



Konjunktúrajelentés

A világgazdaság és a magyar gazdaság helyzete
és kilátásai 2024 telén

2024/4

Lezárva: 2025. január 16.

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: 1024 Budapest, Margit krt. 47-49.

www.kopint-tarki.hu

info@kopint-tarki.hu

Tartalom

Összefoglaló.....	5
Nemzetközi gazdaság.....	5
Magyar gazdaság	9
Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa	12
I. A világgazdaság	13
1.1. Világkereskedelem	14
1.2. Nyersanyagpiacok.....	16
1.2.1. Energiahordozók	16
1.2.2. A nem energiahordozó nyersanyagok.....	17
1.3. Nemzetközi pénzpiacok.....	19
1.4. Az Európai Unió nemzetközi környezete	21
1.5. Az Európai Unió gazdasága	24
1.6. Közép-kelet európai új EU tagállamok	27
II. Magyar gazdaság.....	32
2.1. Makrogazdasági helyzetkép és kitekintés.....	32
2.2. A növekedési komponensek alakulása	32
2.3. 2025. évi előrejelzés.....	36
2.4. Fizetési mérleg.....	38
2.5. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok	40
2.5.1. Államháztartási folyamatok	40
2.5.2. Infláció	44
2.5.3. Jegybanki kamatok	46
2.5.4. Árfolyam.....	47
2.5.5. Állampapírpiaci hozamok	49
2.5.6. Vállalati és lakossági kamatok.....	50

Összefoglaló

Nemzetközi gazdaság

Az OECD legfrissebb előrejelzése szerint a **globális növekedés** az idén 3,3% lesz, nagyjából a tavalyi szinten maradván. Az infláció mérséklődése a legtöbb országban támogatja a magánfogyasztás élénkülését és a monetáris lazítás folytatását. A munkaerőpiacok továbbra is jó állapotban vannak, bár a foglalkoztatás bővülése a fejlett országokban lassulni fog, de a munkanélküliség alacsony marad. A globális növekedést fékezi, hogy a kínai GDP továbbra is viszonylag lassan bővül, ugyanakkor más feltörekvő országban, mint Indiában a növekedés robusztus. Az OECD országokban mind az idén, mind jövőre 1,9% körüli növekedés várható, az egyes országok között jelentős különbségekkel. A növekedési előrejelzéseket jelentős lefelé mutató kockázatok kísérik: a geopolitikai feszültségek eszkalálódása továbbra is jelentős veszélyt jelent és a gáz- és olajellátási problémákat újra kiélezheti. Az energiahordozók árának újbóli emelkedése ismét felpörgetheti az inflációt. További kockázatot jelent az új amerikai kormány kereskedelempolitikája.

A **világkereskedelem** alakulását az Egyesült Államokban bevezetésre kerülő protekcionista intézkedések jelentős mértékben befolyásolják. A védővámok és korlátozások nemcsak az Egyesült Államok, hanem a világ számos országának gazdasági helyzetére is kedvezőtlenül hatnak. Az Európai Unióra elsősorban a tervezett 10%-os általános vámtételek jelentenek veszélyt, a gépjárművekre potenciálisan kivetendő 100%-os vámtételek elsősorban Németország gazdaságára jelentenek veszélyt, így közvetve Magyarországra is.

A legfrissebb adatok szerint az **energiahordozók** indexe 96,50-el nagyjából a novemberi szinten maradt tavaly decemberben, és 4,68 ponttal volt alacsonyabb a tavaly januári értéknél. A **nem energiahordozó nyersanyagok** esetében a tavaly augusztusban megindult áremelkedés folytatódott: a 2024. decemberi 116,24 pontos index 6,64 ponttal volt magasabb, mint a tavaly augusztusi érték.

A **Brent nyersolaj** tavaly éves átlagban 80,6 dollárt ér el, elmaradva az előző évek átlagától. Tehát a korábban rettegett olajáremelkedés nem következett be. Jelenleg az árak ezalatt mozognak, 76-78 dollár a hordónkénti nyersolajár, de az év elején újra megindultak felfelé az árak. A 3% körüli globális növekedés mellett sem az OPEC, sem az IEA nem számol jelentős keresletbővüléssel 2025-re, s korábbi előrejelzéseiket inkább lefelé módosították. Ugyan a geopolitikai kockázatok megmaradtak (orosz-ukrán háború, közel-keleti konfliktus), de ezzel együtt a legtöbb előrejelzés mind az idénre, mind jövőre valamivel 80 dollár feletti vagy akörüli árral számol. Ugyanakkor tavaly év végén a **gázárak** megindultak felfelé. Az ukrán tranzitszállítások leállítása tovább emelte az árakat. Az ellátási félelmek újra megerősödtek, és ezért tovább emelkedhetnek az árak, s 2025 első felében 40 euró/megawattóra fölött maradhat az európai gázár. Sőt a vártnál keményebb tél akár még jobban felnyomhatja az árakat. A legfrissebb hírek azonban arra utalnak, hogy az orosz gázáramlással kapcsolatos aggodalmak nem voltak tartósak, a drasztikus gázáremelkedés elmaradt. A régiós országok rugalmasan alkalmazkodtak a kieső gázmenyiséghez, részben fokozták a gáztárolói felhasználást, részben pedig megnövelték a szomszédos országok felől a gázimportot. Így először esés volt jellemző a

holland gáztözsdén, január közepén azonban újra megindultak az árak felfelé, jelezve, hogy a bizonytalanság továbbra is nagy.

A **nem energiahordozó nyersanyagárak** közül a 2024-es év az élelmiszeripari nyersanyagok piacán jelentős volatilitást hozott. Míg az élelmiszerek ára általánosságban csökkent, egyes alapanyagoké, mint a kakaó és a kávé, drasztikusan emelkedett. Ez elsősorban az extrém időjárási körülményeknek volt köszönhető, amelyek különösen az Egyenlítő környékén okoztak súlyos termés kiesést. A kakaó esetében a történelmi mértékű aszály és az illegális aranybányászat által mérgezett talaj együttesen okozta az árak megduplázódását. A kávé piacán szintén a kedvezőtlen időjárás és a növekvő kereslet eredményezte az áremelkedést, különösen a Robusta típusú kávé esetében. Az ipari fémek piacán viszonylagos nyugalom uralkodott, ami a globális gazdasági lassulásnak és a recessziótól való félelemnek köszönhető. A nikkal ára jelentősen csökkent az elektromos járműipar lassulása miatt, míg az arany ára rekordmagasságokba emelkedett, a befektetők menedékként keresve.

Az infláció mérséklődésével párhuzamosan a **monetáris lazítás** is folytatódik, noha országoként különböző ütemben. A decemberi inflációs adatok ugyanakkor általában megugrottak, ami a monetáris politikát óvatosabbá teheti. A *FED* – a várakozásoknak megfelelően – tavaly decemberben ismételten kamatot vágott. A 25 bázispontos kamatcsökkentés után azonban várhatóan lassítás következik. Az *EKB* tavaly decemberben – a várakozásoknak megfelelően – 25 bázisponttal csökkentette az irányadó kamatokat. Az Európai Központi Bank továbbra sem akar elköteleződni semmilyen kamatpálya mellett, hanem a bejövő makrogazdasági adatok alapján akarja meghozni döntéseit. A piacok idén további négy kamatcsökkentést várnak, amelyek többségére az év első felében kerülhet sor, mivel az infláció egyre inkább megközelíti a bank 2%-os célértékét, s körülbelül 2025 közepére el is érheti azt. Az *EKB* középútra törekszik, ne legyen túl gyors, de ne legyen indokolatlanul lassú a kamatcsökkentés. *Más országokban*, mint például az Egyesült Királyságban az infláció újbóli emelkedése lassítani fogja a monetáris lazítás ütemét.

Tavaly az **euró dollárárfolyama** éves átlagban 1,08 EUR/USD-t tett ki, tehát nagyjából a 2023-as év szintjén alakult. Tavaly október óta az euró a dollárhoz képest folyamatosan gyengült, és ez a trend az idén is folytatódott, sőt az év első napjaiban kétéves mélypontra süllyedt az euró. Az euró gyengülését elsősorban a monetáris politikával kapcsolatos várakozások magyarázzák.

Az **Európai Unió külső környezetét** továbbra is vegyes kép jellemzi. Az **USA**-ban a gazdasági növekedés 2024-ben erőteljes maradt, előzetes becslések szerint 2,8% körül alakulhatott. Ez ugyan az idén és jövőre valamelyest lassulni fog, azonban ezzel együtt a növekedési ütem 2% felett marad. A munkaerőkereslet valamelyest mérséklődik, s mivel a magánháztartások korábbi tartalékaikat felélték, és a reálbérek emelkedése is lassul, a magánfogyasztás a prognózisidőszakban mérsékeltebben bővül, mint korábban. A beruházások tavaly mintegy 4,5%-kal, erőteljesen bővültek. Ez a dinamika az idén némileg alábbhagy, részben a vártnál lassúbb monetáris lazítás, részben a lanyhuló magánfogyasztás következtében. Az export tavalyi 3,2%-os bővülése az idén – részben a nemzetközi kereslet lanyhulása, részben pedig az amerikai kereskedelempolitika változásának következtében – valamelyest lanyhulni fog. A **japán** GDP tavaly 0,3%-kal csökkent. A jelenlegi előrejelzések az idei évre 1,5%-os, jövőre ismét 1% alatt GDP

bővüléssel számolnak. Az ideai élénkülést mind a magánfogyasztás, mind a beruházások támogatják. A bérek erőteljes emelkedése élénkíti a magánfogyasztást, az infláció mérséklődése, illetve a különböző állami fogyasztást élénkítő intézkedések csak fokozzák ezt a hatást. A **brit** GDP tavaly – az előzetes adatok szerint – szerény mértékben, 0,9%-kal nőtt. Idénre és jövőre már némi élénkülés várható, de a brit gazdaság továbbra is megsínyli a Brexit következményeit. Az infláció az Egyesült Királyságban is csökken, de az erős bérnyomás és a szolgáltatások magas ára továbbra is felhajtja az árindexet, így a brit jegybank óvatos marad a monetáris lazítás terén. A fiskális politika vegyes képet mutat: míg egyik oldalon adóemelések várhatók, a másik oldalon a közberuházások bővülnek, és az egyéb kiadások is nőnek, így az állami fogyasztás bővülése a GDP felhasználásának legdinamikusabb komponense lesz az idén. A beruházások, amelyek 2023-ban még visszaestek, tavaly már élénkültek, is az idén már akár 2% felett bővíhetnek.

Az OECD szakértői december elején közzétett elemzésükben a **kínai GDP** 2024. évi növekedését 4,9%-osra becsülik, míg 2025-re némi ütemlassulásra számítanak. A Kínával szemben alkalmazott különféle protekcionista intézkedések ellenére továbbra is az export a gazdaság fő mozgatórugója. Kivitelének dollárban számított értéke az előzetes adatok szerint 2024-ben közel 15%-kal haladta meg az egy évvel korábbi szintjét, ami az import mérsékelt bővülése mellett, tovább növelte az ország kereskedelmi mérlegének aktívumát. Amennyiben az USA és az EU bevezeti a beígért büntetővámokat minden bizonnyal mérséklődni fog a kínai export növekedési üteme, de visszaesésével nem kell számolni.

Az **euróvezet** GDP-je ugyan a tavalyi harmadik negyedévben erőteljesen (év/év alapon 1,2%-kal, negyedév/negyedév alapon 0,4%-kal) emelkedett, a negyedik negyedben a dinamika alábbhagyott. Így éves szinten tavaly mintegy 0,8%-kal bővíthetett az EU-20 GDP-je, míg az idén és jövőre is legfeljebb 1% körüli növekedés várható. A növekedést a gyenge feldolgozóipari teljesítmény továbbra is fékezi. Az, hogy Németországban tavaly ismét zsugorodott a gazdaság és az idén is jó esetben csak stagnálni fog, szintén visszahúzza az eurózóna növekedését. A német autóipar válsága, telephelyek bezárása mind negatívan hat a többi 19 ország gazdasági kilátásaira. Így nem meglepő, hogy az ESI indikátor csökkenése folytatódott az euróövezetben, s különösen Németországban. A rossz hangulatot alátámasztja, hogy a feldolgozóipari kibocsátás is mindenütt negatív trendet követ.

A *munkaerőpiac* a kedvezőtlen konjunkturális trendek ellenére egyelőre robusztus maradt. Az idén 6% körüli munkanélküliségi ráta várható, országonként jelentős különbségekkel.

Az *infláció* – főleg a lanya élénkülés miatt – tovább mérséklődik, és az EKB inflációs célja körüli értékeket ér el, ami a monetáris lazításnak további teret enged. Ezzel együtt a szolgáltatások terén az árak még erőteljesebben emelkednek, ami jelzi, hogy még van inflációs nyomás a gazdaságban.

Németországban a gazdasági kilátások 2025-ben sem javulnak. Míg tavaly – az előzetes adatok szerint – a német GDP 0,2%-kal csökkent (2023-ban 0,3%-kal), az ideai évre is legfeljebb stagnálás várható. Az IFO konjunktúrabarométer szeptember óta folyamatosan csökken, mind a vállalatok helyzetmegítélése, mind a rövidtávú várakozásaik lefelé tendálnak. Akárcsak tavaly, az idén is egyedül az állami fogyasztás mutat pozitív

növekedést, a GDP többi felhasználási komponense vagy csökkenni, vagy stagnálni fog. Különösen a beruházások alakulása aggasztó, amelyek már harmadik éve folyamatosan zsugorodnak. Az export, amely 2023 óta folyamatosan csökken, szintén visszaesik az idén is, ami jelentős mértékben az autóipar válságával függ össze. A várható amerikai vámemelések szintén fékezni fogják az export teljesítményét.

A **közép-kelet-európai régió** gazdaságai 2024-ben eltérő ütemben növekedtek. Míg egyes országok, mint Horvátország és Málta, dinamikus növekedést értek el, mások, köztük Magyarország és Románia, visszaesést vagy stagnálást produkáltak. Lengyelország továbbra is a régió motorja maradt, de a magas költségvetési hiány és az energiafüggőség árnyéka a jövőben itt is problémát okozhat. A régióban a növekedés fő hajtóereje a magánfogyasztás volt, amelyet számos országban fiskális stimulusok is erősítettek. A magas infláció és az emelkedő energiaárak jelentős kihívást jelentettek. A költségvetési hiányok szintén aggasztóak voltak több országban, és a kormányok számára nehéz feladatnak bizonyult, hogy a növekedés élénkítése és a fiskális fegyelem között egyensúlyozzanak.

Magyar gazdaság

Az első félévi 1,3%-os átlagos növekedést követően a **GDP** 2024 harmadik negyedévében 0,8%-kal csökkent éves összevetésben. Habár a folytatódó reálkereset-emelkedés közepette a háztartások fogyasztása tovább erősödött, eközben az állóeszköz-felhalmozás visszaesésének üteme alig mérséklődött. A romlás fő oka az *áru- és szolgáltatás-külkereskedelmi* (azon belül is az áru-külkereskedelmi) pozíció romlása volt, az importvolumen csökkenésének jelentős lassulása miatt. A harmadik negyedévben a nettó export növekedési hozzájárulása immár negatív volt, és ez várhatóan így is marad a belátható jövőben. A termelési oldalon mind a négy összevont nemzetgazdasági ágban romlott a növekedési mutató, de a legnagyobb lehúzó hatást az ipari visszaesés mélyülése gyakorolta a GDP dinamikájára. A belföldi felhasználás negyedik negyedévre várt szerény erősödését feltételezve az **egész éves gazdasági növekedés 0,5%-os** lehetett 2024-ben. Az **idei évben** a GDP mérsékelt – **2,4%-os** – bővülésére számítunk, a beruházások várható stabilizálódásának, illetve – remélhetőleg – az ipari növekedés bizonyos fokú megerősödésének köszönhetően.

Az **ipari termelés** év/éves visszaesésének üteme a harmadik negyedévben 6,1%-ra gyorsult – részben bázishatás miatt – a belföldi és az exportértékesítés folytatódó zsugorodása mellett. A belföldi értékesítés szintje továbbra sem mozdul a mélypontról, miközben főleg a feldolgozóipar exportértékesítése továbbra is egyhelyben toporog. A tavalyi 3,5% körüli visszaesés után az idén csak nagyon szerény, 2,5% körüli növekedésre számítunk, miután a nemzetközi konjunktúra idei javulásával kapcsolatos kilátások rendkívül bizonytalanok. Az **építőiparban** a harmadik negyedévben az első félévben látott növekedés visszaesésbe fordult a harmadik negyedévben (és októberben) – főként a magasépítés szenved, de a mélyépítés ingadozásai sem utalnak tartós javulásra. Az idén legfeljebb szerény erősödés remélhető, például a lakásépítés területén.

A bruttó nominális **keresetek** a harmadik negyedévben kb. 13%-kal nőttek, a trend enyhén lassuló. A mérsékelt infláció – és a bérstatisztika szerinti állományi létszám még mindig tartó enyhe emelkedése – a **reálkeresettömeg** továbbra is közel 10%-os ütemben bővülését eredményezte. Ennek nyomán együtt a **magánfogyasztás** növekedési üteme 4% fölé emelkedett a harmadik negyedévben. Éves átlagban 3,5% körüli emelkedést várunk 2024-re, az idén pedig a fogyasztási dinamika kismértékben tovább gyorsuláshat.

A nemzetgazdasági **beruházások** visszaesésének üteme csak minimálisan lassult (14%-ra) a harmadik negyedévben. Az állami és kvázifiskális beruházások zuhanása mellett a vállalati beruházások meredek esése folytatódott, különös tekintettel az exportfüggő feldolgozóipar beruházásaira. 2025-ben a háztartások jövedelmi helyzetének folytatódó javulása, és az év vége felé az exportorientált szektor helyzetének remélhető javulása nyomán a beruházások nagyon szerény ütemben nőhetnek.

Az **áru-külkereskedelem** mérlege tovább javult 2024 első négy hónapjában, ezt követően azonban a többlet hónapról hónapra kisebb volt, mint egy évvel korábban. Ennek elsődleges oka, hogy az import csökkenésének üteme – a belföldi kereslet javulása nyomán – gyorsabban lassult az év folyamán, mint az európai dekonjunktúrától tovább szenvedő exporté, és a harmadik negyedévben már az export folytatódó enyhe zsugorodásával már az import csekély bővülése állt szemben. Az eleve mérsékelt cserearány-javulás eltűnése az év második felében csak kis szerepet játszott a trendváltásban. Noha azzal számolunk, hogy az év második felétől az exporttevékenység nemzetközi környezete is kedvezőbbé válik,

az idén az import gyorsabban bővül az exportnál, így a külkereskedelem többlete várhatóan apadni fog.

A **foglalkoztatottak** számának év/éves emelkedése kitartott az első félévben, ám stagnálásba fordult a harmadik negyedévben, és a foglalkoztatottak száma 0,8%-kal csökkent szeptember-novemberben. A **munkanélküliségi ráta** átmeneti mérséklődés után ismét 4,6%-on állt a harmadik negyedévben, és 4,7%-on szeptember-novemberben – ez utóbbi volt az az időszak, amikor az összes *nem-dolgozók* száma is nőtt éves összevetésben. A növekedés idénre várt élénkülése ellenére éves átlagban a foglalkoztatottak számának enyhe csökkenésére lehet számítani 2025-ben.

A 2022-ben kialakult jelentős deficitet követően 2023-ban kezdett javulni a **folyó fizetési mérleg egyenlege**, 2024-ben pedig stabilizálódni látszik az előző év második felében kialakult aktívum, így 2024 egészére 2,5% körüli GDP-arányos folyó mérleg többletre lehet számítani. A folyó deficit csökkenésében, majd többletbe fordulásában meghatározó szerepet játszott a nettó exportnak a 2022. évi cserearányromlás korrekciójához, valamint a gazdaság – különösen a beruházások – visszaeséséhez köthető „javulása”, az utóbbi tényező ugyanis jelentősen visszafogta a behozatalt. Ugyanakkor számottevően zsugorodott a „felülről számított finanszírozási képesség” (a folyó és a tőkemérleg összevont egyenlege) és a folyó mérleg egyenlege közötti pozitív rés, aminek a tőkemérlegben elszámolt EU-transzferek mérséklődése áll a háttérben. A GDP arányában 2024-ben 3, 2025-ben pedig 2-2,5% körül alakulhat a felülről számított finanszírozási képesség. A gazdaság külső finanszírozását „alulról” jelző pénzügyi mérleg egyenlege ettől hagyományosan 1,5-2 százalékponttal elmarad, de várhatóan mind 2024 egészében, mind 2025-ben a pozitív tartományban lesz.

A PM előzetes adatai szerint 2024-ben az *eredményszemléletű* (ESA) **államháztartási hiány** a GDP 4,8%-a körül lehetett. A végleges adat azonban csak a 2024. évi nominális GDP adatának a megismerése, illetve a pénzforgalmi és az eredményszemléletű egyenleg közötti ESA-híd pontos kiszámítása után lesz meghatározható. A 2025. évi költségvetés 3,7%-os államháztartási hiányt irányoz elő. Az ezt megalapozó makrogazdasági peremfeltételek teljesülése azonban kockázatos: a gazdasági növekedés üteme túl-, az infláció pedig alultervezett a jelenlegi piaci előrejelzések alapján. Az **államadósság** 2024. szeptemberében már meghaladta a 60 ezer milliárd forintot, 2024 végére továbbra is 74% körüli GDP-arányos adósságrátát jelzünk előre, a 2023. végi 73,5% után. 2025-ben 73-73,5%-ra csökkenhet az adósságráta.

A 2023. évi 17,6%-os **áremelkedést** 2024-ben 3,7%-os éves átlagos árindex követte. **2025-ben 4,3%-os** fogyasztói árindexet jelzünk előre. Az ideinél magasabb árindex irányába mutatnak a bejelentett adóemelések, amelyek az előző évi infláció mértékével növelik a jövedéki adó terheket. Emellett 2024 utolsó harmadában ismét nőtt a ténylegesen mért és a maginfláció közötti eltérés, ami az inflációs nyomás erősödésének a veszélyére figyelmeztet. Az élelmiszerek terén pedig újabb áremelkedési hullám tapasztalható.

A forint **árfolyama**, miután 2024 őszén átlépte a 400 forintos határt, rögtön 410 forint fölé ugrott. A régióban az elmúlt hónapokban egyedül a forint gyengült, ami azt jelzi, hogy nem régiós, hanem elsősorban belgazdasági hatások gyengítik a forintot. A forint árfolyam gyengülése a 2022-23-ban a magyar és a partnerországok közötti óriási inflációs különbség kompenzálásának is tekinthető. A reál-effektív árfolyam alakulása

arra utal, hogy a nominális árfolyam erősödésének alig van esélye, de a további gyengülés tényét vagy mértékét nem lehet előrejelezni.

2024 októberében, amikor a forint árfolyama erőteljesen gyengülni kezdett és az inflációs kilátások is romlottak, a magyar jegybank 6,5%-on befejezte **az alapkamat**-csökkentési ciklust. A 2025 évi inflációs és árfolyamkilátások alapján feltételezhető, hogy a 6,5%-os alapkamat az év első felében fennmarad. A második félévben elvileg lehet esély további csökkentésre, ami alapján 2025 végére 6%-os jegybanki alapkamatot jelzünk előre.

2024 folyamán az **állampapírpiazi referenciahozamok** a rövid lejáratokon mérséklődtek, a hosszú hozamok pedig lényegében stagnáltak. A 3 havi hozamok 2024 decemberében 5,1%-ra estek vissza, a 10 éves hozam pedig 6,55%-on állt. A régióban továbbra is a magyar és a román 10 éves referenciahozam maradt a legmagasabb. 2025 folyamán a hozamokban nem várunk jelentős változást.

A háztartásoknak, és kisebb mértékben, a nem-pénzügyi vállalatoknak nyújtott **banki hitelek** kamatrátái terén 2024-ben nagyon lassú csökkenés, stagnálásközeli állapot állt be. Ennek megfelelően a vállalati hitelfelvétel továbbra is alacsony maradt. A háztartások lakáshitel-kereslete emelkedett ugyan, de ez továbbra is a használtlakás vásárlást célzó hitelekben csapódott le. 2025-ben a lakáshitelek összegének emelkedése várható, márcsak a lakásárak és építési költségek emelkedése miatt is.

Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa

(éves változás, százalék)

	Tényadatok					Előrejelzés			
	2023	2024				2024	2025	2025	2026
		I. né.	II. né.	III. né.	okt.- nov.	2024 okt.	2025 jan.	2025 jan.	2025 jan.
GDP-aggregátumok reálnövekedése									
GDP összesen	-0,9	1,1	1,5	-0,8		1,5	0,5	2,4	2,9
Belföldi felhasználás	-5,6	-3,1	0,9	0,3		0,8	0,0	2,8	3,4
Magánfogyasztás	-0,7	2,5	2,9	4,2		3,2	3,5	3,6	3,7
Közösségi fogyasztás	3,9	-2,8	-2,5	-1,4		-0,9	-2,0	0,5	0,5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-7,8	-7,3	-15,3	-14,0		-8,0	-12,0	2,0	4,0
Bruttó felhalmozás összesen	-17,1	-20,5	-3,4	-4,9		-4,4	-7,4	2,0	4,0
Export	1,5	-5,4	-2,1	-1,9		-1,9	-2,4	2,8	3,8
Import	-3,8	-9,4	-3,4	-0,9		-2,9	-3,2	3,4	4,5
Ipari termelés	-5,5	-4,0	-2,8	-6,1	-2,2	-2,8	-3,5	2,5	4,0
Fogyasztói árindex	17,6	3,7	3,8	3,5	3,8 ^e	3,8	3,7	4,3	3,3
Foglalkoztatás, jövedelmek									
Foglalkoztatottak számának növekedése ^a	0,6	0,5	0,2	0,0	-0,8 ^f	0,5	0,0	-0,1	0,3
Foglalkoztatási ráta ^a	64,8	64,8	65,2	65,2	65,0 ^f	65,1	65,0	65,2	65,7
Munkanélküliségi ráta ^a	4,1	4,6	4,3	4,6	4,7 ^f	4,4	4,6	4,4	4,0
Termékegységre jutó bérköltség ^b	25,6	17,8	12,6	12,9		10,3	11,2	0,0	1,9
Bruttó nominális keresetek ^c	14,2	14,2	13,9	13,2	12,9 ^g	13,5	13,4	8,0	8,0
Nettó reálkeresetek	-2,9	10,1	9,8	9,4	9,4 ^g	9,3	9,3	3,5	4,5
Megtakarítási ráta a GDP %-ában ^d	7,0	7,1	7,4	7,3		6,6	7,0	7,0	7,0
Folyó fizetési és tökemérleg a GDP %-ában	1,6	2,9 ^h	3,3 ^h	2,6 ^h		3,0	3,0	2,3	2,5
Államháztartás									
Államháztartási egyenleg, a GDP %-ában	-6,7	-5,1	-2,3	-3,0		-5,0	-5,0	-4,5	-4,0
Bruttó államadósság, a GDP %-ában	73,4	76,0	75,8	76,0		74,0	74,0	74,0	73,5
Rövidtávú hozam (3 hó), időszak vége	6,23	6,59	6,21	5,32	5,10 ⁱ	6,0	5,10	5,5	5,2
Hosszút. hozam (10 év), időszak vége	5,86	6,74	6,81	6,13	6,55 ⁱ	6,5	6,55	6,0	5,5
Nemzetközi feltételek									
Nemzetközi kereskedelem volumene	0,3					3,1	3,1	3,4	3,4
Brent olajár (\$/hordó, időszaki átlag)	82,5	83,0	84,6	79,8	74,6 ^e	82,0	80,6	84,0	84,0
GDP-változás az eurózónában, %	0,4	0,2	0,7	1,2		0,8	0,8	0,9	1,2
GDP-vált. az új EU-tagországokban, %	0,6	1,8	2,1	1,3		2,3	1,9	2,9	3,0
Forint/euró, időszaki átlag	382	388	391	394	407 ^e	394	395	415	420
Dollár/euró, időszaki átlag	1,08	1,09	1,08	1,10	1,07 ^e	1,09	1,08	1,05	1,05

a Munkaerő-felmérés alapján, időszaki átlag, 15-74 éves népesség.

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

c Az összes munkáltató adatai alapján

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

e IV. negyedév

f szeptember-november

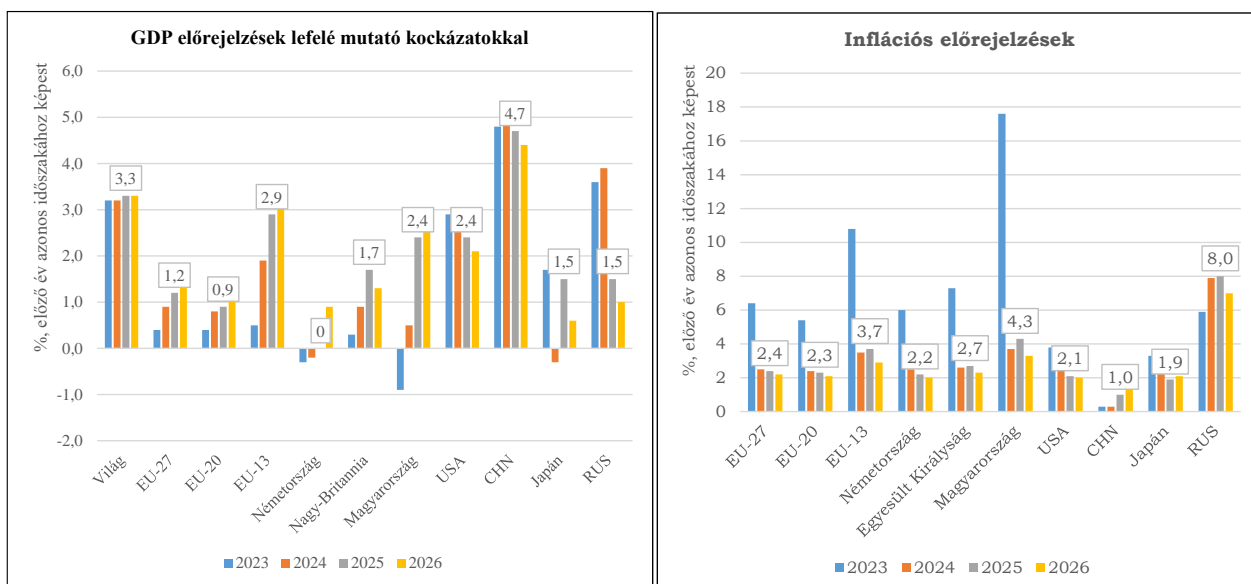
g október

h MNB által közölt szezonálisan kiigazított adat

i december

A világgazdaság

Az OECD legfrissebb előrejelzése szerint a **globális növekedés** az idén 3,3% lesz, nagyjából a tavalyi szinten maradván. Az infláció mérséklődése a legtöbb országban támogatja a magánfogyasztás élénkülését és a monetáris lazítás folytatását. A munkaerőpiacok továbbra is jó állapotban vannak, bár a foglalkoztatás bővülése a fejlett országokban lassulni fog, de a munkanélküliség alacsony marad. A globális növekedést fékezi, hogy a kínai GDP továbbra is viszonylag lassan bővül, ugyanakkor más feltörekvő országban, mint Indiában a növekedés robusztus. Az OECD országokban mind az idén, mind jövőre 1,9% körüli növekedés várható, az országok között jelentős különbségekkel. Az amerikai gazdaság változatlanul erősebb a vártnál, ugyanakkor Európában továbbra is lanya a gazdasági teljesítmény. A növekedési előrejelzéseket jelentős lefelé mutató kockázatok kísérik: a geopolitikai feszültségek eszkalálódása továbbra is jelentős veszélyt jelent és a gáz- és olajellátási problémákat újra kiélezheti. Az energiahordozók árának újbóli emelkedése ismét felpörgetheti az inflációt. További kockázatot jelent az új amerikai kormány kereskedelempolitikája. A Trump által meghirdetett protekcionista törekvések megvalósulása fékezne a világkereskedelem bővülését és ezáltal a növekedést, az érintett országok ellenintézkedései a protekcionizmus további erősödéséhez vezetnének, és egyes területeken ellátási zavarokat és az árak emelkedését okozhatnák. A védelmi kiadások emelése ugyan önmagában növekedést generálhat, de a forrásokat egyéb területekről vonná el és a gazdasági szereplők kockázati hajlandóságát csökkenthetné. Számos ország jelentős adósságállományt halmozott fel, ezen országok pénzügyi megítélése romlik, s külső finanszírozásuk egyre költségesebbé válik. Összességében tehát míg a monetáris politika oldaláról a fejlett országokban kedvező impulzusok adódnak, addig a fiskális politika oldaláról kényszerű szigorítás várható. Általában az infláció mérséklődése várható, azonban ez a folyamat lassul és a szolgáltatások még mindig viszonylag gyors áremelkedése következtében a maginfláció relatíve magas maradhat, ami a jegybankokat óvatosságra intheti.



1.1. Világkereskedelem

2025-ben a világkereskedelem nagy valószínűséggel strukturális törést szenved. Az új amerikai elnök a kampányban megígérték szerint, hozzá fog kezdeni az amerikai protekcionista intézkedéssorozat bevezetéséhez. A jelentés írásakor azonban még mindig nem látni tisztán, hogy konkrétan milyen intézkedésekre fog sor kerülni. A kérdéskört két oldalról érdemes megközelíteni, mivel az USA kereskedelmi partnerei is válaszingtézkedéseket hozhatnak:

Az Amerikai Egyesült Államok által várhatóan bevezetendő protekcionista intézkedések:

- Az USA egyoldalúan 10%-os általános importvámot vezet be minden országgal szemben, beleértve azokat is, amelyekkel jelenleg vámuniót alkot (Kanada és Mexikó).
- Legalább 60%-os importvámot vet ki minden Kínából érkező termékre.
- 100%-os importvám bevezetése minden gépjárműipari termékre, beleértve az alkatrészeket is.

Az USA kereskedelmi partnerei által meghozott válaszlépések:

- A WTO szabályoknak megfelelően a kereskedelmi partnerek is 10%-os importvámot vetnek ki az amerikai termékekre.
- Egyes országok, illetve országcsoportok szigorúbb intézkedéseket is bevezethetnek, amennyiben az USA-val folytatott bilaterális kereskedelmük komoly mértékben sérül (mindezt szintén a WTO-val összhangban tehetik meg).

A tervezett intézkedések kétségtelenül változást hoznak a világgazdaságban, még akkor is, ha a fentieknek csupán egy részét fogantatosítják. A külkereskedelmi elméleteknek megfelelően minden intézkedés valószínűleg visszaüt az USA-ra is, illetve a multiplikátor hatásokon keresztül várhatóan fel is erősödik. Modellszámítások szerint a 10%-os importvám önmagában 20%-kal csökkentheti az USA importját feltéve, hogy a kereskedelmi partnerek nem vállalnak át költségeket, hanem mindent az amerikai fogyasztókra hárítanak.

Az USA nemzetközi versenyképessége akkor is romlik, ha a partnerországok nem vezetnek be válaszingtézkedéseket, mivel jelentős költségemelkedéssel néz szembe. Ez egyrészt abból fakad, hogy a termeléshez szükséges külföldi inputok 10%-kal drágulnak, másrészt a hazai termékek relatív belföldi keresletének emelkedése miatt emelkedő bérköltséggel kell számolnia, ami az exporttermékek versenyképességét kedvezőtlenül befolyásolja, mindez pedig akár 20%-os exportcsökkenéssel is járhat.

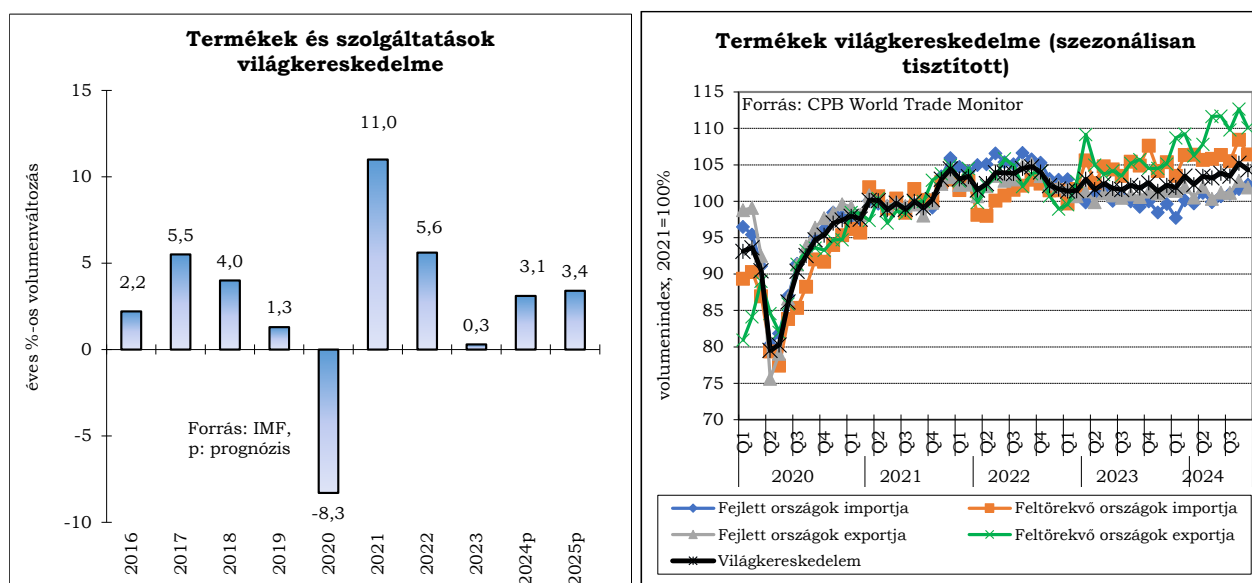
Amennyiben csak a 10%-os vámtételek lesznek bevezetve, úgy az EU külkereskedelme várhatóan kevésbé sérül, mivel bár az USA jelentős külkereskedelmi partner, azonban más piacokon pótolható a veszteség, miután felértékelődhetnek a protekcionizmus által nem sújtott kereskedelmi kapcsolatok.

Az EU számára a 10%-os általános vámok önmagukban nagyobb veszteséget jelentenek, mint a 100%-os járműipari vám. Az USA részesevése ugyanis az EU gépjárműipari exportjából kb. 17%-os, ugyanakkor vannak ágazatok, mint például a vegyipar, ahol ugyanez 30%, sőt a teljes EU-s gyógyszeripari export 50%-a az USA-ba irányul. Az USA európai importkereslete elsősorban a vegyipar által előállított termékekre szorítkozik, az

Amerikába irányuló európai járműipari export ennek csupán a fele. Így összességében a tervezett járműiparral kapcsolatos intézkedések az EU GDP alappályáját csekély mértékben korrigálják lefelé. Az egyes országok eltérő gazdaságszerkezete miatt azonban jelentős a variancia a becslésekben. A német járműipari hozzáadott érték akár 2-4 százalékkal is visszaeshet az intézkedések miatt, ennek megfelelően a magyar autógyártás kereslete is ebben a sávban csökkenhet. A német gazdaság növekedése jelentős vegyipari kitétsége miatt azonban az alappályához viszonyítva akár 0,5 százalékponttal is eltérhet, mindez pedig csekélyebb mértékben ugyan, de a magyar gazdaságra is érvényes lehet.

A várható intézkedések elsősorban Kínát célozzák, de az USA-ra is minden bizonnyal negatív hatással lesznek. Az említett két országban a GDP alappálya akár 1 százalékponttal is lefelé módosulhat. A Kínát sújtó aszimmetrikus vámok azonban kereskedelem-eltereléssel is járhatnak, amiből a világ többi országa, kiváltképp az Európai Unió akár profitálhat is, már csak azért is, mert az USA romló nemzetközi versenyképességi pozíciója minden más térség felértékelődését jelentheti. A protekcionizmus Amerikában komoly inflációt hozhat, és jelentősen akadályozhatja az elektromos járművek további terjedését, mivel az USA-ban gyártott járművekben az alkatrészek döntő része Kínából származik. A kínai elektromos járművek amerikai importja lényegében ellehetetlenülne, monopol pozícióba juttatva ezzel az amerikai termelőket, ami szintén a hatékonyság javulása ellen hathat.

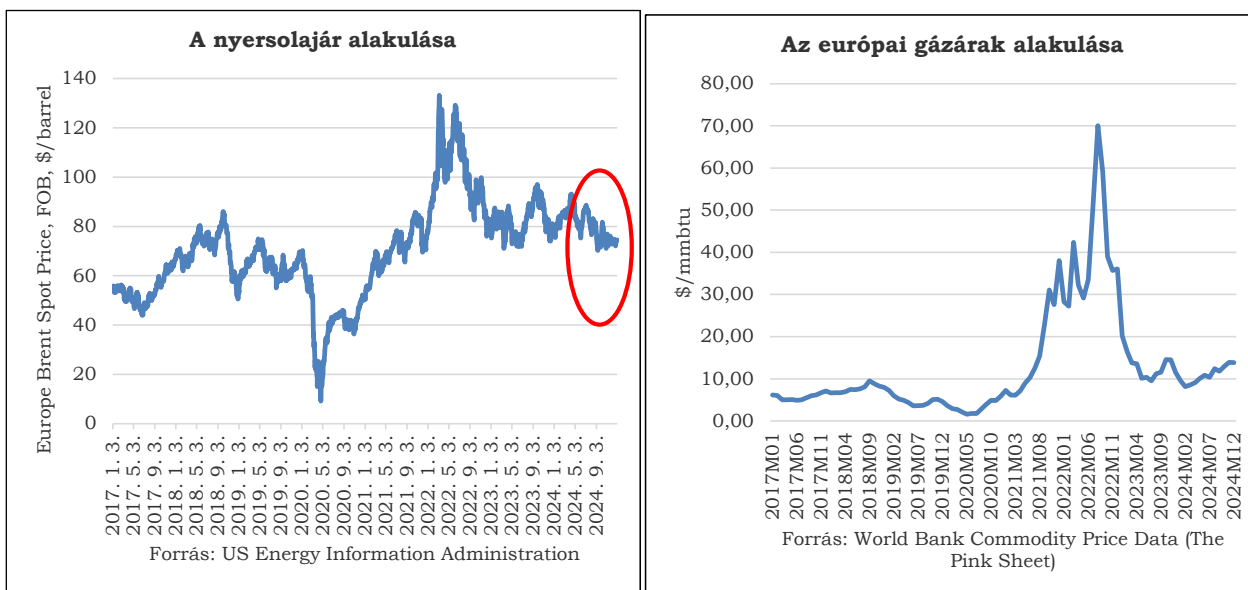
Prognózis még az intézkedéscsomag ismertében is rendkívül nehezen lenne adható. Annyi bizonyos, hogy még a 10%-os általános vám bevezetésével is az USA külkereskedelmi kereslete és kínálata is jelentősen szűkül, azonban a többi ország egymás számára felértékelődhet, ami ellensúlyozhatja az amerikai protekcionizmust. Ezért jelentős átstrukturálódás mellett a világkereskedelem 2-4 százalékos bővülésére számítunk idén, míg jövőre 3-5 százalékos sávban prognosztizáljuk a világkereskedelem növekedését.



1.2. Nyersanyagpiacok

1.2.1. Energiahordozók

A Brent nyersolajár tavaly éves átlagban 80,6 dollárt ér el, elmaradva az előző évek átlagától. Tehát a korábban rettegett olajáremelkedés nem következett be. Jelenleg az árak ezalatt mozognak, 76-79 dollár a hordónként nyersolajár. Az év elején újra megindult felfelé az olajár, részben a vártnál keményebb amerikai tél miatt, ami növelte az olajkeresletet, részben az USA által Oroszországra kivetett újabb szankciók miatt, ami átrendezheti Kína és India beszerzési piacait. A 3% körüli globális növekedés mellett sem az OPEC, sem az IEA nem számol jelentős keresletbővüléssel 2025-re, s korábbi előrejelzéseiket inkább lefelé módosították. Ugyan a geopolitikai kockázatok megmaradnak (orosz-ukrán háború, közel-keleti konfliktus), de ezzel együtt a legtöbb előrejelzés mind az idénre, mind jövőre valamivel 80 dollár feletti vagy akörüli árral számol. Az OECD országok olajkereslete alig nő, a nem OECD országoké napi 1,3 millió hordóval emelkedhet. Míg a kínai kereslet növekedése lassul, addig az ázsiai feltörekvő országoké erőteljesen emelkedik majd. Az OPEC termeléskorlátozások előreláthatólag akár 2026-ig is fennmaradhatnak, de mivel egyes országok így is többet termelnek, valamint a nem OPEC+ országok termelése gyorsan nő, s a kereslet az idén nem nő jelentős mértékben, a piac nyugodtabb maradhat, s jelentős áremelkedésre nem kell számítani. Sőt a gyengélkedő keresletnövekedés miatt az IEA, vagyis a Nemzetközi Energiaügynökség előrejelzése szerint 2025 első részében akár kőolajtöbblet lehet a piacon



Ugyanakkor a gázárak megindultak felfelé. A gáz ára az év végére a 30–40 euró/megawattórás sávba emelkedett, ami kellemetlen az európai gazdaságok számára. Az ukrán tranzitszállítások leállítása tovább emelte az árakat, amelyek most már 50 euró/megawattóra közelében mozognak. Az ellátási félelmek újra megerősödtek, és ezért tovább emelkedhetnek az árak. Európa alapvetően kétféle módon szerezhet be földgázt: vezetéken keresztül vagy cseppfolyósított formában (LNG) tengeri szállítással.

Habár sok vezetéképítési terv felröppent az elmúlt évtizedekben, különböző érdekelletetek miatt egyik sem valósult meg. A jelenlegi geopolitikai helyzetben Európa problémájára így az egyetlen hosszú távú megoldást a globális LNG-importáló terminálok kapacitásának bővítése jelenthetné. 2025 első felében 40 euró/megawattóra fölött maradhat az európai gázár. Ezt követően a feszített kínálat miatt a 30–40 euró/megawattórás sávra lehet számítani. A vártnál keményebb tél azonban még jobban felnyomhatja az árakat.

A legfrissebb hírek azonban arra utalnak, hogy az orosz gázáramlással kapcsolatos aggodalmak nem voltak tartósak, a drasztikus gázáremelkedés elmaradt. A régiós országok rugalmasan alkalmazkodtak a kieső gázmennyiséghez, részben fokozták a gáztárolói felhasználást, részben pedig megnövelték a szomszédos országok felől a gázimportot. Így az év elején folytatódott az esés a holland gáztőzsdén, a határidős TTF jegyzése 2,6 százalékkal került lejjebb, s a január eleji csúcs óta 12,5 százalékot zuhant az árfolyam. Január közepén azonban újra megindultak az árak felfelé, jelezve, hogy a bizonytalanság továbbra is nagy.

1.2.2. A nem energiahordozó nyersanyagok

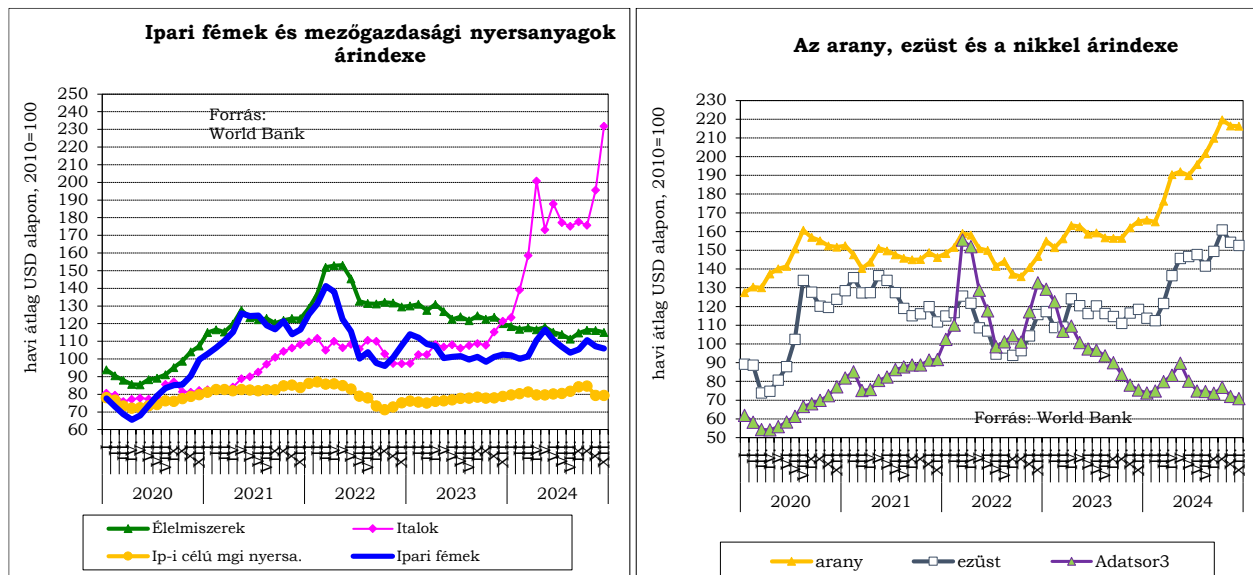
Egy termékcsoport kivételével az ipari célú nyersanyagok piacán viszonylagos nyugalom uralkodott 2024 utolsó negyedében. Az élelmiszerek ára 8%-kal csökkent, amiben döntő szerepe volt a kukoricának, hiszen egy év alatt a növény világpiaci ára mintegy 25%-kal mérséklődött, köszönhetően a Föld északi féltékjén jellemző kedvező időjárásnak. Ugyanez az időjárás azonban jóval kevésbé volt kegyes az Egyenlítő környékén. Az aszály miatt Elefántcsontparton és Ghánában, a világ két legnagyobb kakaóbab termelő országában történelmi mértékben katasztrofális volt a termés. Komoly ellátási hiányok alakultak ki, a határidős szerződések díjának drasztikus emelkedése már a londoni és a New York-i árutőzsdét is megmozgatta. A helyzetet súlyosbítja, hogy az időjáráson kívül az illegális aranybányák is mérgezik a talajt, továbbá értékes területeket vesznek el az ültetvényektől, nem ritkán erőszakos területfoglalásokat eredményezve, amit a kormányzatok nem tudnak kezelni. Mindezek következtében a kakaóbab ára több, mint duplájára emelkedett. 2023 decemberében még 4 dollárt kértek az árupiacokon 1 kilogrammért, 2024 decemberében már 10 dollár felett járt a jegyzés, aminek következtében a csokoládé kezd a luxuscikk kategóriába emelkedni.

Némiképp kisebb léptékű, de hasonló trend zajlott a kávébabok piacán. Szintén elsősorban a kedvezőtlen időjárás miatt Braziliában és Vietnámban az elmúlt fél évszázad leggyengébb termése volt. Mindez annak ellenére történt, hogy a brazil kávétermelők folyamatosan növelik a termőföld területét az Amazonas kárára. A kibocsátás globálisan kb. 10%-kal alacsonyabb, ami elsősorban az Arabica típusú babokat érinti. A piac egyre inkább az általánosságban gyengébb minőségű ám olcsóbb Robusta típusú kávék felé fordul. Ez utóbbi kávé típus iránt a kereslet jelentősen emelkedett, ami az árak mintegy 68%-os emelkedését eredményezte. Egy kiló Robusta kávébab azonban még így is "csupán" 5 dollárba kerül, szemben az Arabica közel 8 dolláros árával (az Arabica kávé ára 24%-kal növekedett egy év alatt).

Az ipari fémek 2024-ben viszonylag nyugodt mozgást mutattak a nyersanyagpiacon, ami elsősorban a globális feldolgozóipari lassulás eredménye. Kiváltképp figyelmet érdemel a nikkal árfolyamának alakulása, ami az akkumulátorok egyik fontos építőeleme, és amelyért 2024-ben átlagosan 2023 átlagos szintjéhez képest 23%-kal kellett kevesebbet

fizetni az árutözdén, ami az elektromos járműipar globális lassulásának eredménye. Az áru piacokon tavaly egyértelműen a gazdasági lassulás, illetve a recessziótól való félelem érződött. Ez utóbbi az arany árában látszik igazán, amit a befektetők menedékként használnak. A nemesfém ára tavaly minden történelmi rekordot megdöntött és az évet 23%-os emelkedésben zárta, a pandémia előtti 2019-es évhez képest pedig 70%-os az árváltozás.

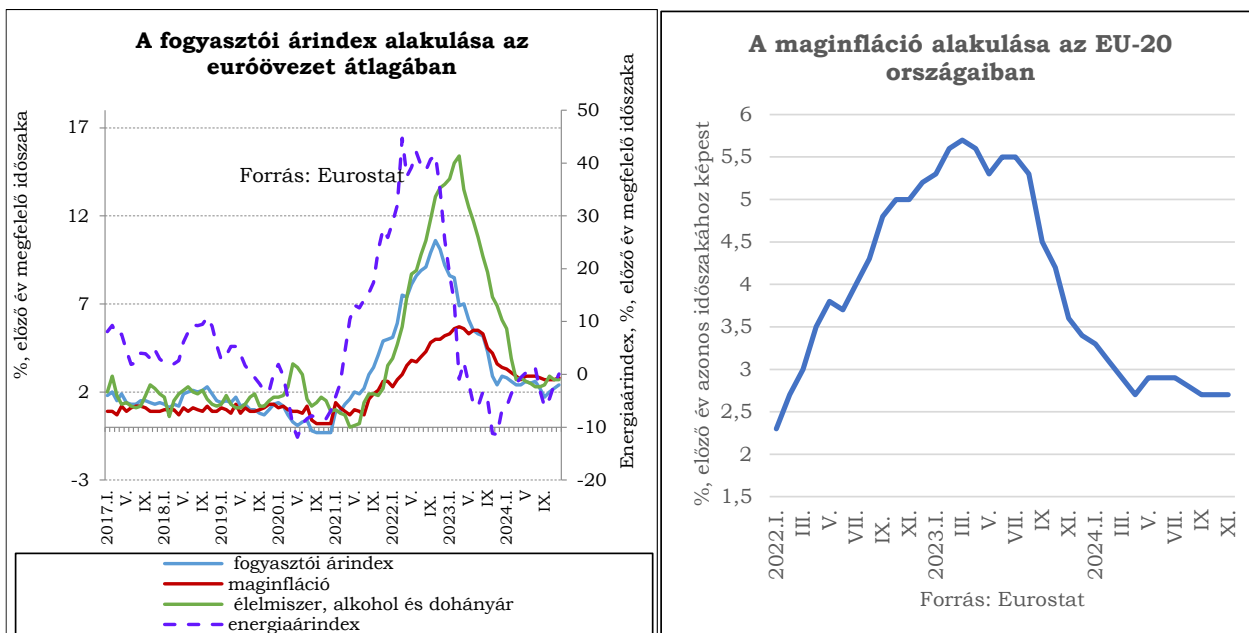
2025-ben, ha az időjárás kedvezőre fordul, akkor a kakaó, kávé és a tea ára is minden bizonnyal mérséklődni fog, kérdéses azonban, hogy az aszály milyen egyéb károkat okozott a termőterületeken, mivel, ha a növények kipusztultak, akkor az újak telepítésétől az érdelemi terméseredményig még évek telhetnek el. A tavalyi időjárási viszonyok azonban újra ráirányítják a figyelmet a klímaváltozás mezőgazdasági hatásaira. Hasonló helyzet a jövőben az élelmiszerek világpiacán is könnyen előfordulhat, komoly gazdasági és politikai turbulenciákat okozva. Az ipari fémek árának viszonylagos stabilitása a globális növekedések beindulásától függ. Amennyiben ez megtörténik úgy ez a piac is turbulenssé válhat. Az arany piaci ára jelenleg már erősen spekulatív, ami nem zárja ki a korrekciókat, a további emelkedést, de akár az összeomlást sem.



1.3. Nemzetközi pénzügyi piacok

Monetáris politika és fiskális politika

Az infláció mérséklődésével párhuzamosan a monetáris lazítás folyamata is folytatódik, noha országonként különböző ütemben. A decemberi inflációs adatok ugyanakkor általában megugrottak, ami a monetáris politikát óvatosabbá teheti. A *FED* – a várakozásoknak megfelelően – tavaly decemberben ismételten kamatot vágott. A 25 bázispontos kamatsökkentés után azonban várhatóan lassítás következik. Így a 2025-re korábban várt négy kamatsökkentés helyett inkább csak kettő várható, és összességében további 50 bázisponttal csökken az idén a kamatszint, miközben az inflációs előrejelzését valamelyest emelte az amerikai jegybank. De van olyan vélemény is, miszerint a decemberi volt az utolsó kamatsökkentés a jelenlegi ciklusban, s az idén már újabb nem várható. A maginfláció továbbra is bőven 2% feletti, miközben az amerikai gazdaság annyira erős, hogy a további kamatsökkentés veszélyeztetheti az inflációs célokat. A döntés után nagyot erősödött a dollár és emelkedtek a kötvényhozamok. A *FED* várakozásai szerint az amerikai gazdaság az idén is erős marad, a kilátások jók, recessziós veszély nem fenyeget. Ezzel is magyarázható, hogy az infláció csökkenése lassul, és az árak a korábbinál magasabb szinten befagynak. A munkaerőpiac továbbra is feszes, ez csak kis mértékben enyhül, a munkanélküliségi ráta az idén is alacsony marad.

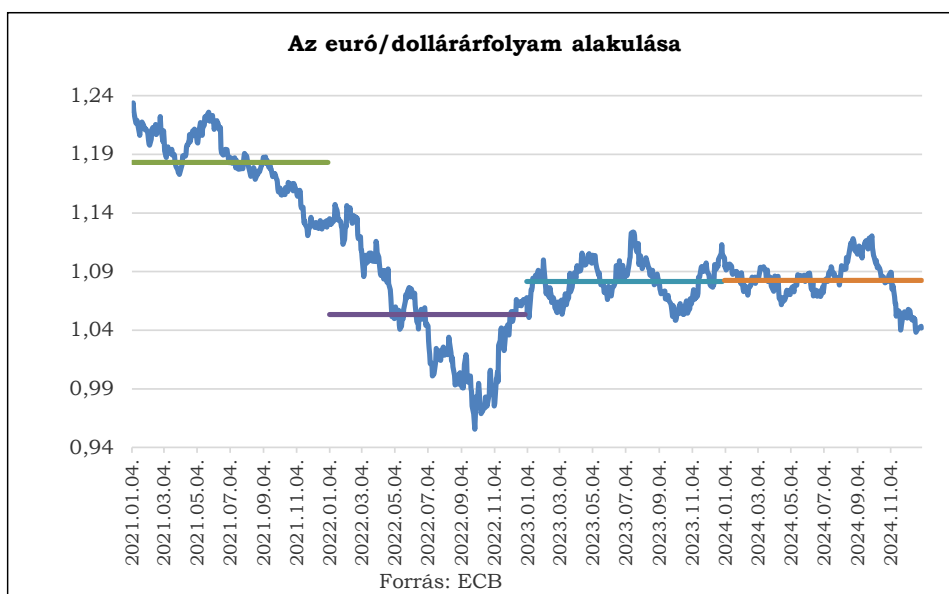


Az *EKB* tavaly decemberben – a várakozásoknak megfelelően – 25 bázisponttal csökkentette az irányadó kamatokat. Az infláció tekintetében egyre inkább sikerül megközelíteni az inflációs célkitűzést (2025-re 2,1%-os, 2026-ra 1,9%-os inflációra számít a jegybank), miközben a növekedési kilátások egyre gyengébbek, és Trump várható kereskedelempolitikája, valamint a geopolitikai helyzet alakulása is jelentős kockázatokat hoz magával. Az *EKB* továbbra sem akar elköteleződni semmilyen kamatpálya mellett, hanem a bejövő makrogazdasági adatok alapján akarja meghozni döntéseit. A piac arra számít, hogy az *EKB* lazább monetáris politikát fog folytatni az idén, mint a *FED*. Ugyanakkor fejtörést okoz az *EKB*-nak, hogy a decemberi inflációs adat 2,4% volt a novemberi 2,2%-kal szemben, s a maginfláció 2,8%-ot ért el, ami

magasabb volt az elemzői várakozásoknál. Az EKB tavaly négyszer csökkentette a kamatokat, és a piacok idén további négy lépést várnak, amelyek többségére az év első felében kerülhet sor, mivel az infláció megközelíti a bank 2%-os célértékét, s azt körülbelül 2025 közepére el is érheti. Recessziós kockázat nincs, s a bérnyomás az idén kisebb lesz, mint tavaly volt. Az EKB középútra törekszik, ne legyen túl gyors, de ne legyen indokolatlanul lassú a kamatcsökkentés. Így a legközelebbi kamatdöntő ülésen várhatóan újabb kamatvágásra kerül sor.

A *Japán* alapkamat egyelőre változatlan. Tavaly július óta 0,25%-on van az alapkamat. A vártnál szigorúbb amerikai monetáris politika miatt a jen a dollárral szemben tovább gyengült. Amennyiben a jen gyengülése folytatódik, a japán központi bankra egyre nagyobb nyomás nehezedhet, hogy kamatemelést hajtson végre.

A *Bank of England* novemberben 25 bázisponttal 4,75%-ra csökkentette az alapkamatot. Továbbra is úgy látja a brit monetáris tanács, hogy a kamatok drasztikus csökkentése kockázatos lenne, ezért a lassú, apró lépések politikája mellett voksol. A BoE előrejelzése szerint az infláció legfeljebb 2026-ra éri el a jegybanki célkitűzést, s a költségvetés adóemelési célkitűzései növelhetik az inflációs nyomást az idén. Decemberben 2,6%-ra emelkedett a fogyasztói árindex, és a várakozások szerint idén tavaszra akár 3%-ot is elérheti. A pénzpiacok két-három kamatcsökkentést áraztak be 2025-ig a BoE részéről. A BoE azt is hangsúlyozta, hogy a monetáris politika hosszú ideig restriktív marad, amíg az infláció fenntartható módon vissza nem tér a 2%-os célhoz. A legközelebbi kamatdöntő ülésre februárban kerül sor.



Tavaly az **euró dollárárfolyama** éves átlagban 1,08 EUR/USD-t tett ki, tehát nagyjából a 2023-as év szintjén alakult. Tavaly október óta az euró a dollárhoz képest folyamatosan gyengült, és ez a trend az idén is folytatódott, sőt az év első napjaiban kétéves mélypontra süllyedt az euró. Az euró gyengülését elsősorban a monetáris politikával kapcsolatos várakozások magyarázzák. Januárra a kamatszint tartása várható az amerikai jegybanktól, míg az Európai Központi Bank nem tarthat szünetet, a gazdasági adatok láttán folytatnia kell a kamatcsökkentést. A magasabb kamatszintet ígérő dolláreszközökre világszinten megemelkedik a kereslet. Az USA gazdasági kilátásai is sokkal kedvezőbbek, mint az Európai Unióé, ahol a várható amerikai vámintézkedések következtében 2025-ben az export csökkenése várható.

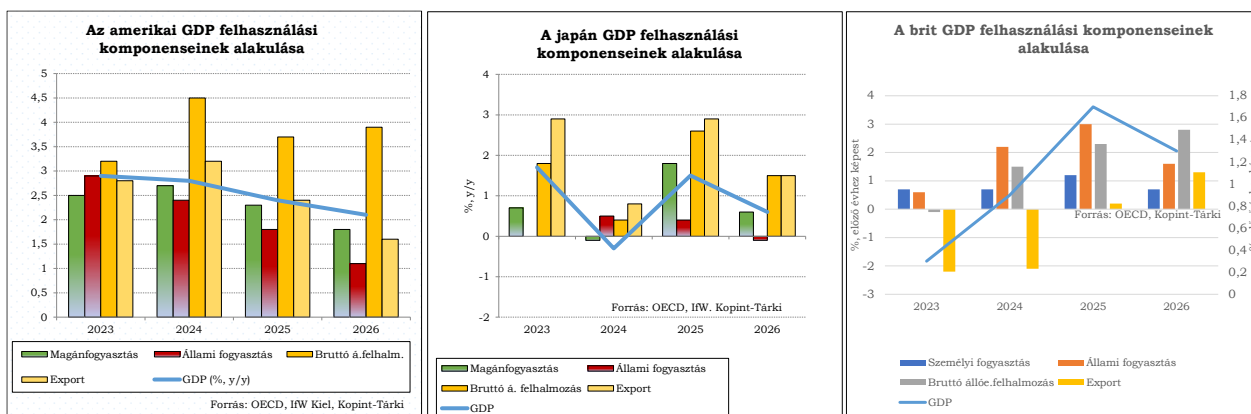
1.4. Az Európai Unió nemzetközi környezete

Az **USA**-ban a gazdasági növekedés 2024-ben erőteljes maradt, előzetes becslések szerint 2,8% körül alakulhatott. Ez ugyan az idén és jövőre valamelyest lassulni fog, azonban ezzel együtt a növekedési ütem 2% felett marad. A munkaerőkereslet valamelyest mérséklődik, s mivel a magánháztartások korábbi tartalékaikat felélték, és a reálbérek emelkedése is lassul, a magánfogyasztás a prognózisidőszakban mérsékeltebben bővül, mint korábban. A munkanélküliség továbbra is alacsony marad. A beruházások tavaly mintegy 4,5%-kal, erőteljesen bővültek. Ez a dinamika az idén némileg alábbhagy, részben a vártnál lassúbb monetáris lazítás, részben a lanyhuló magánfogyasztás következtében. Az export tavalyi 3,2%-os bővülése az idén – részben a nemzetközi kereslet lanyhulása, részben pedig az amerikai kereskedelempolitika változásának következtében – valamelyest lanyhulni fog. A növekedés szempontjából lefelé mutató kockázatot jelent az infláció várható alakulását övező bizonytalanság. Az amerikai infláció tavaly éves átlagban 2,5% körül mozgott, de az őszi hónapokban már megközelítette a jegybanki célértéket. A maginfláció továbbra is 2% felett mozog, s az amerikai gazdasági növekedés olyan erős, ami feltételezi, hogy az inflációs nyomás a következő hónapokban erősödhet. További lefelé mutató kockázat az amerikai kereskedelempolitika alakulása a Trump kormányzat alatt: a vámok esetleges erőteljes emelése, a nemzetközi protekcionista tendenciák erősödése fékezhetik az amerikai növekedést. Továbbra is probléma az amerikai államháztartás alakulása. A költségvetési hiány a GDP 7,4-7,9%-a körül mozog a prognózisidőszakban, a bruttó államadósság pedig elérte a GDP 120%-át. Trump második elnöksége alatti gazdaságpolitika – az eddigi jelzések alapján – az adócsökkentésekre fog összpontosítani a gazdaság fellendítése érdekében, valamint a magasabb vámokra fókuszál majd az amerikai külkereskedelem átalakítása céljából, továbbá a lehető legtöbb bevándorló kitoloncolására irányul, hogy több lehetőséget teremtsenek az amerikai munkavállalók számára. Azonban, hogy ezek az elképzelések a gyakorlatban mennyiben valósulnak meg, az a jövő zenéje.

A **japán** GDP tavaly 0,3%-kal csökkent. A jelenlegi előrejelzések az idei évre 1,5%-os, jövőre ismét 1% alatt GDP bővüléssel számolnak. Az idei élénkülést mind a magánfogyasztás, mind a beruházások támogatják. A bérek erőteljes emelkedése élénkíti a magánfogyasztást, az infláció mérséklődése, illetve a különböző állami fogyasztást élénkítő intézkedések csak fokozzák ezt a hatást. A gyenge jen következtében megnövekedett vállalati nyereségek és a különböző, elsősorban a zöld beruházásokat, illetve a digitális fejlesztéseket érintő állami támogatások jelentős mértékben hozzájárulnak a beruházások élénküléséhez. A fiskális politika az idén expanzív marad, jövőre várható csak némi szigorítás. A magas államadósság kezelése továbbra is kihívást jelent, amelyet előbb-utóbb fel kell vállalnia a japán kormányzatnak. Az idősödő társadalom mind költségvetési szempontból, mind munkaerőpiaci szempontból egyre nagyobb problémát jelent. A női foglalkoztatás, illetve az atipikus foglalkoztatási formák elterjedése Japánban nehézkesen halad, a külföldi munkaerő alkalmazása, ha lassan is de növekszik, de jóval elmarad a többi OECD országotól. A japán gazdaság versenyképességi problémákkal küzd, s a termelékenység jelentős javítására lenne szükség. Mindez feltételezi a munkaerőpiac szerkezeti átalakítását és a gazdaság strukturális modernizációját.

A **brit** GDP tavaly – az előzetes adatok szerint – szerény mértékben, 0,9%-kal nőtt. Idénre és jövőre már némi élénkülés várható, de a brit gazdaság továbbra is megsínyli a Brexit

következményeit. Az infláció az Egyesült Királyságban is csökken, de az erős bérnyomás és a szolgáltatások magas ára továbbra is felhajtja az árindexet, így a brit jegybank óvatos marad a monetáris lazítás terén. A fiskális politika vegyes képet mutat: míg egyik oldalon adóemelések várhatók, a másik oldalon a közberuházások bővülnek, és az egyéb kiadások is nőnek, így az állami fogyasztás bővülése a GDP felhasználásának legdinamikusabb komponense lesz az idén. A beruházások, amelyek 2023-ban még visszaestek, tavaly már élénkültek, is az idén már 2% feletti növekedés várható. Az export tavaly és tavaly előtt is zsugorodott, az idén jó esetben stagnálni fog, s talán jövőre élénkül valamelyest. A Brexit hatása ezen a területen érződik a leginkább. A brit feldolgozóipar teljesítménye a negyedik negyedévben jelentősen csökkent, s a legújabb felmérések szerint a megkérdezett vállalkozások majdnem fele az idei első negyedévben további csökkenéssel számol. A brit iparszövetség adatai szerint a feldolgozóipari kibocsátás 2020 augusztusa – a koronavírus első hulláma – óta nem volt ilyen gyenge, mint tavaly decemberben, és a következő negyedévre vonatkozó várakozások is 2020 májusa óta mért leggyengébbek. A brit feldolgozóipar decemberi beszerzésimenedzser-indexe (BMI) 47,3-re – 11 havi mélypontra – csökkent a novemberben mért 48,0-ról.



A kínai gazdaság

Az OECD szakértői december elején közzétett elemzésükben a kínai GDP 2024. évi növekedését 4,9%-osra becsülik, míg 2025-re némi ütemlassulásra számítanak. Mindazonáltal mind a 2024-es, mind a 2025. évi 4,7%-os gazdasági növekedésével Kína továbbra is a világgazdaság egyik leginkább dinamikus növekvő országa marad. A számottevő gazdasági potenciállal rendelkező országok közül csupán India lesz képes ennél gyorsabb, 2024-ben 6,8, 2025-ben 6,9 százalékos növekedésre. Kétségtelen, hogy a korábbi évtizedekben megszokott dinamikus kínai gazdasági növekedés már a múlté, de nem szabad figyelmen kívül hagynunk, hogy mindez a Kína szempontjából kedvezőtlen világgazdasági folyamatok, a protekcionizmus térhódítása mellett tudatos vállalás, a szigorú tervgazdálkodást folytató ország stratégiaváltásának következménye. Évtizedünk első felére vonatkozó ötéves tervükben évi 5%-os GDP bővülést irányoztak elő, ami azt jelzi, hogy a korábbi kétszámjegyű, vagy ahhoz közeli gazdasági növekedést generáló alacsony árfekvésű tömegtermékek exportörének szerepkörét a legújabb technológiák fejlesztése, a hazai és a világpiac igényeinek kielégítésére irányuló gyártásban való felhasználása veszi át.

A Kínával szemben alkalmazott különféle protekcionista intézkedések ellenére továbbra is az export a gazdasága fő mozgatórugója. Kivitelének dollárban számított értéke az előzetes adatok szerint 2024-ben közel 15%-kal haladta meg az egy évvel korábbi szintjét, ami az import mérsékelt bővülése mellett, tovább növelte az ország kereskedelmi mérlegének aktívumát. A nagyjából ezermilliárd dollárnyi többletének közel egyharmada az USA-val, több mint egynegyede pedig az európai országokkal lebonyolított kereskedelmében realizálódott.

Amennyiben az USA és az EU bevezeti a beígért büntetővámokat minden bizonnyal mérséklődni fog a kínai export növekedési üteme, de visszaesésével nem számolnak a szakértők. Egyrészt azért, mert a kínai termékek iránti kereslet élénk marad, másrészt pedig azért, mert az igen alacsony, már-már deflációba csúszó infláció következtében a kínai termelők árversenyképessége továbbra is fennmarad.

A gazdasági növekedés élénkítése, valamint a fő kereskedelmi partnerek várható protekcionista intézkedései hatásának enyhítése érdekében december közepén az ország legfelső vezetése bejelentette, hogy az állami költségvetés 2025-re tervezett hiányát a GDP 3%-áról 4%-ra emelik. Az sem kizárt, hogy 2025-ben a júan leértékelésére is sor kerüljön.

Figyelemre méltó az a fejlődés, amely hathatós állami támogatás mellett, a kínai termelési és ellátási láncok terén az utóbbi években bekövetkezett. A mesterséges intelligencia, a robotika, a blokklánc, a dolgok internete (IoT) és a tiszta energiával kapcsolatos innovációk egyaránt fokozzák a hatékonyságot, az átláthatóságot és a fenntarthatóságot a gyártás, a logisztika és az értékesítés területén. Kína jövőbeli versenyképességét a tömegesen rendelkezésre álló olcsó munkaerő helyett egyre inkább a legmodernebb technika vívmányainak kompetens szakemberek által történő előállítására és rendszerbeállítására fogja meghatározni.

A kínai gazdaság fontosabb mutatóinak alakulása

	2021	2022	2023	2024*	2025*	2026*
A GDP növekedése (az előző év %-ában)	8,4	3,0	5,2	4,9	4,7	4,4
Infláció (a fogyasztói árindex az előző évhez képest, %)	0,8	1,9	0,3	0,3	1,0	1,4
Áru és szolgáltatás export alakulása (az előző évhez képest, %)	15,7	-3,8	4,1	14,9	7,6	5,5
Áru és szolgáltatás import alakulása (az előző évhez képest, %)	7,6	-6,5	8,8	4,3	3,2	4,8
A folyó fizetési mérleg egyenlege (a GDP %-ában)	3,1	2,5	1,4	2,1	2,9	3,2

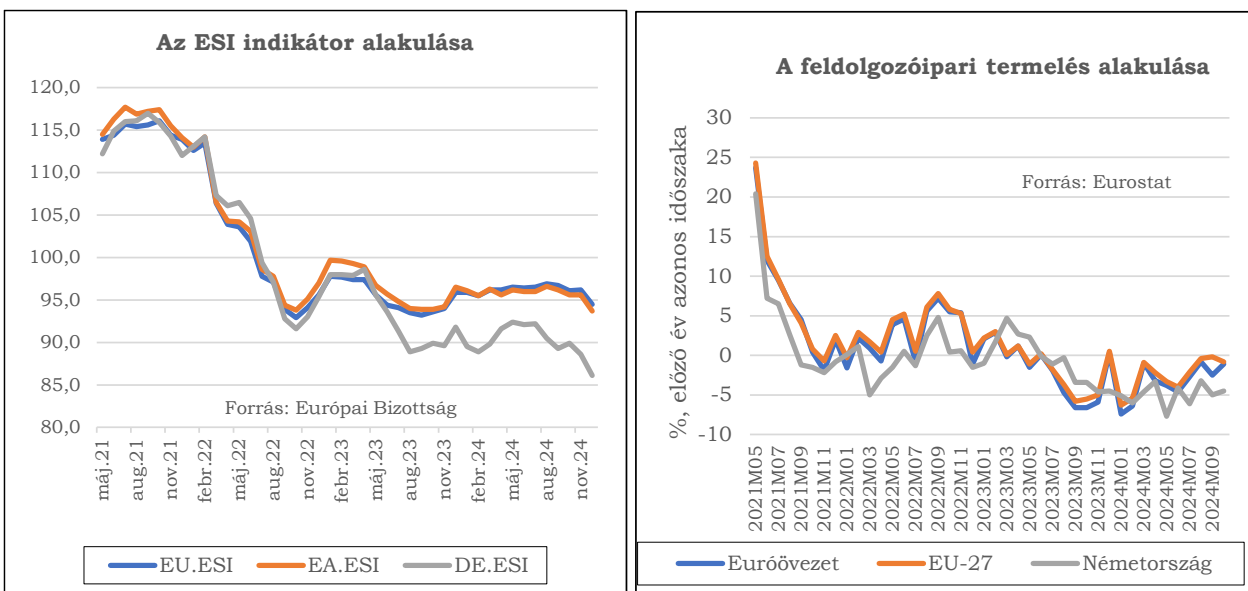
*= előrejelzés

Forrás: OECD Economic Outlook Database

1.5. Az Európai Unió gazdasága

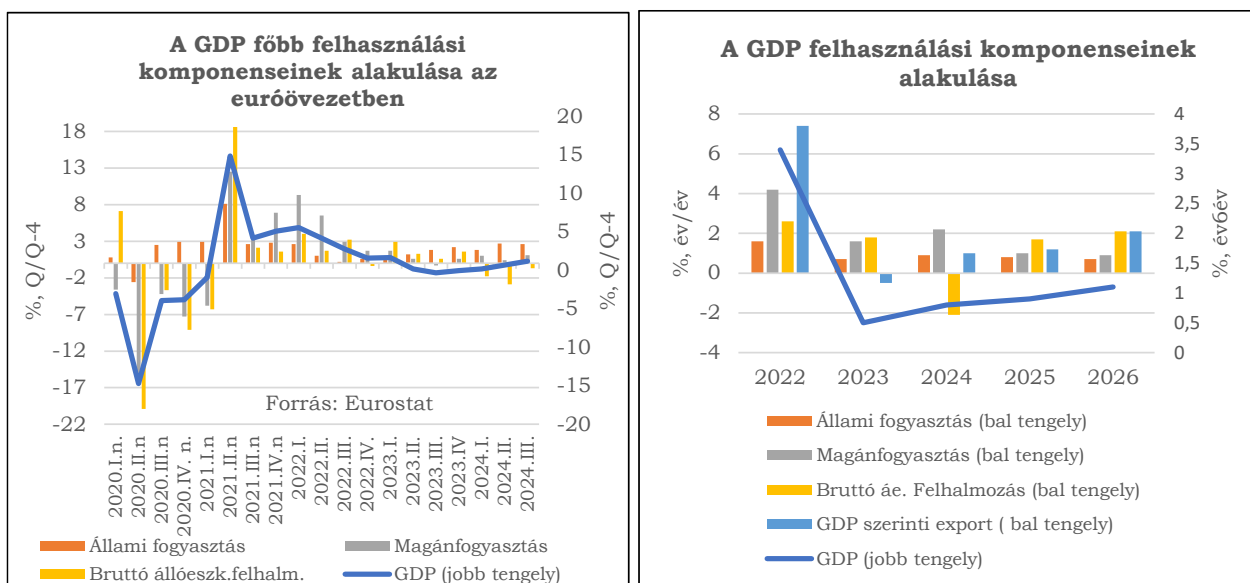
Az euróövezetben továbbra is lassú növekedés az idén, s jövőre is csak mérsékelt élénkülés várható

Az ESI indikátor csökkenése folytatódott az euróövezetben, s különösen Németországban. A rossz hangulatot alátámasztja, hogy a feldolgozóipari kibocsátás is mindenütt negatív trendet követ. Az euróvezet GDP-je ugyan a tavalyi harmadik negyedévben erőteljesen (év/év alapon 1,2%-kal, negyedév/negyedév alapon 0,4%-kal) emelkedett, a negyedik negyedben a dinamika azonban alábbhagyott. Így éves szinten tavaly mintegy 0,8%-kal bővíthetett az EU-20 GDP-je, s az idén és jövőre is legfeljebb 1% körüli növekedés várható. A növekedést a gyenge feldolgozóipari teljesítmény továbbra is fékezi. Az, hogy Németországban tavaly ismét zsugorodott a gazdaság és az idén is jó esetben legfeljebb stagnálni fog, szintén visszahúzza az eurózóna növekedését. A német autóipar válsága, telephelyek bezárása mind negatívan hat a többi 19 ország gazdasági kilátásaira.



Így nem csoda, hogy a GDP felhasználási komponensei csupán szerény javulást mutatnak a prognózisidőszakban. A magánfogyasztás 1% alatt bővül, a fiskális politika oldaláról nem nagyon várhatók pozitív impulzusok, így az állami fogyasztási kiadásai is alig emelkednek. A beruházások tavaly visszaestek, így az idei növekedés inkább annak korrekciójaként fogható fel. Az export 1% körüli bővülése tükrözi a feldolgozóipar gyengélkedése miatti visszafogott keresletet. A nettó export mind az idén, mind jövőre fékezi a növekedést, mivel az import valamennyivel erőteljesebben bővül, mint az export. Az exportra vonatkozó előrejelzéseket bizonytalanná teszi, hogy nem lehet tudni milyen vámintézkedések várhatók az USA részéről és ezeknek milyen mértékű lesz az exportvisszafogó hatása. A latin-amerikai országokkal létrehozandó szabadkereskedelmi megállapodás az amerikai protekcionizmus erősödését nem tudja ellensúlyozni. A meglehetősen bonyolult parlamenti erőviszonyok egyes országokban (Franciaország, a küszöbön álló német választás) szintén megnehezíti előrejelezni az európai gazdaságpolitika várható irányát, s bizonytalansági tényezőt jelent az egyes országok növekedési előrejelzéseit illetően is. Egyes országokban az eladósodás miatti fiskális

restrikció szintén fékezi a növekedést (Franciaország, Olaszország, Spanyolország). Ez utóbbi esetében egyre nagyobb a lakosság ellenállása a turizmus, az egyik fő növekedéshordozó, további bővítésével szemben. Franciaországban az új kormány a közkiadások csökkentésére és mérsékelt adóemelésekre törekszik, hogy stabilizálja a költségvetést. Valamennyire enyhébb megszorításokat tervez, mint a korábban megbukott kormány, de a legnagyobb probléma továbbra is a mélyen megosztott parlament támogatásának megszerzése. Franciaország gazdasági helyzete meglehetősen bizonytalan, a pénzpiacok egyre nagyobb nyomás alá helyezik a gazdaságpolitikát, a költségvetési hiány és a bruttó államadósság bőven meghaladják az uniós határértékeket, s a növekedés a tavalyi 1,1%-ról az idén tovább lassul, legfeljebb 0,7% lesz.



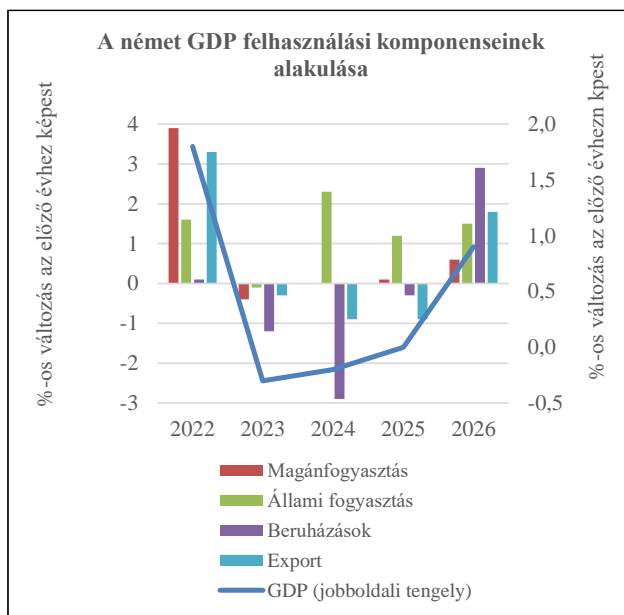
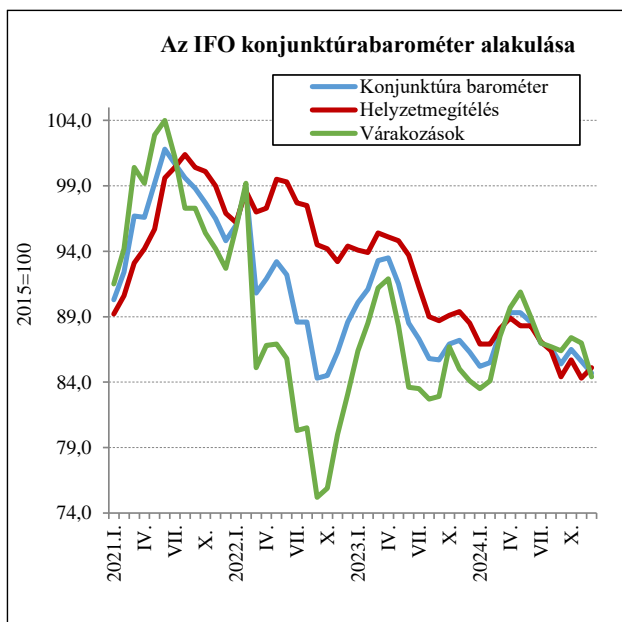
A *munkaerőpiac* a kedvezőtlen konjunkturális trendek ellenére egyelőre robusztus marad. Az idén 6% körüli munkanélküliségi ráta várható, országonként jelentős különbségekkel.

Az *infláció* – főleg a lanyha élénkülés miatt – tovább mérséklődik, és az EKB inflációs célja körüli értékeket ér el, ami a monetáris lazításnak további teret enged. Ezzel együtt a szolgáltatások terén az árak még erőteljesebben emelkednek, ami jelzi, hogy továbbra is van inflációs nyomás a gazdaságban.

Amennyiben a jövőben érvényt szereznének Trump javaslatának, amelyet a britek is támogatnak, miszerint a védelmi kiadásokat a NATO országoknak a GDP 5%-ára kellene emelniük, ez alaposan átrendezné az európai országok költségvetését. Ez számos területről vonna el forrásokat, többek között a kohéziós politikától és az agrárpolitikától. Külpolitikai szakértők egyetértenek abban, hogy a jelenlegi politikai helyzetben a NATO 2%-os szabálya idejét múlttá vált, azonban a téren nem alakult ki konszenzus, hogy milyen célérték lenne reális, illetve szükséges. Mivel számos uniós ország költségvetési egyensúlyi problémákkal küzd, a védelmi kiadások megemlése csak jelentős költségátcsoportosításokkal lenne megoldható, mivel a lanyha konjunktúra körülményei között a bevételek emelkedésére nem igen lehet számítani.

Németország

Németországban a gazdasági kilátások 2025-ben sem javulnak. Míg tavaly – az előzetes adatok szerint – a német GDP 0,2%-kal csökkent (2023-ban 0,3%-kal), az idei évre is legfeljebb stagnálás várható. Az IFO konjunktúrabarométer szeptember óta folyamatosan csökken, mind a vállalatok helyzetmegítélése, mind a rövidtávú várakozásaik lefelé tendálnak. Akárcsak tavaly, az idén is egyedül az állami fogyasztás mutat pozitív növekedést, a GDP többi felhasználási komponense vagy csökkenni, vagy stagnálni fog. Különösen a beruházások alakulása aggasztó, amelyek már harmadik éve folyamatosan zsugorodnak. Az export, amely 2023 óta folyamatosan csökken, szintén visszaesik az idén is, ami jelentős mértékben az autóipar válságával függ össze. A várható amerikai vámemelések szintén fékezni fogják az export teljesítményét. De egyre több tényező utal a német export nemzetközi versenyképességének hanyatlására. Egyre több elemző hívja fel arra a figyelmet, hogy a német gazdaság gyenge teljesítménye strukturális problémákkal és nem konjunkturális okokkal függ össze. A gazdasági teljesítmény gyengülése az idén már a munkaerőpiacon is nyomot hagy, a foglalkoztatottak számának növekedése leáll és a munkanélküliség enyhén emelkedni fog. Nem egy autóipari telephely bezárásra kerül. Az építőipari teljesítmény csökkenése negyedik éve tart, s egyelőre nem látszik változás. A 2024. évi erőteljes növekedés után a magánháztartások reáljövedelmei az elkövetkező két évben alig fognak emelkedni, ami a magánfogyasztást is visszafogja majd. A feldolgozóipar válsága tovább tart, itt a csökkenés egyelőre nem áll meg. A kedvezőtlen piaci kilátások miatt a vállalkozások egyre inkább leépítik termelő kapacitásaikat. Az infláció mérséklődése nem enyhít a bajokon: a novemberi inflációs ráta 2,2%-ra süllyedt, decemberben viszont 2,9%-ra gyorsult, az energiaárak emelkedése 3,7%-ra szelídült novemberben, 1,7%-ra decemberben. A szolgáltatások inflációja továbbra is viszonylag magas, 4% körüli, ami – 50%-s súlya miatt – felfelé nyomja a fogyasztói árakat. A küszöbönálló előrehozott választások miatt az új kormány gazdaságpolitikáját illetően nagy a bizonytalanság, ami a vállalkozásokat kivárára készíti. A vállalati csődök száma tavaly extrém módon megugrott, elérte a 2009. évi szintet, mintegy 121 ezer vállalkozás jelentett csődöt.



1.6. Közép-kelet európai új EU tagállamok

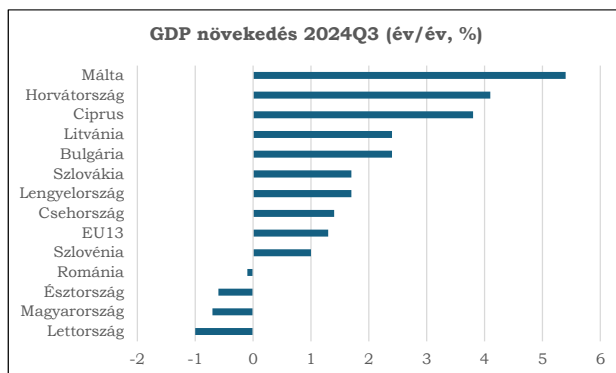
2024 harmadik negyedében az új EU tagállamok aggregált növekedése mindössze 1,3% volt, ami jelentősen elmaradt a korábbi évek átlagától. A 13 tagállamból négy esetben mértek visszaesést: Lettország (1%), Magyarország (0,7%), Észtország (0,6%) és Románia (0,1%). Ezzel szemben öt tagállamban volt 2%-ot meghaladó bővülés: Litvánia és Bulgária (2,4%), Ciprus (3,8%), Horvátország (4,1%) és Málta (5,4%). A térség növekedéséhez továbbra is Lengyelország járult hozzá leginkább.

A *lengyel gazdaság* 1,7%-os növekedése a térség átlaga fölött van, és várhatóan ez a vezető szerep nem csak 2024 végéig, hanem 2025-ben is megmarad. A gazdaságot a magánfogyasztás húzza, amit a fiskális stimulusok is támogattak, azonban a költségvetés hiánya 2024-ben a GDP közel 6%-ára ugrott. Konszolidációt a kormányzat nem hajtott végre, és sajtóhírek szerint 2025-ben sem fog, hivatkozva a háborús helyzet miatti megnövekedett védelmi kiadásokra (Lengyelország védelmi költségei GDP arányosan a NATO tagállamok közül a legmagasabb). A lengyel államháztartási hiány a 3%-os GDP arányos küszöb alá szorítását Varsó csupán 2027-től tervezi. Mindez a stabil növekedés ellenére viszonylag kockázatos országgá teszi Lengyelországot, elsősorban az infláció szempontjából. Az energiahordozók világszertei ára továbbra is nagy ingadozásokat hozhat, Lengyelország pedig továbbra is főként drágán és kevésbé környezetbarát módon állít elő energiát, ráadásul az orosz szénimport is korlátozva van, és várhatóan hosszú távon az is marad. Az erős magánfogyasztás folyamatos nyomást gyakorol az árakra, a jegybank ezért idén nem tervez további kamatvágást. A zlotyi árfolyama relative stabil volt az utolsó negyedévben, ez azonban könnyen megváltozhat, ha a pénzügyi szereplők részéről kétségek merülnek fel a lengyel költségvetés fenntarthatóságával kapcsolatban.

2024 meglepetésországa egyértelműen *Horvátország*, amely a harmadik negyedévben 4,1%-kal növekedett és ez a dinamika minden bizonnyal az utolsó negyedévben is megmarad. Ezzel a 3,8 millió fős ország az 1,3%-os régiós növekedéshez mintegy 0,15 százalékponttal járult hozzá, ami Lengyelország és Csehország után a harmadik legnagyobb érték. A horvát növekedést is magánfogyasztás táplálja a bérnövekedésen keresztül, ami azt is jelenti, hogy az euró bevezetése egyelőre nem járt a növekedés lassulásával. A jövőben a horvát növekedés valószínűleg mérséklődik, mivel a jelenleg kétszámjegyű bérnövekedés nem fenntartható, s a beruházás dinamikája is lassulni fog. A mérséklődő horvát növekedés azonban még így is 3% körül alakulhat 2025-ben.

A pandémia utáni években *Románia* többször volt Lengyelországgal együtt a régió növekedési motorja. Még 2024 első felében is így volt, köszönhetően a magánfogyasztást ösztönző fiskális intézkedéseknek. A magánfogyasztás robosztus növekedése továbbra is fennmaradt, azonban az importfelhasználás, különösen a fogyasztási célú import már lerontotta a gazdaság bővülését, és így a harmadik negyedévben a korábbi dinamikus növekedés már stagnálásba váltott át. Az utolsó negyedévben ráadásul a román gazdaság év/év alapú növekedési bázisa is magas, azaz nem valószínű, hogy az év végére a stagnálás növekedésbe menne át, sőt inkább újabb visszaesés várható. Ezzel együtt a kedvező első félév miatt az éves növekedés nincs veszélyben. Lengyelországhoz hasonlóan Románia is magas GDP arányos államháztartási hiányokkal küzd (2024-ben várhatóan 8%-ot is eléri), amit a bukaresti kormánynak sürgősen kezelnie kell, de ehhez a 2025-ös választásokig nagy valószínűséggel nem fog hozzákezdni, sőt a további egyenlegromlás sem kizárt a kampányidőszak alatt.

Az *infláció* minden tagállamban várhatóan mérsékelt marad jövőre feltéve, ha a nemzetközi energiahordozók piacán nem történnek drámai változások. A jegybankok ennek ellenére óvatosak maradhatnak, mivel bár a növekedés gyenge lábakon áll, az inflációs kockázat nem múlt még el. 2025 legnagyobb kérdése, hogy a túlzott deficit eljárás alatt lévő tagállamok (Lengyelország, Magyarország, Románia és Szlovákia) kormányai hogyan tudják kezelni a megnövekedett államháztartási hiányokat. A gyenge nemzetközi környezet folyamatosan csökkenti annak esélyét, hogy a hiány "kinövekedhető" legyen, ami pedig egyre inkább a kiadáscsökkentés felé tereli a tagállamokat. Egy stabil nemzetközi gazdasági környezetben mindez akár anélkül is megvalósítható lenne, hogy jelentősebb növekedési áldozatai lennének a korrekciónak, így a konszolidációnak elsősorban exogén korlátai vannak. Amennyiben a külső körülmények nem romlanak tovább, úgy a kormányzatok meg tudják teremteni a növekedés és az államháztartási hiány csökkentésének egyensúlyát, és a térség gazdasági bővülése 3% fölött is alakulhat 2025-ben és 2026-ban is. Ha azonban a térség legnagyobb tagállamai megszorításokra kényszerülnek, úgy a regionális növekedés is alacsonyabb lehet.



Gazdasági növekedés az Európai Unió tagországában

(A GDP százalékos változása az előző évhez viszonyítva)

	Súly*	2019	2020	2021	2022	2023	2024*	2025*	2026*
Németország	24,3	1,1	-3,8	3,2	1,8	-0,3	-0,2	0,0	0,9
Franciaország	16,5	1,8	-7,5	6,4	2,5	0,9	1,1	0,7	0,8
Olaszország	12,3	0,5	-9,0	8,3	4,0	0,7	0,5	0,8	0,9
Hollandia	6,1	2,0	-3,9	6,2	4,3	0,1	0,9	1,4	1,1
Belgium	3,4	2,2	-5,3	6,9	3,0	1,4	1,0	0,8	1,1
Luxemburg	0,5	2,9	-0,9	7,2	1,4	-1,1	0,7	2,0	1,9
Írország	3,0	5,3	6,6	15,1	9,4	-5,5	0,4	3,1	3,2
Görögország	1,3	1,9	-9,3	8,4	5,6	2,0	2,2	2,1	2,0
Spanyolország	8,6	2,0	-11,2	6,4	5,8	2,7	3,1	2,0	1,8
Portugália	1,6	2,7	-8,3	5,7	6,8	2,3	1,6	1,9	2,4
Ausztria	2,8	1,5	-6,6	4,2	4,8	-0,8	-0,9	0,6	1,2
Finnország	1,6	1,2	-2,4	2,8	1,3	-1,2	-0,3	1,3	1,3
Észtország	0,2	4,0	-1,0	7,2	-0,5	-3,0	-0,2	2,9	2,7
Szlovákia	0,7	2,5	-3,3	4,8	1,8	1,1	2,2	2,0	2,3
Szlovénia	0,4	3,5	-4,2	8,2	2,5	1,6	1,5	2,5	2,5
Ciprus	0,2	5,5	-3,4	9,9	5,1	2,5	2,9	2,6	2,4
Málta	0,1	7,1	-8,2	12,5	8,1	5,6	5,4	4,0	4,4
Lettország	0,2	0,6	-3,5	6,7	3,0	-0,3	0,0	2,5	2,7
Litvánia	0,4	4,7	0,0	6,3	2,4	-0,3	2,4	2,1	2,8
Horvátország	0,4	3,4	-8,6	13,8	6,3	2,8	3,9	2,9	2,6
Euróöna	84,7	1,6	-6,1	5,9	3,4	0,4	0,8	0,9	1,2
Dánia	2,2	1,5	-2,4	6,8	2,7	1,8	3,0	3,2	2,1
Svédország	3,2	2,0	-2,2	6,1	2,7	-0,2	0,6	1,3	1,5
Magyarország	1,2	4,9	-4,5	7,1	4,6	-0,9	0,5	2,4	2,9
Csehország	1,8	3,0	-5,5	3,6	2,4	-0,5	1,0	2,2	2,5
Lengyelország	4,4	4,4	-2,0	6,9	5,3	0,2	2,6	3,7	3,6
Románia	1,9	3,9	-3,7	5,7	4,1	2,1	1,8	2,5	2,9
Bulgária	0,6	4,0	-4,0	7,7	3,9	1,8	2,1	3,0	2,8
EU-14	87,5	-5,8	5,3	3,5	1,8	0,4	0,8	0,9	1,2
Új EU-13	12,5	4,0	-3,5	6,3	4,1	0,5	1,9	2,9	3,0
EU-27	100	1,8	-5,6	6,0	3,4	0,4	0,9	1,2	1,4
<i>Emlékeztető tételek</i>									
USA		2,3	-2,2	5,8	2,5	2,9	2,8	2,4	2,1
Japán		-0,4	-4,3	2,6	1,2	1,7	-0,3	1,5	0,6
Egyesült Királyság		1,6	-11,0	8,7	4,8	0,3	0,9	1,7	1,3
Kína		6,0	2,0	8,4	9,1	4,8	4,9	4,7	4,4
Oroszország		2,0	-3,0	5,6	-1,2	3,6	3,9	1,5	1,0
<i>Délkelet-Európa</i>									
Szerbia		4,3	-0,9	6,7	3,0	1,9	3,9	4,2	4,3
Törökország		0,8	1,8	9,0	2,0	3,5	3,0	3,2	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 tagországában

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

	Súly*	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*	2025*	2026*
Németország	23,5	1,4	0,4	3,2	8,7	6,0	2,5	2,2	2,0
Franciaország	16,7	1,3	0,5	2,1	5,9	5,7	2,3	2,3	2,2
Olaszország	14,2	0,6	-0,1	1,9	8,7	5,9	1,1	2,1	2,2
Hollandia	5,1	2,7	1,1	2,8	11,6	4,1	3,2	2,4	2,0
Belgium	3,4	1,2	0,4	3,2	10,3	2,3	4,3	2,9	2,1
Luxemburg	0,3	1,6	0,0	3,5	8,2	2,9	2,3	2,3	1,9
Írország	1,6	0,9	-0,5	2,4	8,1	5,2	1,3	2,1	2,0
Görögország	1,7	0,5	-1,3	0,6	9,3	4,2	3,0	2,4	1,9
Spanyolország	9,2	0,8	-0,3	3,0	8,3	3,4	2,9	2,3	2,2
Portugália	1,9	0,3	-0,1	0,9	8,1	5,3	2,7	2,1	1,8
Ausztria	2,7	1,5	1,4	2,8	8,6	7,7	2,9	2,3	2,0
Finnország	1,6	1,1	0,4	2,1	7,2	4,3	1,0	2,0	2,1
Észtország	0,2	2,3	-0,6	4,5	19,4	9,1	3,5	3,5	2,5
Szlovákia	0,8	2,8	2,0	2,8	12,1	11,0	3,0	4,5	3,0
Szlovénia	0,4	1,7	-0,3	2,0	9,3	7,2	2,0	2,2	2,2
Ciprus	0,2	0,5	-1,1	2,3	8,1	3,9	2,1	2,1	2,0
Málta	0,1	1,5	0,8	0,7	6,1	5,6	2,5	2,2	1,9
Lettország	0,3	2,7	0,1	3,2	17,2	9,1	1,3	2,1	2,3
Litvánia	0,5	2,2	1,1	4,6	18,9	8,7	0,8	2,5	2,4
Horvátország	0,5	0,8	0,0	2,7	10,7	8,4	4,1	3,4	2,5
Euróóóna	84,4	1,2	0,3	2,6	8,4	5,4	2,4	2,3	2,1
Dánia	1,9	0,7	0,3	1,9	8,5	3,4	1,4	1,9	1,8
Svédország	2,7	1,7	0,7	2,7	8,1	5,9	2,0	1,6	2,0
Magyarország	1,1	3,4	3,4	5,2	15,3	17,6	3,7	4,3	3,3
Csehország	1,6	2,6	3,3	3,3	14,8	12,0	2,4	2,4	2,0
Lengyelország	4,9	2,1	3,7	5,2	13,2	10,9	3,5	4,3	3,0
Románia	2,3	3,9	2,3	4,1	12,0	9,7	5,7	4,3	3,5
Bulgária	0,6	2,5	1,2	2,8	13,0	8,6	2,4	2,5	2,4
EU-14	86,5	1,3	0,4	2,6	7,8	5,3	2,3	2,2	2,1
Új EU-13	13,5	2,7	2,7	4,4	13,9	10,8	3,5	3,7	2,9
EU-27	100,0	1,4	0,7	2,9	9,2	6,4	2,5	2,4	2,2
Emlékeztető tételek^a									
USA		1,8	1,4	4,7	6,6	3,8	2,5	2,1	2,0
Japán		0,5	0,0	-0,3	2,5	3,3	2,6	1,9	2,1
Egyesült Királyság		1,8	0,8	2,6	9,1	7,3	2,6	2,7	2,3
Kína		2,9	2,5	0,8	1,9	0,3	0,3	1,0	1,4
Oroszország ^b		4,5	2,6	5,9	13,8	5,9	7,9	8,0	7,0
Délkelet-Európa									
Szerbia		1,9	1,7	3,6	8,5	12,6	4,7	3,7	3,5
Törökország		15,2	12,3	17,8	63,0	55,4	59,8	30,8	17,8

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	2019	2020	2021	2022	2023	2024*	2025*	2026*
Németország	20,1	3,1	3,6	3,6	2,7	2,9	3,4	3,3	3,8
Franciaország	14,2	8,4	8,0	7,9	7,3	7,3	7,4	7,7	7,8
Olaszország	11,7	10,0	9,6	9,6	8,2	7,7	6,5	6,0	6,0
Hollandia	4,5	3,4	3,3	4,2	3,4	3,5	3,6	3,5	3,6
Belgium	2,4	5,4	6,4	6,3	5,6	5,6	5,5	5,7	5,6
Luxemburg	0,2	5,6	5,8	5,5	4,7	5,0	6,0	5,9	5,6
Írország	1,1	5,0	6,7	6,3	4,8	4,1	4,3	4,3	4,3
Görögország	2,1	17,3	15,3	14,8	12,5	11,0	11,0	9,5	8,9
Spanyolország	11,0	14,1	15,2	14,8	13,1	12,0	11,6	10,6	9,9
Portugália	2,4	6,5	6,7	6,6	5,9	6,5	6,3	6,2	6,0
Ausztria	2,2	4,5	6,4	6,2	4,6	6,4	5,6	5,8	5,6
Finnország	1,3	6,4	7,7	7,7	6,7	7,0	8,4	8,6	8,0
Észtország	0,3	4,4	6,8	6,2	6,1	7,0	7,5	7,7	7,2
Szlovákia	1,3	5,8	6,8	6,8	6,3	5,7	5,5	5,3	5,1
Szlovénia	0,5	4,5	4,6	4,8	4,1	3,6	3,5	3,6	3,6
Ciprus	0,2	7,1	7,5	7,5	7,2	6,4	4,9	4,7	4,5
Málta	0,1	3,6	4,0	3,5	3,2	2,7	3,2	3,1	3,0
Lettország	0,5	6,3	7,3	7,6	7,1	6,8	6,7	6,7	6,5
Litvánia	0,7	6,3	7,1	7,1	6,0	6,8	7,5	7,0	6,9
Horvátország	0,9	6,6	6,7	7,7	6,3	6,5	5,1	4,7	4,6
Eurózóna	77,7	7,6	8,0	7,7	6,7	6,5	6,4	6,2	6,2
Dánia	1,4	5,0	5,3	5,1	4,2	4,8	6,0	5,5	5,0
Svédország	2,6	6,8	8,9	8,8	7,4	7,4	8,4	8,1	7,5
Magyarország	2,3	3,3	4,1	4,1	3,7	4,1	4,6	4,4	4,0
Csehország	2,5	2,0	2,7	2,8	2,7	2,4	2,6	2,7	2,7
Lengyelország	8,0	3,3	3,3	3,4	2,7	3,0	2,9	2,8	2,7
Románia	3,9	3,9	5,0	5,6	5,4	5,4	5,5	5,5	5,4
Bulgária	1,6	4,2	5,1	5,3	5,2	4,2	4,3	4,0	3,8
EU-14	77,2	7,1	7,9	7,8	6,7	6,6	6,5	6,3	6,3
Új EU-13	22,8	4,1	4,4	4,6	4,1	4,1	4,2	4,1	4,0
EU-27	100,0	6,8	7,2	7,1	6,1	6,0	6,0	5,8	5,7
<i>Emlékeztető tételek^a</i>									
USA		3,7	8,1	5,4	3,6	3,6	4,0	4,1	4,1
Japán		2,4	2,8	2,8	2,6	2,6	2,5	2,4	2,3
Egyesült Királyság		3,8	4,5	4,6	3,9	4,0	4,2	4,0	4,0
Kína ^b		3,8	3,6	4,0	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Oroszország ^d		4,6	6,0	5,9	3,9	4,5	4,8	4,9	4,9
<i>Délkelet-Európa</i>									
Szerbia ^e		10,4	9,0	10,7	9,2	8,7	8,7	8,3	8,0
Törökország		13,7	13,2	12,8	12,9	10,1	9,3	9,8	9,8

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

2.1. Makrogazdasági helyzetkép és kitekintés

2024 harmadik negyedében az eddig is erőtlen gazdasági kilábalás *megtorpant*: a **GDP volumene 0,8%-kal csökkent** éves összehasonlításban, három negyedév óta először. (A szezonálisan és munkanappal kiigazított volumencsökkenés 0,7%-os volt.) Az **előző negyedévhez** viszonyítva a GDP már második negyedéve zsugorodik, az esés mértéke a harmadik negyedévben **0,7%-os volt** az előző negyedévhez képest.

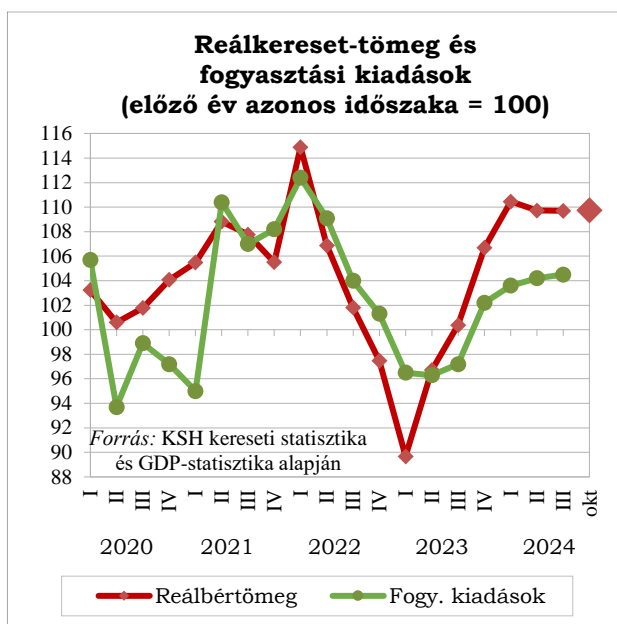
Habár a 2024-es év során a növekedési adatok mindvégig csalódást keltőek voltak, a harmadik negyedévi visszaesés az eddigieknél is látványosabban cáfolt rá az elemzői várakozásokra (nem is beszélve az optimista kormányzati előrejelzésekről). Uniós összevetésben a negyedév/negyedéves alapon a magyar növekedési teljesítmény a legrosszabb, éves összehasonlításban pedig a második legrosszabb volt (Lettország után), holott az EU átlagos növekedési üteme továbbra is meglehetősen halvány. Az év első három negyedévének átlagában a magyar GDP csupán 0,6%-kal volt magasabb, mint egy évvel korábban.

A gazdasági dinamika romlása ugyanakkor **nem egyöntetű** a GDP összetevőinek körében.

2.2. A növekedési komponensek alakulása

A **felhasználási oldalon** a harmadik negyedévben részben folytatódott a korábban megismert mintázat: a belföldi keresletet a fogyasztási dinamika erősödése segítette, a felhalmozás ugyanakkor visszafogta. A *háztartások fogyasztási kiadásai* viszonylag élénk, sőt a korábbinál valamivel élénkebb ütemben bővültek, ugyanakkor a *bruttó állóeszköz-felhalmozás* zuhanásának üteme alig mérséklődött a második negyedévihez képest. Továbbra is pozitív volt a készletváltozás növekedési hozzájárulása, ugyanakkor e pozitív hozzájárulás *érzékenyen gyengült* a második negyedévihez képest. Kedvező fejlemény, hogy a természetbeni társadalmi juttatások korábbi esése növekedésbe váltott, és ezzel közel került egymáshoz a fogyasztási kiadások és a tényleges magánfogyasztás dinamikája – emellett a közösségi fogyasztás zsugorodásának mértéke is enyhült. Így összességében az *összes végső fogyasztás* növekedési üteme érezhetően erősödött a harmadik negyedévben.

Visszatérve a háztartások fogyasztási kiadásaira, ezek volumene 4,5%-kal volt magasabb a harmadik negyedévben, mint egy évvel korábban. Ez az ütem erősödést jelent a korábbi negyedévekhez képest, és a gyorsulás némi pozitív meglepetést okozott a baljósan kedvezőtlenül alakuló kiskereskedelmi adatok után. Eközben viszont a *hazai fogyasztás* növekedési üteme kismértékben *lassult* (4,1%-ra), ami – a már említett kiábrándító kiskeres-



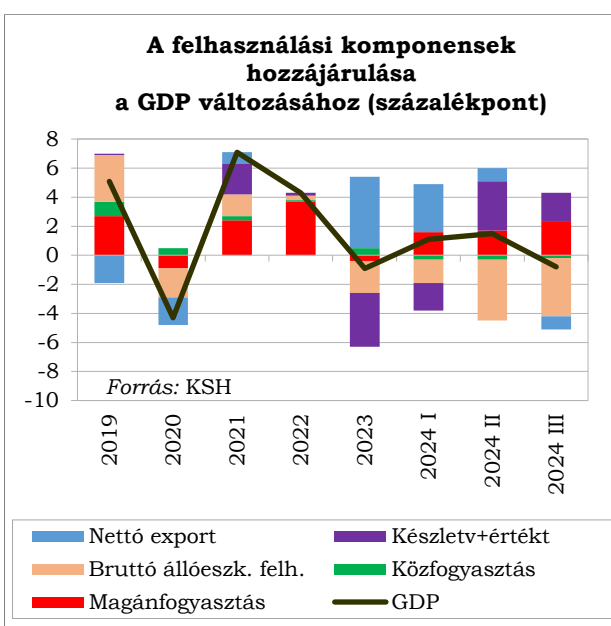
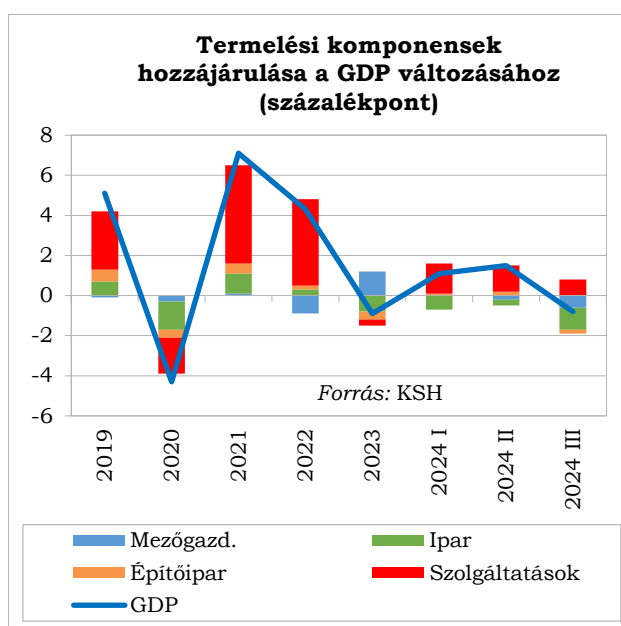
kedelmi statisztikával együtt – azt sugallja, hogy a fogyasztás gyorsulása nagyobbrészt *külföldre irányuló költésben* csapódott le, ami nem kifejezetten jó hír a magyar gazdaság számára.

Megjegyzendő továbbá, hogy a nettó **reálkereset-tömeg** továbbra is közel 10%-kal bővült a bérstatisztika adatai alapján, tehát a reálkeresetek növekedési üteme még mindig jócskán felülmúlja a fogyasztási dinamikát. Fontos körülmény ugyanakkor, hogy a szektorszámle-adatok tanúsága szerint a háztartások *vegyes jövedelmeinél*, illetve *tulajdonosi jövedelmeinél* jelentős lassulásra került sor, így a rendelkezésre álló jövedelem növekedési üteme már nem sokkal gyorsabb, mint a fogyasztási kiadásoké.

Eközben a háztartások megnövekedett hitelfelvételi aktivitása miatt a szektor nettó pénzügyi megtakarításainak bővülése megállt a harmadik negyedévben, vagyis a háztartásoknak az elmúlt negyedévekben megfigyelt **óvatos magatartása** *oldódni látszik*.

Az *állóeszköz-felhalmozás* folytatódó kétszámjegyű (14%-os) visszaesését illetően a beruházás-statisztikai adatok a közép- és nagyvállalati beruházások továbbra is erőteljes, bár némileg mérséklődő zsugorodását, ugyanakkor az állami beruházások zuhanásának gyorsulását mutatják a harmadik negyedévben.

A vállalati szektoron belül az esés lassulása a *feldolgozóipari* beruházások zuhanásának bizonyos fokú mérséklődéséből adódott, ez azonban csekély vigasz, mivel az ágazat beruházásai még a harmadik negyedévben is 27%-kal zsugorodtak év/éves alapon. Az esést a kedvezőtlen gazdasági környezetben túl a folyamatban levő, nagy figyelmet kapó feldolgozóipari beruházások (CATL, BMW, BYD) sem feltétlenül enyhítik jelentősen, miután a beruházási tevékenység jelentős hányada már végbement. Eközben a főként *belföldre orientált* ágazatokban kevésbé egyöntetűen lesújtó a kép – az ingatlanágazat beruházásainak gyorsuló növekedése mellett növekedést mértek több más területen is, habár eközben erőteljesen visszaestek a kereskedelmi ágazat beruházásai. Ezenfelül az állami kereslettel nagymértékben függő területek többségében – mindenekelőtt a szállítás-raktározás ágazatban – a beruházások súlyos visszaesése folytatódott, vagy éppen gyorsult. Mivel ennek az ún. kvázifiskális **szektornak** a súlya *nagyobb* a szűk



állami szektornál, egyértelmű, hogy a fiskális korlátok továbbra is súlyosan korlátozzák az állam beruházási költségeit.

A háztartásokat illetően biztató, hogy a szektorszámlák nominális adatai szerint a háztartások (és a háztartásokat segítő szervezetek) beruházásainak esése megállhatott a harmadik negyedévben. Eközben viszont a beruházási statisztika szerint a *mikro- és kivállalkozásokat, illetőleg a háztartásokat* magában foglaló reziduális szektorban a visszaesés továbbra is meredekebb, mint közép- és nagyvállalati szektor egészénél. A csődök és felszámolások magas száma mindenesetre azt sugallja, hogy a kkv-szektor számottevő hányada inkább a túléléssel, mint a fejlesztéssel van elfoglalva.

Az élénkülő fogyasztási kereslet és a még mindig meredeken – de már nem gyorsuló ütemben – zsugorodó beruházási kereslet eredőjeképpen a **belföldi felhasználás** dinamikája akár érzékelhetően javulhatott is volna a harmadik negyedévben, ha eközben a készletváltozás (még mindig pozitív) növekedési hozzájárulása nem gyengül érdemben. Így összességében a belföldi felhasználás eleve szerény növekedési üteme jelképes mértékűre, 0,3%-osra lassult a harmadik negyedévben. Vagyis úgy tűnik, hogy pillanatnyilag a háztartások fogyasztással kapcsolatos óvatossága mintha enyhülne, és a háztartások beruházásai terén is elindulhatott a fordulat. Ám ez önmagában nem képes lendületet adni a belföldi összkeresletnek, ehhez a vállalati és/vagy állami beruházások javulására – legalábbis az esés érdemi mérséklődésére – lenne szükség.

De a korábbi GDP-növekedés csökkenésbe fordulása nem a belföldi felhasználás lendületvesztésének tudható be, hanem főként a **nettó exportban** végbement negatív fordulat eredménye. Bekövetkezett az, amire számítani lehetett: **a továbbra is nyomorúságos exportpiaci feltételek mellett a belföldi kereslet akármilyen szerény bővülése is negatívvá változtatta a külkereskedelem növekedéshez való hozzájárulását.** A romlás az *áru- külkereskedelmi* pozícióban ment végbe: miközben az áruexport volumene szinte ugyanolyan ütemben csökkent a harmadik negyedévben, mint a másodikban, az áruimport-csökkenés erőteljesen lelassult – habár még folytatódott, a belföldi kereslet nagyon szerény bővülése ellenére. Az áru- külkereskedelem – több mint két éve először – negatívan járult hozzá a gazdasági növekedéshez, ráadásul a lehúzó hatás meghaladta az 1%-pontot. A külkereskedelmi statisztika számai szerint az importdinamika erősödése főként a feldolgozott termékek importjának növekedésbe fordulásából, illetőleg a gépek-járművek importcsökkenésének komoly lassulásából adódott. Ami az exportot illeti, alapvetően a továbbra is nagyon gyenge külső kereslet okozza a kivitel szinte zavartalan visszaesését, habár az élelmiszerexportot már érinthette az idei gyengébb mezőgazdasági teljesítmény is.

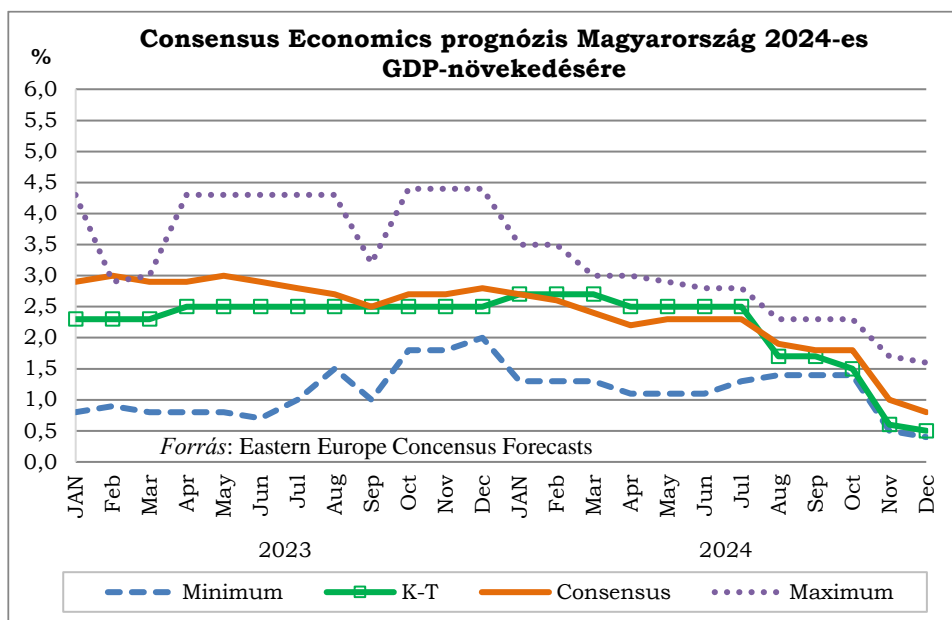
A **termelési oldalon** a növekedési teljesítmény *mind a négy nemzetgazdasági ágban* romlott a harmadik negyedévben. A becsült *mezőgazdasági* visszaesés a forró és aszályos időjárásnak betudhatóan drasztikusabbá vált a nyári hónapokban, az **ipar** zsugorodása pedig nemhogy enyhült volna, de meredekebbé vált a harmadik negyedévben, különösen, ami a feldolgozóipart illeti. Az első félévben mért *építőipari* növekedés is csökkenésbe fordult az elégtelen kereslet miatt, és meglepetésszerűen a **szolgáltatási** szektor növekedési üteme is gyengült – nem pedig erősödött – a fogyasztási kereslet élénkülése ellenére.

Bár mind a négy összevont nemzetgazdasági ág érdemben hozzájárult a növekedés csökkenésbe fordulásához, az *ipar* visszaesésének mélyülése önmagában több mint

egyharmad részben magyarázza a fordulatot. Igaz, az eleve zsugorodó ipar dinamikájának további romlásában jelentős mértékben közrejátszott a bázishatás (az ipari hozzáadott érték negyedév/negyedéves megugrása 2023 III. negyedévében), valamint a szezonális és naptárhatás is. Az alapvető helyzeten, az ipar kilátástalannak látszó vergődésén mindez keveset változtat. Az ipar belföldi értékesítésén egyelőre nem hagy nyomot a fogyasztási kereslet élénkülése (amit a beruházások folytatódó zuhanása kísér), és az exportértékesítés esésének az üteme is csak némileg mérséklődött. A négy gépipari ágazat mindegyikében meredek, 8-12%-os esést mértek a harmadik negyedévben. 2024 november végén az ipari export-rendelésállomány mintegy 19%-kal alacsonyabb volt, mint egy évvel korábban.

A *szolgáltatások* esetében a kismértékű romlás (a növekedés lassulása) alapvetően a *piaci szolgáltatások* egyes szegmenseinek tudható be. Figyelemreméltó, hogy épp a kereskedelemben és a szálláshely-vendéglátásban volt kimondottan jelentős a lassulás, holott ezeket a területeket elvben pozitívan érinthette volna a fogyasztási kereslet élénkülése. Lanyhult a lakáspiaci élénküléstől támogatott ingatlanszektor növekedése is. A jó hír az, hogy eközben valamennyi szolgáltatási ágban folytatódott a növekedés, kisebb-nagyobb ütemben.

Összességében a kedvezőtlen harmadik negyedévi adatok, illetőleg az utolsó negyedévre vonatkozóan eddigi ismert számok alapján **jelentősen lefelé módosítottuk a tavalyi évre vonatkozó növekedési előrejelzésünket: jelenleg a GDP mindössze 0,5%-os bővülését várjuk 2024-ben.** E prognózisunk a decemberi konszenzushoz viszonyítva borúlátónak számít, habár az előrejelzések átlaga is trendszerűen csökkent az év második felében. Valójában e prognózishoz is **komoly negatív kockázat** kapcsolódik: feltételezi egyrészt a belső keresleti dinamika némi erősödését (például az állóeszköz-felhalmozás esésének 10% körülire mérséklődése révén), másrészt pedig azt, hogy a



nettó exportban nem következik be újabb markáns romlás a harmadik negyedévhez képest. Mindkét feltevés könnyen borulhat – a jelenleg elérhető októberi és novemberi külkereskedelmi adatok alapján sor kerülhetett az import elszaladására az exporthoz képest. Némileg pozitív kockázatot jelent a fogyasztás, amely a kiskereskedelmi adatok

alapján tovább élénkülhetett az utolsó negyedévben, de a kiskereskedelmi számok összefogyasztásra vonatkozó előrejelző értéke korlátozott.

2.3. 2025. évi előrejelzés

Az **idei évre** vonatkozó növekedési várakozásaink – nagyjából egyetértésben az előrejelzői konszenzussal – meglehetősen visszafogottak. Ugyanakkor a kormányzat 3,5%-hoz közelítő, az MNB pedig 3% körüli GDP-növekedésre számít.

Az optimista előrejelzők rámutatnak például arra, hogy az idén folytatódni fog a *reálkereset-emelkedés*, és ez – a háztartások óvatosságának korábban említett oldódását és a fokozódó hitelfelvételi aktivitást is figyelembe véve – a **fogyasztás** további élénkülése irányába mutat. Ezenfelül megemlíthető a családi adókedvezmény megemlése az év közepétől, a munkáshitel bevezetése, az állampapírok utáni nagy összegű kamatfizetések, a nyugdíjpénztári megtakarítások lakáscélú felhasználhatósága 2025-ben, illetőleg a Vidéki Otthonfelújítási Program bevezetése. Mindezek a háztartások fogyasztási és/vagy beruházási keresletét erősítik.

Másfelől az aránylag élénk növekedésre vonatkozó előrejelzések sarokpontja az a feltevés, hogy az idei év második felétől helyreáll a *nemzetközi konjunktúra*, és ez lendületet ad majd az iparnak, illetőleg az exportnak. Ehhez hozzájön a három ipari óriásberuházás (CATL, BMW, BYD) termelőre fordulása, amely érezhető lökést adhat a GDP- (és még inkább az ipari) növekedésnek. Az ipari és exportkilátások a vállalati beruházások növekedésbe fordulására is ösztönzőleg hatnak.

A Kopint-Tárki álláspontja szerint a fenti tényezőkkel kapcsolatos negatív kockázatok túlságosan nagyok ahhoz, megalapozzanak egy 3%-os vagy még nagyobb növekedést 2025-ben. Mindenekelőtt, egyelőre csak az tűnik többé-kevésbé biztosnak, hogy az előttünk álló fél évben *nem* fog javulni a nemzetközi konjunktúra – hogy utána lesz-e fellendülés, és milyen mértékű, az kérdéses. Pillanatnyilag bizonytalan, hogy milyen új vámokkal kell az EU-nak szembenézni az új amerikai adminisztráció hivatalba lépését követően, Az is bizonytalan, hogy hogyan alakul az EU Kínával folytatott kereskedelmi háborúja, valamint, hogy a német autóipar számára kiemelten fontos kínai felvevőpiacot milyen mértékben sújtja a deflációs fenyegetés, amellyel a kínai gazdaság jelenleg szembenéz. Ugyanezen okból kérdéses, hogy a három óriásberuházás mennyiben tud majd hozzájárulni az ipari növekedéshez az idén: megfelelő nagyságú kereslet híján az aktivált új kapacitásokat is csak késve vagy részlegesen fogják kihasználni. Így például decemberben már híradások jelezték, hogy a piaci viszonyok függvényében a BMW 2026-ra tolhatja át a sorozatgyártás megkezdését a debreceni üzemben.

Ezért, noha számolunk az ipar és az export élénkülésével az év második felében, csak szerény, 2,5% körüli ipari növekedést várunk jelenleg. Ez behatárolja az export-fellendüléssel, illetőleg a vállalati beruházások megélénkülésével kapcsolatos várakozásokat is.

Ami a *fogyasztást* illeti, itt figyelembe kell venni, hogy habár a reálkeresetek tovább nőnek az idén, a növekedés üteme *jelentősen lassul* 2024-hez képest – jelenlegi feltevésünk szerint a reálnövekedés jó eséllyel nem éri el a 4%-ot. A lassulás irányába hat a korábbiakhoz képest mérsékeltebb minimálbér- és főként garantált bérminimum-emelés, számos ágazat gazdasági nehézségei, valamint az éppen *romlóban levő munkapiaci helyzet*. A *munkaerő-piaci felmérés* szerint a harmadik negyedévi stagnálás

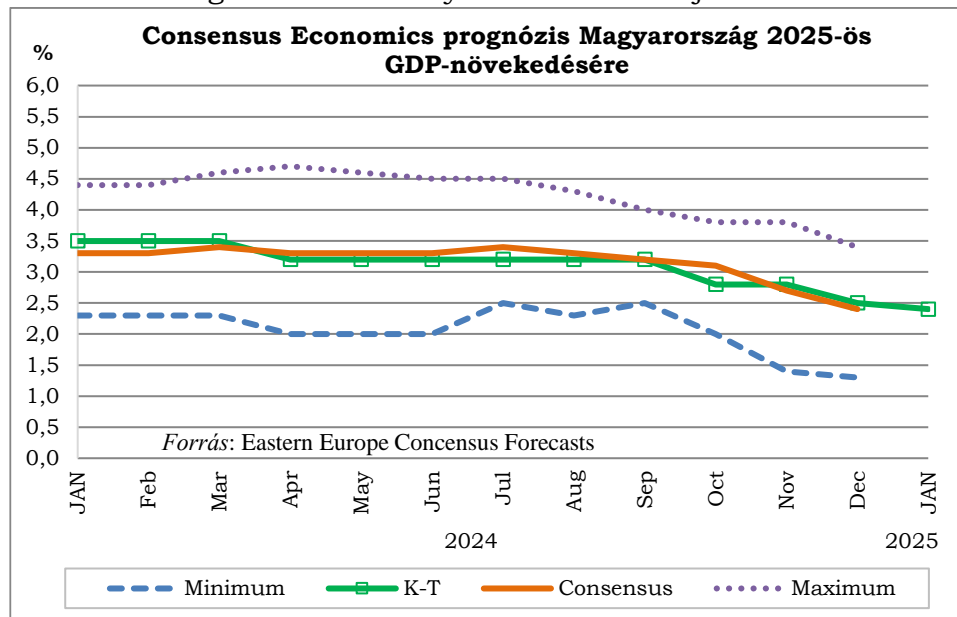
után a foglalkoztatottak száma 0,8%-kal csökkent augusztus-novemberben. Ha jelentős késéssel is, de a nyomott konjunkturális helyzet már nem csak a leépítésekkel kapcsolatos híradásokban, de a makroszintű foglalkoztatási adatban is tükröződik. Mivel komolyabb konjunkturális javulás az év második felében várható (jó esetben), a nyomott munkapiaci helyzet a keresetekre és a háztartások kibontakozóban lévő fogyasztási kedvére is hatással lehet az idei év nagy részében. Ilyen körülmények között mérlegelendő, hogy milyen mértékben ösztönözheti a fogyasztást a munkáshitel, vagy a családi adókedvezmény évközi megemelése.

Jelenleg arra számítunk, hogy a háztartások reáljövedelmének lassuló bővülése és a munkapiaci helyzet némi romlása ellenére a **magánfogyasztás a tavalyinál valamivel gyorsabb ütemben, 3,6%-kal nő** – azaz az intézkedéseknek lesz bizonyos foganatja, de a hatásuk egyáltalán nem lesz látványos. E várakozásunkhoz bizonyos fokú pozitív kockázat kapcsolódik.

A *beruházások* – két éven át tartó visszaesés után – ismét bővíhetnek az idén, de a bővülés üteme várhatóan nagyon szerény lesz, miután az általános gazdasági környezet csak az év második felében javulhat. A 2% körülire becsült növekedés jelentős hányada a háztartások beruházásainál jelentkezik, részben a lakáspiaci keresletet ösztönző intézkedések eredményeképpen, míg a vállalati és állami beruházásoknál idén még inkább csak stabilizálódásra, semmint valódi fellendülésre számítunk.

A fentiekből valószínűsíthető, hogy a **belföldi felhasználás** növekedési üteme az idén alulról közelít a 3%-hoz – ami nem sok, de komoly javulás a tavalyi hozzávetőleges stagnáláshoz és az azt megelőző visszaeséshez képest. Ennek nyomán azonban az *import* is nőni fog 2025-ben. Ha az importnövekedés nem is lesz látványos, és ha az év második felében – jelenlegi, némileg optimista feltevésünk szerint – az exportnövekedés is érzékelhetővé válik – arra számítunk, hogy az idén az import gyorsabban emelkedik az exportnál, vagyis a nettó export növekedési hozzájárulása negatív lesz.

Így összességében **a GDP szerény, 2,4%-os bővülésére számítunk**. A Kopint-Tárkinak ez a prognózisa összhangban van a tavalyi decemberi előrejelzői konszenzussal.

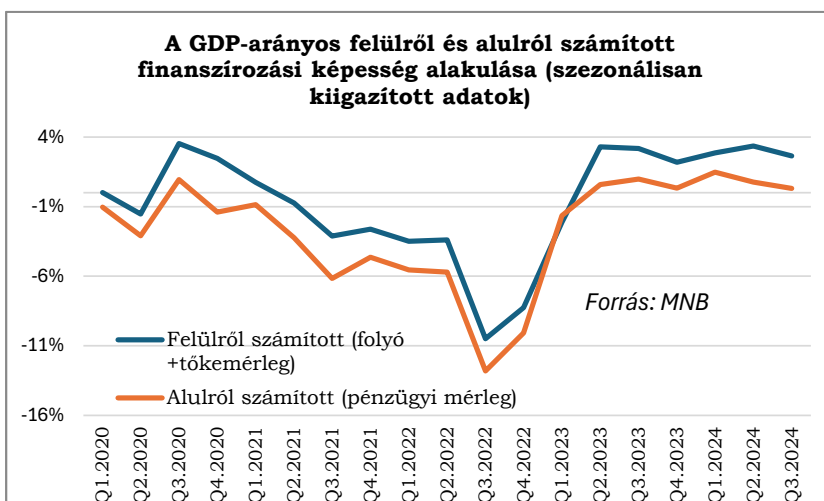


2.4. Fizetési mérleg

A 2022-ben kialakult jelentős deficitet követően 2023-ban kezdett javulni a folyó fizetési mérleg egyenlege, 2024-ben pedig stabilizálódni látszik az előző év második felében kialakult aktívum, így 2024 egészére 2,5% körüli GDP-arányos folyó mérleg többletre lehet számítani. A folyó deficit csökkenésében, majd többletbe fordulásában meghatározó szerepet játszott a nettó exportnak a 2022. évi cserearányromlás korrekciójához, valamint a gazdaság – különösen a beruházások – visszaeséséhez köthető „javulása”, az utóbbi tényező ugyanis jelentősen visszafogta a behozatalt. Ugyanakkor számottevően zsugorodott a „felülről számított finanszírozási képesség” (a folyó és a tőkemérleg összevont egyenlege) és a folyó mérleg egyenlege közötti pozitív rés, aminek a tőkemérlegben elszámolt EU-transzferek mérséklődése áll a háttérben. A GDP arányában 2024-ben 3, 2025-ben pedig 2-2,5% körül alakulhat a felülről számított finanszírozási képesség. A gazdaság külső finanszírozását „alulról” jelző pénzügyi mérleg egyenlege ettől hagyományosan 1,5-2 százalékponttal elmarad, de várhatóan mind 2024 egészében, mind 2025-ben a pozitív tartományban lesz. Ez – a tranzakciók oldaláról (vagyis az ár- és árfolyamváltozások lehetséges hatásaitól eltekintve) – az ország nettó külföldi kötelezettségállományának némi csökkenését vetíti előre.

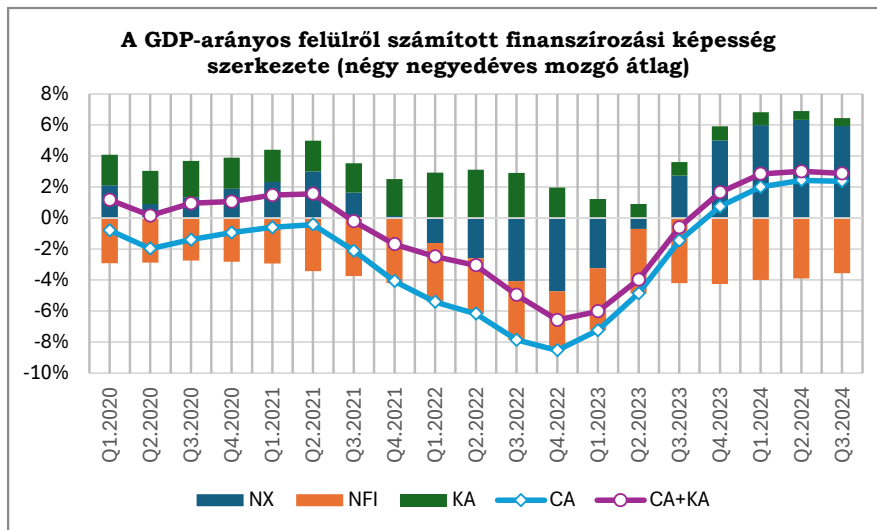
Az alábbi ábra az MNB által számított, szezonálisan kiigazított adatok alapján ad képet a fizetési mérleg két fő egyenlegének GDP-arányos alakulásáról 2020 elejétől 2024 harmadik negyedévéig. A kék vonal a folyó- és tőkemérleg együttes egyenlegét, a piros pedig a pénzügyi mérleg egyenlegét jelöli; a kettő különbsége a tévedések és kihagyások egyenlege. A tétel elnevezéséből következik, hogy nem ismert a forrása, a nemzetközi tapasztalatok szerint azonban annak, hogy a piros vonal alacsonyabban van a kék vonalnál, gyakran nem regisztrált tőkeáramlás van a háttérben.

Az ábra jól érzékelteti a közelmúlt fejleményeit és azok előzményeit: a 2022 közepéig tartó (2022 elején felgyorsult) romlást, az azt követő korrekciót és a 2023 közepe óta tapasztalt stabilizációt.



A következő ábra a kék vonallal jelölt, felülről számított finanszírozási képesség fő összetevőinek irányzatát mutatja a GDP arányában, négy negyedéves mozgó átlagok alapján. A folyó mérleget (lila vonal) mindvégig a nettó export alakulása mozgatja (kék oszlop): 2021 közepétől eleinte csökkenő többlet, majd 2022 végéig növekvő deficit

(választási költségek + cserearányromlás), 2024 elejéig jelentős javulás (megszorítások cserearányjavulás), majd stabilizálódás. A másik figyelmet érdemlő fejlemény a kék vonal (folyó + tőkemérleg) és a lila vonal (folyó mérleg) jelentős közeledése egymáshoz azáltal, hogy zöld oszlopokkal jelzett EU-tőkefinanszírozások a vizsgált időszak végére a korábbi évek töredékére csökkentek.



Jelölések: NX: nettó export; NFI: jövedelemegyenleg; KA: a tőkemérleg egyenlege; CA: a folyófizetési mérleg egyenlege

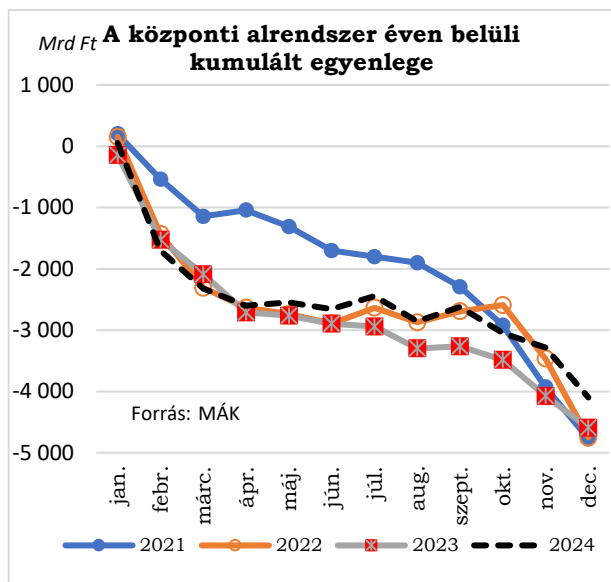
Forrás: MNB alapján saját számítás

2.5. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok

2.5.1. Államháztartási folyamatok

A Pénzügyminisztérium előzetes adatai szerint 2024-ben az államháztartás *pénzforgalmi* hiánya **4.095,8 milliárd** forint lett, ami kissé magasabb, mint a tervezett. A decemberi pénzforgalmi hiány 811 milliárd forint lett, ami azt jelzi, hogy 2024-ben is megismétlődött az év végi költekezés immáron több éve tartó hagyománya. A decemberi pénzforgalmi hiány egymagában a várható GDP több mint 11%-át tette ki, az utolsó negyedévi pedig a 19,3%-át.

Ugyanakkor, az *eredményeszemléletű* (ESA) deficit a PM előzetes becslése szerint 2024-ben a GDP 4,8%-a körül lehetett. A végleges adat azonban csak 2024. évi nominális GDP adatának a megismerése, illetve a pénzforgalmi és eredményeszemléletű egyenleg közötti ESA-híd pontos kiszámítása után lesz meghatározható. Emiatt **továbbra sem zárjuk ki az 5%-hoz közelítő ESA-hiányt 2024-ben.**



a
az

Mindazonáltal, ha elfogadjuk a PM előzetes kalkulációját a 4,8%-os GDP-arányos eredményeszemléletű hiányról, akkor az első háromnegyed évi 3,5%-os ESA deficit alapján az utolsó negyedévi ESA hiány a GDP 5,7%-a lehetett, ami jóval kedvezőbb az előző évek 10% feletti utolsó negyedévi hiányrátájánál.

A 4,8%-os ESA hiány egyúttal azt jelenti, hogy, mintegy 80.000 milliárd forintos GDP-vel számolva, az éves eredményeszemléletű hiány 3.840 milliárd forint körül volt, ami alacsonyabb a 4.095,8 milliárd forintos pénzforgalmi hiánynál. Ez változás a 2023. évi adatokhoz képest, amikor a pénzforgalmi hiány 4.435 milliárd forint volt, az ESA hiány pedig meghaladta az 5 ezer milliárd forintot. Kétségtelen, hogy a két adatsor csak korlátozottan hasonlítható össze, mivel a pénzforgalmi hiány csak a központi alrendszerre vonatkozik, az ESA hiány pedig a teljes államháztartásra, beleértve az önkormányzatok és a költségvetésbe besorolt állami vállalatok kiadásait és bevételeit is.

A központi költségvetés pénzforgalmi kiadásainak és bevételeinek az alakulásáról részletes adatok egyelőre csak az első 11 hónapra állnak rendelkezésre. Ebből az tűnik ki, hogy a **bevételei oldalon** – előző jelentésünkben leírtaknak megfelelően – jelentős elmaradás tapasztalható a *fogyasztást terhelő* adóknál. A bevételek ugyan 11%-kal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest, viszont elmaradtak az irreális előirányzatoktól, amelyek 22%-os (!) emelést jeleztek előre. Ennek oka, hogy a tervezés időszakában még nem lehetett tudni, hogy a 2023. évi bázis különösen alacsony lesz. 2024-ben várhatóan 9,8-10 ezer milliárd forint lehet az éves bevétel ezen a soron (2023-ban 873 milliárd forint folyt be decemberben, 2024-ben ez 1000 milliárd közelébe érhetett). Az éves elmaradás több mint 1.000 milliárd forint a tervezetthez képest.

A *lakosság befizetései* ezzel szemben a tervezettnél megfelelően alakultak (13%-os emelkedés az első 11 hónapban, az egész évre tervezett 12%-kal szemben). E soron az éves bevétel kb. 50 milliárd forinttal meghaladhatja a tervezettet.

Az *uniós programok bevételei* ugyanakkor az előirányozottnak a felét sem érték el 2024 első 11 hónapjában (1.037 milliárd a tervezett 2.480 milliárddal szemben). Az év folyamán havonta átlagosan 94 milliárd forint támogatás érkezett az EU-ból. Ez alapján várhatóan ezen a soron 1.400 milliárd forinttal marad el a teljesítés az előirányozottól.

A **kiadási** oldalon a fő kiadási tétel, a *költségvetési szervek nettó* (bevételektől megtisztított) *kiadásai* (8.888 milliárd forint) az első 11 hónapban elmaradtak a tervezettől, ezen azonban a decemberi kiadások még változtathatnak. A kormány ugyanis az év utolsó hónapjában jellemzően ezen a soron szokott jelentős kiadásokról dönteni (2023-ban ez nettó 1.600 milliárd forint volt, egyetlen hónapban).

A *kamatkiadások* az első 11 hónapban 400 milliárd forinttal voltak magasabbak az előirányozottnál. Itt félretervezés történt, holott az előzetes számítások jelezték az állam magas, 4 ezer milliárdot megközelítő kamatfizetési kötelezettségét. 2024-ben a kamatfizetés elérhette a GDP 5%-át, amint azt előző jelentésünkben leírtuk.

A vártnál alacsonyabb lett viszont a *Rezsivédelmi Alap* támogatásának az összege (a tervezett pontosan fele). 2024-ben a kormány már csak 241 milliárd forintot költött rezsivédelemre. Figyelemre méltó módon, a *Honvédelmi Alap* támogatása (411 milliárd forint) is csak a felét tette ki a tervezettnél, bár ez is több mint a háromszorosa az előző évinek.

Összességében a 2024. évi költségvetés az előző jelentésünkben leírtaknak megfelelően alakult. Az év elejei rendkívül rossz helyzetet a második félévben sikerült valamennyire korrigálni, és végül a tényleges hiány csak kevéssé haladta meg a felemelt előirányzatot.

Államadósság

2024 első háromnegyed évében a magyar államháztartás bruttó adóssága az MNB adatai szerint 5.268 milliárd forinttal, 60.721 ezer milliárd forintra emelkedett (ez tartalmazza az Eximbank adósságát is). A harmadik negyedévben lépte át a 60 ezer milliárdot. Az államadósság növekedése elsősorban az első negyedévben volt jelentős (3.146 milliárd forint), a második és harmadik negyedévben jóval szerényebb volt a növekedés (1.230, illetve 845 milliárd forint).

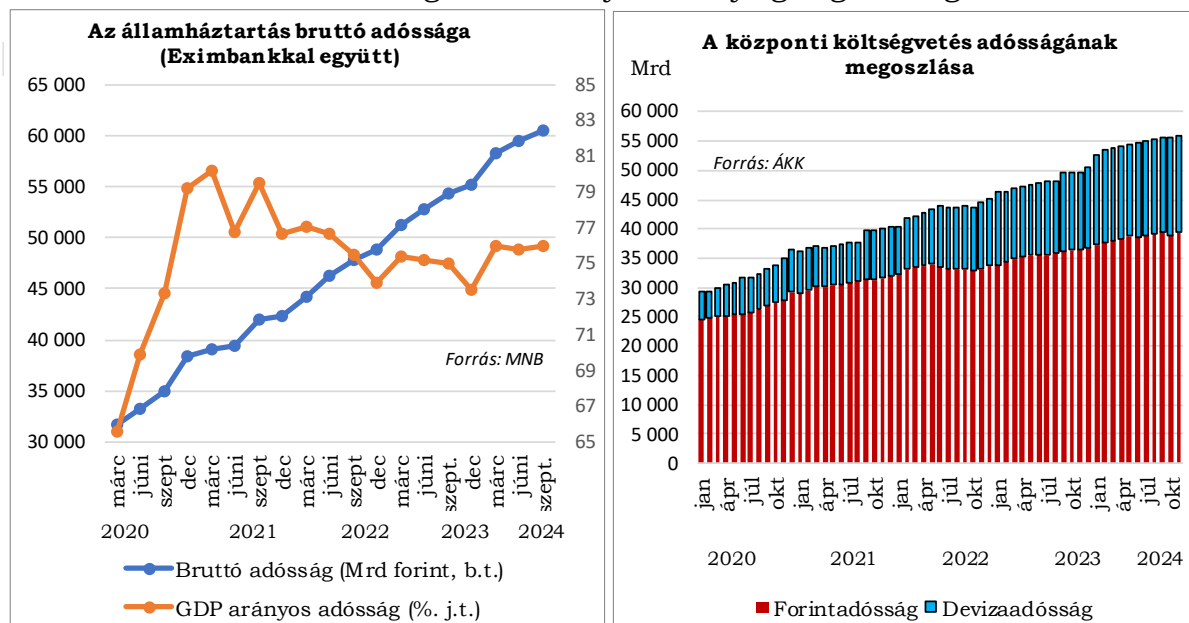
A GDP arányában az államadósság 2024 szeptemberére 76%-ra emelkedett, az előző év végi 73,4%-ról.

2024 folyamán a központi államháztartás devizaadósságának az aránya 28-29% között mozgott, 2024 októberében és novemberében 29,77% volt, azaz éppencsak alatta maradt a 30%-os limitnek. Az Államadósság Központ 2022-ben emelte fel a deviza-arány felső határát 25-ről 30%-ra. Az államadósság árfolyam-kitettsége tehát magas, mivel az árfolyam gyengülése növeli az államadósság forintban kifejezett értékét. A nominális GDP-nek a vártnál alacsonyabb szintje szintén kedvezőtlenül hathat az adósságráta mértékére. A fentiek valószínűtlenné teszik az államadósság-rátának a szeptemberi 76%-ról a tavalyi évvégi 73,5% alá való csökkentésének az esélyét. Az államadósság ugyanis nem a számított ESA-hiány, hanem a pénzforgalmi hiány, illetve annak finanszírozási

szükséglete alapján alakul ki. A fentiek következtében 2024. végére továbbra is **74% körüli GDP-arányos adósságrátát** jelzünk előre.

A 2025. évi költségvetés

A 2025. évi költségvetési törvényt számos előrejelzési bizonytalanság övezi. A törvény a GDP 3,4%-os növekedésével, 3,2%-os fogyasztói árindex-szel és 3,3%-os termelékenységgel számol. Valamennyi feltevés erősen kockázatos. A gazdasági növekedés üteme túl-, az infláció pedig alultervezett és a termelékenység ilyen mértékű emelkedése is kétséges. Alacsonyabb tényleges gazdasági növekedés rontja a



költségvetés teljesítésének az esélyét, mivel az adóbevételek tervezettél alacsonyabb növekedésével járhat. A feltételezettnél magasabb infláció (ami erősen valószínű) hatása összetett: a növekvő ÁFA bevételek javíthatják, a magasabb nyugdíjkiadások pedig ronthatják az egyenleget, hogy csak a két legfontosabb tételt említsük. Ami a nyugdíjkiadásokat illeti, a 13. havi nyugdíjon keresztül az állam megtakaríthat pár tízmilliárd forintot, mivel az az év elején megállapított nyugdíjra vonatkozik. A feltételezettnél (397,5 forint/euró) gyengébb árfolyam (ami bizonyosnak tekinthető) az állami beruházások költségeit növelheti meg, mivel azok importvonzata magas.

További probléma, hogy a költségvetési törvény 2024-re 85.255, 2025-re pedig 87.945 milliárd forintos nominális GDP-vel számol. A 2024. évi GDP adat tévedés (elírás) lehet, mindenesetre a 2024-ben várhatóan 80 ezer milliárd forintos (vagy inkább az alatti) GDP-t követően 2025-ben a törvényben szereplő GDP adat is túlzottnak tűnik. Sokkal inkább 86.000 milliárd forint körüli nominális GDP várható. Ez pedig valamennyi GDP-arányos mutatót kétségessé tesz.

Az államháztartás pénzforgalmi egyenlegét a törvény 4.209,2 ezer milliárd forintban határozza meg, ami a 87.945 milliárd forintos nominális GDP mellett 4,8%-os pénzforgalmi hiányt jelent. A 4.209,2 ezer milliárd forintos államháztartási hiány akár teljesíthető is lehet, az alacsonyabb GDP mellett azonban ez a tervezettnél magasabb GDP-arányos hiányt okozhat.

Ami a kiadási és a bevételi előirányzatokat illeti, a 2025. évi költségvetési törvény e téren megalapozottabbnak tűnik, mint a 2024. évi törvény volt. 2026-ban azonban visszatérhet a korábbi évekre jellemző félretervezés, mivel a kormány bejelentette, hogy visszatér a korábbi gyakorlathoz, és a 2026. évi költségvetést már 2025. júliusában el kívánj fogadtatni.

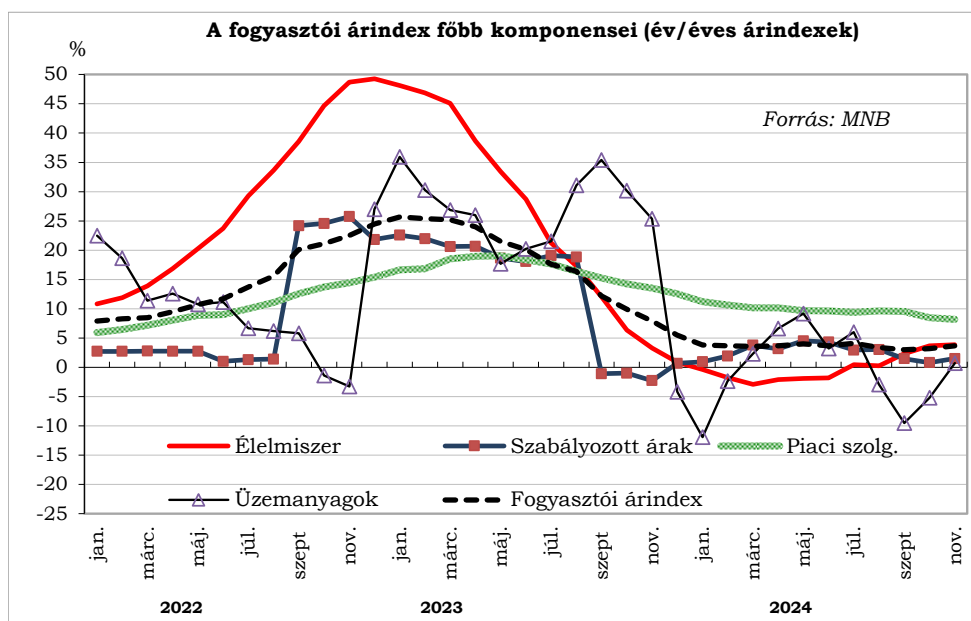
2.5.2. Infláció

A 2023. évi 17,6%-os áremelkedést 2024-ben 3,7%-os éves átlagos árindex követte. Ezen belül a legmagasabb áremelkedést a *piaci szolgáltatások* mutatták, majdnem 10%-os éves árindexszel. A piaci szolgáltatók éveleji jelentős áremelése a második félévben mérséklődtek ugyan, a monopol/oligopol pozícióban lévő szolgáltató cégek által nyújtott szolgáltatások (internet, távközlés, autópályadíj, lakhatási költségek) ára azonban továbbra is az átlagnál magasabb ütemben emelkedett. A szolgáltatás árakat felfelé nyomja a béremelés is, amelyet a termelékenység emelkedése ebben az ágazatban kevésbé tud kompenzálni, mivel itt jelentős részben munkaerő-intenzív tevékenységekről van szó.

Az *élelmiszerek* áremelkedése 2024-ben, az előző évi viharos ütem után viszonylag mérsékelt maradt, különösen az év első felében. Az év utolsó harmadában azonban ismét masszív emelkedés indult el az élelmiszerárak terén. Mindazonáltal, az év egészében az élelmiszerek áremelkedése alacsonyabb volt, mint az átlagos árindex, igaz, ez az előző évi rekordáremelkedés következtében előállt kiemelkedő szintre rakódott rá.

Az átlagosnál valamivel magasabb ütemben emelkedett az élvezeti cikkek, a ruházkodási termékek és az üzemanyagok ára. A tartós fogyasztási cikkek és a háztartási energia ára viszont csökkent éves átlagban. A fogyasztói árindex számításainak furcsaságai következtében a háztartási energia átlagos ára változatlan árak mellett is mérséklődött, mivel a háztartások a becslések szerint kevesebbet fogyasztottak az emelt árú energiából, ami az átlagárak csökkenésével járt együtt.

Az Eurostat 2025. január 1-jétől kezdődően a harmonizált fogyasztóiár-index (HICP) számítása során a háztartási energia egyes díjszabásának aránya a januári szinten rögzítve lesz az év folyamán. A KSH közleménye szerint azonban a változtatás a hazai fogyasztóiár-index (CPI) számítás módszertanát nem érinti. Ezért a kétféle árindex a jövőben nagyobb mértékben térhet el egymástól.



Számításaink szerint 2025-ben az éves átlagos fogyasztói árak a 2024. évinél valamivel nagyobb mértékben **4,3%-kal emelkedhetnek**.

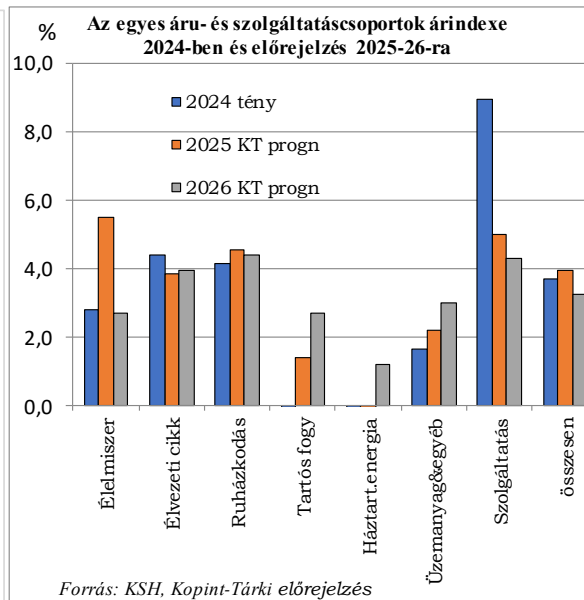
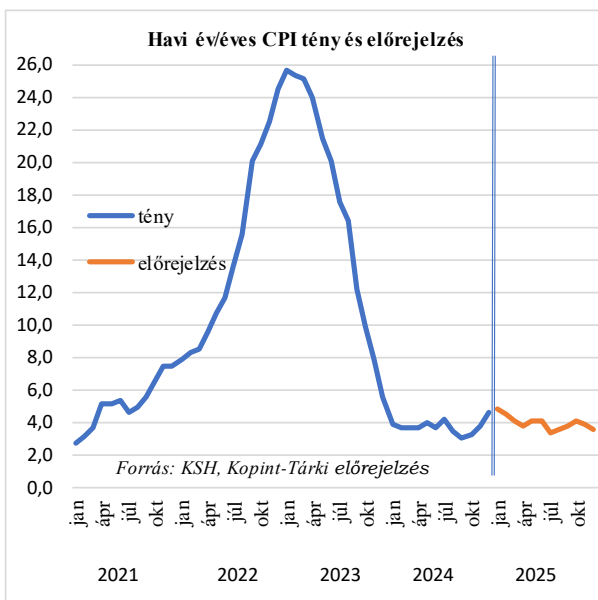
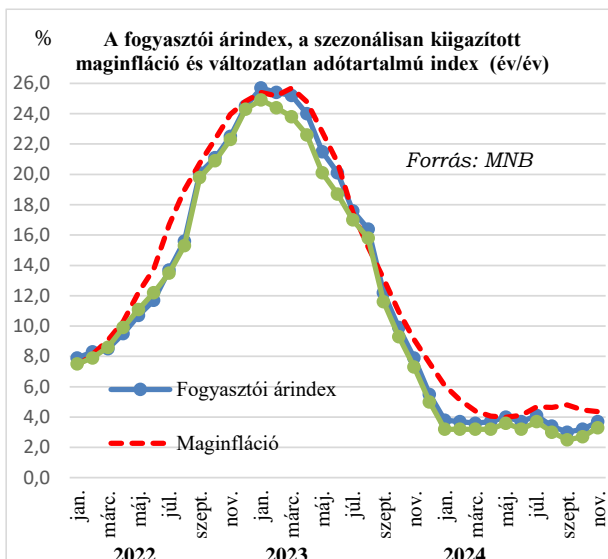
Erre több tényező is utal. Egyrészt a magasabb árindex irányába mutatnak a bejelentett adóemelések, amelyek az előző évi infláció mértékével növelik a jövedéki adó terheket. Ez lényegében tartósítja az áremelkedést, amire még az ÁFA is rárakódik.

Az üzemanyagok jövedéki adójának az emelése pótlólagos áremelési hatást fejt ki, mivel az üzemanyagár előbb-utóbb valamennyi termékcsoportban érezteti a hatását.

A fogyasztói árindex emelkedését támasztja alá az élelmiszerárak 2024 évvégén megkezdődött gyorsuló növekedése, amely 2025 januárjában, az átárazások időszakában folytatódhat.

A *maginfláció* az év második felében növekvő mértékben haladta meg a tényleges inflációt, ami az inflációs nyomás erősödésére utal. 2024 utolsó harmadában a maginfláció 1 százalékponttal magasabb volt, mint a ténylegesen mért árindex.

A változatlan adótartalmú árindex az év folyamán átlagosan 0,5 százalékponttal alatta volt a tényleges árindexnek, azaz az adóemelések ekkora pótlólagos infláció okoztak (jórészt az üzemanyagárakban). Még nagyobb lenne ez a hatás, ha figyelembe vennénk a multinacionális láncokra kivetett kiskereskedelmi extraprofitadó felemelésének a hatását, mivel ezt a pótlólagos adóterhet a kereskedők értelemszerűen érvényesítik az áraikban.



2.5.3. Jegybanki kamatok

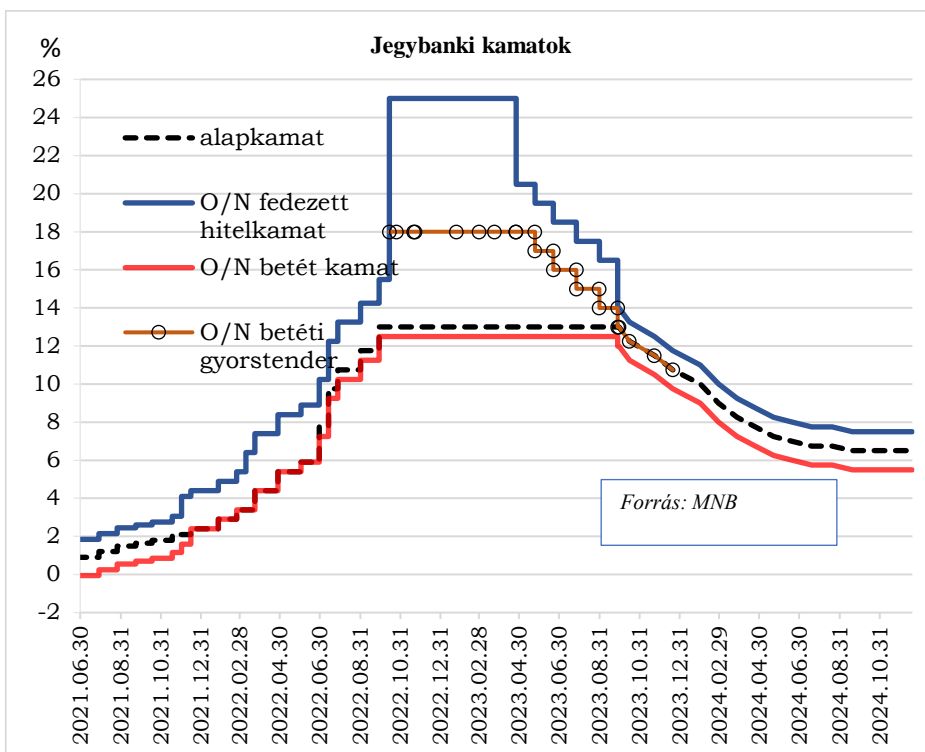
2023 szeptemberében a jegybank megkezdte az irányadó ráta, majd az alapkamat óvatos csökkentését, eleinte havi 75-100, majd 50, illetve 25 ponttal, aminek következtében 2024 szeptember végére az alapkamat **6,5%-ra mérséklődött**. Az alapkamat csökkentésével párhuzamosan került sor az O/N betéti és az O/N hitelkamatok csökkentésére. A kamatfolyosó továbbra is viszonylag szűk és szimmetrikus maradt (± 1 százalékpont), 2024 szeptemberétől 5,5, illetve 7,5%.

A jegybank deklarálta, hogy a kamatcsökkentés „adatvezérelt” marad, azaz az inflációs tényadatok és a várakozások tükrében kerülhet sor további csökkentésre. 2024 szeptember óta pedig a piaci folyamatok nem tették indokolttá az alapkamat további csökkentését: az infláció ismét emelkedni, a forint-árfolyam pedig jelentősen gyengülni kezdett.

A Kopint-Tárki előző jelentésében 2024 végére 6%-os alapkamatot tartott a legvalószínűbbnek. Ezt a várakozást jórészt az támasztotta alá, hogy a korábbi kamatcsökkentésekre a pénzpiac nem reagált negatívan. Bár akkor is megjegyeztük, hogy „amennyiben a forint árfolyama jelentős gyengülésnek indulna, akkor a kamatcsökkentések is óvatosabbak lehetnek, vagy elmaradhatnak”.

Nos, végülis ez történt: 2024 októberében a forint euró árfolyama viharos gyengülésnek indult. A kamatcsökkentés ellen hatott az infláció némi emelkedése is.

2025 első felében szinte bizonyosan a 6,5 százalékos alapkamat maradhat fent, mivel az infláció az első hónapokban emelkedő tendenciát fog mutatni, és az árfolyam erősödése sem várható. A második félévben a kamatcsökkentés az árfolyam alakulásától függően alakulhat. Amennyiben az árfolyam nem romlik jelentősen, 2025 második felében nem kizárt az alapkamat csökkentése, mivel az infláció a második félévben kissé mérséklődhet.

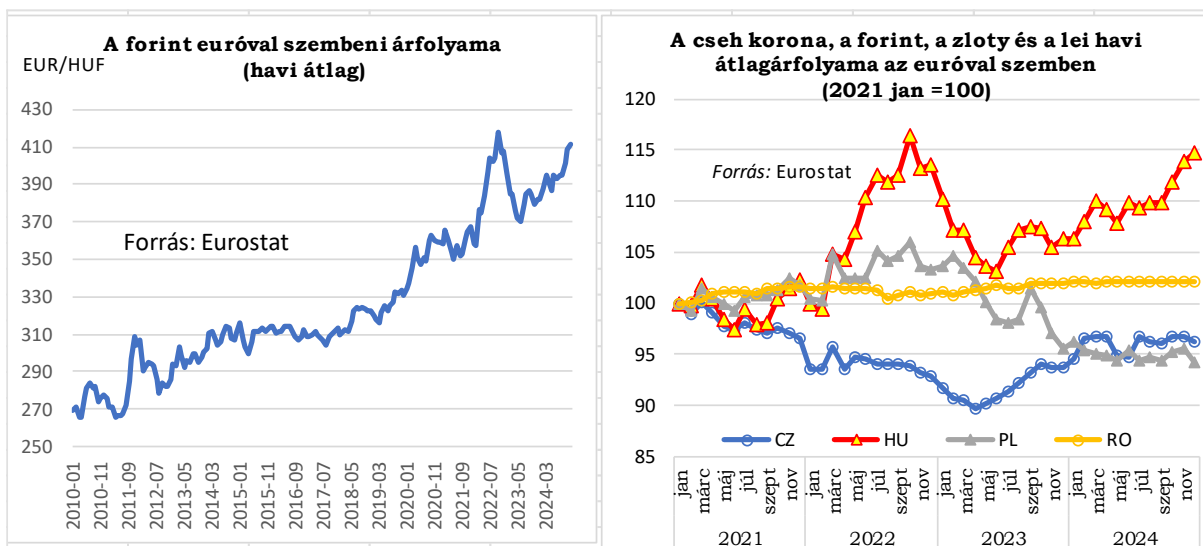


2.5.4. Árfolyam

A forint euró-**árfolyama** 2024 első 9 hónapjában a 380-395 forint között ingadozott. Szeptember végén azután átlépte a 400 forintot, ami megfelelt a korábbi Konjunktúra-jelentésünkben előrejelzettnek. Az áttörés után az euróárfolyam nagyon gyorsan 410 forint fölé emelkedett. Ez már nem egyezik a prognózisunkkal, mivel a 2024 őszi jelentésünkben azt vártuk, hogy a forint egy bizonyos ideig az enyhén 400 forint feletti szinten fog ragadni.

A forint árfolyama 2024 decemberében 7,9%-kal volt gyengébb, mint 1 évvel korábban. Az elmúlt 14 évben (a lenti ábra bal oldali grafikonja) a forint árfolyama, tendenciáját tekintve szinte töretlenül gyengült 2010 óta, amelyet csak kisebb kiugrások, legutóbb pl. a 2022 őszi 420 forint körüli intermezzó szakított meg. 2014-17 között a forint gyengülése viszonylag lassú volt, azóta viszont határozottan felgyorsult a gyengülés.

A forint gyengülése lényegében egyedülálló a régióban. A lengyel zloty árfolyama 2024-ben stagnált, decemberben enyhén erősödött is. A cseh korona árfolyama 2024 január óta szintén alig változott, némi ingadozás mellett. A román lei stabil árfolyamát a folyamatos jegybanki intervenciók biztosítják.

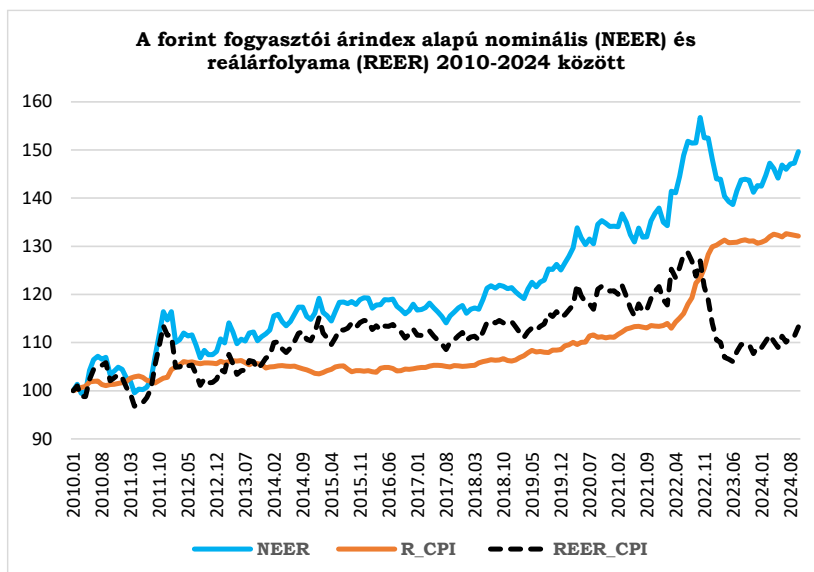


Reálárfolyam

A forint nominális effektív árfolyama (NEER), azaz a partnerországok árfolyamához viszonyított árfolyamindex 2010 és 2018 között lassan, de kitartóan gyengült, miközben a relatív fogyasztói árszint (RCPI) 2019-20-ig viszonylag stabilnak bizonyult (szintén a partnerországok súlyozott átlagához viszonyítva). Ennek következtében a CPI alapú reálárfolyam irányzatát enyhe leértékelődés jellemezte.

2021-ben némileg felgyorsult a relatív infláció üteme, de ezt a forint nominális árfolyamának (NEER) jelentős leértékelődése kísérte, ezért a reálárfolyam (REER) is leértékelődést mutatott. 2022-23-ban a magyar infláció elszabadulása idején (amely jóval magasabb volt, mint a partnerországok inflációja), a nominális árfolyam változatos mintát követett: tendenciáját tekintve jelentős mértékben leértékelődött, ezt azonban 2022 októberében, a jegybanki alapkamat drasztikus megemlése átmenetileg megfordította. Ez a vágató infláció mellett a reálárfolyam felértékelődésével járt. 2023

közepe óta a CPI már mérsékelten emelkedik, a nominális árfolyam (NEER) viszont továbbra is gyengül, aminek következtében a reál effektív árfolyam is közeledni látszik a historikus trendjéhez: a 2023-ban tapasztalt „túllövés” lassú korrekcióját tapasztalhatjuk jelenleg.



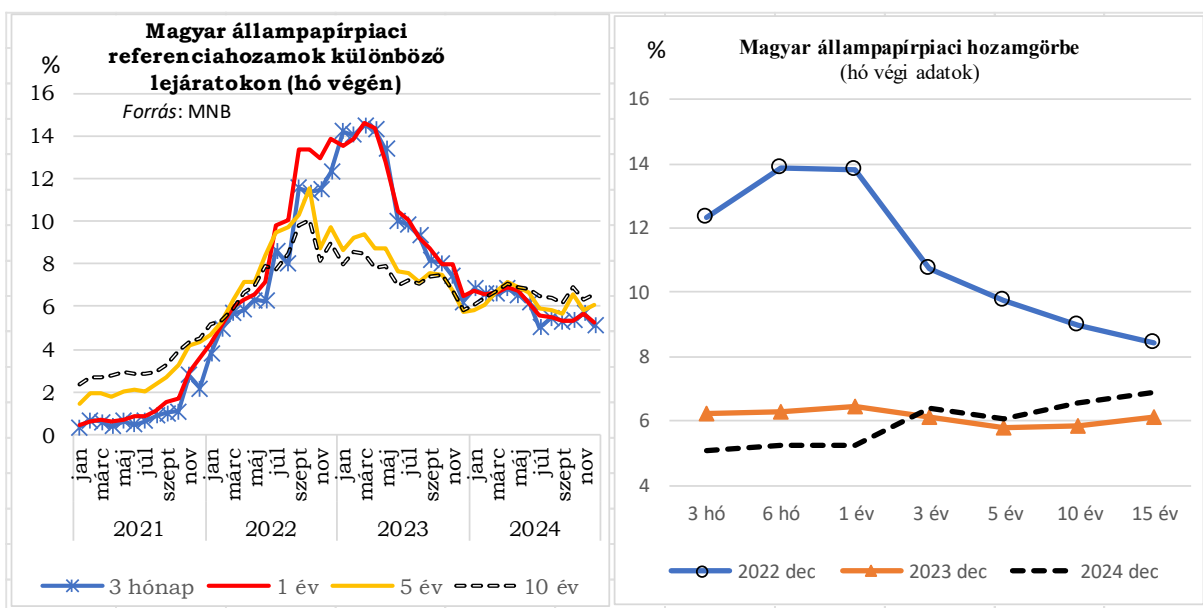
Magyarázat: NEER: nominális effektív árfolyam, RCPI: relatív CPI, REER: Reáleffektív árfolyam. $NEER/RCPI = REER$

Nehéz előrejelezni, hogy mi következik ebből a közeljövő árfolyamalakulására. A nominális árfolyam erősödésének alig van esélye, de a további gyengülés tényét vagy mértékét sem lehet előrejelezni ezekből a folyamatokból, mivel az számos egyéb, az infláción kívüli tényezőtől is függ: a gazdaság növekedési képességétől, az EU-források beérkezésétől, a gazdaságpolitika stabilitásától és kiszámíthatóságától.

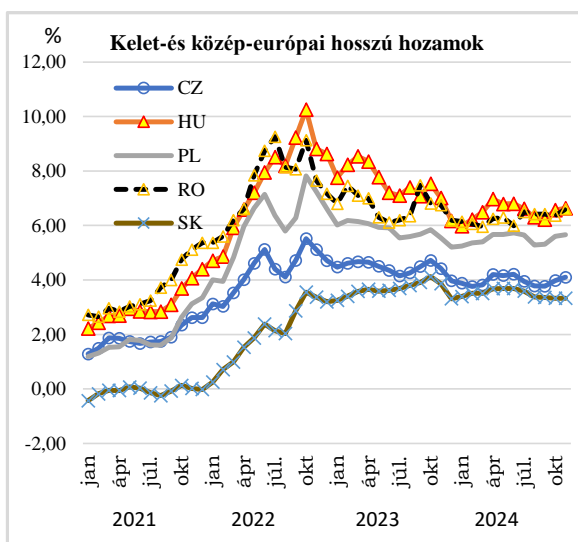
2.5.5. Állampapírpiazi hozamok

2024 folyamán az állampapírpiazi referenciahozamok a rövid lejáratokon mérséklődtek, a hosszú hozamok pedig lényegében stagnáltak. A 3 havi hozamok 2024 decemberében 5,1%-ra estek vissza, a 10 éves hozam pedig 6,55%-on állt. Az utóbbi az év folyamán volt ennél alacsonyabb és magasabb is, csekély ingadozások mellett.

A hozamgörbe 2023 végén majdnem teljesen lapos lett, 2024 végére azonban enyhén emelkedő jellegzetességet mutatott.



A régióban az egyes országok állampapírpiazi hozamai közötti különbség az elmúlt 3 évben lényegében nem változott. Továbbra is a magyar és a román 10 éves referenciahozam maradt a legmagasabb. 2022 és 2023 közepe között a magyar hozamok enyhén meghaladták a románét, 2023 ősze óta azonban azonos szinten állnak, 2024 decemberében 6,5%-on. A lengyel hozamok ennél alacsonyabbak, valamivel 6% alatt, a cseh és a szlovák hozamok pedig 4% körül ingadoznak. Mindazonáltal az egyes országok közötti hozam-különbség mérséklődött a 2022. közepi állapothoz képest. Figyelemre méltó, hogy az euróvezetési szlovák hosszú hozamok 2023 eleje óta alig maradnak el az euróvezeteten kívüli cseh hozamoktól.



2.5.6. Vállalati és lakossági kamatok

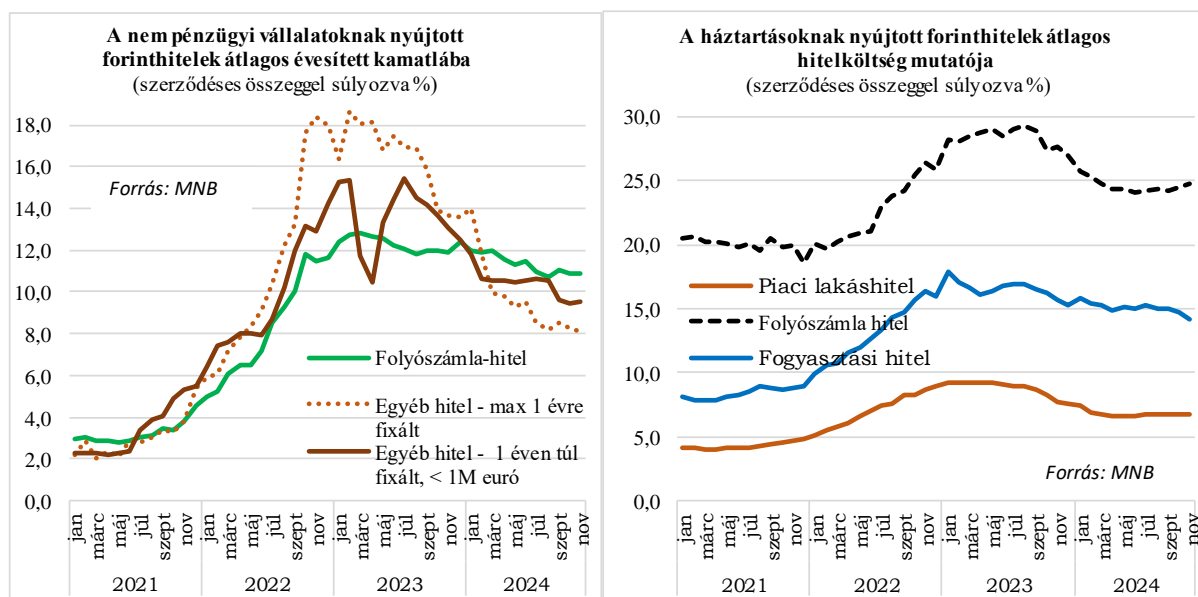
A makrogazdasági fundamentumok romlása következtében mind a jegybanki alapkamat, mind a pénzügyi hozamok csökkenése lefékeződött az év második felében, ami a háztartásoknak, és kisebb mértékben, a nem-pénzügyi vállalatoknak nyújtott banki hitelek kamatrátáiban is éreztette a hatását.

A forgóeszköz-finanszírozás szempontjából lényeges **vállalati folyószámlahitelek** kamata az első félévi csökkenést követően, az év második felében 11% körül stagnált. 2023. október 9-től a bankok önkéntes kamatplafont vezettek be, amelynek értelmében 2024. január 1-től 10% alá kellett volna csökkennie a folyószámlahitelek kamatának. Ez azonban nem következett be, az átlagos kamatszint 2024 novemberében is még 10,9% volt.

Az *egyéb vállalati hitelek* kamata nagyobb volatilitást mutatott. A maximum 1 éves kamatfixálású hitelek kamatlába 2024 augusztusra megközelítette a 8%-ot és novemberben is ezen a szinten állt. A legalább 1 éves kamatfixálású, 1 millió euró alatti forinthitelek kamata azonban 2024 végére 10% alá csökkent. A hitelkereslet ugyanakkor lényegében stagnált az év folyamán.

A **háztartásoknak** nyújtott *fogyasztási hitelek* átlagos kamata 2023 januárban tetőzött, megközelítve a 18%-ot, majd lassú és váltakozó csökkenés után 2024 végére 15% alá csökkent. A fogyasztási hitelek állománya 2024 folyamán kissé emelkedett.

A lakossági **folyószámlahitelek** kamata az év első felében csökkent, ezt követően azonban enyhe emelkedésnek indult, 2024 novemberében ismét közel került a 25%-hoz. A folyószámla-hitel-felvétel összege valamivel meghaladja az előző évet. Eközben a lakosság látra szóló és folyószámla-betéteinek összege jelentősen emelkedett: 2024 novemberében a háztartások 1.600 milliárd forinttal nagyobb összeget helyeztek el látra szóló betétekben, mint 1 évvel korábban (annak ellenére, hogy a látraszóló betétek átlagos kamata 2014 óta 1% alatt van, 2024 decemberében 0,23% volt).



Lakáshitelek

A piaci lakáshitelek átlagos hitelköltség mutatója (THM) 2024-ben a januári 7,4%-ról novemberre 6,72%-ra csökkent. 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 13,23%-ról 2024 novemberre 8,05%-ra.

2024 szeptemberében a gazdasági miniszter azt a kívánságát fejezte ki, hogy szorítsák le a lakáshitelek éves átlagos hitelköltség mutatóját 5% alá. 2024-ben ez nem történt meg, és mivel a jegybanki kamatok csökkentésére 2025 első felében nemigen van kilátás, az 5% alá szorítás esélye kétséges.

A lakáshitel kamatok csökkentésétől a kormány a lakásépítések élénkülését és a lakhatási helyzet javítását várja. A 10% körüli kamatok mellett ugyanis a lakosság érdeklődése a lakáshitelek iránt erősen csökkent. A lakáscélú hitelfelvétel 2023-ban érte el a mélypontját: mind a piaci, mind a támogatott hitelfelvétel durván az előző évi felére esett vissza (468,3, illetve 126,5 milliárd forint). 2024-ben azonban határozott élénkülés tapasztalható. Már 11 hónap alatt több, mint a duplájára emelkedett a piaci kamatozású lakáshitelek felvétele (916 milliárd) az előző évihez képest, a támogatott hitelek összege pedig a két és félszeresére (318 milliárd forint).

Továbbra is jellemző azonban, hogy a hitelek 77%-a használatkés vásárlást finanszírozott. 10-10% szolgált új lakás építésére, illetve bővítésre, felújítására és korszerűsítésre. 2024-ben a hitelfelvétel tehát alig lendítette fel a lakásépítési piacot.

2025-ben a lakáshitelek összegének emelkedése várható, márcsak a lakásárak és építési költségek emelkedése miatt is. A hitelfelvétel növekedését támasztja alá az MNB azon rendelkezése, amely energiahatékony épületek esetén alacsonyabb önerőt ír elő, illetve a törlesztések jövedelemfüggő szabályozását is enyhíti. Igaz, ez a hitelek kockázatosságát is növeli. A kormány a nyugdíjpénztári megtakarítások lakáscélú felhasználhatóságának átmeneti felszabadításától is a lakáshitel kereslet emelkedését várja, ez azonban kétséges.

