérte a V4 országok átlagát, illetve 2024 elejére már pár országtól el is maradt. Különösen így van ez az élelmiszerek terén, ahol a magyar árindex 2023 novemberétől alacsonyabb volt, mint a legtöbb országé, sőt még az EU-átlag alá is esett.

Fontos azonban megjegyezni, hogy noha az éves árindex most már több termékcsoport esetében alacsonyabb, mint számos más országban, ez nem kompenzálja a megelőző időszak viharos áremelkedés következményeit. A mostani viszonylag alacsony árindex a korábbi magas indexekre rakódik rá, ahhoz képest értelmezhető. A 2022-23 évi kiemelkedő áremelkedés a magyar fogyasztói árak többségét a környező országok fölé emelte. Ez pedig már nem változtatható meg, még akkor sem, ha egyes termékek ára valamelyest csökken. Az árak olyan mértékű csökkenése ugyanis nem várható, amely a korábbi relatív árszint visszatéréséhez vezetne. A magyar árszint tehát jócskán a fejlettségi szintünk által indokolt fölé emelkedett, ami a vásárlóerő-paritáson mért fejlettségünk mértékét is csökkentheti, bár ezt a GDP deflátor és az árfolyam alakulása is befolyásolja.

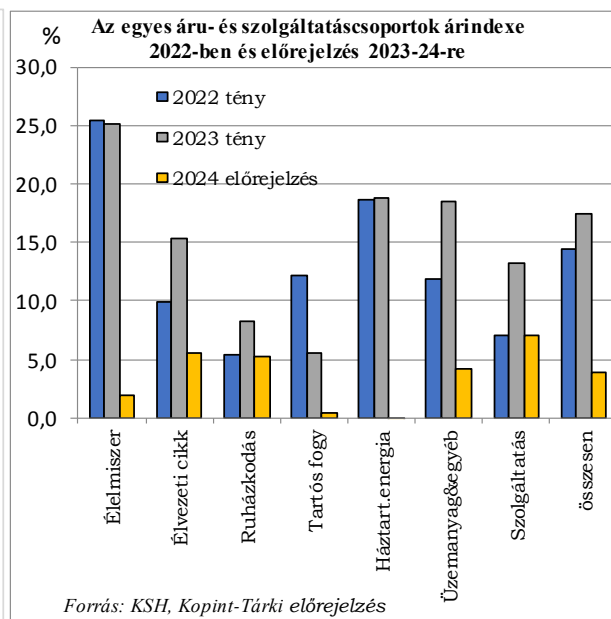
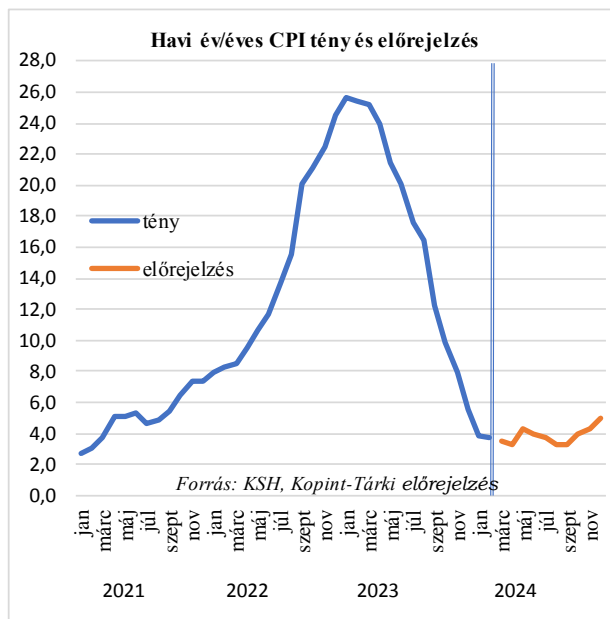


2024. első két hónapjában az év/éves árindex az előző évi decemberi 5,5%-ról 3,8, majd 3,7%-ra esett vissza. Az élelmiszerek áremelkedése ennél is alacsonyabb volt január-februárban (a két hónap átlagában 2,9%), számos élelmiszer ára némileg csökkent is, mind év/év, mind hó/hó alapon, elsősorban azoké (tejtermékek, tojás, egyes húsfélék) amelyek a 2022 és 2023 közepe közötti óriási áremelkedésben élen jártak.

Ugyanakkor, a szolgáltatások árindexe továbbra is magas maradt (év/év. 10%, hó/hó 0,6%). Az átlagosnál magasabb szolgáltatás-árindex feltehetőleg az év folyamán fennmarad, mert itt érvényesül a legnagyobb mértékben a béremelkedés hatása, emellett ebben az ágazatban vannak leginkább olyan oligopol pozíciók, amelyek a további áremelést lehetővé teszik a szolgáltatók számára.

Előrejelzésünk szerint 2024-ben, amennyiben nem történik olyan költségvetési kiigazítás, amely akár közvetve, akár közvetlenül az árak emelésével jár, **a fogyasztói árindex 4-4,5%** lehet. Ha történik is adminisztratív áremelés, vagy olyan állami intézkedés, amely áremelő hatással jár, az inkább a második félévben várható, ami az éves árindexet már kevésbé tudja befolyásolni, inkább a 2025. évi árindexre hathat.

Az infláció lefutása az évfolyamán várhatóan nem lesz egyenes vonalú. Az év közepén 3% körüli szintre süllyedhet, az év végére azonban, főként a bázishatás miatt 5% körüli magasságba emelkedhet.



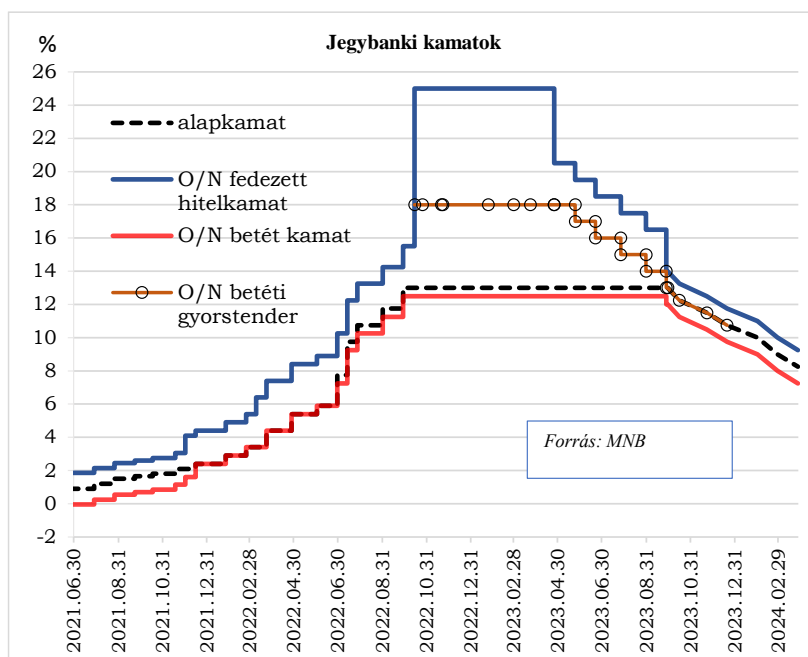
## 2.5.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok

### Jegybanki kamatok és árfolyam

Az infláció fokozatos lassulásával párhuzamosan a **jegybank** 2023 májusában hozzáfogott a 2022 októberében rekordnagyságúra felemelt, 18%-os **irányadó ráta** (az overnight betéti gyorstender) csökkentéséhez. A havi 100 pontos csökkentésekkel szeptemberre az irányadó ráta elérte az alapkamatot (13%), ezzel elvesztette irányadó szerepét. Ezt követően megkezdődött az alapkamat csökkentése, havonta 75-100 bázisponttal, aminek eredményeként 2024 március végére 8,25%-ra csökkent. A tartalékszámra után fizetett kamatláb mindvégig az alapkamathoz igazodott, s így 2024 márciusára szintén 8,25%-ra mérséklődött.

Az alapkamat csökkentésével párhuzamosan került sor az O/N betéti és az O/N hitelkamatok csökkentésére. A kamatfolyosó továbbra is viszonylag szűk és szimmetrikus maradt ( $\pm 1$  százalék).

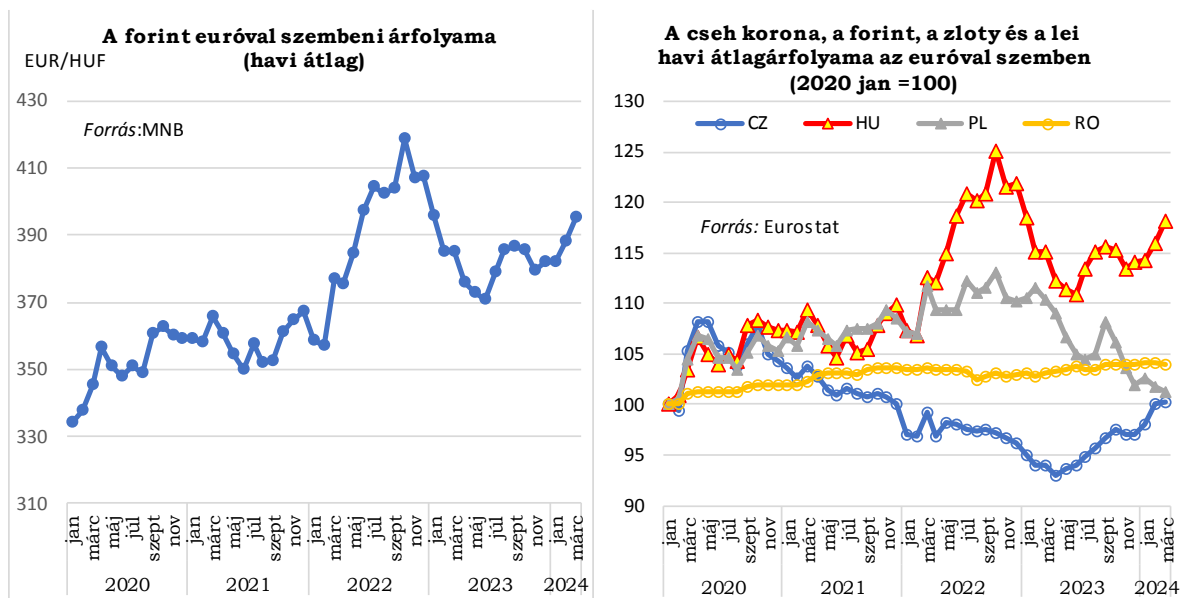
A 2024-re előrejelzett 4-5%-os – előtekintő – infláció tükrében a 8,25%-os alapkamat még mindig igen magas reálkamatokat biztosít, ezért az év folyamán további csökkentés várható. A jegybank bejelentette, hogy a kamatvágás március után új szakaszba lép, amelyet kisebb csökkentések jellemeznek. Áprilistól tehát lassabb, 50-75 bázispontos havi kamatvágást várunk, amelyet júliustól 20-25 bázispontos csökkentés válthat fel. Előrejelzésünk szerint a jegybanki alapkamat az első félév végére 6,5-7%-ra, **az év végére pedig 5,5%-ra** ( $\pm 0,5\%$ ) eshet vissza. Mivel az inflációs pályánk 2024 decemberében 5% körüli év/év árindexet jelez előre, még ez a kamatszint is biztosít némi reálhozamot. Az előtekintő inflációt alapul véve pedig még magasabb a reálhozam, mivel 2025 elején az infláció a várakozások szerint visszaesik a 3% körüli szintre. Ez pedig 2025 elején további enyhe kamatcsökkentésre adhat lehetőséget.



A forint **árfolyamát** 2023 nagy részében viszonylagos stabilitás, sőt erősödés jellemezte. Az évet a forint az euróval szemben 382,78-as árfolyamon fejezte be, az előző évvégi 400 forinttal szemben. Az év túlnyomó részében a forint a 370-390 forint között euróárfolyam sávjában mozgott. 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. Az elmúlt 1 évben a régiós devizák igen különböző pályát futottak be. A lengyel zloty árfolyama, ha nem is egyenesvonalúan, de tendenciózusan erősödött 2023-ban, és 2024 márciusában szinte pontosan megegyezett a 2020. januári szinttel. A cseh korona árfolyama ugyan gyengült az elmúlt 1 évben, de ez is oda vezetett, hogy a korona árfolyama a 2020 elejei, a COVID-ot megelőző szintre esett vissza. A román lei stabil árfolyamát a folyamatos jegybanki intervenciók biztosítják, amelyet a magas román jegybanki tartalék tesz lehetővé. Egyedül a forint árfolyama mutatott számottevő gyengülést 2020 eleje óta, és azon belül az elmúlt 12 hónapban is.

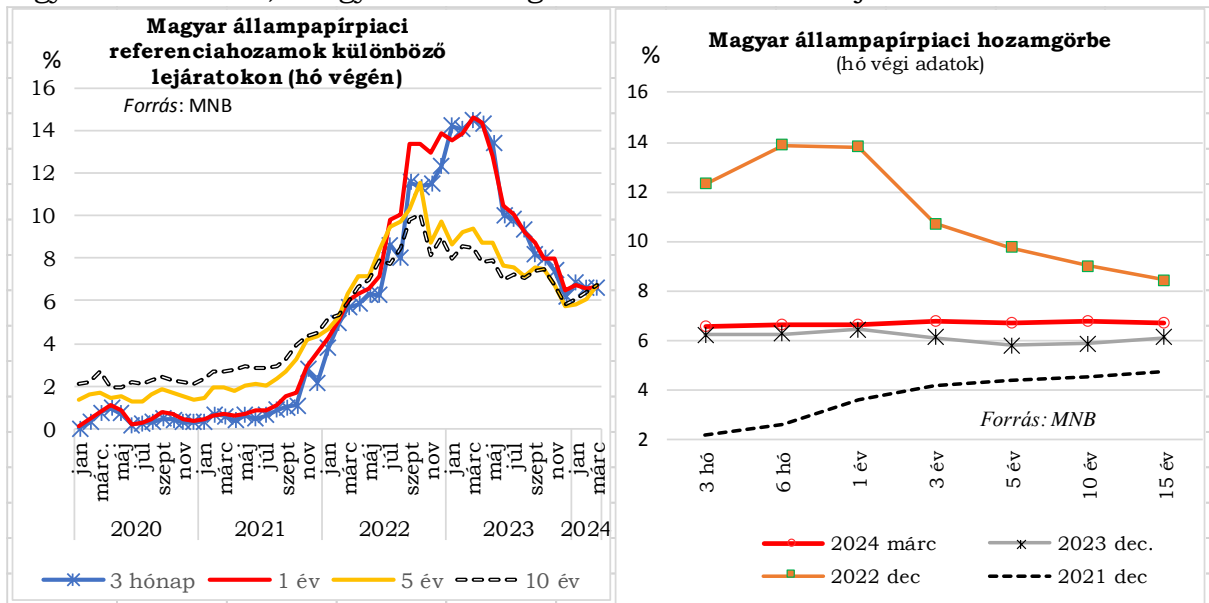
2024 első három hónapjában ugyanis a forint tendenciózus gyengülést mutatott, erős napi, heti ingadozás mellett. Április elejére az árfolyam megközelítette a 400 forintot, azonban nem lépte át ezt a lélektani határt, sőt majdnem 390 forintosra pattant vissza. Ez azonban az év folyamán minden bizonnyal be fog következni, amit az is indokol, hogy a magyar és a partnerországok közötti 2022-23. évi inflációs különbség következtében a forint reálárfolyama olymértékben megerősödött, ami az exportáló cégek árversenyképességét számottevően rontja.



## Állampapír-piaci hozamok és hitelkamatok

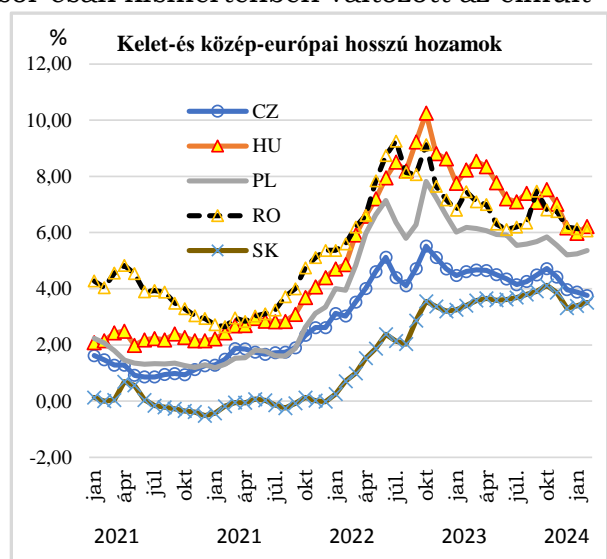
Az állampapír-piaci **referenciahozamok** a 2022-október 2023 március közötti időszak meredek emelkedését követően 2023 második negyedétől gyakorlatilag valamennyi lejáraton csökkenő pályára kerültek. A hozamgörbe rövid oldalán az emelkedés mértéke nagyobb volt és hosszabb ideig tartott, de a tetőzést követő hozamesés is gyorsabb volt, mint a hosszú lejáratokon. Ez a mintázat összhangban áll a *hozamgörbe várható elmozdulásaival* egy inflációs hullám leszálló ágában.

Figyelemre méltó, hogy 2023 végére a különböző lejáratokon mért hozamok



gyakorlatilag egybecsúsztak: minden lejáraton 6% körüli hozam alakult ki, kisebb-nagyobb eltéréssel. 2024 első három hónapjában a hozamok ismét enyhén emelkedésnek indultak, és a hozamgörbe teljesen ellaposodott: 2024 márciusában minden lejáraton, a 3 hónaposról a 20 évesig a hozamok 6,59 (3 hónapos) és 6,79% (3 éves) közötti szűk sávban ingadoznak, ami rendkívül ritka jelenség.

Regionális összehasonlításban a hozam-rangsor csak kismértékben változott az elmúlt másfél évben. Az elmúlt években a magyar és a román hosszú hozamok versengtek egymással a legmagasabb hozamszint elérésében, hol az egyik, hol a másik volt valamivel magasabb. 2023 vége óta azonban a két ország egymás mellett menetel az élen a magas hosszú hozamaikkal és a változások is majdnem teljesen megegyeznek, 2024 februárban valamivel 6% feletti hosszú hozamszinttel. A lengyel, a cseh és a szlovák hozamok is követték a nemzetközi mozgásokat, az utóbbi két ország 10 éves hozama 2024-ben 4% alá süllyedt.



## Vállalati és lakossági kamatok

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

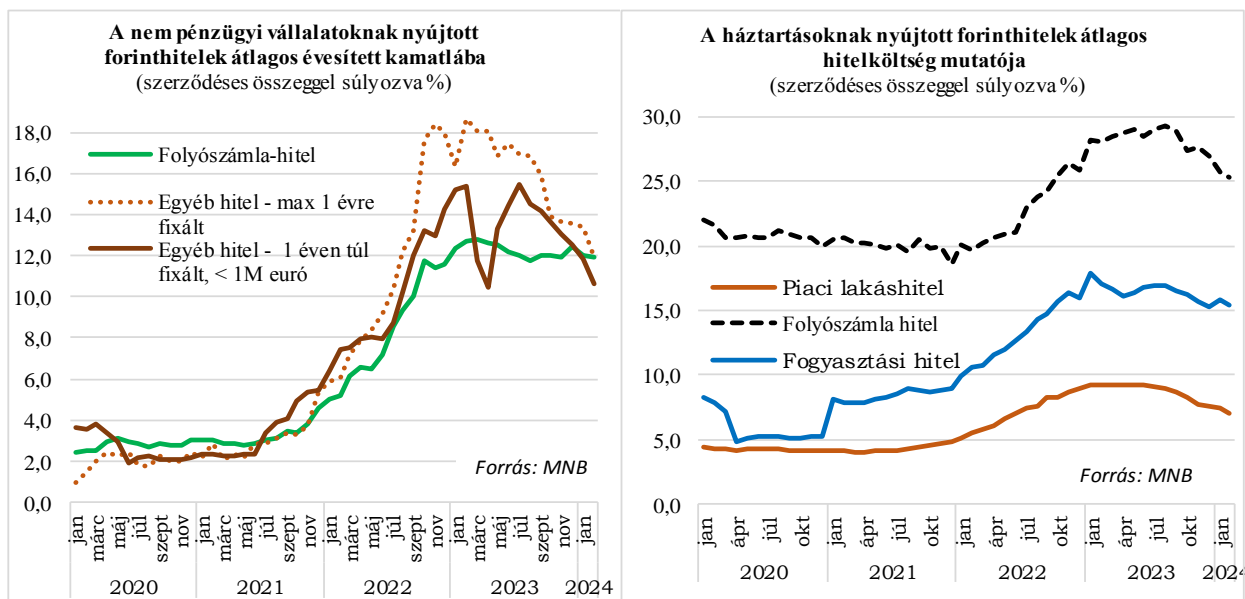
A vállalati kamatok 2023 elején tetőztek, ettől kezdve mérséklődésnek indultak. A forgóeszköz-finanszírozás szempontjából lényeges **vállalati folyószámla-hitelek** átlagos kamata viszont nem csökkent érdemben 2023 folyamán: 12% körül ingadozott, mint ahogyan 2024 első két hónapjában is éppenhogy alatta maradt a forgóeszközhitelre elvárt 12%-os kamatplafonnak. 2023. október 9-től ugyanis a bankok önkéntes kamatplafont vezettek be mind a vállalati forgóeszközhitelre, mind az új lakáshitelekre vonatkozóan. A megállapodás értelmében 2024. január 1-től 10% alá kellett volna csökkennie a folyószámlahitelek kamatának, ez azonban nem következett be.

Az *egyéb vállalati hitelek* kamata nagyobb volatilitást mutatott. A maximum 1 éves kamatfixálású hitelek kamatlába 2023 folyamán 18% fölé is volt, de 2024 februárjára 12% alá esett vissza. A legalább 1 éves kamatfixálású, 1 millió euró alatti forinthitelek kamata pedig a 10% közelébe mérséklődött.

A **háztartásoknak** nyújtott *fogyasztási hitelek* átlagos hitelköltség mutatója 2023 elejétől, kisebb megszakításokkal, csökkent és 2024 január-februárra 15%-ra mérséklődött. A *folyószámla-hitelek* hitelköltsége 2023 folyamán megközelítette a 30%-ot, s novemberre is mindössze 25%-ra csökkent.

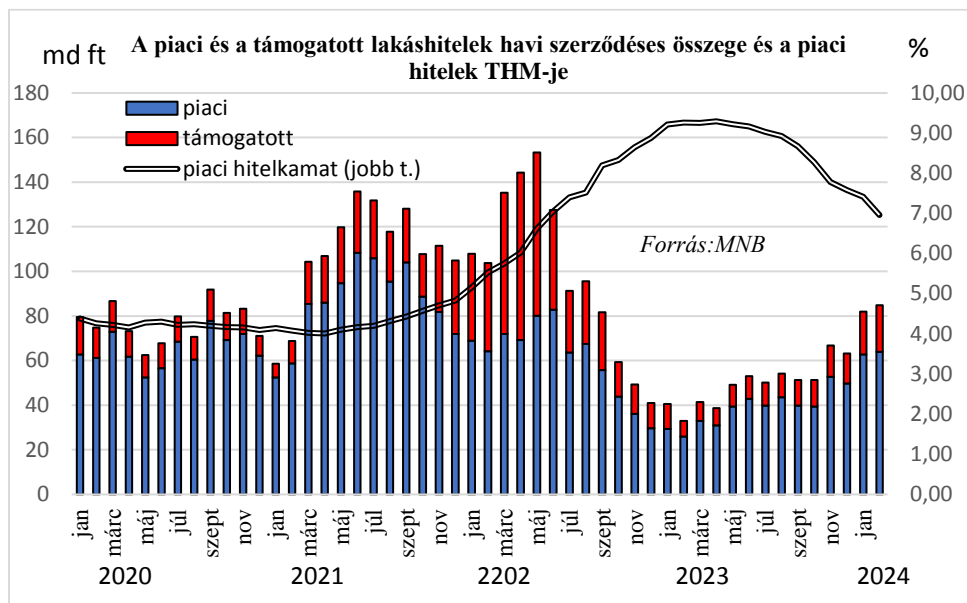
A piaci (nem-támogatott) *lakáshitelek* hitelköltség-mutatója a 2023 januári 9,22%-ról 2024 februárra 6,96%-ra esett vissza. Itt tehát megvalósult a bankok önkéntes korlátozása, miszerint 2023. október 9 után az új lakáshitelek hitelköltségmutatója ne haladja meg a 8,5, 2024. január 1-jétől pedig a 7,3%-ot. Ezzel egyidejűleg csökkent a támogatott lakáshitelek hitelköltsége is, ahol a költségek zömét az állam viseli: a 2023 év eleji 15%-ról 2024 februárra 10,66%-ra.

A lakáshitel kamatok csökkentésétől a kormány és a bankszektor a hitelezés élénkülését várja. A 10% körüli kamatok mellett ugyanis a lakosság érdeklődése a lakáshitelek iránt



erősen csökkent. A lakáscélú hitelfelvétel 2023-ban az előző évnek kevesebb, mint a felét tette ki, ezen belül az építésre, bővítésre felvett hitelek alig több mint az ötödét. A piaci kamatozású lakáshitelek havi szerződéses összege pedig majdnem 40%-kal volt alacsonyabb 2023-ban, mint 2022-ben.

2024 első két hónapjában ugyan a lakáshitelfelvételi kedv némi élénkülését figyelhetjük meg, továbbra is jellemző azonban, hogy a hitelek elsősorban használtlakás vásárlást finanszíroznak: a 2024. januári 85,3 milliárdos hitelfelvétel 70%-a (igaz, 2023 végén ez az arány még 76% volt). A bankok azonban a lakáshitelek iránti érdeklődésről számolnak be, ami 2024-re valamivel jobb évet ígér, mint az előző volt.



Gazdasági jelzőszámok 2016-2023-ra, előrejelzés 2024-re és 2025-re  
(százalékos változás)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024*	2025*
<b>GDP-AGGREGÁTUMOK</b>										
<b>ÉVES REÁLNOVEKEDÉSE</b>										
GDP összesen	2,2	4,3	5,4	4,9	-4,5	7,1	4,6	-0,9	2,5	3,2
Belföldi felhasználás	1,8	5,7	7,1	7,1	-2,6	6,3	4,1	-5,6	3,0	3,1
Magánfogyasztás	4,1	4,5	4,1	4,5	-1,8	4,0	6,8	-1,0	3,2	3,2
Közösségi fogyasztás	0,5	3,8	4,3	9,5	4,2	2,5	0,8	-1,5	0,5	0,5
Bruttó felhalmozás	-3,5	10,1	15,9	12,0	-6,8	12,9	0,3	-14,9	3,7	4,0
ebből: állóeszköz- felhalmozás	-10,6	19,7	16,3	12,8	-7,1	5,7	1,4	-7,4	2,7	4,5
Export <sup>a</sup>	3,8	6,5	5,0	5,4	-6,1	8,3	11,4	0,9	1,4	4,3
Import <sup>a</sup>	3,5	8,4	7,0	8,2	-3,9	7,3	10,8	-4,3	2,0	4,2
<b>TERMELÉSI INDEXEK</b>										
Mezőgazdasági kibocsátás (bruttó)	9,4	-4,1	2,6	-0,1	-2,4	-1,1	-16,5	25,2	0,0	0,0
Ipari termelés	0,9	4,6	3,5	5,6	-6,0	9,5	6,1	-5,5	1,7	5,3
Kiskereskedelmi forgalom volumene	4,8	5,6	6,7	6,3	-0,1	3,7	5,0	-7,8	2,6	3,0
<b>FOGLALKOZTATÁS, JÖVEDELMEK</b>										
Foglalkoztatottak száma	3,4	1,5	1,3	0,8	-0,9	0,7	1,3	0,6	0,4	0,5
Munkanélküliségi ráta (15-74 éves népesség)	5,0	4,0	3,6	3,3	4,1	4,1	3,6	4,1	4,3	3,7
Bruttó nominális keresetek <sup>b</sup>	6,1	12,9	11,3	11,3	9,8	8,9	17,4	14,2	13,5	8,0
Nettó reálkeresetek <sup>b</sup>	7,4	10,3	8,3	7,6	6,3	3,6	2,5	-2,9	8,8	4,3
<b>ÁRAK, ÁRFOLYAMOK, KAMATOK</b>										
Fogyasztói árindex	0,4	2,4	2,8	3,4	3,3	5,1	14,5	17,6	4,3	3,5
Forint/euró árfolyam (éves átlag)	311	309	319	325	351	359	391	382	390	390
Dollár/euró árfolyam (éves átlag)	1,11	1,13	1,18	1,12	1,14	1,18	1,05	1,08	1,08	1,08
Rövidtávú kamatok (3 hó), időszak vége	0,06	-0,01	0,00	-0,01	0,28	2,16	12,32	6,2	5,5	4,5
Hosszútávú kamatok (10 év), időszak vége	3,16	2,02	3,01	2,01	2,08	4,51	8,98	7,0	6,0	5,5
<b>FIZETÉSI MÉRLEG</b>										
Folyó fizetési és tökemérleg a GDP %-ában	4,5	2,8	2,4	1,1	0,9	-1,8	-6,4	1,2		
<b>ÁLLAMHÁZTARTÁS</b>										
Államháztartás egyenlege, a GDP %-ában	-1,8	-2,5	-2,1	-2,0	-7,6	-7,2	-6,2	-6,7	-5,0	-4,5
Bruttó államadósság, a GDP %-ában <sup>c</sup>	74,9	72,1	69,1	65,3	79,3	76,7	74,1	73,5	73,2	72,5

a A GDP-statisztika szerinti áru- és szolgáltatásexport és -import

b 2019-től az adatok a munkáltatók teljes körére vonatkoznak, az idősor korábbi adatai a legalább öt főt foglalkoztató vállalkozások, valamennyi költségvetési intézmény és foglalkoztatás szempontjából jelentős nonprofit szervezetekre vonatkoznak.

c Az államháztartás az Eximbankkal együtt

\* A Kopint-Tárki előrejelzése

Forrás: KSH, MNB