

## Beszámoló az Előrejelzők Fórumáról

Magyar Közgazdasági Társaság, Budapest, 2024. január 25.

A Magyar Közgazdasági Társaság (MKT) Gazdaságpolitikai és Gazdaságtudományi Szakosztálya évadnyitó konferenciájaként rendezte meg az Előrejelzők Fórumát. Az elemzők a magyar gazdaság legfontosabb makromutatóinak várható alakulását vitatták meg. Az idei infláció alakulása kapcsán az elemzői konszenzus 4–6 százalék között mozog, a második félévben a gazdaság élénkülésével párhuzamosan a fogyasztói árindex enyhe növekedésére számítanak a szakértők. Az idei gazdasági növekedés 2,5–3,3 százalék között lehet, de szerkezetét tekintve már eltérnek az álláspontok. Az inflációt és a gazdasági növekedést is befolyásolhatják a költségvetési hiány leSORÍTÁSÁRA tett kormányzati erőfeszítések, a fő kérdés, hogy ezek milyen szerkezetben valósulnak meg. A foglalkoztatási szint továbbra is magas marad a vállalati szféra munkaerő-felhalmozása miatt, de a feszes munkaerőpiac középtávon kedvezőtlenül hat a növekedési kilátásokra. A résztvevők megvitatták a forint árfolyamának lehetséges alakulását és az euroizáció kérdéskörét is. Írásunk kísérletet tesz a kerekasztal-beszélgetés legfontosabb gondolatainak összefoglalására.<sup>1</sup>

A panelbeszélgetést Madár István (a Portfolio.hu vezető makrogazdasági elemzője, az MKT elnökségi tagja) moderálta négy makrogazdaság elemző-szakértő: Baksay Gergely (az MNB közgazdasági és költségvetési előrejelzéseikért felelős ügyvezető igazgatója, az MKT elnökségi tagja, a Versenyképességi Szakosztály elnöke), Palócz Éva (a Kopint-Tárki Zrt. vezérigazgatója, az MKT alelnöke), Tardos Gergely (az OTP Bank Nyrt. Elemzési Központjának igazgatója) és ifj. Becsey Zsolt (az UniCredit Bank Hungary Zrt. vezető makrogazdasági elemzője) voltak a kerekasztal-beszélgetés résztvevői.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> A cikk rövidített változata megjelent a Portfolio.hun, és elérhető itt: <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20240130/elmondtak-az-elemzok-mi-var-magyarorszagra-2024-ben-665999>.

<sup>2</sup> Az Előrejelzők Fóruma teljes panelbeszélgetés elérhető itt: <https://www.youtube.com/watch?v=X9W5QqrsipY>.

## Kiinduló helyzet – infláció, gazdasági növekedés, gazdaságpolitikai mix

Vitaindítóként *Madár István* ismertette felvezető gondolatait a magyar gazdaság helyzetéről. Értékelése szerint az elmúlt két év legmeghatározóbb gazdaságpolitikai jelensége az infláció volt. Az első kérdéskörben – az infláció kapcsán – kiemelte, hogy 2023 utolsó hónapjaiban a negyedéves évesített maginflációs mutató már az árstabilitáshoz közeli szintre csökkent. A defláció folytatódása kapcsán még sok a kérdőjel, hiszen a feszes munkaerőpiac és a bérdinamika 2024-ben meg fogja haladni a termelékenység növekedési ütemét. A fő kockázatot az jelenti, hogy visszatérnek-e az 1970-es és 1980-as évek (visszapattanó) inflációs mintázatai, vagyis 2024-ben is folytatódik-e a 2023-ban tapasztalt gyors defláció, vagy inkább az infláció újbóli emelkedése valószínűsíthető. Továbbá a költségvetés kiigazítása miatt várható keresletszűkítés vagy a kiigazítás szerkezetének árfelhajtó hatása okozhat-e egyszeri sokkot még az inflációban. Az is kérdés azonban, hogy az árstabilitási célok elérése okoz(hat)-e feszültséget a növekedési célok elérésében a gazdaságpolitikai szereplők között. *Madár István* meglátása szerint az inflációs folyamatokat 2024-ben döntően a bérdinamika, a munkaerőpiac feszessége és a költségvetés-kiigazítás szerkezete befolyásolhatja leginkább.

A második kérdéskörben – a gazdasági növekedés kapcsán – megjegyezte, hogy a 2024-es növekedési kilátások már lényegesen jobbak, hiszen 2023 harmadik negyedétől már élénkül a magyar gazdaság. A gazdaság növekedését támogatja majd a reálberek érdemi bővülése a háztartások fogyasztásának élénkülésén keresztül. Mivel 2023-ban a nominális keresetek növekedését az infláció lényegében eltüntette, a háztartások fogyasztási kiadásainak várható felpattanása lehet a gazdasági növekedés fő motorja 2024-ben. Az energiaválság negatív sokkjai lecsengtek, a nyersanyagárak már konszolidálódtak, így a cégeknek már lehetőségük volt kedvezőbb áron újrakötni hosszú távú energiaszerződéseiket, ami tompítja az eddigi költségsokkok negatív jövedelmezőségi hatásait. Ami a növekedést kedvezőtlenül befolyásolhatja, az a külső környezet várhatóan kedvezőtlen alakulása (az EU mint legfőbb kereskedelmi partnerünk stagnálása) és a költségvetés kiigazításának kényszeréből fakadó várható keresletcsökkenés, ami szintén fékezheti a gazdaságot. Az EU-s pénzek további lehívása a beruházások alakulását befolyásolhatja pozitívan, viszont a szűk költségvetési mozgástér miatt az állam beruházási kiadásainak jelentős bővülésére nem számíthatunk. Kérdésként merül fel, hogy az MNB kamatcsökkentési ciklusa – az árstabilitás figyelembevételével – milyen mértékben tudja támogatni a gazdasági növekedést, és ennek nyomán éleződhet-e (tovább) az ellentét a gazdaságpolitikai szereplők között. Vagy egy kedvező januári–februári inflációs adat esetén felgyorsulhat-e jelentősen az MNB kamatcsökkentési ciklusa, ami tovább támogathatná a gazdaság növekedését?

*Madár István* harmadik kérdéskörként felvetette, hogy a növekedés–infláció–pénzügyi stabilitási mozgástérben mit tehet a gazdaságpolitika a fenntartható növekedés feltételeinek megteremtése érdekében. A gazdaságpolitika középpontjában a kormány részéről jelenleg a magas nyomású gazdaságpolitika

(*high pressure economy*) áll.<sup>3</sup> 2015 és 2019 között a magas nyomású gazdaságpolitika jelentősen dinamizálta a gazdaságot, komolyabb inflációs veszély nélkül tudott hozzájárulni a gazdaság élénkítéséhez, de felmerül a kérdés, hogy a jelenlegi megváltozott makrohelyzetben mi lehet az optimális gazdaságpolitikai mix a kormány és a jegybank részéről.

## Infláció, monetáris politika, forintárfolyam – kell-e félni az infláció visszatérésétől?

*Baksay Gergely* az infláció kapcsán kiemelte, hogy annak visszatérése azért sem kívánatos, mert 2023-ban látható volt, hogy az infláció mennyire károsan hat a gazdaság növekedésére. Az árstabilitás elérése és fenntartása segíti leginkább az ország hosszú távú fejlődését, az alacsony infláció elérésének kedvező növekedési hatásai vannak.<sup>4</sup> A 2024-es inflációs kilátások kapcsán hangsúlyozta, hogy rövid távon dezinflációs marad a környezet, nagyon magas szintről indulva jelenleg csökkenőben vannak mind a teljes (*headline*) inflációs mutatók, mind az élelmiszer- és nyersanyagárak változásának mutatói. Kiemelte, hogy a jegybank monetáris politikája jelentősen hozzájárult az infláció mérséklődéséhez. A dezinfláció folytathatósága kapcsán három kockázatot nevesített. Baksay először is felhívta a figyelmet az infláció legyőzése felett érzett túl korai „öröm” veszélyeire, és gazdaságtörténeti példaként felidézte, hogy az 1970-es években az első inflációs hullám után következett be egy második inflációs hullám még a második olajárrobbanás (1979) előtt az Európai Unióban és az Egyesült Államokban is. A dezinflációt nehezítő második tényező az úgynevezett világgazdasági megatrendek, amelyek közép- és hosszú távon trendszerűen felfelé nyomják a fogyasztói és termelői árindexeket. Ilyen például a geopolitikai feszültségek nyomán bekövetkező deglobalizáció, amely visszafogja a világkereskedelem bővülését, nehezítve a fejlődő országok bekapcsolódását a globális termelési értékláncokba, ami növeli az árszínvonalat. A megatrendek csoportjába tartozik a zöldátállás is, ami a vállalatok számára beruházásoldalról jelent pluszköltséget. Harmadik dezinfláció ellen ható tényezőként emelte ki a magyar gazdaság inflációs hajlamát, amelyben a termelékenység alacsony szintje és a magas energiaintenzitás játssza a fő szerepet. A termelékenység alacsony szintje jellemző különösen a magyar élelmiszeriparra, ami miatt a szektort ért költségsokkok azonnal megjelennek az élelmiszerárakban. Az inflációs hajlam csökkentése közép- és hosszú távon a termelékenység és a versenyképesség javításával, az energiaintenzitás csökkentésével valósulhat meg.<sup>5</sup>

*Becsey Zsolt* szerint a két számjegyű inflációs tartomány visszatérése nem valószínű, még újbóli energiaár- vagy egyéb költségsokkok esetén sem, mert ezt a cégek már nem tudnák áthárítani a fogyasztókra, hiszen a mostani gyenge kereslet miatt

<sup>3</sup> A magas nyomású gazdaság elméleti és gyakorlati alkalmazásáról összefoglalást ad: *Elemzéseközpont* [2024], *Madár* [2023a], *MNB* [2016], *Pásztor* [2024], *Regős* [2024], *Surányi* [2024], *Vojnits* [2024].

<sup>4</sup> Erről bővebb összefoglalást lásd *Spéder–Vonnák* [2023].

<sup>5</sup> A nemzetgazdasági ágak reál-munkatermelékenységről, energiaintenzitásáról és a hozzáadottérték-deflátor alakulásáról összefoglalást ad *MNB* [2022].

árazási erejük lényegesen csökkent. 2024 első negyedévében a dezinflációt jelentősen támogatja még a bázishatás, ezt követően viszont az infláció lassú emelkedése valószínűsíthető, ennek mértéke akár a 6 százalékot is meghaladhatja év végére év/év alapon. Az inflációra ható kockázatok közül a felfelé ható kockázatok vannak túlsúlyban. Ezek közül kiemelte a szolgáltatások inflációját, amelyre három példát említett. A cateringszolgáltatásoknál (étterem és vendéglátás) a bértömegszint növekedése már eddig is meghaladta az árszint eddig tapasztalt növekedését, úgyhogy már a 2023. decemberi minimálbér- és garantáltbérminimum-emelést is ki kellett gazdálkodniuk a cégeknek. Ez a folyamat előrevetíti a szektorbeli áremelési szándékot a kereslet majdani visszatérésekor. Második tényező a fuvar- és szállítmányozási díjak várható növekedése, hiszen az útdíjak és a benzin jövedéki adójának növelése az árakba való begyűrzése révén növeli az inflációs nyomást. Harmadik inflációs kockázati elemként említette a – különösen az egyes szolgáltatási szektorokra jellemző – visszatérítő árazást (az előző év inflációjának érvényesítését), ami elsősorban a telekommunikációs szektorra jellemző. 2024-ben a várhatóan fokozatosan gyengülő forintárfolyam-pálya is a dezinfláció ellen hat, valamint a költségvetési helyzet is felfelé mutató kockázatot jelenthet a kiigazítás lehetséges szerkezete miatt. Mivel a költségvetés bevételi oldalának jelentős része a fogyasztásjellegű adókra épül, a kieső bevételek pótlása általában – a költségvetés kiegyensúlyozása érdekében végrehajtott – adóemeléseket jelent(het), ami árfelhajtó tényezőként megjelenik az inflációban. További felfelé mutató tényezőt jelentenek az inflációs várakozások is, mivel Magyarországon a lakossági inflációs várakozások hagyományosan kevésbé tekinthetők horgonyzottak. Érdekességként Becsey Zsolt kiemelte, hogy a lakossági és vállalati szektorok kamatjövodelmeinek egyenlege kedvezően alakult: a lakoságnál 4 százalékos pluszban van a kamatjövodelmek egyenlege (a kapott és a fizetett kamatok különbözetének aránya az összes jövodelemből), ilyen magas szinten 2001-ben volt utoljára. A vállalati szektorban a monetáris szigorítás ellenére a kamategyenleg csak enyhén deficit, ami a fennálló hitelek lassú átárazódására és a nettó finanszírozási pozíció javulására utalhat. A soron következő jegybanki kamatdöntés<sup>6</sup> kapcsán 100 bázispontos kamatcsökkentésre számít Becsey, de ezt szerinte még a forint árfolyamának alakulása befolyásolhatja. Utalt arra, hogy Virág Barnabás, az MNB alelnöke a közelmúltban megerősítette az év végi 6-7 százalékos alapkamatra vonatkozó piaci várakozásokat. A februári kamatcsökkentés mértékét a januári inflációs adat fogja meghatározni, akár a jegybanki célsávba is kerülhet az infláció, ami nagyobb mozgásteret biztosítana az MNB-nek. Az első negyedévben támogató maradhat a reálgazdasági környezet, utána viszont emelkedhet az infláció a kereslet várható élénkülése miatt. A forintárfolyam kapcsán jelezte, hogy a forint fokozatosan gyengülő pályájára számít, év végén 400 forint/euró körüli árfolyamot valószínűsít. A leértékelődés irányába mutat az is, hogy az elmúlt időszakban egy erőteljes reálfelértékelődés (növekedett az árszint, miközben nominálisan erősödött a forintárfolyam) ment végbe.

<sup>6</sup> A soron következő jegybanki kamatdöntés 2024. január 30-án volt, a Monetáris Tanács 75 bázisponttal 10 százalékra csökkentette az alapkamatot.

*Palócz Éva* hozzászólásában kiemelte, hogy a 2024-es piaci konszenzus a magyar inflációra 4-5 százalékos sávban van. Az infláció 4-5 százalékos szinten való beragadásának kockázatára hívta fel a figyelmet, ami hosszú távon kedvezőtlen lenne a gazdaság számára. A bázishatás segíti az infláció csökkenését, de a januári átárazódások (fuvar költségek, telekommunikációs és egyéb szolgáltatások, élelmiszerek) jelentősek lehetnek, ami a bázishatás ellen hat. Az éven belüli lefutás kapcsán az infláció élenkülésére számít *Palócz Éva* a második negyedévtől a bázishatás fokozatos kifutásával. A Monetáris Tanács várható kamatdöntése (a Monetáris Tanács 2024. január 30-i kamatdöntő ülése) kapcsán megjegyezte, hogy 100 bázispontos alapkamat-csökkentéssel számoltak, de a közelmúltbeli forintpiaci események (a Nemzetgazdasági Minisztériumnak a hitelek referenciakamatláb-cseréjére vonatkozó javaslata) 75 bázispontra módosíthatják ezt a várakozást.

*Tardos Gergely* hozzászólásában elmondta, hogy 2023-ban a januári átárazódás 2 százalék körüli szintje lényegesen meghaladta a korábbi időszakok (a 2022-es évet megelőző) 0,5 százalék körüli átárazódási szintjeit. 2024 januárjában 2 százaléknál kisebb havi átárazódás várható. A dezinfláció folytatódása várható az első negyedévben, de nem biztos, hogy az infláció a jegybanki célsávba kerül. 2022 második félévétől 2023 első negyedévéig magas infláció jellemezte a magyar gazdaságot: a havi inflációs ráták a 2-2,5 százalékos ütemet is elérték. 2023 második negyedévéől egy átmeneti szakaszról beszélhetünk, amikor meredeken csökkent az infláció, az évesített havi átárazási mutatók már nagyon közel kerültek a jegybanki árstabilitási célhoz. 2024 elején az inflációs közeget még a gyenge kereslet, a visszafogott fogyasztás, az árfolyam korábbi visszaerősödése révén a dezinfláció jellemzi. Ez a jelenlegi helyzet változhat, ha a fogyasztás bővülni kezd, és a nominális bérköltségek a várható két számjegyre növekednek.

A hozzászóló felhívta a figyelmet, hogy az inflációt meghaladja majd a nominális bérdinamika, így a bérköltség egyre erősödő költségelemmé válik, ami növelheti a költségoldali nyomást az árazás szempontjából. Számításai szerint az év közepén 3-3,5 százalékon eléri a mélypontját az infláció, és utána kezd el majd emelkedni. A kamatcsökkentési ciklus várható alakulása kapcsán megjegyezte, hogy a jegybanknak – a visszatekintő reálkamat szint magas értéke miatt – megvan a kellő mozgásteret a kamatcsökkentésre, de a pénzügyi stabilitási szempontok korlátozó tényezőként jelennek meg. A visszatekintő reálkamat 5-6 százalék,<sup>7</sup> miközben a gazdaság lassan élénkül. Alapvetően 100 bázispontos kamatcsökkentésre számít *Tardos Gergely* a következő Monetáris Tanácsülésen, de a szigorító jelleg fenntartása miatt a 75 bázispont sem kizárható. Az OTP Bank egyensúlyi forintárfolyamra vonatkozó becslései szerint jelenleg a forint nominális árfolyama nem sokkal, de gyengébb, mint az OTP által becsült egyensúlyi árfolyam.

2025-re előretételezve lényegében nem lehet – a kamatkülönbözet valószínű mérseklődése, a választások előtt a gazdaság várható élénkítése és a jegybankelnök-váltás körüli bizonytalanság miatt – a forint jelentős erősödésével számolni, így az árfolyampálya várható alakulásában már nincsenek számottevő dezinflációs

<sup>7</sup> A visszatekintő reálkamatzintről áttekintést ad *Beke* [2024].

tartalékok. A 2023. év végi forintárfolyamhoz képest 2 százalék körüli nominális gyengülés várható 2024-ben, 390 forint/euro körüli év végi forintárfolyammal, de a gyengülés irányába mutató kockázatokkal. A külső egyensúlyi helyzet helyreállása támaszt ad a forintnak, a jegybank nem érdekelt a jelenlegi szinteknél lényegesen gyengébb forintárfolyamban, számára egy stabil, nem túlságosan sokat gyengülő árfolyam prioritást jelent.<sup>8</sup>

## Gazdasági növekedés, fogyasztás, beruházás, nettó export – hogyan alakulnak majd a növekedés motorjai?

*Becsey Zsolt* a gazdasági növekedés kapcsán hozzászólásában elmondta, hogy 2024-re 3,3 százalékos gazdasági növekedést becsültek. A gazdasági növekedéshez hozzájárul a 2023. évi alacsony bázisból (2023-ra becsült éves GDP-növekedés: -0,8 százalék) származó áthúzódó hatás, valamint a feszes munkaerőpiac és a reálbér-növekedésből fakadó élénkülő fogyasztás. *Becsey* szerint a növekedést főleg a belső motorok hajtják, a külső kereslet GDP-hez való hozzájárulása kapcsán jobban szóródnak a becslések. A gazdasági növekedést támogató tényezőként említette, hogy az akkumulátorgyártásban épülnek ki új termelési kapacitások, és a Nitrogénművek Zrt. leállása sem fogja csökkenteni az ipari termelést.

A fogyasztás kapcsán megállapította, hogy lassú helyreállásra számít, mert a fogyasztói bizalom csak fokozatosan térhet vissza. A reálbérek emelkedésén kívül az államkötvények után fizetett kamatok a jövedelmi negyedek fogyasztói határhajlandóságai szerint járulhatnak hozzá a háztartások fogyasztási kiadásainak növekedéséhez. Az alacsonyabb jövedelmi negyedekben lévő háztartások fogyasztási határhajlandósága a mérlegalkalmazkodásuktól is függ, ebben a jövedelmi rétegben megfigyelhető az, hogy a fogyasztásuk simítása ösztönzi a háztartásokat a személyi kölcsönök felvételére. A magasabb jövedelmi negyedekben, ahol a kamattámogatás nagyobb része realizálódik, eleve kisebb a fogyasztási határhajlandóság.

A gazdasági növekedés negatív kockázatait főleg abban jelentkezőnek, hogy a külső környezet nem biztos, hogy támogató lesz: a vörös-tengeri háborús helyzet eskalációja növelheti a szállítási költségeket, a német gazdaság dekonjunktuurája miatt az ipari export megrendelésállományának csökkenése várható, a kínai gazdaság gyengülése ellenére a piac által várt növekedési stimulus valószínűleg most elmarad, és az EKB eddig megtett kamatlépési szigorításai a monetáris transzmisszió révén csak most fogják kifejteni lassító hatásukat az euróövezetben.

A növekedés harmadik lábaként a nettó exportot tekintve a hozzászóló megjegyezte: 2024-ben a fentiek miatt és a belföldi felhasználás élénkülése miatt (a fogyasztásnál élénkül majd a tartós iparcikkek fogyasztása) sem számol jelentősen pozitív nettóexport-hozzájárulással, így 2024-ben romolhat majd a folyó fizetési mérleg egyenlege. Hozzászólásában felhívta a figyelmet a kis- és

<sup>8</sup> Az árfolyam és az infláció kapcsolatáról összefoglalást ad az MNB 2023. júliusi tanulmánya (*Balaton-Sóós* [2023]).



középvállalatok fizetési morálja, vagyis a vállalkozói tartozásállomány (körbetartozás) alakulására, ami jelenleg meghaladja a historikus értékeket, a V4-hez képest csak Magyarországon növekszik.

*Baksay Gergely* hozzászólásában elmondta, hogy a növekedés ellen ható fő tényező 2023-ban az infláció volt, az infláció felgyorsulása jelentősen csökkentette a reáljövedelmeket, a keresletet, a beruházásokat és végül a termelést is. Az infláció csökkenésével élenkülni fog a belső kereslet, ami az akceleratorhatás miatt a belföldi termelést és beruházást is növeli. A beruházások kapcsán megjegyezte, hogy a belföldre termelő iparágak beruházásai több negyedéven át csökkentek 2023-ban, ellentétben az exportra termelő ágazatokkal, amelyek beruházásai még most is nőnek. 2024-ben a lakossági fogyasztás helyreállításával már a belföldre termelő iparágak beruházásai is nőhetnek. A fogyasztás helyreállítását azonban lassíthatja a reálmegtakarítások visszaépítése, ami kihat a belföldre irányuló ipari termelés helyreállítására is. A külső kereslet várhatóan kedvezőtlen alakulása (a német gazdaság növekedési kilátásai) miatt csökkentette a jegybank a 2023. decemberi inflációs jelentésében a növekedési előrejelzését.<sup>9</sup> Míg a nemzetközi környezetben a puha földet érés (*soft landing*) kérdése áll a középpontban, addig Magyarországon az óvatos felszállási (*soft-takeoff*) pálya a kérdés, vagyis az, hogy milyen erős lehet a visszapattnás a tavalyi recessziót követően. A nemzetközi makrokörnyezet puha földet érése befolyásolja a hazai óvatos felszállást – a hazai gazdaság nyitott exportjellege miatt. A beruházások várható alakulása kapcsán Baksay Gergely megjegyezte, hogy főleg az állami infrastruktúris beruházások visszafogása<sup>10</sup> lassítja a nemzetgazdasági beruházások növekedését, így a teljes nemzetgazdaságban csak mérsékelt növekedési rátával számol az MNB 2024-re, de a hozzászóló szerint mind a nettó export, mind a beruházások hozzá fognak járulni a gazdasági növekedéshez.

*Palócz Éva* hozzászólásában a gazdasági növekedésre vonatkozó becslési adatok szóródása kapcsán kiemelte, hogy főleg a tárgyév előtti őszi hónapokban szóródnak jelentősen a becslések, december–január hónapokban már rendszerint kevésbé térnek el. 2023-ra –0,5 százalék a Kopint–Tárki Zrt. növekedési előrejelzése. Míg a növekedési adatra adott becslések egy szűk tartományban mozognak, addig a fogyasztás, beruházás, nettó export becslései már jobban eltérnek. 2024-re Palócz 2,7 százalékos gazdasági növekedésre számít, korábban 2,5 százalékra becsülték a GDP várható növekedését. A reálberek változása csak lassan hat a fogyasztásra, a 2023. szeptemberben regisztrált 1,7 százalékos év/év alapú reálkereset-növekedés még csak statisztikai hatás, ez még nem hatott jelentősen pozitívan a kiskereskedelmi forgalomra és a fogyasztásra, hiszen a kiskereskedelmi forgalom ennek ellenére még enyhe csökkenést mutat. A statisztikai hatás itt azt jelenti, hogy a béremelések általában év elején történnek, viszont év/év alapon még két számjegyű áremelkedést tapasztalt a fogyasztó 2023 szeptemberében is, így a statisztikailag regisztrált reálbér-emelkedést még nem érzékeli. A fogyasztói

<sup>9</sup> A decemberi inflációs jelentésben (MNB [2023a]) a gazdasági növekedési előrejelzés 2024-re a korábbi 3-4 százalékos sávról 2,5-3,5 százalékra csökkent, és a bruttó állóeszköz-felhalmozásra adott növekedési előrejelzését is mérsékelte a decemberi inflációs jelentés (26. o.).

<sup>10</sup> Az állami beruházások a GDP 6 százalékát is elérték, ami az EU-ban kimagasló szint.

bizalom csak lassan fog visszatérni, mivel a fogyasztók által érzékelt infláció nagyobb, mint a KSH által mért inflációs adat. A fogyasztásban csak 2-3 százalékos növekedés valószínűsíthető, ami a tavalyi jelentős visszaesés nyomán csak a helyreálláshoz lesz elég, így ez a gazdasági növekedésnek nem lesz dinamikus motorja. A beruházások 3 százalékos körüli értékben nőhetnek, ami a tavalyi két számjegyű visszaesést tekintve nem lesz dinamizáló erejű. Az uniós források egy részét a kormány már tavaly elköltötte, így 2024-ben az állami beruházások jelentős növelésére nincs érdemi mozgástér. A távol-keleti működtetőke-import kapcsán Palócz Éva megjegyezte, hogy ezek a beruházások nagyon importigényesek, az általuk generált exportot a termelés importvonzata lényegesen csökkenti, a növekedési hatás nagysága így nem egyértelmű. Szerinte a külső környezet nem tekinthető kedvezőtlennek, mivel az euróövezet 2024-es gazdasági növekedése kapcsán 0,8 százalékra számítanak, ami nem robusztus növekedés ugyan, de lehetőséget ad az export növelésére. Összességében a gazdasági növekedés szerkezete kapcsán alapvetően a belső motorok gyengeségére számít, nem a külső dekonjunkcióra lesz a szűk keresztmetszet.

*Tardos Gergely* a gazdasági növekedésre adott becslés kapcsán elmondta, hogy az OTP Elemzési Központjának ideai növekedési várakozása jelenleg 2,5 százalék, de korábban 1,5 százalék volt a becslésük. A költségvetési politikában idén nem számít jelentős kiigazításra, ami a makrokörnyezetet jelentősen szűkítené, de negatív irányban számít a külső keresleti kockázatok erősödésére. A hazai beruházási ráta kapcsán megjegyezte, hogy annak magas szintjét részben a beruházási javak drágulása is magyarázza,<sup>11</sup> de a korábbi – az uniós források beáramlása nyomán is gerjesztett – erős növekedési várakozások, a negatív reálkamatok és a kedvezményes hitelprogramok is hozzájárultak a GDP-arányos beruházási ráta kelet-közép-európai régióban tapasztalt kiugróan magas szintjéhez. 2024-ben a fent említett tényezők már nem járulnak hozzá a beruházások növekedéséhez, így *Tardos Gergely* 2024-re legjobb esetben is a beruházási ráta stagnálására számít. A beruházások és a vállalati hitelkereslet összefüggése kapcsán kifejtette, hogy a kormány számára a hitelkereslet ösztönzése prioritás, viszont a kamattámogatások további jelentős bővítésére már nem látnak lehetőséget 2024-ben a szűk költségvetési mozgástér miatt.

2025-ben viszont új hitelprogramok megindítása valószínű. A vállalati hitelek referencia-kamatlábára vonatkozó javaslat (*Bubor versus* diszkont kincstárjegy) kapcsán megjegyezte, hogy a hitel árát általában az eszközhozamok alapján a banki kockázati modellek által a banki belső elszámolóár határozza meg, vagyis a hitel árán a benchmarkváltás sem változtatna érdemben. A keresletoldal alakulása kapcsán *Tardos Gergely* elmondta, hogy a vállalati hitelkereslet 2023 közepéig növekvő trendben volt, amire általában a kibocsátási rés (*output gap*) és a reálkamatszint van hatással. A 2022-ben és 2023-ban tapasztalt inflációs sokk a vállalati mérlegek és árbevételek egyszeri felfújódásával járt, ami a meglévő hitelek megújítására ösztönözte a vállalatokat, vagyis az inflációs sokk kezdetben – egyszeri jelleggel – növelte a hiteligényt, ami a vállalatok forgóeszközhitel- (készlet-, illetve vevőfinanszírozásihitel-)

<sup>11</sup> Ennek összefoglalóját lásd *Madár* [2023b].



felvételének növekedésében nyilvánult meg 2023 első felében. 2023 második felében viszont már 0 körüli értékre esett vissza a nettó hitelkihelyezés nagysága, ennek a kedvezőtlen trendnek a megfordítására irányulnak a kormányzati erőfeszítések.

## Munkaerőpiac, foglalkoztatás, munkatermelékenység – az enyhe recesszió ellenére miért magas a foglalkoztatottság?

*Baksay Gergely* megállapította, hogy a három negyedéven át tartó recesszió ellenére nőtt a foglalkoztatottság Magyarországon. A munkaerő-felhalmozás (*labour hoarding*) áll a jelenség hátterében.<sup>12</sup> A korábbi válságokhoz hasonlóan kisebb költséggel jár, ha a cégek megtartják a munkaerőt – így az átmeneti enyhe recessziót áthidalják a munkaerő megtartásával –, ezzel a konjunktúra várható visszatérésével szükségtelen lesz a munkaerő újrafelvétele, annak minden költségvonatával együtt. A hosszabb távú demográfiai trendek is munkaerő-felhalmozásra készíthetik a vállalati szférát. A magyarországi népességcsökkenés és idősödés következtében évente 50 ezer fővel csökken a munkaképes korúak létszáma (15–64 évesek), ennyivel nagyobb a munkaerőpiacról kilépők, mint a munkaerőpiacra belépők száma. *Baksay Gergely* hozzátette, hogy a kelet-közép-európai régióban vége az „olcsó munkaerő” korszakának. A nyitott európai munkaerőpiac, a képzettség növeli a munkavállalók béralkuerejét, ami a bérfelzárkózás és a termelékenységnövekedés miatt kedvező a nemzetgazdaság számára. A rövid távú munkaerőpiaci folyamatokat ezek a hosszú távú trendek határozzák meg. A magyar munkanélküliségi ráta az egyik legalacsonyabb az EU-ban. A munkaerő-tartalék kapcsán *Baksay* megjegyezte, hogy a 15–24 évesek között van még tartalék a foglalkoztatásban, de ez csak iskolarendszer melletti foglalkoztatást jelent, ami viszont a kevesebb ledolgozott munkaóra miatt nem jelent számottevő GDP-növelő tényezőt. Kiemelte, hogy a munkaerő mennyiségi (extenzív) növekedése helyett minőségi (intenzív) növekedésre kell áttérni, növelve az egy munkaerőre jutó kibocsátást – azaz a termelékenységet –, hosszú távon ez eredményezhet fenntartható felzárkózást.

*Becsey Zsolt* hozzászólásában egyetértett abban, hogy jelenleg szűk a bevonható szabad munkaerő-tartalék, elsősorban a hosszú távon érvényesülő demográfiai trendek miatt. A 2023-as recessziós gazdasági környezetben kismértékben nőtt a munkanélküliségi ráta, de ennek leszorításában már nincs jelentős munkaerőpiaci tartalék. A termelékenységnövekedés irányait tekintve kedvező, hogy a feszes munkaerőpiac a cégeket olyan beruházásra ösztönzi, amely kiváltja a hiányzó munkaerőt, ezek a beruházások elsősorban technológiai (digitalizáció, MI) jellegűek lehetnek. A vállalatoknál jelenleg a belső kereslet gyengesége fogja vissza a beruházásokat, de a hiányzó munkaerő kiváltása miatt van beruházási szándék a vállalati szférában. A potenciális növekedés és a gazdaság ciklikussága kapcsán *Becsey* megállapította, hogy a gazdaság élénkítése akkor célszerű, ha ez a gazdaság termelékenységnövekedésével párosul. A korábbi tapasztalataink ebben

<sup>12</sup> A részletekről áttekintést nyújt *MNB* [2023b] és *Hornýák* [2023].

kedvezőtlenek, hiszen a 2017–2019 közötti időszakban – a magas aggregált kereslet időszakában – nem tudtunk technológiai ugrást megvalósítani.

*Tardos Gergely* a foglalkoztatás magas szintjét a jelenlegi gazdasági környezetben azzal magyarázta, hogy a termelési szerkezet optimalizálása során a finanszírozási költség gyors emelkedésével párhuzamosan a bérköltség az infláció jelentős növekedése miatt reálértékben csökken, emiatt a vállalatok számára a munkaerő relatíve olcsóbbá válik, ami munkaintenzívebbé teszi a termelést. Kezdetben a foglalkoztatás csökkenése, a munkanélküliség kismértékű növekedése átmenetinek bizonyult, utána ez a trend megfordult. A foglalkoztatás Magyarországon a globális trendekkel megegyezően alakult, viszont a munkaerőpiacon már kevés a tartalék, így munkaerőimportra lehet szükség a munkaerő-kereslet kielégítésére. A feszes munkaerőpiac miatt középtávon valószínűleg alacsonyabb növekedéssel kell számolni, mint az ezt megelőző évtizedben.

*Palócz Éva* a munkaerőpiaci trendek értékelése kapcsán megállapította, hogy az extenzív növekedés tartalékai nem tekinthetők szűk keresztmetszetnek, amennyiben munkaerőimportra kerül sor. Szerinte egy magasabb hozzáadott értékű gazdasági növekedés elérése érdekében a termelékenység jelentős javulásának követelményét munkaerőimport fokozottabb igénybevétele nem tudja kiváltani. A magyar gazdaság termelékenységének növekedése elmarad a régiós versenytársakhoz képest.<sup>13</sup> Összegzésképpen megállapította, hogy nincsenek valójában munkaerőkorlátok, az extenzív növekedés tartalékai nem merültek ki, mert az importált munkaerő rendelkezésre áll. Ezért nem ért véget az „olcsó” munkaerő időszaka, viszont kívánatos lenne, hogy a magyar kibocsátás szerkezete elmozduljon a magasabb hozzáadott értékű termelés felé.

## Pénzügyi stabilitás, euroizáció, költségvetési politika – hogyan alakulhat az államháztartási hiány?

*Palócz Éva* a költségvetési folyamatok értékelése kapcsán elmondta, hogy a várható fogyasztásnövekedés automatikusan javítja majd a költségvetési egyensúlyt az áfabevételek növekedése révén. Ha a költségvetési hiány csökkentésére kerülne sor, a kiigazítás szerkezete (új termékadó bevezetése vagy a meglévő adók felemelése révén) alapvetően befolyásolhatja az inflációt és a gazdasági növekedést is. Megítélése szerint az államháztartási hiánynak csökkennie kell, ennek ütemezése azonban még kérdéses. A 2,9 százalékos költségvetési hiánycél 4-4,6 százalékra történő emelésére számít. Az euroizációban (euróban denominált eszközök felé való fordulás) nem lát lényegi kockázatot jelenleg. Ha nincs pénzügyi pánik, és nincs további hirtelen forintárfolyam-gyengülés, akkor nem várható, hogy a vállalati, illetve lakossági szektor tömegesen váltaná át forinteszközöket euróalapú instrumentumokra.

*Tardos Gergely* szerint 2023-ban a költségvetés kiadási szerkezetében meghatározók voltak a rezsivédelmi kiadások, ezek 2024-ben az energiaárak visszaesésével

<sup>13</sup> A munkaóra-alapú reáltermelékenység alakulásáról összefoglalást ad *Palócz–Matheika* [2023].

jelentősen csökkenhetnek, ami automatikusan javítja majd a költségvetési egyenleget. Az állami beruházások visszafogása szintén javítja a költségvetés egyenlegét, és a működési kiadások felett is szigorúbb lehet a költségvetési kontroll. Tardos Gergely 2024-ben alappályán további kiigazítás nélkül 4,5-5 százalékos költségvetési deficit-tel számol. A 2025-ös költségvetési hiány mértéke a túlzottdeficit-eljárás megindítása szempontjából lehet fontos tényező, valószínűleg egy 5 százalék körüli hiányadatot a piac még tolerálhat 2024-ben a választási év miatt, nem valószínű, hogy ez önmagában pénzüpi turbulenciát okozzon. Az euroizáció és a megtakarítások összefüggése kapcsán Tardos kiemelte, hogy a magyar háztartások jellemzően forintban takarítottak meg 2022-ig. Ezen túlmenően az egész kelet-közép-európai régióra általánosan jellemző a saját devizában való megtakarítás, kevés időszakban volt megfigyelhető ettől eltérő viselkedési mintázat. A balkáni országokban viszont ezzel ellentétes megtakarítási trend volt, mivel az ottani lakosság az el nem költött jövedelmeit általában jellemzően euróra váltja. Az euróalapú eszközök irányába való átcsoportosítás csak egyes különleges időszakokban volt megfigyelhető Magyarországon, és jellemzően csak néhány hétig tartott. Ilyen időszak volt például 2009 tavasza vagy a végtörlesztés (2011) időszaka. A 2022-es év fordulatot hozott, hiszen az orosz–ukrán háború, az energiaválság és végül a forint jelentős gyengülése miatt a háztartások jelentős összegben csoportosítottak át hat negyedéven keresztül forintoszközökből euróban denominált pénzügyi instrumentumokba. Volt olyan negyedév, amikor ez az átcsoportosítás meghaladta az egymilliárd eurót, ami az összes háztartási megtakarítási állomány alapján nem magas összeg, de az átcsoportosítás eddigi volumene miatt mégis jelentősnek mondható. A devizapiac 2022 októberében tapasztalt kiszáradásához ez is hozzájárult. 2023 második felében a háztartások megtakarításai újból inkább a forintoszközök felé fordultak. A forintoszközök tömeges átváltásából fakadó pénzügyi stabilitási kockázat jelenleg kis valószínűségű, de nagy kockázat, amely indokolja a jegybank kamatcsökkentési ciklusának óvatosságát.

*Baksay Gergely* a pénzügyi stabilitási kockázatok kapcsán megállapította, hogy a közelmúltban lezajlott válságok (koronavírus-járvány, energiaválság, recesszió, inflációs hullám, 2023. márciusi svájci és amerikai bankválságok) ellenére a magyar pénzügyi rendszer stabilitása erős maradt, amiben a jegybanknak meghatározó szerepe van. 2022 októberében az MNB a pénzüpi feszültségeket megfelelően kezelte. Az euroizáció kapcsán hozzátette, ha a háztartások, vállalatok euróban denominált megtakarítási eszközök felé fordulnak, akkor ez hátrányt jelent a nemzetgazdaság számára. Ez a jelenség Magyarországon 2022-ben csak rövid ideig tartott, de ez a megfelelő jegybanki lépések miatt véget is ért, alapvető monetáris politikai cél maradt a forintalapú megtakarítások ösztönzése. A költségvetési politika kapcsán Baksay hozzátette, hogy az MNB számításai szerint a Rezsivédelmi Alap kiadásai a GDP 2 százalékaival csökkenhetnek 2024-ben a tavalyi évhez képest; ez önmagában lehetővé teszi a hiány érdemi csökkenését. A költségvetési hiány és az államadósság-ráta fokozatos csökkentésére van szükség az országhoz tartozó felár leszorításához, ami a kamatszint csökkenésén keresztül hozzájárul az infláció csökkenéséhez, valamint a gazdasági növekedés minél gyorsabb helyreállításához is. Végül hozzátette, hogy az MNB becslése szerint a költségvetés és az államadósság GDP-arányos szintje is csökkenhetett 2023-ban 2022-höz képest.

Becsey Zsolt szerint a költségvetési politika alapvetően két korláttal néz szembe: egyfelől az EU költségvetési szabályai (túlzottdeficit-eljárás), másfelől pedig a régiós versenytársak költségvetési hiányban mért költségvetési teljesítményei jelentenek fegyelmező erőt a magyar költségvetési politika számára. Ez utóbbi azt jelenti, hogy ha a régiós országokban nő a költségvetési hiány (mint jelenleg), akkor a magyar költségvetési politikának is nagyobb a mozgásteret. A régióban általában a legmagasabbak között mozog a magyar külső finanszírozási igény<sup>14</sup> és a GDP-arányos államadósság, de az államadósság átlagos lejárat ideje nem tekinthető hosszúnak. A korábbi, nullás költségvetés elérésére irányuló kormányzati célt felváltotta a 3 százalékos maastrichti hiány betartására irányuló költségvetési elköteleződés. Most pedig a fokozatosan csökkenő költségvetési hiány narratívája határozza meg a kormányzat költségvetési politikáját. A szakértő megállapította, hogy finanszírozási oldalról a költségvetési hiánycél egyre kevésbé tudja horgonyozni a teljesülésével összefüggő piaci várakozásokat, de ez a forint jelentős kamatelőnye miatt nem érdekli jelenleg annyira a befektetőket. Előretekintve a kamatelőnyünk várható szűkülésével a költségvetési hiánycél teljesülésének kérdése a befektetői értékítéletben előtérbe kerülhet. Becsey Zsolt várakozása szerint márciusban felülvizsgálják a 2024-es deficitcél, a piac arra számít, hogy ezt valószínűleg felfelé módosítják. Az UniCredit Bank 4,6 százalékos költségvetési hiányt becsül 2024-re. Az euroizáció kapcsán Becsey kiemelte a forint árfolyamának magas kockázati érzékenységét, de jelentős, gyorsan gyengülő forintárfolyampályára nem számít, a forinteszközök iránti bizalom fennmarad. Mindazonáltal megjegyezte, hogy az Eurobarometer felmérése szerint az euró még mindig nagyon népszerű a magyar lakosság körében, és ez a népszerűség 2023-ban még növekedett is.

### Hivatkozások

- BALATONI ANDRÁS–SOÓS GÁBOR DÁNIEL [2023]: Változó világ, változó hatások – az árfolyam makrogazdasági hatásai. Kézirat. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, <https://www.mnb.hu/letoltes/balaton-andras-soos-gabor-daniel-valtozo-vilag-valtozo-hatasok-az-arfolyam-makrogazdasagi-hatasai.pdf>.
- BEKE KÁROLY [2024]: A világ élvonalába ugrott a magyar kamat, vakarhatják a fejüket az MNB-ben. Portfolio.hu, január 15. <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20240117/a-vilag-elvonala-ugrott-a-magyar-kamat-vakarhatjak-a-fejuket-az-mnb-ben-663279>.
- ELEMZÉSKÖZPONT [2024]: A magas nyomású gazdaság működése, kockázatai. Elemzéseközpont, január 26. <https://elemzeskozpont.hu/magasnyomasu-gazdasag-mukodese-kockazatai>.
- HORNÁK JÓZSEF [2023]: Miért nem nőtt nagyon a munkanélküliség Magyarországon? Portfolio.hu, december 30. <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20231230/miert-nem-nott-nagyon-a-munkanelkuliseg-magyarorszag-659771>.
- MADÁR ISTVÁN [2023a]: Itt a magyar gazdaság régi-új növekedési modellje, a „majdnem mindent bele”. Portfolio.hu, december 4. <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20231204/itt-a-magyar-gazdasag-regi-uj-novekedesi-modellje-a-majdnem-mindent-bele-654881>.

<sup>14</sup> 2023 harmadik negyedévéig a magyar gazdaság pénzügyi mérleg szerinti négy negyedéves finanszírozási igénye a GDP 4,2 százalékára csökkent. A régiós országok – reálgazdasági alapú – külső finanszírozási képességéről összefoglalást ad az MNB [2024] (11. o.).

- MADÁR ISTVÁN [2023b]: A beruházások helyett az árak robbantak fel Magyarországon. Portfolio.hu, október 28. <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20231018/a-beruhazasok-helyett-az-arak-robbantak-fel-magyarorszagon-643883>.
- MNB [2016]: Növekedési jelentés, 2016. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, 16. o. <https://www.mnb.hu/letoltes/novekedesi-jelentes-2016-hu.PDF>.
- MNB [2022]: Termélekenységi jelentés, július. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, <https://www.mnb.hu/letoltes/termelekenysegi-jelentes-2022-julius.pdf>.
- MNB [2023a]: Inflációs jelentés, december. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, <https://www.mnb.hu/letoltes/hun-ir-digitalis-24.pdf>.
- MNB [2023b]: Inflációs jelentés, szeptember. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, <https://www.mnb.hu/letoltes/hun-ir-digitalis-23.pdf>.
- MNB [2024]: Fizetési mérleg jelentés, január 26. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, <https://www.mnb.hu/letoltes/fizetesi-merleg-jelentes-2024-januar-digitalis.pdf>.
- PALÓCZ ÉVA–MATHEIKA ZOLTÁN [2023]: A recessziónak vége, de jön az alacsony növekedés csapdája? Portfolio.hu, december 5. <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20231205/a-recesszionak-vege-de-jon-az-alacsony-novekedes-csapdaja-655241>.
- PÁSZTOR SZABOLCS [2024]: Még mindig magas hőmérsékleten ég a magas nyomású gazdaság körül kialakult vita. Oeconomus Gazdaságkutató Alapítvány, január 24. <https://www.oeconomus.hu/oecoglobus/meg-mindig-magas-homersekleten-eg-a-magas-nyomasu-gazdasag-korul-kialakult-vita/>.
- REGŐS GÁBOR [2024]: Magas nyomású gazdaság – a felzárkózás kulcsa (?). Mfor.hu, január 27. <https://mfor.hu/cikkek/makro/magas-nyomasu-gazdasag--a-felzarkozas-kulcsa-.html>.
- SPÉDER BALÁZS–VONNÁK BALÁZS [2023]: Inflációs sokkok és defláció: stilizált tények az elmúlt 50 év alapján. Hitelintézeti Szemle, 22. évf. 3. sz. 26–47. o. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/hsz-22-3-t1-speder-vonnak.pdf>.
- SURÁNYI GYÖRGY [2024]: Magyarország a lejtőn. Portfolio.hu, január 5. <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20240105/suranyi-gyorgy-magyarorszag-utja-a-lejton-660721>.
- VOJNITS TAMÁS [2024]: A magas nyomású gazdaság lehet a vezérfonal. Portfolio.hu, január 25. <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20240125/vojnits-tamas-a-magasnyomasu-gazdasag-lehet-a-vezerfonal-664799>.

*Laczkó Tihamér*