



Konjunktúrajelentés

A világgazdaság és a magyar gazdaság helyzete
és kilátásai 2025 tavaszán

2025/1

Lezárva: 2025. április 10.

A jelentést készítették:

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

Szerkesztette:

Nagy Katalin
Palócz Éva

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

ISSN: 0865-7645

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

A Kopin-Tárki Zrt. címe: 1024 Budapest, Margit krt. 47-49.

www.kopint-tarki.hu

info@kopint-tarki.hu

Tartalom

| | |
|---|--|
| Összefoglaló..... | 5 |
| Nemzetközi gazdaság..... | 5 |
| Magyar gazdaság | 10 |
| Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa | Hiba! A könyvjelző nem létezik. 3 |
| I. A világgazdaság | 15 |
| 1.1. Világkereskedelem | 16 |
| 1.2. Nyersanyagpiacok..... | 21 |
| 1.2.1. Energiahordozók | 21 |
| 1.2.2. A nem energiahordozó nyersanyagok..... | 22 |
| 1.3. Nemzetközi pénzpiacok..... | 25 |
| 1.4. Az Európai Unió nemzetközi környezete | 27 |
| 1.5. Az Európai Unió gazdasága | 31 |
| 1.6. Közép-kelet európai új EU tagállamok | 35 |
| II. Magyar gazdaság..... | 40 |
| 2.1. Makrogazdasági helyzetkép és kitekintés..... | 43 |
| 2.2. A GDP termelési oldala | 47 |
| 2.3. A GDP felhasználási oldala | 52 |
| 2.4. Foglalkoztatottság munkanélküliség..... | 57 |
| 2.5. Fizetési mérleg..... | 58 |
| 2.6. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok | 61 |
| 2.6.1. Államháztartási folyamatok | 61 |
| 2.6.2. Infláció | 66 |
| 2.6.3. Jegybanki kamatok | 69 |
| 2.6.4. Árfolyam..... | 70 |
| 2.6.5. Állampapírpiaci hozamok | 71 |
| 2.6.6. Vállalati és lakossági kamatok..... | 72 |
| Előrejelzés..... | 75 |

Összefoglaló

Nemzetközi gazdaság

Az OECD legfrissebb előrejelzése szerint a **globális növekedés** tavaly 3,2% volt, ami részben az USA robusztus növekedésének, részben néhány feltörekvő ország (pl. India, de még Kína is) jó teljesítményének volt betudható. 2025-re a kilátások már kevésbé jők. Ebben a bizonytalanságokkal terhes időszakban az OECD 3,1%-ra mérsékelte idei előrejelzését és 3%-ra 2026. évi prognózisát, de az április elején bejelentett intézkedések növekedést fékező és inflációt erősítő hatása nagyobb is lehet. A növekedéslassulás fő oka az amerikai kereskedelempolitika okozta bizonytalanság, ami már önmagában is fékezi a befektetői hajlandóságot és visszafogja a fogyasztást. Trump vámintézkedéseinek gazdasági hatásai egyelőre nem igazán számszerűsíthetők, de maga az intézkedések kiszámíthatatlansága is olyan bizonytalanságot generál a vállalkozások körében, ami fékezi a növekedést. A monetáris politika lazítása mérséklődhet, hiszen a globális bizonytalanságok, a vámháború eszkalálódása mind költségnövelő hatásúak, és az infláció újra erőre kaphat. Az infláció mérséklődése lassulni fog, azonban itt is nagyok a kockázatok, mivel a vámháború költséghatásai még nem becsülhetők meg.

A **világkereskedelem** jövője az amerikai választások óta komoly bizonytalansággal terhelt, mivel sokáig kérdéses volt a kampányban ígért kereskedelmi korlátozások sorsa. Az április elején bevezetett általános importvámok azonban a legpesszimistább várakozásokat igazolták, hiszen szinte minden országgal szemben legalább 10%-os vámot léptettek életbe. Az Európai Unió sem maradt ki a vámokból: a 20%-os általános importvám mellett bizonyos termékkategóriákra, például acélra és gépjárművekre 25%-os külön vámok is érvényesek. Ez a kialakult helyzet a befektetőket a biztonságosabbnak ítélt eszközök felé tereli. Bár a vámok bevezetése előtt még tapasztalható volt egyfajta felhalmozás a készletekben, a jövőben a kereskedelmi volumen mérséklődése várható. A világgazdaság valószínűleg alkalmazkodni fog az új körülményekhez, de a Trump adminisztráció kiszámíthatatlansága továbbra is jelentős kockázatot jelent, amely a beruházások visszafogásán keresztül makroszinten is éreztetheti hatását.

A legfrissebb adatok szerint idén márciusban az **energiahordozók** indexe 95,07-tel nagyjából a tavaly decemberi szintre ment vissza a január-február havi emelkedést követően, és 9,16 ponttal volt alacsonyabb a tavaly márciusi értéknél. A **nem energiahordozó nyersanyagok** esetében a tavaly augusztusban megindult áremelkedés idén februárig folytatódott, aztán márciusban mérséklődni kezdtek az árak, de termékcsoportonként eltérő trendek jellemzőek.

A **Brent nyersolaj** első negyedévi átlaga 76 dollár körül alakult, valamivel a tavalyi 80 dolláros hordónkénti éves átlag alatt, azóta lejjebb mentek az árak. A piacra különböző tényezők hatnak: az a tény, hogy az OPEC+ várhatóan kitart májusi kitermelés-növelési terve mellett, valamint, hogy az amerikai nyersolajkészletek a vártnál jóval nagyobb mértékben nőttek, csökkentőleg hat az árakra. Trump különböző bejelentései a piacokon hektikus mozgásokat eredményeztek. A bejelentett konkrét vámintézkedések hatására újra csökkenni kezdtek az árak, mivel a befektetők a növekedés lassulásától és az olajkereslet csökkenésétől tartanak. Összességében a piacok hektikusak maradnak és az olajár éves átlagban 78-80 dollár körül alakulhat. A jelenlegi határidős jegyzések 64-dollár körül mozognak.

A **gázárak** alakulása terén is sok a bizonytalanság. Itt februárban emelkedés volt tapasztalható, különösen a folyékony gáz ára emelkedett. Az ukrán tranzit leállása és a vártnál hidegebb tél Európában felfelé húzta a gázárakat. Február óta az európai gáztározók töltöttsége is lejjebb ment, s április elején már csak 34 százalékot ért el, ami 2022 óta a legalacsonyabb szint. Így februárban mintegy 58 megawattóra emelkedett a holland TTF tőzsdei gázár, február második felében viszont megindult egy csökkenés és március végére újra 41 euróra süllyedt az európai gázár, majd április elejére 42,6 euróra emelkedett. Ezután újra süllyedni kezdett, s jelenleg az európai földgáz határidős jegyzései 35 euró/MWh alá estek, megközelítve a 2024 szeptemberi legalacsonyabb szinteket. Ez azonban még mindig magasabb, mint az egy évvel ezelőtti szint (28 euró/megawatt). A gáz esetében prognózist még nehezebb adni, mint az olaj esetében, mivel a piacon gyors és hektikus mozgások tapasztalhatók, és a bizonytalanság igen nagy. Szakértői becslések szerint Európában a nyáron nagyon agresszív gázbeszerzési stratégiát kell folytatni ahhoz, hogy a tartályokat – a tárolási követelményeknek megfelelően – fel lehessen tölteni, ami jelentős többletköltséggel járna.

A **nem energiahordozó nyersanyagok** piacán az elmúlt évben az italok és az arany ára emelkedett jelentősen, főként a kedvezőtlen időjárás és ellátási problémák miatt. Az importőrök felvásárlásai tovább súlyosbították a hiányt és az árakat. Ezzel párhuzamosan az amerikai vámháború, különösen a 10%-os importvámok, tovább növelik a költségeket az amerikai fogyasztók számára, akik jelentős vásárlói a kávé- és kakaóbab piacnak.

Az infláció mérséklődésével párhuzamosan a **monetáris lazítás** elvileg folytatódhatna, de e téren is nagy a bizonytalanság. Az amerikai alapkamat tavaly december közepe óta 4,25-4,50%-os sávban mozog. Legutóbbi, márciusi kamatdöntő ülésen sem változtatott az alapkamaton a *FED*. Viszont – elsősorban a vártnál nagyobb mértékű amerikai vámintézkedések miatt – módosította gazdasági előrejelzéseit: így lassabb növekedést és magasabb inflációt vár a jegybank az idei és a következő évre is, és a munkanélküliség emelkedésétől is tart. Ez a párosítás nem kedvező hír, s ebből az is következik, hogy óvatosabb lesz a kamatkiigazításokkal. A sok bizonytalanság miatt az amerikai jegybank egyelőre kivár, amit megtehet, hiszen a munkaerőpiac még jó helyzetben van és a kamatok még mindig magasak, tehát van mozgásteret a jövőbeli korrekciókra. Az infláció emelkedése elsősorban a vámok miatt következik be, s a magasabb infláció a kereslet csökkenését és a növekedés lassulását eredményezheti, és ez megnehezíti a jegybank dolgát. Az *EKB* március 6-án – az idén immár másodszor – 25 bázisponttal csökkentette a három irányadó kamatlábat. Az indoklás szerint az infláció a szakértői várakozásoknak megfelelően alakul és egyre közelebb kerül a jegybank célértékhez. A gyenge gazdasági kilátások további kamatcsökkentéseket tennének szükségessé, ugyanakkor az inflációval kapcsolatos bizonytalanságok óvatosabbá tehetik az európai jegybankot. A helyzetet nehezíti, hogy – előre tekintve – az amerikai vámok az infláció erősödését és a növekedés lelassulását hozhatják magukkal, a német költségek hosszabb távon ugyan gyorsíthatja majd a növekedést, de lökést adhat az inflációnak is.

Tavaly az **euró dollárfolyama** éves átlagban 1,08 EUR/USD-t tett ki. Az idei éves átlag ugyan ennél alacsonyabb, 1,06 EUR/USD, de a tavaly évvégi és az idén év eleji gyengülés után az euró erősödni kezdett. Ez szemmel láthatóan tudatos amerikai politika következménye. Hogy ez mennyire lesz tartós, azt egyelőre nehéz megmondani, mint, ahogy az amerikai gazdaságpolitika kiszámíthatatlansága miatt is nehéz bármiféle

előrejelzést tenni. Trump hivatalba lépésével egy teljesen kaotikus pénzügyi és gazdasági környezet alakult ki az egész világon, és az euró devizatartalék szerepe erősödni kezdett. Így az idei évre árfolyamprognózist adni elég nehéz: egyelőre az euró további erősödése látszik, de, hogy ez mennyiben lesz tartós folyamat, az nagyban az amerikai gazdaságpolitika újabb fordulatain múlik. Amennyiben a befektetők úgy ítélik meg, hogy az EU pénzpiacai biztonságosabb, kiszámíthatóbb alternatívát jelentenek az amerikai piacokhoz képest, akkor bekövetkezhet egy tartós elfordulás a dollártól, ami erősítheti az eurót.

Az **Európai Unió külső környezetét** továbbra is vegyes kép jellemzi. Az **USA**-ban a növekedési prognózisokat az amerikai kereskedelempolitika kiszámíthatatlansága megnehezíti. A jelenlegi trendek alapján a növekedés lassulására, az infláció erősödésére és a munkanélküliség növekedésére lehet számítani. A legfrissebb adatok szerint nagyon romlott az amerikai feldolgozóipar helyzete az utóbbi időben: az ISM feldolgozóipari beszerzésimenedzserindex nagyon esett. Így az idén 1,9%, jövőre 1,5% körüli amerikai GDP bővülés várható, a lefelé mutató kockázatok azonban jelentősek, mivel a Trump féle vámintézkedések gazdasági hatásai egyelőre nem számszerűsíthetők. A **japán** gazdaság tavaly mérsékelten bővült, míg az infláció makacsul tartja magát: ez jelentős részben a gyenge jen következtében importált infláció. A magánfogyasztás lassan bővül, a vállalkozások a globális bizonytalanságok miatt egyelőre visszafogják beruházásaikat. Így az idén valamelyest ugyan gyorsul a növekedés, de összességében mérsékelt marad. A japán jegybank – ellentétben más jegybankokkal – szigorít. A fiskális politika továbbra is expanzív, de az újabb konjunktúraélénkítő intézkedések hatása szerény marad, mivel kifutó intézkedéseket helyettesítenek. A védelmi kiadások Japánban is emelkedni fognak, különösen jövőre. Az amerikai kereskedelempolitikai intézkedések Japánra is kedvezőtlenül hatnak, és az export bővülését jelentősen fékezni fogják. A **brit** gazdaság tavaly – akárcsak egy évvel korábban gyenge teljesítményt nyújtott. A GDP 0,9%-kal bővült, a két utolsó negyedévben stagnált a gazdaság. Ez a lanyha teljesítmény mind a magánfogyasztás, mind a beruházások, mind az export alakulásában megmutatkozott. Erőteljes bővülést egyedül az állami fogyasztás mutatott. A termelési oldalon az ipari termelés visszaesése fékezte leginkább a növekedést. Az infláció egyelőre makacsul tartja magát, mivel a szolgáltatások továbbra is magasak, s a szolgáltatásinfláció mintegy 5% körül mozog. A brit monetáris politika jelenleg óvatos. Az idei növekedést élénkítheti, hogy jelentősebb állami beruházások indulnak meg, ugyanakkor a kedvezőtlen nemzetközi környezet alapján nem lehet jelentősebb exportélénkülésre számítani. Így a jelenlegi előrejelzések szerint a brit GDP az idén 1,4%-kal, jövőre 1,2%-kal bővülhet.

Kína az egyetlen olyan ország, amelynek gazdasági növekedésére vonatkozó tavaly decemberi előrejelzését az OECD szakértői csapata március közepén közzétett elemzésében felfelé korrigálta. Meglátásuk szerint 2024-ben a különféle kormányzati intézkedéscsomagok támogatásával, a magánfogyasztás és az export kiemelkedően intenzív növekedése révén sikerült teljesíteni a GDP előirányzott 5%-os bővülését, de sem az idén sem jövőre nem fogják elérni ezt az ütemet. 2025-re 4,8, míg 2026-ra csupán 4,4 százalékos növekedést prognosztizálnak. A kínai kormány továbbra is forszírozza az 5%-os növekedés elérését, ezért 2025-ben a gazdaság élénkítése érdekében a költségvetési hiányt a GDP 3%-áról 4%-ára emelik. Kína továbbra is a technológiai önellátásra és az innovációra fókuszál, különösen a mesterséges intelligencia, a félvezetők és a jövő egyéb iparágai, így például a zöld technológiák terén. Március közepén egy, a lakossági

fogyasztás élénkítését célzó átfogó akciótervet is meghirdettek. A protekcionista intézkedéseknek az ipari termelésre gyakorolt kedvezőtlen hatásait egy, *a külföldi beruházásokat ösztönző cselekvési terv* meghirdetésével kívánják ellensúlyozni. A kormány ígéretet tett arra, hogy valamennyi vállalkozást, tehát hazait és külföldit, államit és magánt egyenlő elbánásban részesít és eltörli a külföldi vállalkozások kínai kölcsönökhöz való hozzáférését korlátozó rendelkezéseit. Kína már jó ideje készül az amerikai vámok változására, s ezért erősíti a BRICS-országokkal fenntartott kapcsolatait, illetve tárgyalásokat folytat a csendes-óceáni térség országai szabadkereskedelmi társulásához (Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership – CPTPP) való csatlakozásról.

Az **euróövezet gazdasága** továbbra is mérsékelt teljesítményt mutat. Az ESI indikátor ugyan minimálisan javult, de 2021-2022-höz képest még mindig nagyon alacsony szinten mozog. A feldolgozóipari termelés zsugorodása valamelyest lassult, de az igazi élénkülés jelei még nem látszanak. Németországban két év zsugorodás után, még idén sem várható a GDP növekedése. Ausztriában az idei évre is visszaesést várnak, így már három éve folyamatosan csökken a GDP. A geopolitikai kockázatok és a kereskedelempolitikai feszültségek Európa szerte bizonytalanná teszik a vállalkozásokat, fékezik a beruházási tevékenységet. Egyes ágazatokban, mint például az autógyártás terén komoly válság bontakozott ki, leépítések, gyárbezárások várhatók. Mindez a fogyasztói bizalmat is alássa, így a magánfogyasztás a tavalyi 2,8%-o bővülés után az idén legfeljebb 1,2%-kal nő az euróövezetben. Ezt a feltevést erősíti meg kiskereskedelmi forgalom alakulása is, amely az év elején csökkenni kezdtek, s a fogyasztói várakozások is igen pesszimisták. A szolgáltató szektor továbbra is dinamikus növekedést mutat, azonban a tavaly második félévhez képest veszített lendületéből. Az állami beruházások bővítése némi lendületet adhat a konjunktúrának, de összességében 0,8%-nál nagyobb növekedésre az idei évben az EU-20 esetében sem számítunk, s jövőre is csupán 1,4%-os GDP bővülés várható. Az Európai Unió egésze esetében hasonlókat mondhatunk: a tavalyi 1% után az idén 1,1%-os, jövőre 1,5%-os GDP bővülés várható. Ezekben a prognózisokban azonban jelentős bizonytalanság van, a lefelé mutató kockázatok nagyok, mivel a Trump féle vámintézkedések hatásai egyelőre csak nehezen számszerűsíthetők. A növekedés egyik hajtórugója az idén a védelmi kiadások emelkedése lehet. A védelmi kiadások bővítésének finanszírozása azonban akkor, amikor számos ország magas költségvetési hiányokkal küzd, nehéznek bizonyulhat.

A *munkaerőpiac* egyelőre stabilnak mutatkozik: a munkanélküliségi ráta 6% körül alakul, a sajtóhírekben hallható elbocsátások csak lassan éreztetik hatásukat.

Az *infláció* vonatkozásában egyelőre vegyes a kép. A védelmi kiadások és az állami beruházások bővítése lökést adhat áraknak, ugyanakkor a bérnyomás csökkenhet. A Trump féle vámintézkedések tovagyrúzó hatásai azonban változtathatnak ezen a helyzeten, s az infláció újra megindulhat felfelé. Egyelőre arra számítunk, hogy az inflációs ráta az euróövezetben a prognózisidőszakban 2,2-2,3% körül alakul, a korábban makacsul magas maginfláció is enyhült (jelenleg 2,6%), ami a kereslet mérséklődésével is összefügg, azonban ez a prognózis még nem számol az amerikai vámintézkedések és az Európa részéről adott válaszok árhatásaival.

A **német** gazdaság 2023 után, tavaly is zsugorodott, a GDP újabb 0,2%-kal mérséklődött. A jelenlegi kilátások is meglehetősen vegyesek. Ugyan az adósságfék feloldásával

és a költségvetési kiadások bővítésével a növekedésnek lökést lehet adni, de ez az idén még nem lesz érezhető. A német gazdaság olyan strukturális problémáktól szenved, amelyek rövidtávon nehezen orvosolhatók. A bejelentett amerikai vámok sújtani fogják a német exportot, s tovább fékezik a gazdasági növekedést. A német exportőrök már tavaly is jelentős piaci részesedéseket vesztek, s ez a folyamat az idén tovább folytatható. Az amerikai gazdasági és kereskedelempolitika okozta bizonytalanság már önmagában fékezi a befektetőket. Így az idei évre -0,1%-os GDP lassulás várható, míg jövőre a német GDP – elsősorban a magánfogyasztás és a beruházási tevékenység élénkülése következtében – kicsivel 1 % fölé emelkedhet. Az autóipar válságát a tervezett beruházásélénkítő intézkedések rövidtávon nemigen tudják ellensúlyozni, hiszen a tervezett 500 milliárd eurós beruházási keret 10 évre elnyújtva, fokozatosan fejt ki hatását.

A **közép-kelet-európai régió** aggregált növekedése 2,3% volt 2024 utolsó negyedében, és 1,9% az év egészében. A technikai recesszió megszűnni látszott több országban. Azonban a világgazdasági bizonytalanságok negatív kockázatokat jelentenek. Az amerikai kereskedelmi háború közvetlen hatása korlátozott, de a Nyugat-Európán keresztül érkező közvetett hatások érezhetőek lehetnek. A cseh és lengyel gazdaságban a magánfogyasztás újjáéledése kulcsfontosságú lesz a növekedés szempontjából, míg az árak várhatóan enyhén emelkednek. A nyomott konjunkturális környezetben jelentősen felértékelődik az uniós támogatások jelentősége a kormányzatok számára. A régió GDP-növekedésére idén 2,6%, jövőre 2,8%-os az előrejelzés, de a lefelé mutató kockázatok erősödnek, ezért a kormányoknak prudens fiskális politikát kell folytatniuk.

A magyar gazdaság

2024 utolsó negyedében a kiigazítatlan **GDP** az előző év azonos időszakához képest 0,4%-kal bővült. Az egész év átlagában a GDP növekedési üteme 0,5% volt. A változatlanul nagyon vérszegény negyedik negyedévi dinamika egyrészt annak tudható be, hogy az *állóeszköz-felhalmozás* csökkenésének üteme még mindig meghaladta a 10%-ot. A *háztartások fogyasztási kiadásai* gyorsultak, ám a természetbeni kormányzati transzferek esése miatt a *teljes magánfogyasztás* az egész év folyamán viszonylag halvány növekedést produkált. A nettó export harmadik után a negyedik negyedévben is negatívan járult hozzá a gazdasági növekedéshez, habár a lehúzó hatás gyengült – az import visszaesésének mértéke továbbra is kisebb volt, mint a kereslethiány által szorongatott exporté.

A reálkereset-növekedés kezdődő lassulása ellenére a háztartások fogyasztási kedve valamelyest tovább erősödött, ugyanakkor az idén a reálkeresetek dinamikája érdemben fog mérséklődni, és kérdés, hogy erre hogyan reagálnak a háztartások. Egyelőre a fogyasztási kiadások enyhe lassulását várjuk, amelyet viszont ellensúlyozhat kormányzati transzfereknek a tavalyinál kedvezőbb alakulása. Jelenleg nincsen kézzelfogható ok arra, hogy a vállalati szektor nagy részének pesszimizmusa derűlátásba forduljon, így nem várható a beruházások fellendülése. Ugyanakkor az immár sok éves mélypontra érkezett beruházási aktivitás hozzávetőleges stagnálásba fordulása reális forgatókönyv. Ez a félfordulat, a továbbra is számottevően emelkedő magánfogyasztással együtt, 2,5% fölé tolhatja a *belföldi felhasználás* növekedési ütemét az idén. Ezzel párhuzamosan viszont az *import* esése várhatóan növekedésbe vált az idén, miközben az *export* kilátások egyelőre nem javulnak, és a *vámháború* kirobbanását követően már a nagyon szerény exportnövekedésre vonatkozó remény is bizonytalanabbá vált. A Kopint-Tárki **1,7%-os** GDP-növekedést vár az idei évre, amelyet mérsékelt gyorsulás követhet 2026-ban.

Az **ipar** visszaesése az utolsó negyedévben is folytatódott, és éves átlagban 4%-kal csökkent az ipari termelés 2024-ben. Az idei év első hónapjaiban is zsugorodott a kibocsátás, az autóipar és különösen az akkumulátoripar mélyrepülése folytatódik. Jelenleg az ipar dinamikájának kedvezőbbre fordulását leginkább a statisztikai bázishatástól, illetőleg – az év vége felé – három óriásberuházás aktiválásától remélhetjük. Ám az amerikai vámintézkedések közvetlen és lehetséges tovaggyűrűző hatásai még a szerény javulás esélyeit is bizonytalanná teszik. Emiatt a 2025-es évre vonatkozóan mindössze 0,5%-os ipari növekedéssel számolunk.

Az **építőipar** a tavalyi és első felében élénkülés, a második félévben viszont ismét visszaesés jellemezte, ami idén januárban is folytatódott. Az ágazatot továbbra is a kereslethiány sújtja elsősorban, és e téren nem várható jelentős változás a közeljövőben. Pillanatnyilag az építőipar hozzávetőleges stagnálásával számolunk az idén. Tavaly az **épített lakások** száma is meredeken tovább csökkent, és az egyes kormányzati intézkedések is által támogatott markáns lakáspiaci erősödés – valamint az év végén a *megkezdett* társasházi lakásépítési projektek megugrása – ellenére a befejezett lakásokat illetően a csökkenés még az idén is folytatódhat.

Az erőteljes nominális **kereseti** dinamika és a 4%-ot sem elérő infláció miatt a nettó **reálkeresettömeg** növekedési üteme az utolsó negyedévben is magas marad, habár már némileg eltávolodott a korábbi, 10% közeli szinttől. A háztartások óvatossága lassan oldódik, csak, amit mutat, hogy **vásárolt fogyasztás** növekedési üteme valamelyest tovább gyorsult,

5,5%-ra, miközben a háztartások nettó pénzügyi megtakarításainak összege jelentősen csökkent, mindenekelőtt a hitelfelvételi aktivitás megugrása miatt. A **teljes magánfogyasztás** viszont lényegesen lassabban, 3,8%-kal nőtt az utolsó negyedévben, míg az egész éves növekedés 3,5%-os volt.

A nemzetgazdasági **beruházások** az utolsó negyedévben is közel 14%-kal csökkent éves összevetésben. A vállalati beruházások kb. 10%-kal zsugorodtak, miközben az állami szektor beruházásainak esése még az év végén is zuhanásszerű volt. A vállalati beruházásokat továbbra is lehúzta a *feldolgozóipari beruházások* erőteljes csökkenése, ugyanakkor a negyedik negyedévi csökkenéshez a legnagyobb mértékben az ingatlanágazat, valamint a szállítási ágazat beruházásainak esése járult hozzá. A lakáspiaci élénkülés ellenére a háztartások beruházásai is tovább csökkentek.

Az **áru-külkereskedelem** mérlege 2024 első harmadában még tovább emelkedett, májustól kezdve azonban a többlet elmaradt az egy évvel korábbtól, miután innentől kezdve a többek között az jármű- és akkumulátoripar elakadásától szenvedő export trendszerű csökkenését az import kisebb mértékű csökkenése, vagy esetenként növekedésbe fordulása kísérte. Az idei első két hónap átlagában a többlet csökkenése folytatódott. Az év egészét tekintve arra számítunk, hogy az import mérsékelt bővüléséhez az export még szerényebb, jelzesszerű emelkedése fog párosulni.

A **foglalkoztatottak** száma éves összehasonlításban a tavalyi első félévben még tovább emelkedett, ezt követően azonban stagnálásra, majd az utolsó negyedévben 0,5%-os csökkenésére került sor. 2024 átlagában lényegében szinten maradt a foglalkoztatottság, és ugyanez igaz az **elsődleges** hazai munkapiacra vonatkozóan is. Eközben azonban az inaktivitásból az aktivitásba áramlás folytatódott, és emiatt a munkanélküliek száma nőtt 2024-ben, a **munkanélküliségi rátával** együtt. Az aktívák számának emelkedése ugyanakkor csökkenésbe fordult az utolsó negyedévben, és a csökkenés december-februárban is folytatódott. Ez a munkanélküliségi ráta mérséklődésében is tükröződött. A továbbra is meglévő, sőt a jövőben várhatóan erősödő munkapiaci bizonytalanságokra figyelmeztető jel, hogy a *teljes munkaidőben* foglalkoztatottak száma a tavalyi utolsó negyedévben is tovább csökkent. Az idei évben a foglalkoztatás hozzávetőlegesen stagnálására számítunk.

A **folyó fizetési mérleg egyenlege** -- amely a 2022. évi GDP-arányos 8,5%-os deficit után 2023-ban egyensúlyba került -- 2024-ben tovább javult, és a GDP 2%-a körül alakult. A folyó és a tőkemérleg együttes egyenlege (az úgynevezett felülről számított nettó külső finanszírozási képesség) a folyó mérlegnél kisebb mértékben változott, mivel a tőkemérleg többlete, az EU-források elapadása miatt minimálisra, a 2023. évi 1%-ról 0,5% alá esett 2024-ben. Ellenben a gazdaság finanszírozási oldalát bemutató pénzügyi mérleg egyenlege (az úgynevezett alulról számított finanszírozási képesség) az elmúlt évben alig változott: a 2023. évi enyhe deficitből szerény többletbe fordult. A tavalyi nettó FDI-beáramlás a 2023. évinél is mérsékelt volt (a GDP 0,7, illetve 0,4%-a). *Ami a kilátásokat illeti*, 2025-ben a folyó fizetési mérleg GDP-arányos többlete **1-1,5%-ra** mérséklődhet, és ezt várhatóan alig haladja meg a folyó és tőkemérleg együttes aktívuma. 2026-ban a választásokhoz kapcsolódó állami költségek mindkét egyenleget deficitbe fordíthatja. A Trump-adminisztráció által meghirdetett vámháború nehezen belátható következményei azonban a szokásosnál sokkal bizonytalanabbá teszik a külső egyensúlyra vonatkozó előrejelzéseket.

Az **államháztartás hiánya** 2024-ben, amelyet a költségvetési törvény a GDP 2,9%-ában határozott meg, 4,9% lett. A pénzforgalmi és az eredményszemléletű (ESA) hiány a szokásosnál kisebb eltérést mutatott: az előbbi 4.002, az utóbbi 4096 milliárd forint lett. A pénzforgalmi hiányban a bevételi oldalon elsősorban az ÁFA-bevételek 1.000 milliárd forintos elmaradása, a kiadási oldalon főként a kamatfizetések túllépése játszott szerepet. 2015-ben a törvény 3,7%-os hiányt ír elő, egy mára teljesen érvényét veszített makrogazdasági feltételrendszerben. Az ÁFA bevételek 2025-ben is túltervezettnak tűnnek (még a vártnál magasabb infláció mellett is). 2025-ben **4,5%-os** ESA hiányt várunk, 5,6%-os pénzforgalmi hiány mellett.

Az **államadósság** rátáját 2024. végére – technikai műveletekkel – sikerült a GDP 73,5%-ára leszorítani. 2025. végére 74,7-75%-os adósságrátát várunk.

2024-ben a **fogyasztói árindex** – az előző évi 17,6% után - 3,7%-ra mérséklődött, ezen belül viszont az utolsó negyedévben már határozott gyorsulásnak indult, ami 2025 elején is folytatódott, különösen az élelmiszerek terén. Igaz, az év egészében a szolgáltatások ára emelkedett a legnagyobb mértékben. A gyorsan emelkedő élelmiszer-árindex láttán, a kormány az árrésstop bevezetéséről döntött, amely az 1 milliárd forint éves árbevétel feletti kereskedelmi cégek számára, 30 termékfajtára, 10%-ban korlátozta az árrést (ami nem a nyereségl, hanem a működési költséget fedezi). Feltételezhető, hogy az árrésstop az árstophoz hasonló eredménnyel fog járni, amelynek szintén nem sikerült megfékezni az élelmiszerárak viharos emelkedését 2022-ben. Emellett az árrésstop elsősorban a hazai tulajdonú közepes méretű (éppencsak 1 milliárd forint feletti forgalmú) kereskedőket hozza kezelhetetlen helyzetbe, ahol a pénzügyi tartalékok alacsonyabbak és a forgalmazott termékek köre szűkebb. 2025-ben **5,2-os** fogyasztói árindexet várunk.

A jegybanki **alapkamat** 2024 szeptembere óta 6,5%-on áll. Az emelkedő infláció és a gyengülő árfolyam még jó ideig nem fogja lehetővé tenni az alapkamat csökkentését, és az is valószínű, hogy az elemzők és a Kopint-Tárki általi s várt évvégi kamatvágás is elmaradhat.

A forint euró-**árfolyama** 2024 szeptembere óta 400 forint körül ingadozott. A trumpi vámemelés bejelentése azonban egycsapásra a 410 forint felé lökte az árfolyamot. A további kilátások beláthatatlanok, de a tendenciák inkább a gyengülés irányába mutatnak.

2025 első két hónapjában valamennyi lejáraton emelkedtek az **állampapírpiazi hozamok**, a romló inflációs várakozásokkal és a forint árfolyam ingadozásaival párhuzamosan. A hozam-emelkedés különösen a rövid lejáratú állampapírokat érintette, aminek következtében a hozamgörbe lapossá vált: 2025 februárjában a 3 hónapos és a 10 éves állampapír hozama közötti eltérés 0,68 százalékpontra csökkent. Az év végéig nem várható jelentős változás, ha mégis, az inkább a hozam- emelkedés irányába mutat.

Az elmúlt hónapokban mind a vállalati, mind a lakossági banki **kamatok** stagnálásközeli képet mutattak. A vállalati hitelfelvétel szerződéses összegei is nagyjából változatlan maradtak. A lakosság fogyasztási hitelfelvelele jelentősen, a lakáshitelek összege enyhén emelkedett. Az év hátralévő részében a vállalati hitelfelvétel enyhe, a lakossági lakáshitel-keresletének valamivel élénkebb, de még mindig visszafogott emelkedését feltételezzük.

Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa

(éves változás, százalék)

| | Tényadatok | | | | | | | Előrejelzés | | |
|---|------------|-------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023 | 2024 | 2024 | | | | 2025 | 2025 | | 2026 |
| | | | I. né. | II. né. | III. né. | IV. né. | I. né. | 2025 jan. | 2025 ápr. | 2025 ápr. |
| GDP-aggregátumok reálnövekedése | | | | | | | | | | |
| GDP összesen | -0,8 | 0,5 | 1,1 | 1,5 | -0,8 | 0,4 | | 2,4 | 1,7 | 2,9 |
| Belföldi felhasználás | -5,4 | -0,1 | -2,4 | 1,2 | 0,5 | 0,9 | | 2,8 | 2,7 | 3,4 |
| Magánfogyasztás | -0,3 | 3,5 | 3,2 | 3,4 | 3,4 | 3,8 | | 3,6 | 3,7 | 3,7 |
| Közösségi fogyasztás | 3,2 | -3,9 | -7,4 | -6,6 | -0,9 | -1,2 | | 0,5 | 0,1 | 0,2 |
| Bruttó állóeszköz-felhalmozás | -7,7 | -11,1 | -7,3 | -13,2 | -12,0 | -10,5 | | 2,0 | 0,4 | 4,0 |
| Bruttó felhalmozás összesen | -16,7 | -6,5 | -19,1 | -1,0 | -3,7 | -4,5 | | 2,0 | 1,5 | 4,0 |
| Export | 1,7 | -3,0 | -4,2 | -2,3 | -2,1 | -3,3 | | 2,8 | 0,9 | 3,7 |
| Import | -3,4 | -4,0 | -8,4 | -3,2 | -0,8 | -3,1 | | 3,4 | 2,1 | 4,4 |
| Ipari termelés | -5,5 | -4,0 | -3,9 | -2,9 | -6,0 | -3,2 | -6,4 ^e | 2,5 | 0,5 | 4,0 |
| Fogyasztói árindex | 17,6 | 3,7 | 3,7 | 3,8 | 3,5 | 3,8 | 5,3 | 4,3 | 5,2 | 3,5 |
| Foglalkoztatás, jövedelmek | | | | | | | | | | |
| Foglalkoztatottak számának növekedése ^a | 0,6 | 0,0 | 0,5 | 0,2 | 0,0 | -0,5 | 0,1 ^f | -0,1 | -0,1 | 0,3 |
| Foglalkoztatási ráta ^a | 64,8 | 65,1 | 64,8 | 65,2 | 65,2 | 65,0 | 65,1 ^f | 65,2 | 65,1 | 65,6 |
| Munkanélküliségi ráta ^a | 4,1 | 4,5 | 4,6 | 4,3 | 4,6 | 4,4 | 4,4 ^f | 4,4 | 4,4 | 4,0 |
| Termékegységre jutó bérköltség ^b | 26,1 | 10,7 | 17,5 | 12,6 | 12,8 | 10,7 | | 0,0 | 3,5 | 2,2 |
| Bruttó nominális keresetek ^c | 14,2 | 13,2 | 14,2 | 13,9 | 13,2 | 11,9 | 10,4 ^g | 8,0 | 8,7 | 8,5 |
| Nettó reálkeresetek | -2,9 | 9,2 | 10,1 | 9,8 | 9,4 | 7,8 | 4,6 ^g | 3,5 | 3,5 | 4,8 |
| Megtakarítási ráta a GDP %-ában ^d | 6,8 | 6,6 | 6,9 | 7,3 | 7,1 | 6,6 | | 7,0 | 6,2 | 6,3 |
| Folyó fizetési és tökemérleg a GDP %-ában | 1,2 | 2,6 | 2,6 ^h | 3,0 ^h | 2,4 ^h | 2,4 ^h | | 2,3 | 1,5 | 0,5 |
| Államháztartás | | | | | | | | | | |
| Államháztartási egyenleg, a GDP %-ában | -6,7 | -4,9 | -5,3 | -2,1 | -3,8 | -8,4 | | -4,5 | -4,5 | -4,5 |
| Bruttó államadósság, a GDP %-ában | 73,0 | 73,5 | 75,6 | 75,5 | 75,6 | 73,5 | | 74,0 | 74,0 | 73,5 |
| Rövidtávú hozam (3 hó), időszak vége | 6,23 | 5,10 | 6,59 | 6,21 | 5,32 | 5,10 | | 5,5 | 6,0 | 5,7 |
| Hosszút. hozam (10 év), időszak vége | 5,86 | 6,55 | 6,74 | 6,81 | 6,13 | 6,55 | | 6,0 | 7,0 | 6,2 |
| Nemzetközi feltételek | | | | | | | | | | |
| Nemzetközi kereskedelem volumene | 0,4 | | | | | | | 3,4 | 2,7 | 3,0 |
| Brent olajár (\$/hordó, időszaki átlag) | 82,5 | 80,5 | 83,0 | 84,6 | 79,8 | 74,6 | 75,8 | 84,0 | 76 | 78 |
| GDP-változás az eurózónában, % | 0,4 | 0,9 | 0,2 | 0,7 | 1,3 | 1,2 | | 0,9 | 0,8 | 1,4 |
| GDP-vált. az új EU-tagországokban, % | 0,8 | 1,9 | | | | | | 2,9 | 2,6 | 2,8 |
| Forint/euró, időszaki átlag | 382 | 395 | 388 | 391 | 394 | 407 | 405 | 415 | 410 | 415 |
| Dollár/euró, időszaki átlag | 1,08 | 1,08 | 1,09 | 1,08 | 1,10 | 1,07 | 1,05 | 1,05 | 1,06 | 1,06 |

a munkaerő-felmérés alapján, időszaki átlag, 15-74 éves népesség. A közfoglalkoztatottak a foglalkoztatottakhoz sorolódnak.

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

c az összes munkáltató adatai alapján

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

e január-február

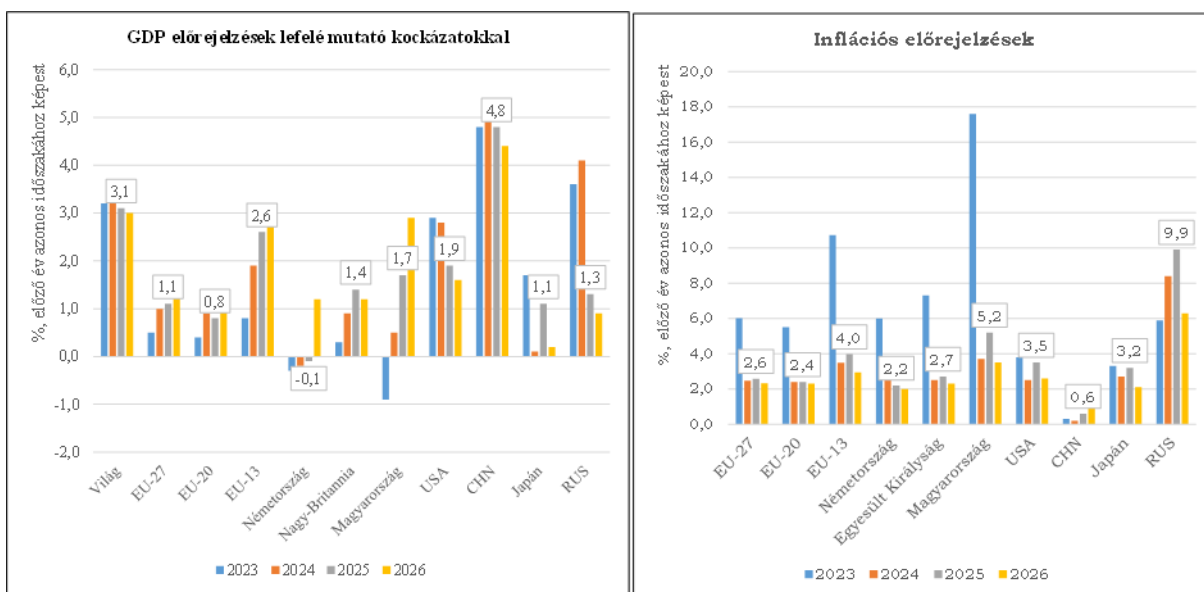
f december-február

g január

h MNB által közölt szezonálisan kiigazított adat

I. A világgazdaság

Az OECD legfrissebb előrejelzése szerint a **globális növekedés** tavaly 3,2% volt, ami részben az USA robusztus növekedésének, részben néhány feltörekvő ország (pl. India, de még Kína is) jó teljesítményének volt betudható. 2025-re a kilátások már kevésbé jók. Ebben a bizonytalansággal terhes időszakban az OECD 3,1%-ra mérsékelte idei előrejelzését és 3%-ra 2026. évi prognózisát. A növekedésslassulás fő oka az amerikai kereskedelempolitika okozta bizonytalanság. Trump vámintézkedéseinek gazdasági hatásai nem igazán számszerűsíthetők egyelőre, de maga az intézkedések kiszámíthatatlansága is olyan bizonytalanságot generál a vállalkozások körében, ami fékezi a növekedést. Az infláció megfékezése sem egyértelmű: az inflációs nyomás továbbra is fennáll számos gazdaságban, a szolgáltatások inflációja továbbra is magas, s egyes termékek esetében is megindultak az árak felfelé. A munkaerőpiacok számos országban továbbra is feszesek maradtak. A kormányzati védelmi kiadások tervezett emelése rövid távon ugyan támogathatja a növekedést, de hosszabb távon növelheti a költségvetési nyomást. A monetáris politika lazítása mérséklődhet, hiszen a globális bizonytalanságok, a vámháború eskalálódása mind költségnövelő hatásúak, és az infláció újra erőre kaphat. Számos országban a fiskális egyensúly fenntarthatósága jelentős nehézségekbe ütközik, és ennek kezelése az elkövetkező években szintén fékezheti a növekedést. A jelenlegi előrejelzések szerint az idei évet a tavalyihoz képest lassúbb amerikai és kínai növekedés, az euróövezet minimálisan gyorsuló, de még mindig mérsékelt növekedése jellemzi. A jövő évi kilátások sem rózsásak, mivel mind az amerikai, mind a kínai növekedés tovább lassul, az európai pedig csak kicsit gyorsul. A tervezett német költségek hatásai még csak kis mértékben lesznek érezhetők, ugyanakkor a Trump által elindított vámháború következményei már minden téren, de különösen az autóipar vonatkozásában megmutatkozhatnak. A Trump féle intézkedések okozta bizonytalanság miatt a befektetők, de a fogyasztók is inkább kivárnak, és az arany felé fordulnak. A termelés Amerikába telepítése, amit Trump intézkedéseivel szorgalmaz, időigényes folyamat, amelynek hatásai csak hosszabb távon lesznek, ha lesznek, érzékelhetők. Az infláció mérséklődése lassulni fog, azonban itt is nagyok a kockázatok, mivel a vámháború költséghatásai még nem becsülhetők meg.



1.1. Világkereskedelem

Az amerikai választások óta óriási a bizonytalanság a világkereskedelmi előrejelzéseket illetően, hiszen senki sem tudta, hogy a választási kampányban megígért kereskedelmi korlátozások közül mennyit fognak valójában foganatosítani. Az április elején bevezetett importvámok végül az egyik legrosszabb forgatókönyvet keltették életre, hiszen a világ minden országával szemben egy legalább 10%-os általános vámot vetettek ki.

Sőt, vannak olyan országok, ahol 40%-ot is meghaladja a vám. Ezek közül a legsúlyosabban feltehetőleg az egyébként nagy volumenben szállító Vietnám érintett, amellyel szemben 46%-os az általános importvám, lényegében ellehetetlenítve a kereskedelmet. Kínával szemben 34%-ban állapították meg a tarifát. Általánosan elmondható, hogy a legmagasabb vámszintet jellemzően a legszegényebb országok kapták. A világ egyik legelmaradottabb országa, Lesotho például a legnagyobb, 50%-os tétellel szembesül, de Szíria is 41% mellett lesz kénytelen ezentúl kereskedni az USA-val.

Az EU-val szemben 20%-os általános importvámot vezettek be, de ezen kívül több, egyedi vámtétel is létezik, amelyek egyes termékkategóriákra magasabb, vagy éppen alacsonyabb tételek alkalmazását írják elő. Az alumínium és vas termékekre, valamint a gépjárművekre 25%-os vámok alkalmazására kerül sor. Bár ez utóbbiak az európai és kínai termelőket sújtják elsősorban, a hatás mégis elsősorban Mexikóban jelentkezik, ahol az USA-ba exportált járműveket jellemzően összeszerelik. Bár ez utóbbi vámtételek végső soron az európai és a kelet-ázsiai márkatulajdonosokat sújtják, a vámok azonban a mexikói leányvállalatot érinthetik közvetlenül, ahol ezeket a járműveket összeszerelik.

Jelenleg a világ arra próbál legalább megközelítő választ találni, hogy miként fognak a bevezetett intézkedések hatni a világgazdaságra, azon belül is elsősorban a világkereskedelemre. Előzetes hatástanulmányt készíteni azonban szinte lehetetlen, mivel nem bilaterális szabályozásról van szó, hanem a világ minden országát érintik a bevezetett vámok (ebből következik, hogy nagy valószínűséggel az amerikai adminisztráció sem rendelkezik ilyen hatásvizsgálattal). Továbbá azt sem lehet tudni, hogy mennyire lesznek tartósak ezek az intézkedések. A bizonytalanság a modellek szinte minden paraméterét érintik, ennél fogva még az sem teljesen elképzelhetetlen (bár minden bizonnyal alacsony valószínűségű eseményről van szó), hogy akár még élénkülhet is a világkereskedelem.

A kivetett vámtételek meglehetősen magasak, rengeteg az ismeretlen tényező, és az amerikai fogyasztókon, importőrökön, a külföldi szállítókon és fogyasztókon is múlik, hogy milyen következményei lesznek a megemelt vámok integrálásának világkereskedelmi rendszerre. A bizonytalanságot tovább fokozza, hogy az EU, Kína, Kanada, Mexikó, Japán és Dél-Korea is (a legnagyobb kereskedelmi partnerek) arányos válaszlépéseket bevezetését ígérték, amelyek részben már be is következtek. Eközben megindultak a bilaterális egyeztetések a kivételekről, azonban politikailag kérdéses, hogy Trump elnök tesz-e kivételt bizonyos országok és termékek viszonylatában.

A kereskedelmi modellek bizonytalansága tehát szinte minden szereplő esetében megvan, ezek eredője pedig jelenleg szinte kiszámíthatatlan. A következőkben sorra vesszük a legfőbb szereplőket megvizsgálva lehetőségeiket.

- *Az amerikai importőrök.* A vámtételeket, de facto nekik kell befizetni az amerikai költségvetésbe. A importőr saját hozzáadott értékéből kénytelen leadni, vagy áthárítja teljes egészében a fogyasztókra a megemelkedett beszerzési árat, de meg is osztozhat a beszállítóval a költségeken. A saját hozzáadott értékéből alapvetően két módon, a profit vagy a bérek csökkentésével tud leadni, de tartalékait (jövőbeni beruházásait) is csökkentheti. Makroszinten ezek természetesen az amerikai növekedést fékezik.
- *Az amerikai fogyasztók.* Az importvámok egy részét bizonyosan áthárítják a fogyasztókra, ennek mértéke azonban termékenként eltérő. A különbség elsősorban a termék piaci szerkezetétől függ. Minél tökéletesebb a verseny az adott termék piacán, annál valószínűbb, hogy a vámok nem lesznek teljes mértékben áthárítva a fogyasztókra. Ezzel szemben a monopolisztikusabb piacokon már nagyobb az áthárítás lehetősége. Szintén függ a fogyasztók magatartása attól, hogy milyen a termék helyettesíthetősége (létezik-e olcsóbb, vélhetően helyben előállított) alternatíva. Ezen kívül erősen bizonytalan tényező a termékek rugalmassági együtthatója, amely a kereslet árváltozásokra adott reakcióját méri. A legszükségesebb termékek (például élelmiszerek) rugalmassága nagyon alacsony, azonban más árucikkek esetén akár nagyon magas is lehet, és teljességgel elképzelhető forgatókönyv, hogy a költségáthárítás esetén egyszerűen megszűnik a termék kereslete.
- *Külföldi beszállítók.* A vámtételek elsősorban őket célozzák. Az importőr minden bizonnyal megpróbálja megosztani, vagy áthárítani a költségeket, és árengedményeket elérni a beszállítónál, aki ezt szintén csak a saját hozzáadott értékének csökkentésével tudja elérni. Mivel országonként eltérő vámtételeket szabtak ki, így magas lehet a helyettesíthetőségi ráta mértéke is. Ebben a relációban rendkívül fontos a fennálló kereskedelmi erőviszonyok szintje. Amennyiben az amerikai fél nem volt jelentős felvásárló, úgy más relációkban akár könnyen pótolható a kieső kereslet. Azonban, ha az USA jelentős felvásárló, mint például az európai gyógyszeripar esetén, úgy a beszállítók valószínűleg kénytelenek lesznek osztozkodni a többletköltségeken, ezzel pedig jövedelemcsökkenést fog elszenvedni a beszállító ország gazdasága is.
- *Külföldi kormányok.* A kormányzatok saját piacukat védendő válaszlépéseket tehetnek, és az előzetes bejelentések szerint tesznek is, ezzel pedig arányos mértékű vámtételek lesznek bevezetve az amerikai importtal szemben, amivel ugyanaz a helyzet áll elő, csak a külföldi fogyasztók és importőrök oldaláról, mint az amerikai esetben.
- *Amerikai kormányzat.* A USA kormánya saját bevallása szerint is tisztában van azzal, hogy a vámok fokozni fogják az inflációt az országban, ezt enyhítendő ellenintézkedéseket vezethetnek be. Beiktatása után Trump elnök a vállalati adókedvezményekről beszélt, erről azonban konkrétabb intézkedési terv nem ismert, és feltehetően az első hatások megjelenéséig nem is lesz. A kormány tényleg enyhítheti a vámok jelentette költségterhelést, ekkor azonban saját nyereségéből ad le, erősen csökkentve a vámok által várt FDI beáramlás esélyét, valamint rontva a költségvetés egyenlegét.

Látható tehát, hogy a számos forgatókönyv létezik. A legoptimistább verziók szerint akár még a világkereskedelem élénkülését sem vetik el, azt feltételezve, hogy az USA elszigetelődik, és a világ többi országa felértékelődik egymás számára. Ennek részleges megvalósulására valóban van komoly esély, hiszen a kieső amerikai keresletet, igaz némiképp nyomottabb áron, de más országok valószínűleg fel tudják szívni. Így reálisnak tűnik egy olyan forgatókönyv, hogy Kína szorosabbra fűzi kapcsolatait az EU-val, Japánnal, Dél-Koreával és Ausztráliával, még ha most nem is felhőtlen a politikai viszony. Ezzel minden ország fogyasztója, és a beszállítók nyernének, és kialakíthatók olyan egyezmények is, amellyel a helyi termelők is védettebbé válnak az importtal szemben. Ilyen tárgyalások már egyébként is folytak az EU és Kína között, amely akár tudásmegosztást is lehetővé tenné olyan iparágakban, amelyben jelenleg Kínának kompetitív előnye van.

A felvázolt *optimista forgatókönyvnek* természetesen létezik pesszimista változata is, amelyben a világkereskedelmi rendszer összeomlása rajzolódik ki. Ezek a scenáriók abból indulnak ki, hogy megindul egy kereskedelemelterelési folyamat, részben az alacsonyabb tarifájú országok felé, részben az Egyesült Államokba. Ez első változat azért is reális, mert a termelés USA-ba való áthelyezése egyrészt rendkívül költséges, a termelési tényezők pedig jóval drágábbak, mint a felzárkózó országokban, így még a vámtételek terhe mellett is megérheti mondjuk Kínából egy fejlődő, felzárkózó országba áttelepíteni a termelést. Az Amerikába való település csak abban az esetben éri meg, ha az adott termelőnek az amerikai piac olyan jelentős felvásárlója, hogy máshol nem tudna középtávon sem olyan keresletet találni, amely helyettesíteni tudná azt. Az USA-ba való település egyértelműen csökkentené a világkereskedelem volumenét, elvéve a jelenleg termelő országoktól azt a (jellemzően kevéske) hozzáadott értéket, amit az amerikai import jelent számokra.

A *pesszimista forgatókönyvek* elsősorban nem is az első, hanem a második körös hatásokból építkeznek. A kereskedelemelterelés jövedelemkiesést jelent a jelenleg termelő országokban, ezért az ő keresletük is csökkenni fog, aminek tovagyűrűző hatása oda vezet, hogy a teljes aggregált kereslet a világban csökken, még az USA-ban is az exporton keresztül, ezzel pedig globális recessziót előidézve. Bár ennek mértékét a pesszimista forgatókönyvek sem teszik jelentős mértékűre, a lassulás azonban szinte elkerülhetetlennek látszik.

Az *amerikai kormány* jelentős bevételeket és FDI beáramlást remél az intézkedéssorozattól, ez utóbbi azonban csak évek múlva jelentkezik, miközben a negatív hatások szinte azonnal. Egyrészt a bejelentett intézkedések, illetve a várható ellenlépések a pénzpiacokon komoly felfordulást okoztak, és a vállalatok értéke már a vámok kivetése előtt is jelentősen csökkent. Ezen kívül az infláció emelkedése szinte elkerülhetetlennek tűnik az USA-ban, amire a Fed minden bizonnyal reagálni fog, visszafogva ezzel a növekedést (és az importkeresletet) az országban. A USA kormánya által várt közel 1,4 billió dollárnyi bevétel vélhetően a túlzóan optimista forgatókönyvből származik.

Ami *Európát illeti* jelenleg folytatódik a sötétben tapogatódzás. Annyi bizonyos, hogy egyes ágazatokat rendkívül érzékenyen érintenek a vámok, ilyen például a gyógyszeripar, mivel összeurópai szinten az export közel fele az USA-ba folyik. Itt

azonban alacsonyak a helyettesítési lehetőségek, továbbá vélhetően egy magas árrugalmasságú termékcsoporthoz van szó.

Az európai járműipart érintő hatások elsősorban közvetett módon jelentkeznek, mivel a közvetlen beszállítás viszonylag alacsonynak mondható. Bár is igaz, hogy az Európából exportált járműipari késztermékek elsősorban nem a tömegtermelés eredményei, hanem olyan, felsőkategóriás járművek, amelyek árrugalmassága szintén magasabb, mint más termékeké. A nagyobb tételben beszállított európai márkák már eleve az USA-ban, vagy Mexikóban készülnek, így az első körös hatások ott keletkeznek, de értelemszerűen végül az európai márkatulajdonos szenved el profitcsökkenésben a vámokat. Ez azonban már második körös hatás, és az európai gazdaságot elsősorban az elmaradó beruházásokon keresztül érintheti, ami természetesen vezethet a későbbiekben leépítésekhez kontinensünkön. Az európai keresletet azonban várhatóan nem érinti közvetlenül, így az elszenvedett veszteségek is rövid távon várhatóan nem lesznek jelentősek.

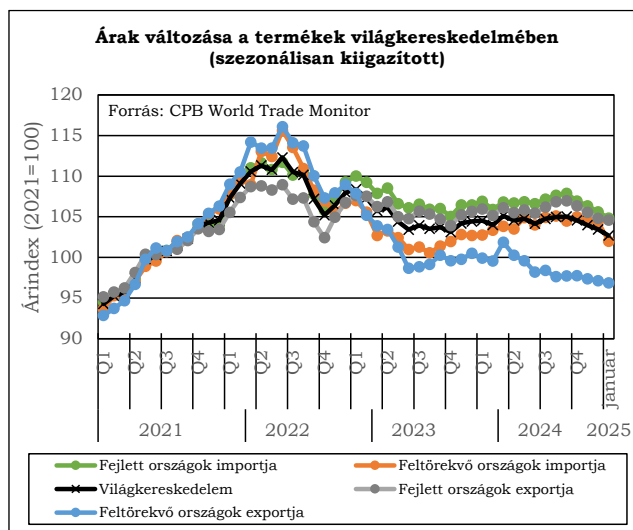
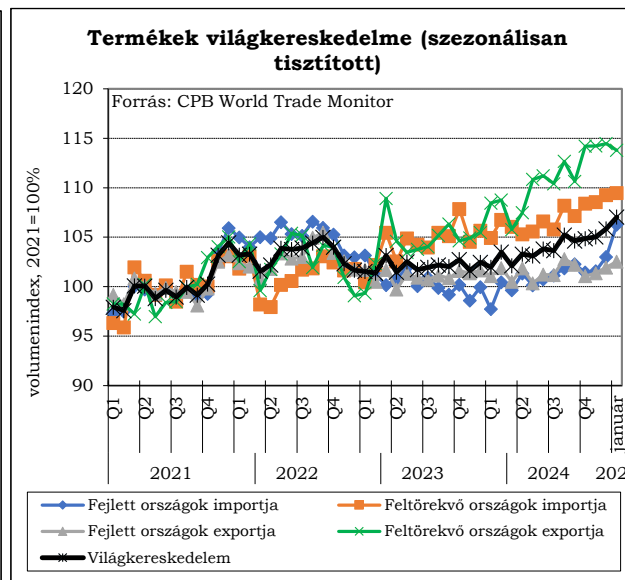
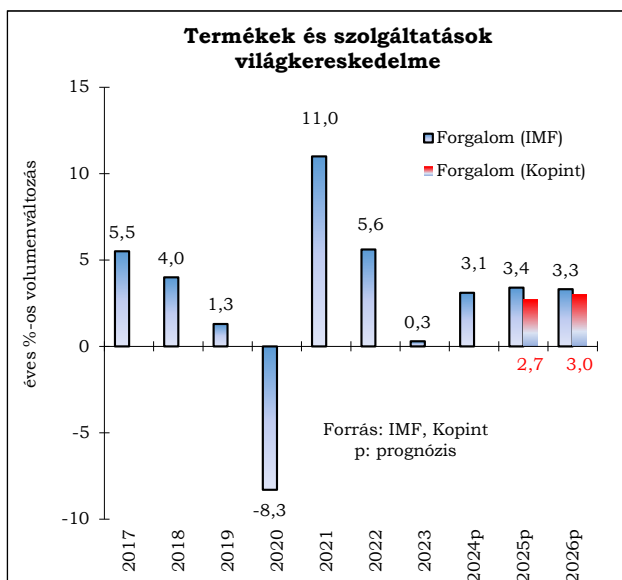
Az USA-ba való áttelepülés akár reális forgatókönyvnek is tűnhet, különösen, ha ezzel egyidőben az amerikai márkák is fokozzák európai jelenlétüket, ekkor makroszinten ugyanis mérsékelhetőek a veszteségek. A helyzet vesztese a legtöbb forgatókönyv szerint Mexikó és Kanada, valamint bizonyos szegmensekben Kína. Ennek mértéke azonban még kérdéses. Kanada a nyersanyag készletei miatt valamelyest védettebb, mivel itt az amerikai kereslet vélhetően megmarad, így ellenvámokkal enyhíthetők a hatások. Kína esetében szintén az ellenvámok nyújthatnak mérséklést a kedvezőtlen hatásokkal szemben, illetve a kereskedelemelterelés is számottevő mértékben nyújthat enyhülést. Mexikó azonban önmagában nem rendelkezik olyan komparatív előnyökkel, amelyek máshol érvényesíthetők lennének, és amelyek makrogazdasági szinten is érzékelhető enyhülést hoznának, így az intézkedéssorozat legnagyobb vesztesének tekinthető.

Bár a világ a Trump-féle vámokkal volt az utóbbi időben elfoglalva, még meg kell említeni egy Magyarország szempontjából fontos eseményt, mégpedig, hogy az Európai Bizottság tiltott állami támogatások miatt eljárást indított a BYD magyarországi beruházásaival kapcsolatban. Bár az eljárás még kezdeti szakaszban van, ha bebizonyosodik a vád, akkor az EU kényszerítheti a beruházót, hogy részben eladja a magyarországi vállalatot, csökkentse kapacitását vagy komoly mértékű büntetést fizessen. Ez utóbbi akkora mértékű lehet, hogy már számba vehető alternatíva legyen az eladás is. Mindez árnyékot vet a beruházásra, még akkor is, ha döntés valószínűleg évek múlva születik meg, nem számolva a fellebbezésekkel.

A világkereskedelem tehát komoly bajban van, és a bajt elsősorban a bizonytalanság okozza. A befektetők folyamatosan menekülnek biztonságosabb derivatívákba és aranyba, mivel a vámok bevezetése előtt még jelentős volumenű beszerzések is zajlottak, így nem kizárt, hogy a tavaszi adatok majd volumenemelkedést is fognak mutatni. Az IMF előrejelzése még januári, az azóta bekövetkezett változások fényében a Kopint saját előrejelzése szerint ennél kissé lejjebb vitte a világkereskedelem idei és jövő évi növekedésére vonatkozó prognózisát.

Összességében, a jelenlegi információk szerint, nem tartjuk valószínűnek, hogy a világkereskedelem volumene visszaesne, de kisebb ütemmérséklődés előfordulhat

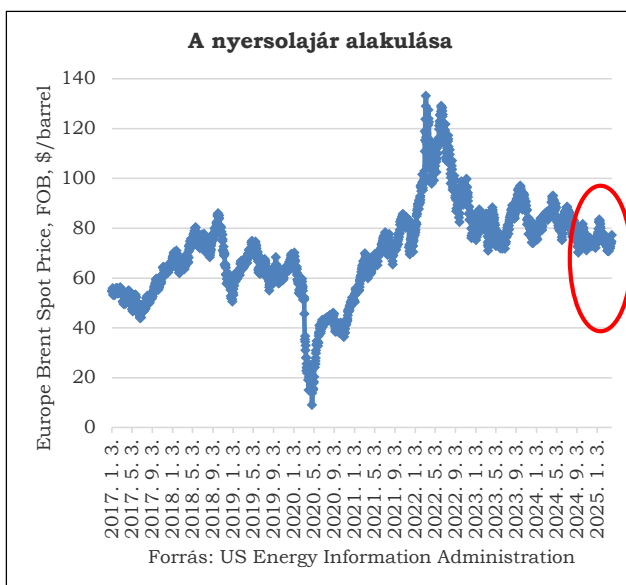
mind az idén, mind jövőre. A világ valószínűleg gyorsan alkalmazkodni fog a helyzethez, azo nban még évekbe telhet mire a termelők átállnak az új világrendre és áthelyezik kapacitásaikat olyan országokba, ahonnan kedvezőbb ráták mellett kereskedhetnek. A Trump adminisztráció kiszámíthatatlansága azonban a globális folyamatoknak nem tesz jót, és ez a bizonytalanság jelenti a legnagyobb problémát, amelynek hatásai akár makroszinten is jelentkezhetnek az elmaradó beruházásokon keresztül.



1.2. Nyersanyagpiacok

1.2.1. Energiahordozók

A Brent nyersolaj idei első negyedévi átlaga 76 dollár körül mozog, valamivel a tavalyi 80 dolláros hordónkénti éves átlag alatt. Az árak januárhoz képest alacsonyabbak, márciusban 68-73 dollár között mozogtak. Ebben szerepet játszhat az is, hogy az OPEC+ várhatóan kitart májusi kitermelés-növelési terve mellett, miközben egyes tagállamoknak kompenzációs csökkentéseket kell végrehajtaniuk a korábbi túltermelés miatt. Az OPEC+ a jelenlegi elképzelések szerint idén májusban napi 135 000 hordóval emeli a termelést. Az olajár csökkenésében az is szerepet játszott, hogy az amerikai nyersolajkészletek a vártnál jóval nagyobb mértékben nőttek: az Energiainformációs Hivatal (EIA) adatai szerint a készletek 3,6 millió hordóval 433,8 millió hordóra emelkedtek, jelentősen meghaladva az elemzők által várt 341 000 hordós növekedést. A piacot az USA Kanadára, Kínára és Mexikóra kivetett vámjai szintén nyomás alatt tartják. Március végén újra megindult az olajár felfelé (74-77 dollárra kúszott), aminek a magyarázata, hogy a piacokat elkezdte nyugtalanítani, hogy Trump akár 25-50 százalékos másodlagos vámot vehet ki az orosz olajra, amennyiben Moszkva akadályozza az ukrajnai háború lezárására tett erőfeszítéseit, továbbá az amerikai elnök katonai csapásokkal fenyeget Irán ellen, ha nem sikerül megegyezni a nukleáris programmal kapcsolatban. Az ukrán-orosz tűzszünet is bizonytalan lábakon áll, ez is felfelé nyomta az olaj árát.



Trump április 2-i bejelentése viszont, miszerint 10 százalékos minimális vámot vet ki az Egyesült Államokba importált áruk többségére, s számos ország termékeire pedig ennél is magasabb vámtételeket határoz meg, az olajárak újabb csökkenését indította el (április negyedikén már 65-66 dollár volt a hordónkénti olajár, 2021 augusztusa óta nem volt ilyen alacsony), mivel a befektetők úgy vélik, hogy mindez negatív hatással lesz a világkereskedelemre, a globális gazdasági növekedésre és ezáltal az olajkereslet növekedésére. A lassú globális növekedés és az OPEC+ által bejelentett termelés bővítés tehát az alacsony olajárak mellett szól, az amerikai kereskedelempolitika okozta bizonytalanságok, meg a továbbra is jellemző geopolitikai feszültségek az olajárak emelkedéséhez is vezethetnek, de mindenesetre hektikussá teszik a piacokat. Összességében

egyelőre nem számítunk jelentősebb olajáremelkedésre, úgy gondoljuk, hogy a nyersolaj ára az idén a tavalyi szinten, vagy akár az alatt is alakulhat.

A *gázárak* vonatkozásában hasonlóan bizonytalan a helyzet. Itt emelkedés volt tapasztalható az utóbbi időben, különösen a folyékony gáz ára emelkedett. Az ukrán tranzit leállása és a vártnál hidegebb tél Európában felfelé húzta a gázárakat. Februárban az európai gáztározók töltöttsége is lejjebb ment, április elején már csak 34 százalék volt, ami 2022 óta a legalacsonyabb szint. Ez azt jelentheti, hogy a kereslet a nyári hónapokban is magasabb lesz a tavalyinál, miközben az ukrán tranzitútvonal lezárása miatt a kínálat csökkent. Februárban mintegy 58 megawattóra emelkedett a holland TTF tőzsdei gázár, február második felében megindult egy csökkenés és március végére újra 41 euróra süllyedt az ár, majd április elejére 42,6 euróra emelkedett, majd újra süllyedni kezdett. Jelenleg az európai földgáz határidős jegyzései 35 euró/MWh alá estek, ami azonban még mindig magasabb, mint az egy évvel ezelőtti szint (28 euró/megawatt). A piacokat izgalomban tartja a folyamatban lévő globális kereskedelmi háború, ami csökkentheti az ipari tevékenységet és a gáz iránti keresletet.

Ahhoz, hogy novemberre az európai gáztartályok elérjék a 90%-os telítettséget, mintegy 57,7 milliárd köbméter gázt kellene beszerezni, ami 25,8 milliárd köbméterrel több az előző évinél. Így a gáz esetében prognózist még nehezebb adni, mint az olaj esetében, mivel a piacon gyors és hektikus mozgások tapasztalhatók, és a bizonytalanság igen nagy. Szakértői becslések szerint Európában a nyáron nagyon agresszív gázbeszerzési stratégiát kell folytatni ahhoz, hogy a tartályokat – a tárolási követelményeknek megfelelően – fel lehessen tölteni. Ez jelentős többletköltséggel járna. Az Európai Bizottság fontolgatja a tárolási követelmények enyhítését, az új javaslat szerint a 90%-os szintet október 1. és december 1. között bármikor el lehetne érni.

1.2.2. A nem energiahordozó nyersanyagok

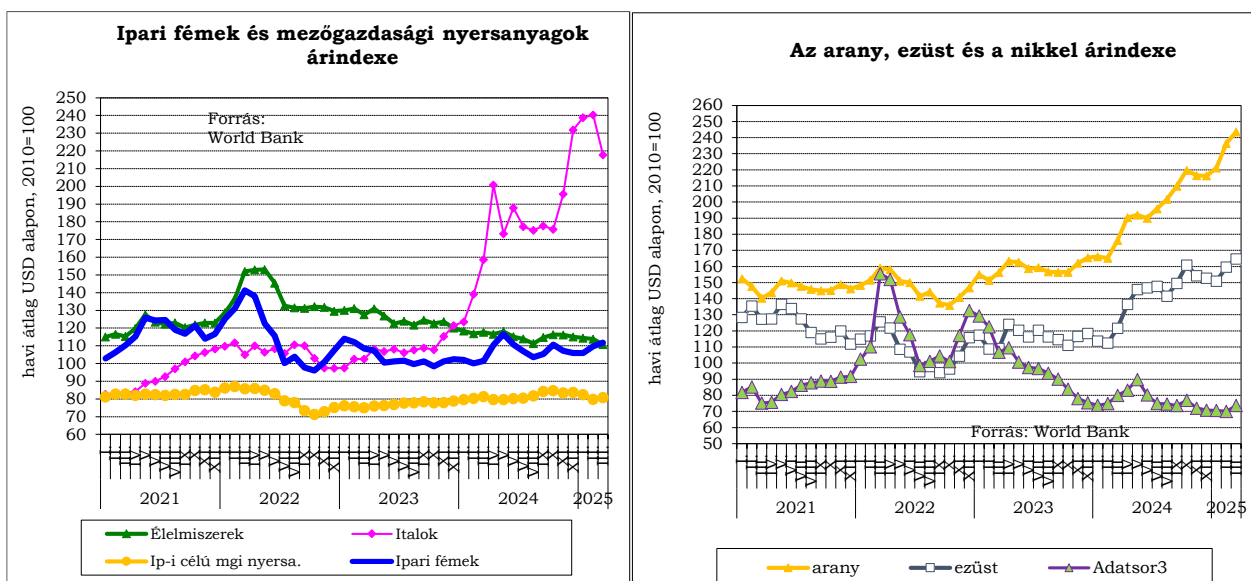
Az elmúlt évben a nem energiahordozó nyersanyagok piacát az italok és az arany dominálta. Egy év alatt a kávéfélék, kakaó és a tea ára lényegében megduplázódott, elsősorban a kedvezőtlen időjárási viszonyok miatt, amelyre még olyan tényezők is ráarakódtak, mint a politikai feszültségek, a háborús övezeteken át vezető szállítási útvonalak eltérítése, a műtrágya hiánya vagy éppen a növényeket megtámadó betegségeknek egyre jobban kedvező klimatikus viszonyok.

Az importőrök eközben teljesen letarolták egyes mezőgazdasági termékek globális piacát és félve a később potenciálisan kialakuló hiánytól, teljes felvásárlásba kezdtek. Ennek eredménye, hogy a hiány hamarabb kialakult, és a készletek történelmi mélypontra süllyedtek, ami az árakat nem csak az azonnali, hanem a határidős piacokon is jelentősen emelte. Az amerikai és nyugat-európai termelők olyan alternatív termékeket igyekeznek piacra dobni, amelyeknek kevesebb olyan alapanyag található, amelyből éppen hiány van a piacon.

A költségek áthárítása a fogyasztók felé megkezdődött és egyes élelmiszertípusok és italok ára jelentősen emelkedni kezdett. Az amerikai háztartások számára így rendkívül kedvezőtlen a Trump adminisztráció vámháborúja, amely még legalább 10%-kal emeli az import beszerzés költségeit, ráadásul az amerikai fogyasztók jelentik a globális kávé és kakaóba kereslet oroszlánrészét.

Jelentős enyhülést jelent, hogy nem minden élelmiszer ára növekedett az elmúlt évben, sőt az olyan alapvető mezőgazdasági cikkek, mint a búza, kukorica éppen még csökkent is. Az ukrán-orosz háború miatt kialakult műtrágyaár-robbanás lecsendesült, mivel Oroszországban jelentős eladatlan gázkészlet halmozódott fel a szankciók miatt, amit átcsoportosítottak a műtrágya termelésbe, amire azonban nem vonatkoznak az európai korlátozások. Ennek eredménye a klasszikus tankönyvi dömping lett az európai piacokon, a korábbi években. A kálium-klorid, amelynek ára 2022 második negyedévében még 1200 dollár volt tonnánként, az 2024 év végén alig 300 dollárba került. Az európai termelők így teljesen kiszorultak a piacról, az Európai Bizottság pedig a jelenlegi 6,5%-os átlagos vámszintről fokozatos emelésre tett javaslatot az belorusz és orosz műtrágyákra.

Eközben az arany ára további történelmi rekordokat döntött és már 3000 dollárért kereskednek vele az árutőzsdéken, ami a 2010-es átlagár közel 250%-a. Egy év alatt mintegy 40%-os emelkedésnek lehettünk tanúi, és a megindított vámháború valószínűleg még tovább emeli a menedékként használt eszköz árát. Ahogy korábbi jelentésünkben is megemlítettük, a kereskedőházak is némiképp értetlenül állnak a helyzet előtt, mivel a gazdasági fundamentumok jelenleg nem indokolják a felvásárlási lázat, azonban valószínű, hogy a befektetők az elmúlt évtizedekben a világgazdasági válságon, az azt követő recesszív időszakon, a pandémián és az orosz-ukrán háborún "edződtek", a Trump-féle vámháború jelentette bizonytalanságra már szinte zsigerből a fedezeti ügyletekbe menekülnek. Ezzel persze jelentős mennyiségű likviditást vonnak ki a pénzpiacokról.



A vámháború más termékek piacát is felborította. A réz ára, ami hagyományosan globális feldolgozó- és építőipari konjunktúraindikatorként is tekinthető, gyors emelkedésnek indult, és már a 10 ezer dolláros tonnánkénti szintet közelíti. Maga a szint nem lenne szokatlan, azonban az elmúlt egy évben inkább 9 ezer dollár körül alakultak az árak, és a megkötött határidős ügyletek azt sugallják, hogy idén akár 12 ezer dollárig is emelkedhetnek, ami pedig történelmi rekord lenne. Az ok paradox módon az Egyesült Államok, ahol a termelők már a vámháború első szelére komoly felvásárlási igényekkel jelentek meg a piacokon, maguk mögé szorítva a hagyományosan kínai nagyfelvásárlókat. A réz importjára jelenleg nem vonatkoznak különleges szabályok az USA-ban,

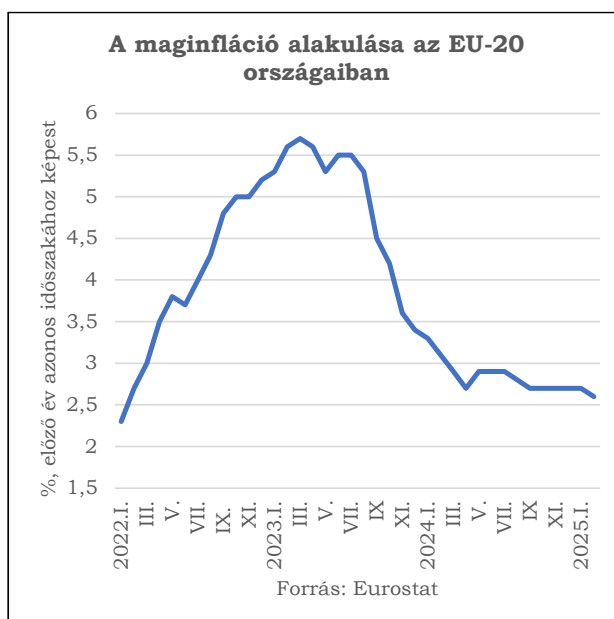
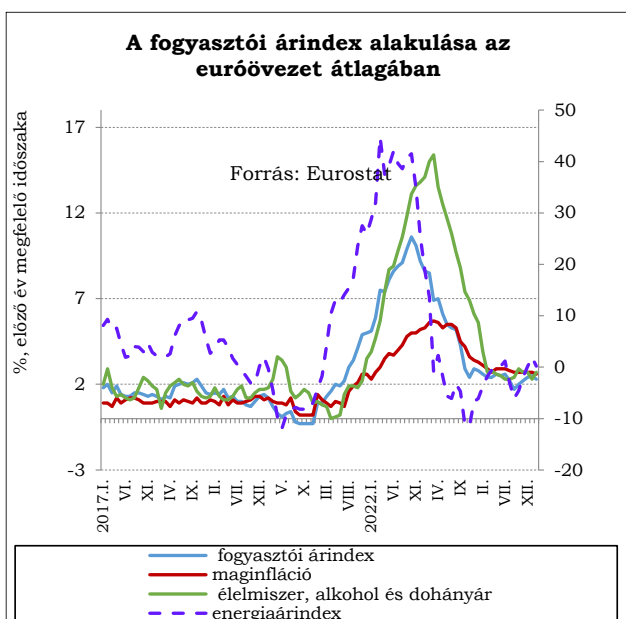
azonban a termelők látván a 25%-os acél és alumínium vámokat még a jelenlegi 10%-os átlagos vámtételek mellett komoly keresletet támasztanak, attól tartva, hogy az amerikai kormány bármikor kiterjesztheti azokat a rézre is.

A Trump-kormány azzal, hogy az európai NATO tagállamokat egy olyan pályára kényszerítette, hogy fel kell futtatniuk a saját védelmi iparukat, a világpiacon megugrott a kereslet az olyan ipari fémek iránt, amelyeket leginkább a fegyvergyártásban használnak. Az antimon ára megötszöröződött, a hafniumé meghétszereződött, a réniumé pedig kétszeresére emelkedett. Mindhárom ritkaföldfém fontos alapanyaga a védelmi iparnak. Felismerve a helyzetet Kína exportkorlátozásokat vezetett többek között a volfrámra, a galliumra, germániumra és a grafitra is, nehezítve ezzel az európai termelők helyzetét

1.3. Nemzetközi pénzpiacok

Monetáris politika és fiskális politika

Az amerikai alapkamat tavaly december közepe óta 4,25-4,50%-os sávban mozog. Legutóbbi, márciusi kamatdöntő ülésen sem változtatott az alapkamaton a *FED*. Viszont módosította gazdasági előrejelzéseit: így lassabb növekedést és magasabb inflációt vár a jegybank az idei és a következő évre is. Ez a párosítás nem kedvező hír, s ebből az is következik, hogy óvatosabb lesz a kamatkiigazításokkal. Egyben csökkentette a havi államkötvény-eladások volumenét is. A sok bizonytalanság miatt az amerikai jegybank egyelőre kivár, amit megtehet, hiszen a munkaerőpiac jó helyzetben van és a kamatok még mindig magasak, tehát van mozgásteret a jövőbeli korrekciókra. Az infláció emelkedése elsősorban a vámok miatt következik be, és egyelőre úgy tűnik, hogy Trump a világ minden országával szemben erőteljes vámemelésbe kezdett. Ez mindenképpen meg fogja emelni az inflációt különösen bizonyos termékek, például személygépkocsik, de bizonyos élelmiszerek, gyógyszerek stb. vonatkozásában is, s ennek megfelelően a lakossági inflációs várakozások is erősen megemelkedtek. A magasabb infláció a kereslet csökkenését eredményezheti, és ezek az ellentétes irányú folyamatok szintén megnehezítik a jegybank dolgát.

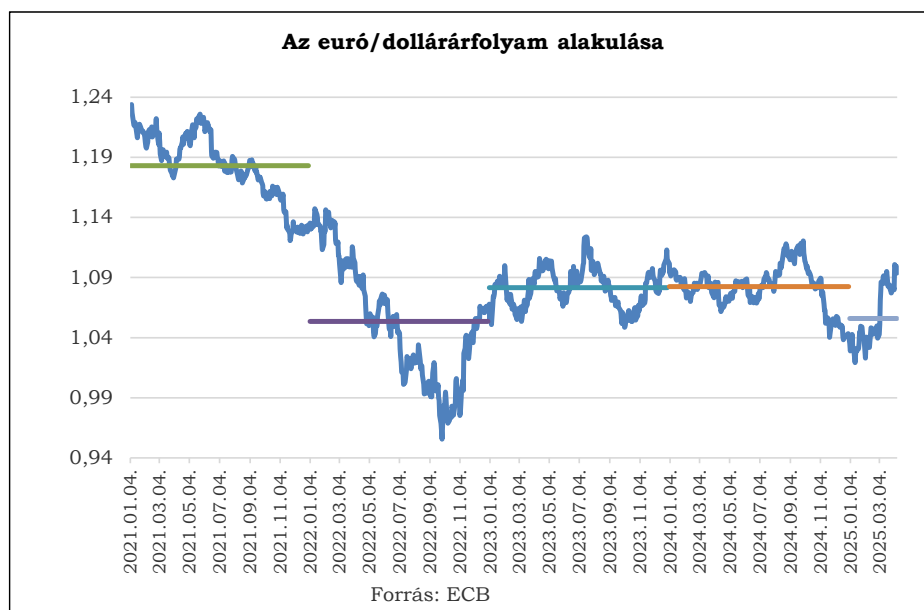


Az *EKB* március 6-án – az idén immár másodszer – 25 bázisponttal csökkentette a három irányadó kamatlábat. Az indoklás szerint az infláció a szakértői várakozásoknak megfelelően alakul és egyre közelebb kerül a jegybank célértékhez: 2025-ben átlagosan 2,3%-os, 2026-ban 1,9%-os, 2027-ben pedig 2,0%-os teljes inflációt prognosztizálnak. Az energia- és élelmiszerárak nélkül vett inflációs prognózis 2025-ben átlagosan 2,2%, 2026-ban 2,0%, 2027-ben pedig 1,9%. A február havi inflációs ráta 2,3%-ra süllyedt, a maginfláció 2,6%-ra mérséklődött. A gyenge gazdasági kilátások további kamatsökkentéseket tennének szükségessé, ugyanakkor az inflációval kapcsolatos bizonytalanságok óvatosabbá tehetik a jegybankot. A helyzetet nehezíti, hogy – előre tekintve – az amerikai vámok az infláció erősödését és a növekedés lelassulását hozhatják magukkal, a német költségek hosszabb távon ugyan gyorsíthatja majd a növekedést, de lökést adhat az inflációnak is. Így az áprilisi kamatdöntő ülésen az *EKB* óvatosabb lesz,

még akkor is, ha legfrissebb francia és spanyol inflációs adatok a vártnál kedvezőbben alakultak. A legfrissebb amerikai vámintézkedések érezhető növekedésslassulást hozhatnak, ami valószínűsíti, hogy az EKB áprilisban tovább csökkenti a kamatokat.

A világ más vezető jegybankjaival ellentétben a *japán jegybank* januárban ismét kamatot emelt, és ezáltal 2008 óta nem látott szintekre vitte fel az irányadó rátát. Miközben a fejlett világ kamatcsökkentési periódusba lépett, Japán szigorítási ciklusban van. A döntést az indokolta, hogy a bérek Japánban erőteljesen emelkednek. A hosszú évek óta deflációval küzdő országban, 2% körül akarják stabilizálni az inflációs rátát.

A *Bank of England* februárban 25 bázisponttal 4,5%-ra csökkentette az alapkamatot. Az inflációs ráta jelenleg 2,8%-on van. Számos bizonytalanság teszi óvatossá a brit jegybankot. A globális kilátások miatt a gazdasági kilátások bizonytalanok, továbbra is jelen van egy inflációs nyomás, és számos bizonytalanság jellemzi a brit munkaerőpiacokat is.



Tavaly az **euró dollárárfolyama** éves átlagban 1,08 EUR/USD-t tett ki. Az idei éves átlag ugyan ennél alacsonyabb, 1,06 EUR/USD, de a tavalyi évvégi és az idén év eleji gyengülés után az euró erősödni kezdett. Ez szemmel láthatóan tudatos amerikai politika következménye. Hogy ez mennyire lesz tartós, azt egyelőre nehéz megmondani, mint, ahogy az amerikai gazdaságpolitika kiszámíthatatlansága miatt is nehéz bármiféle előrejelzést tenni. Trump hivatalba lépésével egy teljesen kaotikus pénzügyi és gazdasági környezet alakult ki az egész világon, és az euró devizatartalék szerepe erősödni kezdett. A világ deviza tartalékainak jelenleg 25%-át teszi ki az euró, a tavalyi 20%-kal szemben. Trump április 2-án bejelentett vámintézkedéseinek hatására a dollár tovább gyengült, a részvénypiacokon süllyedtek az árfolyamok, és a befektetők egyre inkább az arany felé fordulnak, így a nemesfém ára az egekbe ment. Ebből kifolyólag az idei évre árfolyamprognózist adni elég nehéz: egyelőre az euró további erősödése látszik, de, hogy ez mennyiben lesz tartós folyamat, az nagyban az amerikai gazdaságpolitika újabb fordulatain múlik. Amennyiben a befektetők úgy ítélik meg, hogy az EU pénzügyi biztonságosabb, kiszámíthatóbb alternatívát jelentenek az amerikai piacokhoz képest, akkor bekövetkezhet egy tartós elfordulás a dollártól, ami erősítheti az eurót.

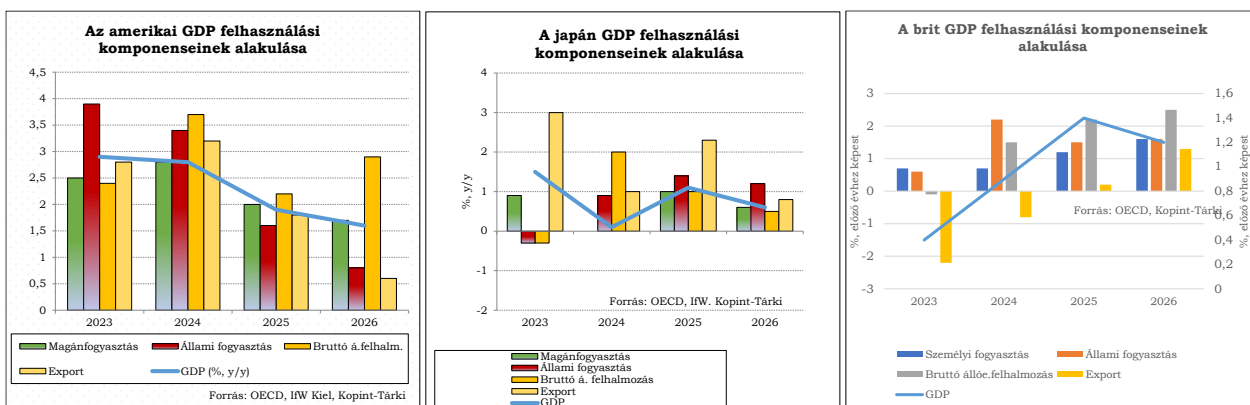
1.4. Az Európai Unió nemzetközi környezete

Az **USA**-ban a tavalyi utolsó negyedévben valamelyest lassult a növekedés üteme. A növekedés hajtóereje változatlanul az emelkedő reáljövedelmekre támaszkodó magánfogyasztás volt. Az állami fogyasztás mérsékeltebben bővült, mint 2024 harmadik negyedében, mivel a védelmi kiadások nem nőttek olyan mértékben, mint korábban. A vállalati beruházások is valamelyest lassultak, különösen a gépekbe, berendezésekbe történő beruházások. A lakásépítés élénk maradt, míg az export lassulni kezdett. Az év eleje óta egyre több jel utal az amerikai növekedés lassulására. A magánfogyasztás az év első hónapjában csökkent a bérek emelkedése ellenére, és Trump hatalomlépésével egyidejűleg a várható gazdaságpolitika irányával kapcsolatos bizonytalanság a magánfogyasztást és a beruházásokat egyaránt fékezte. A különböző amerikai hangulatindexek is nagyon bizonytalan képet mutatnak. A kereskedelmi mérleg jelentősen romlott, mivel a várható vámemelések miatt az ipari vállalkozások előrehozott beszerzésekkel reagáltak. Így a tavalyi 2,8%-os GDP bővülés után a különböző előrejelzések az idei évre 1,9%-os, jövőre pedig még ennél is alacsonyabb, 1,6%-os növekedést jeleznek előre. Az infláció az idén gyorsulni fog, mivel a megemelkedő importvámok okozta költségnövekedést a vállalkozások – legalábbis részben – tovább fogják hárítani. A maginfláció makacsul 3% fölött mozog, a fogyasztói árindex – a vámemelések következtében – a tavalyi 2,5% után az idén 3,5%-ra emelkedhet, s jövőre is nagyjából e körül maradhat. A fiskális politika egyelőre expanzív kurzust követ, de a 2025. évre szóló költségvetést a szenátus egyelőre nem fogadta el. A tervezett vámintézkedésekkel kapcsolatos bizonytalanságok és a kereskedelmi partnerek várható ellenlépései jelentős kockázatot hordoznak. Az amerikai vállalatok nemzetközi termelési láncokba beágyazva működnek. A termelés átállítása elsősorban Amerikában gyártott termékekre csak hosszabb távon lehetséges, s jelentős költségekkel jár. Ellenlépésként Mexikó és Kanada már most ellenintézkedéseket foganatosított és továbbiakra készül, az EU is ellenlépéseket tervez, s sok jel arra utal, hogy a „Liberation Day” alkalmával bejelentett vámemelések elsősorban az USA-ra hatnak kedvezőtlenül. Mindebből az következik, hogy a prognózisidőszakban az infláció a csökkenő kereslet ellenére sem mérséklődik, a FED óvatos marad, a növekedés lassul, s a nagyfokú bizonytalanság miatt a vállalkozások visszafogottan reagálnak. A legfrissebb adatok szerint nagyot romlott az amerikai feldolgozóipar helyzete az utóbbi időben: az ISM feldolgozóipari beszerzésimenedzserindex nagyot esett, miközben az árnyomás nagyot nőtt, a foglalkoztatottsági viszonyok és az új megrendelések viszont sokat romlottak. Ez is jelzi, hogy fokozódik az USA-ban a gazdaságpolitikai bizonytalanság és Trump elnök kereskedelempolitikája egyre inkább rányomja a bélyegét az amerikai gazdaságra.

A **japán** gazdaság tavaly mérsékelten bővült. A 2024. utolsó negyedévi élénkebb növekedés után jelenleg a belső kereslet visszafogott marad. Az infláció makacsul tartja magát: ez jelentős részben a gyenge jen következtében importált infláció. Különösen az élelmiszerárak emelkedtek, mivel itt nagy az importarány. Ugyanakkor a szolgáltatások ára – más országokkal ellentétben – csak mérsékelten emelkedett. A magánfogyasztás lassan bővül, a vállalkozások a globális bizonytalanságok miatt egyelőre visszafogják beruházásaikat. Így az idén valamelyest ugyan gyorsul a növekedés, de összességében mérsékelt marad. A japán jegybank – ellentétben más jegybankokkal – szigorít. A fiskális politika továbbra is expanzív, de az újabb konjunktúraélénkítő intézkedések hatása

szerény marad, mivel kifutó intézkedéseket helyettesítenek. A védelmi kiadások Japánban is emelkedni fognak, különösen jövőre. Az amerikai kereskedelempolitikai intézkedések Japánra is kedvezőtlenül hatnak, és az export bővülését jelentősen fékezni fogják. Ugyanakkor Japán Kínával szemben – átmeneti időre – dömpingellenes vámokat vezet be a kínai grafittelektróda exportra. Az idén 1% körüli, jövőre 1% alatti növekedés várható.

A **brit gazdaság** tavaly – akárcsak egy évvel korábban gyenge teljesítményt nyújtott. A GDP 0,9%-kal bővült, a két utolsó negyedévben stagnált a gazdaság. Ez a lanyha teljesítmény mind a magánfogyasztás, mind a beruházások, mind az export alakulásában megmutatkozott. Ez utóbbi tavaly visszaesett, a magánfogyasztás és a beruházások pedig alig nőttek. Erőteljes bővülést egyedül az állami fogyasztás mutatott, amely tavaly 2,2%-kal bővült. A termelési oldalon az ipari termelés visszaesése fékezte leginkább a növekedést. Az infláció egyelőre makacsul tartja magát: tavaly ugyan átlagban 2,6% volt az infláció, idén januárban azonban 3%-ra kúszott fel (tükrözve az emelkedő élelmiszerárak hatását), jelenleg 2,8%, de maginfláció továbbra is jóval 3% felett mozog. Ennek oka, hogy a szolgáltatásárak továbbra is magasak, a szolgáltatásinfláció mintegy 5% körül mozog. A brit monetáris politika jelenleg óvatos, de mivel a következő hónapokban az inflációs nyomás csökkenhet, újabb kamatcsökkentések várhatók. Az idei növekedést élénkítheti, hogy jelentősebb állami beruházások indulnak meg, ugyanakkor a kedvezőtlen nemzetközi környezet alapján nem lehet jelentősebb exportélénkülésre számítani. Így a jelenlegi előrejelzések szerint a brit GDP az idén 1,4%-kal, jövőre 1,2%-kal bővülhet. Az inflációs ráta 2-3% között mozog majd. A munkaerőpiac a 4% körüli vagy inkább az alatti munkanélküliségi rátával továbbra is feszesnek mondható, a Brexit öt jellemző munkaerőhiány egyes területeken változatlanul nehézségeket okoz.



A kínai gazdaság

Kína az egyetlen olyan ország, amelynek gazdasági növekedésére vonatkozó tavaly decemberi előrejelzését az OECD szakértői március közepén közzétett elemzésükben felfelé korrigálták. Meglátásuk szerint 2024-ben a különféle kormányzati intézkedéscsomagok támogatásával, a magánfogyasztás és az export kiemelkedően intenzív növekedése révén sikerült teljesíteni a GDP előirányzott 5%-os bővülését, de sem az idén sem jövőre nem fogják elérni ezt az ütemet. 2025-re 4,8, míg 2026-ra csupán 4,4 százalékos növekedést prognosztizálnak.

Az Országos Népi Kongresszus (NPC) és a Kínai Népi Politikai Tanácskozó Konferencia (CPPCC) márciusi éves plenáris ülésén (az ún. „Két ülésszakon”) elhangzottak alapján az ország vezetése kitart az 5% körüli növekedés idei elérésének realitása mellett. 2025 első két hónapjára vonatkozó kínai hivatalos adatok várakozásokon felül kedvező képet mutatnak. Az ipari termelés, a magán- és állami beruházások, a kiskereskedelem igen dinamikus növekedésnek indult, az ingatlanszektor azonban továbbra sem tudott kilábalni az immár több éve tartó válságából.

Az ülésszakon az is elhangzott, hogy 2025-ben a költségvetési hiányt a GDP 4%-ára emelik, ami 1 százalékpontnyi növekedést jelent az előző évhez képest. Ez agresszívabb költségek jelez a gazdaság élénkítése érdekében. A kormány 12 millió új városi munkahely létrehozását tűzte ki célul. Különös figyelmet fordítanak ezen belül a fiatalok foglalkoztatására, mivel az ifjúsági munkanélküliség az elmúlt években komoly problémát jelentett. A városi munkanélküliségi rátát 5,5% alatt kívánják tartani. Abban is egyetértés volt az ülésszakon, hogy Kína továbbra is a technológiai önellátásra és az innovációra fókuszál, különösen a mesterséges intelligencia, a félvezetők és a jövő egyéb iparágai, így például a zöld technológiák terén.

Március közepén egy, a lakossági fogyasztás élénkítését célzó átfogó akcióttervet hirdettek meg, aminek lényege, hogy a lakosság fizetőképességének és vásárlási kedvének növelése révén éri el a több éve tartó deflációs nyomás enyhülését, valamint, hogy ezáltal enyhítsék a külpiazi keresletnek a protekcionista intézkedések miatt bekövetkező csökkenésének hatásait. Kiemelt jelentőséget tulajdonítanak a technológiai újdonságok (pl. az AI által vezérelt termékek) és az új szolgáltatások (pl. téli sportok a hegyekben) iránti kereslet élénkítésének.

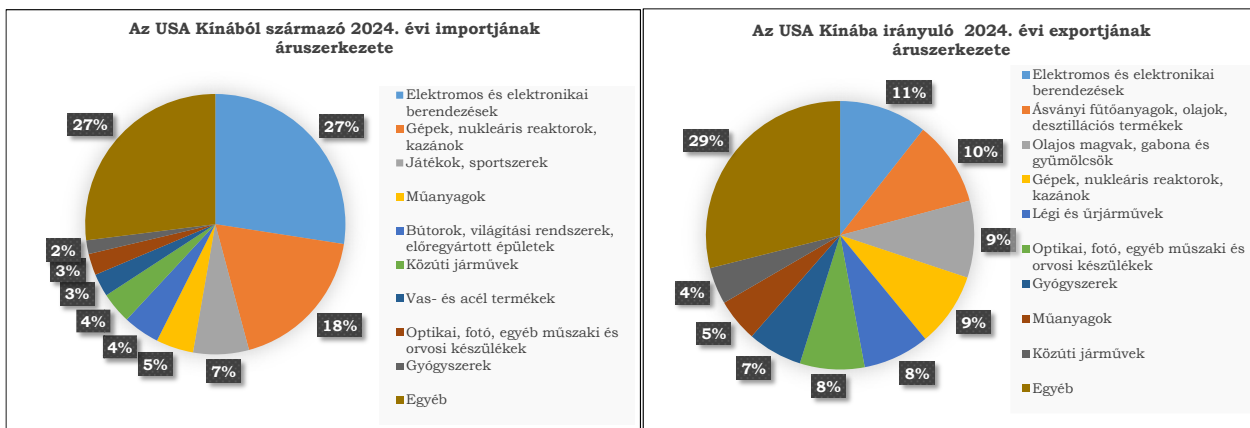
Az ipari termelésnek a protekcionista intézkedések következtében várható problémáinak ellensúlyozására februárban egy cselekvési tervet hirdettek meg a külföldi beruházások ösztönzése érdekében. A kormány ígéretet tett arra, hogy valamennyi vállalkozást, tehát hazait és külföldit, államit és magánt egyenlő elbánásban részesít. A terv új külföldi vállalkozások becsalogatása mellett a már Kínában tevékenykedők nyereségének ott-tartására is igyekszik ösztönözni, olyan ágazatokra összpontosítva, mint például a biotechnológia, a telekommunikáció, az oktatás és az egészségügy. A kormány eltörli a külföldi vállalkozások kínai kölcsönökhöz való hozzáférését korlátozó korábbi rendelkezéseit. A multinacionális vállalatokat arra is ösztönzik, hogy hozzanak létre regionális központokat Kínában.

Ma még csak találgatni lehet, hogy milyen következményei lesznek a Trump által április 2-án bejelentett, a Kínából származó importot sújtandó 54%-os (a már meglévő 20 % + 34%) vámoknak, valamint az erre válaszként a kínai kormány által beígért, az USA-ból származó valamennyi termék vámtételének 34%-kal történő emelésének. A kisértékű (800 USD-nél olcsóbb árut tartalmazó) csomagok vámmentességének megszüntetése szintén főleg a kínai csomagküldő hálózatokat, illetve ezek vevőit sújtja.

A kínai export növekedési üteme minden bizonnyal mérséklődni fog, de visszaesésével nem számolnak a szakértők. Egyrészt azért, mert a kínai termékek iránti kereslet továbbra is élénk marad az USA-ban, másrészt pedig azért, mert az igen alacsony, mármár deflációba csúszó infláció következtében a kínai termelők árversenyképessége továbbra is fennmaradhat, továbbá szükség esetén felmerülhet a júan leértékelése is.

Kína szempontjából fontos, hogy nem váratlanul érte az amerikai lépés. Mint belgazdasági, mint külső kapcsolatait illetően már jó ideje készül rá. Erősíti a BRICS országokkal fennálló kapcsolatait, illetve tárgyalásokat folytat a csendes-óceáni térség országai szabadkereskedelmi társulásához (Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership – CPTPP) való csatlakozásáról.

Az USA és Kína egymással folytatott kereskedelmének áruszerkezetét vizsgálva megállapíthatjuk, hogy Kína exportjának döntő hányadát a fejlett ipari országokéra jellemző termékcsoportok dominálják, míg az USA-éban előkelő helyet foglalnak el a nyers- és fűtőanyagok, valamint a mezőgazdasági termékek.



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 | 5,0 | 4,8 | 4,4 |
| Infláció (a fogyasztói árindex az előző évhez képest, %) | 0,8 | 1,9 | 0,3 | 0,2 | 0,6 | 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 |

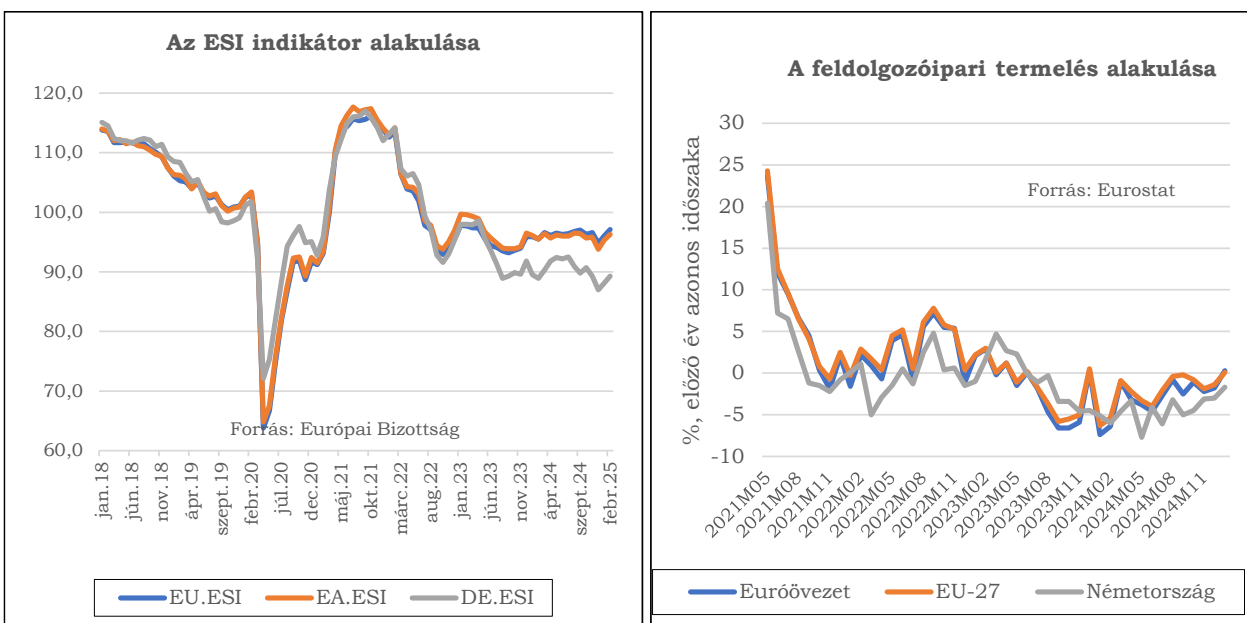
*= előrejelzés

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

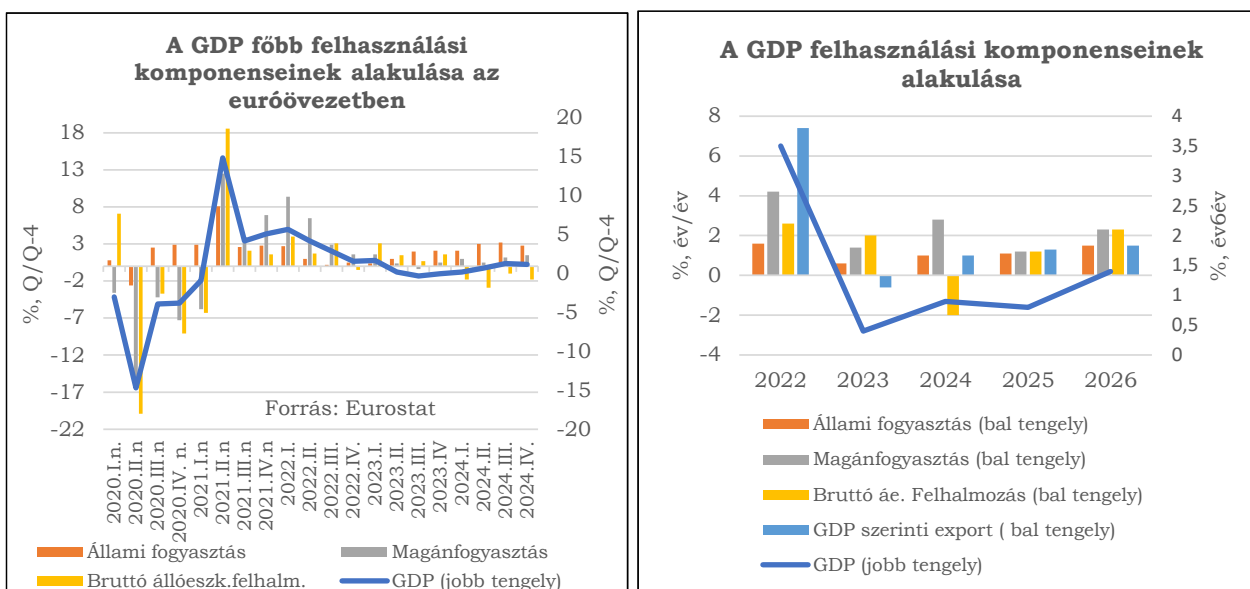
Az ESI indikátor ugyan minimális javulást mutat, de 2021-2022-höz képest még mindig nagyon alacsony szinten mozog. A feldolgozóipari termelés zsugorodása valamelyest lassult, de az igazi élénkülés jelei még nem látszanak. Németországban két év zsugorodás után, még idén sem várható a GDP növekedése. A német feldolgozóipar teljesítménye valószínűleg az idén is csökken, legalább 0,5%-kal. 2019 óta – becslések szerint a német ipar kibocsátása összességében 11%-kal csökkent. Ausztriában az idei évre is visszaesést várnak, így az osztrák GDP már három éve folyamatosan csökken. Az euróövezet egészében a tavalyi mintegy 0,9%-os növekedés után jelentősebb élénkülés az idén sem várható. A geopolitikai kockázatok és a kereskedelempolitikai feszültségek bizonytalanná teszik a vállalkozásokat, fékezik a beruházási tevékenységet. Egyes ágazatokban, mint például az autógyártás terén komoly válság bontakozott ki, leépítések, gyárbezárások várhatók, Mindez a fogyasztói bizalmat is alássa, így a magánfogyasztás a tavalyi 2,8%-o bővülés után az idén legfeljebb 1,2%-kal nő az euróövezetben. Ezt a feltevést erősíti meg kiskereskedelmi fogalom alakulása is, amely az év elején csökkenni kezdtek, s a fogyasztói várakozások is igen pesszimisták. A szolgáltató szektor továbbra is dinamikus növekedést mutat, azonban a tavaly második félévhez képest veszített lendületéből. Az állami beruházások bővítése némi lendületet adhat a konjunktúrának, de összességében 0,8%-nál nagyobb növekedésre az idei évben az EU-20 esetében nem számítunk, s jövőre is 1,4%-os GDP bővülés várható. Az Európai Unió egésze esetében hasonlókat mondhatunk: a tavalyi 1% után az idén 1,1%-os, jövőre 1,5%-os GDP bővülés várható.



Az egyes országok között továbbra is jelentősek a különbségek: így Írország, Görögország, Spanyolország vagy Horvátország esetében 3% körüli vagy afölötti növekedés jellemző. De a korábban növekedési problémákkal küzdő Portugália esetében is most dinamikusabb növekedés tanúi lehetünk. Málta súlyát tekintve ugyan kicsi, de a GDP

tavaly itt 6%-kal bővült, és a prognózis időszakban, ha ennél lassabb, de továbbra is dinamikus növekedés várható. A nagy országok teljesítménye gyenge marad: Németország továbbra is a recesszióval küzd, Franciaországban és Olaszországban nagyon lassú növekedés jellemző.

Ugyanakkor a prognózis vonatkozásában jelentős lefelé mutató kockázatok vannak. Trump április 2-án bejelentett vámintézkedései az EKB becslései szerint az első évben 0,2-0,3 százalékponttal vetik vissza az euróövezet növekedését, de hatással lesz az eurózónán kívüli tagállamokra is. Mint ismert április 9-től az USA 20%-os „viszonossági vámmal” sújtja az Európai Uniót. A bejelentés alapján ezek az új tarifák akár összeadódnak a már korábban közölt, 25%-os autóiipari vámmal is, amely ez év április 2-ától lépett érvénybe. Az új vámok 2025. április 9-től lesznek érvényesek, és elemzői várakozások szerint jelentős, azonnali lassulást okozhatnak az euróövezet gazdaságában, mivel az acél- és alumínium ipart, a vegyipart, a gyógyszeripart, a gumiabroncsgyártást, az autóiipart, az elektromos és elektronikai készülékek gyártását, a vas- és öntött vasexporthot stb. egyaránt érintik.



A növekedés egyik hajtórugója az idén a védelmi kiadások emelkedése lehet. Az ukrainai orosz invázió 2022-es kezdete óta számos európai országban jelentősen megnőtt a védelmi költségvetés. Összességében a kiadások a bruttó hazai termék 2021. évi mintegy 1,2 százalékaról 2024-re mintegy 1,8 százalékra emelkedtek. A növekedés különösen erőteljes volt az Oroszországgal közvetlenül határos országokban, de Németországban és Hollandiában is jelentős volt. Számos országban azonban a kiadások jóval a NATO által szorgalmazott, a bruttó hazai termék 2 százalékanak megfelelő összeg alatt maradtak, különösen például Spanyolországban és Olaszországban. A legtöbb országnak még hosszú utat kell megtennie ahhoz, hogy elérje a most fontolgatott 3 százalékot meghaladó célt. Bár a védelmi kiadások növelését az Európai Unió belül a többség általában támogatja, kérdéses, hogy hosszú távon hogyan, miből lehet finanszírozni ezeket a kiadásokat. Az is kérdéses, hogy milyen gyorsan lehet majd biztosítani a szükséges katonai javak előállításához szükséges termelői kapacitást. A további védelmi kiadások makrogazdasági hatása attól is függ, hogy az e célra előállított termékek és szolgáltatások milyen mértékben származnak az euróövezeten belülről. Az elmúlt években ugyanis a

védelmi kiadások növekedésének jelentős részét olyan felszerelésekre költötték, amelyek nagy részét az euroövezeten kívül gyártották. Az európai hadiipar fellendítése egy átfogó stratégia kialakítását feltételezi. A kibővült hadiipar fejlesztéséhez szükséges infrastruktúra és termelési kapacitások kiépítése Európában valószínűleg hosszú időt vesz igénybe, különösen, ha előbb a szükséges védelmi felszereléseket újonnan kell kifejleszteni.

Számos országban a védelmi költségvetés növelésére irányuló tervek jelentős akadályokba ütköznek a kiadások finanszírozása terén, mivel a magas költségvetési hiány, illetve a magas államadósság sok esetben nehezíteni fogja a finanszírozást. Sok országban demográfiai okok miatt a szociális kiadások strukturálisan emelkednek, az államadósság kamatterhei nőnek, és az adóemelésekkel szembeni politikai ellenállás miatt kevés a mozgástér a költségvetéseken belül, így további kiadások felvállalása nehézkes. A Maastricht-i kritériumok visszaállítása nem egy országot jelentős költségvetési konszolidációra kényszerít a következő években, ami még inkább megnehezíti a védelmi költségvetés jelentős növelését.

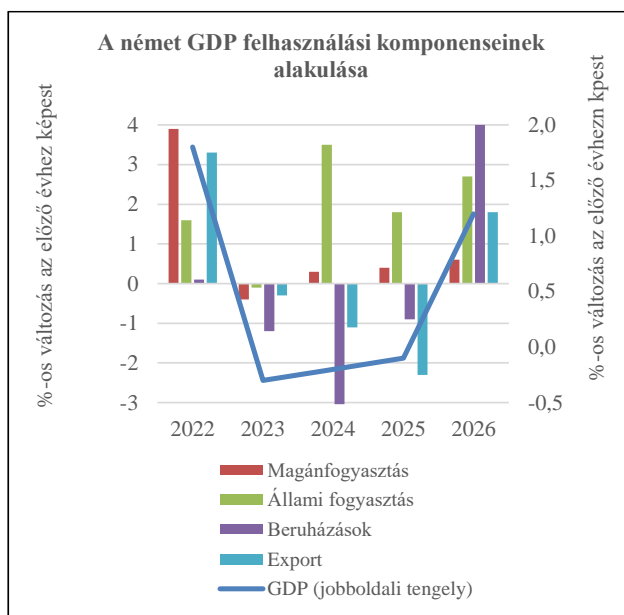
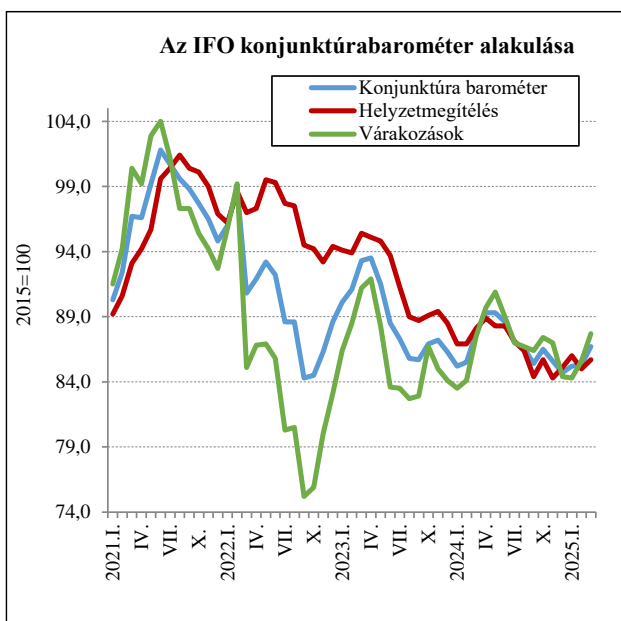
A *munkaerőpiac* egyelőre stabilnak mutatkozik: a munkanélküliségi ráta 6% körül alakul, a sajtóhírekben hallható elbocsátások csak lassan éreztetik hatásukat.

Az *infláció* vonatkozásában egyelőre vegyes a kép. A védelmi kiadások és az állami beruházások bővítése lökést adhat áraknak, ugyanakkor a bérnyomás csökkenhet. Összességében a külső kereslet nem élénkül erőteljesen, így erről az oldalról árnyomásra nem számíthatunk. Kérdés, hogy az energiaárak és a nyersanyagárak alakulása mennyire szól bele a folyamatokba. A másik kérdés, hogy a vámok emelkedései milyen mértékben és milyen időeltolódással jelenik majd meg az árakban. Az IFO intézet legfrissebb felmérése szerint a vállalkozások árvárakozásai valamelyest csökkentek, de a felmérést még a konkrét vámintézkedések meghirdetése előtt készítették. Összességében egyelőre arra számíthatunk, hogy az inflációs ráta az euróövezetben a prognózisidőszakban 2,3-2,4% körül alakul, a korábban makacsul magas maginfláció is enyhült (jelenleg 2,6%), ami a kereslet mérséklődésével is összefügg. Ugyanakkor Trump vámintézkedései itt is növelik a kockázatokat. Az alkalmazott ellenintézkedések bizonyos ágazatokban feljebb nyomhatják az árakat.

Számos uniós országban a magas államadósság okoz gondot. Franciaország államadóssága tavaly 202,7 milliárd euróval nőtt, elérve a 3 305 milliárd eurót, azaz a GDP 113%-át. Az eurózónán belül csak Görögország és Olaszország vannak rosszabb helyzetben. 2024-ben a francia költségvetési hiány a GDP 5,8%-ára nőtt. A francia kormány tervei szerint 2025-re 5,4%-ra csökkenhetne a hiány, 2029-re pedig újra elérné a 3%-os uniós küszöböt. Ennek érdekében az idén már egy 50 milliárd eurós takarékosági csomagot be is jelentettek, ami fékezni fogja az idei növekedést.

Németország

A német gazdaság 2023 után, tavaly is zsugorodott, a GDP újabb 0,2%-kal mérséklődött. A jelenlegi kilátások is meglehetősen vegyesek. Ugyan az adósságfék feloldásával és a költségvetési kiadások bővítésével a növekedésnek lökést lehet adni, de ez az idén még nem lesz érezhető. A német gazdaság olyan strukturális problémáktól szenved, amelyek rövidtávon nehezen orvosolhatók. A tervezett amerikai vámok erősen sújtani fogják a német exportot, s tovább fékezik a gazdasági növekedést. A német exportőrök már tavaly is jelentős piaci részesedéseket vesztek, s ez a folyamat az idén tovább folytatódhat. Az amerikai gazdasági és kereskedelempolitika okozta bizonytalanság már önmagában fékezi a befektetőket. Ugyan az IFO konjunktúrabarométer márciusban jelentős javulást mutatott, ez azonban elsősorban az adósságfék lazításával és az ennek kapcsán megnyíló beruházási lehetőségekkel függött össze. A Trump féle vámok több formában is hatnak Németországra: kevesebbet tud majd az USA-ba exportálni, a kínai lassulás miatt oda is csökken az export, s megindul egy átrendeződés az exportpiacokon, ami a német vállalatokat fokozott nyomás alá helyezheti. Így az idei évre újabb, -0,1%-os zsugorodás várható, ami jövőre – elsősorban a magánfogyasztás és a beruházási tevékenység élénkülése következtében – kicsivel 1 % fölé emelkedhet. Az autóipar válságát a tervezett beruházásélénkítő intézkedések rövidtávon nemigen tudják ellensúlyozni. A tervezett 500 milliárd eurós beruházási keret 10 évre elnyújtva, fokozatosan fejt majd ki hatását. Az így felvett hitelek nem számítanak majd bele a bruttó államadósságba, hanem vonal alatti tételként lesznek elszámolva. Az úgynevezett speciális alap elsősorban a környezetvédelmi, infrastrukturális, illetve a digitalizáláshoz kapcsolódó új állami beruházások elindítását, továbbá a védelmi kiadások növelését célozza. 2026-ra expanzív fiskális kurzus lesz jellemző: részben a védelmi kiadások jelentős emelkedése, részben a speciális alapból elinduló beruházások finanszírozása következtében. Az export, amely tavaly a második félévben jelentősen csökkent (főleg az USA és Kína viszonylatában), az idén sem emelkedik. Az exportőrök valamivel optimistábbak ugyan, de a rendelésállomány nem nő, és a sok bizonytalanság a várakozásokat is rontja.



1.6. Közép-kelet-európai új EU-tagállamok

A tavalyi év utolsó negyedében az új EU tagállamok aggregált év/év alapú növekedése 2,3% volt. Bár ez elmúlt években megszokott növekedési ütemekhez képest alacsonynak hat, a négy negyedév közül az utolsóban volt a legerőteljesebb a GDP bővülés. Már csak Lettország volt technikai recesszióban, Észtországban, Magyarországon és Romániában is véget ért a visszaesés. A tavalyi év végén tehát úgy látszott, hogy az új tagállamokban eljöhét egy élénkebb konjunktúra időszak. Az elmúlt hónapok világgazdasági eseményei azonban rendkívül bizonytalaná teszik az előrejelzéseket, így miközben a növekedés megindulásáról beszélhetünk, addig egyre komolyabb negatív kockázatok jelennek meg.

Elsősorban nem az amerikai kereskedelmi háborútól kell tartaniuk a tagállamoknak, mivel az export amerikai részesedése sehol sem éri el az 5%-ot, a teljes régió átlaga pedig alig 3%. Ennek részleges kiesése nemzetgazdasági szinten nem okoz különösebb gondot, bár egyes szektorokban zavarok keletkezhetnek, különösen, ha egy ágazat exportjában az átlagosnál jóval nagyobb az amerikai részesedés. Az indirekt, másodkörös hatások azonban sokkal inkább érzékelhetők lehetnek, mivel a kelet-európai régió számára is fontos Nyugat-Európai országok jellemzően nagyobb kitétséggel rendelkeznek. Németország esetében például az USA részesedése az áruexportból 10%-os, Olaszországban 11%-ról beszélhetünk, Franciaországban pedig 8%-ról.

A vámháború minden bizonnyal keresletcsökkenést fog előidézni a nyugat-európai exportban, ami egyrészt érinti az új EU tagállamok beszállításait, másrészt pedig az így csökkent jövedelem Nyugat-Európában az új EU tagállamok exportkeresletét mérsékli. Egy esetleges németországi recesszió multiplikátor hatása a kelet-közép európai térségben akár tized százalékpontokban kimutatható GDP lassulást is eredményezhet, különösen a Visegrádi országokban.

Bár úgy tűnhet, hogy a legtöbb régiós tagállamban számottevő növekedés várható idén és jövőre, ez a növekedés nagyon gyenge lábakon áll, ezért fontos lesz az új tagállamoknak, hogy minél több uniós forrásból finanszírozott beruházást meg tudjanak indítani, mivel valószínű, hogy a többi növekedési komponens hozzájárulása a GDP dinamikához kevésbé lesz erős.

A nettó export erősen bizonytalan, nem csak a keresleti bizonytalanságok miatt, hanem a cserearányok alakulása miatt is, amihez még jelentős árfolyamkockázat is társul, hiszen a dollár euróval, illetve más devizákkal szembeni árfolyama is nehezen előrejelezhető. Ha a Trump-adminisztráció a dollár gyengülését nem akadályozza meg, akkor árfolyamoldalon is veszteségek várhatók.

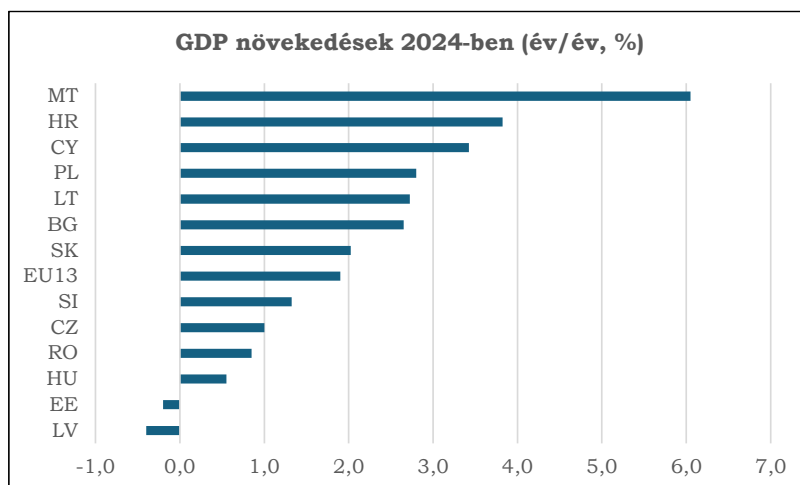
A háztartások fogyasztása, illetve a fogyasztásbővülés szerkezete tagállamonként eltérő. *Románia* esetében például a tavalyi évben bevezetett adókedvezmények hatására jelentős volt ugyan a jövedelemkiáramlás, aminek számottevő része azonban importkeresletben csapódott le. Így hiába volt egyes negyedévekben akár 6-8% a magánfogyasztás bővülése, miközben az import akár 5%-kal is növekedhetett, export pedig 4-5%-kal csökkent. Az utolsó negyedévben ráadásul a román beruházások 10%-kal estek vissza, ami az egyik legnagyobb csökkenés az új tagállamok közül, így a román növekedés a magas magánfogyasztási dinamika mellett csupán 0,9%-kal bővült 2024-ben.

Noha a *lengyel gazdasági* növekedés is elsősorban a magánfogyasztásra támaszkodott (2-4% között bővülés negyedéveként), ez a nettó exportot mégis kevésbé terhelte, pedig a külső körülmények Lengyelország számára sem nevezhetők ideálisnak. A lengyel beruházások elmaradtak a várakozásoktól, a bejelentett történelmi mértékű Intel chip-gyár építését felfüggesztették, így a beruházások növekedése alig érte el a 2-4%-ot. Ennek ellenére 2024-ben a lengyel GDP növekedés 2,8% volt, és az utolsó negyedévben már a 3,7%-ot is elérte. Tavaly az uniós források beáramlása elmaradt a várakozásoktól, idén azonban mindenképpen ennek fokozódására számítunk, ami egy tartós, 3%-ot meghaladó növekedést is megalapozhat Lengyelországban.

A legnagyobb Visegrádi országban a saját piac mérete nem hasonlítható össze a másik három országéval, így *Csehországban, Szlovákiában és Magyarországon* is jóval nagyobb a külső körülmények szerepe a növekedésben. Ebben kiemelt szerepet játszik a járműipar, amelynek jelenlegi válsága mindhárom országban visszafogja a növekedési lehetőségeket és egy alacsonyabb növekedési pályára taszítja az országokat. A már említett német kitéttesség is ezekben az országokban a legnagyobb. Enyhülést részben az uniós források, részben a fiskális mozgástér szélesítése jelentene, de ez utóbbira csak korlátozottan van lehetőség.

Várakozásaink szerint a cseh gazdaság több évnyi közel egyhelyben állás után idén végre magára találhat, bár a negatív kockázatok itt is erősek és napról napra nagyobbak lesznek. Csehországban sok múlik azon, hogy a magánfogyasztás újjáéledése mennyire lesz tartós, ami pedig talán inkább monetáris politikai kérdés, mivel a 10%-ot két éven keresztül is meghaladó infláció komoly sebeket ejtett a fogyasztói magatartáson.

Az árak jelenleg szinte mindenhol stabilak, idén azonban már jóval kisebb lesz a bázis hatás, mint tavaly, így nem kizárt az árindexek enyhe mértékű emelkedése, arra azonban nem számítunk, hogy a jegybanki toleranciasávokat jelentős mértékben elhagyná.



Összességében idén a GDP regionális növekedését 2,6%-ra jelezzük előre, jövőre pedig 2,8%-ot vetítünk előre. A bizonytalanság azonban mindkét irányban jelentős, de főként a lefelé húzó kockázatok erősödtek meg az elmúlt időszakban. A kormányoknak most nagyon megfontolt, prudens fiskális politikát kell folytatniuk 2025-ben. Olyan beruházások felé kell terelni a gazdaságokat, amelyek tovagyrűző hatásai számottevőek. Erre elvben adva van a lehetőség a védelmi, klímaváltozás elleni intézkedéseken keresztül, és a német gazdaságból is érkező impulzus, igaz inkább csak jövőre.

Gazdasági növekedés az Európai Unió tagországaiban

(A GDP százalékos változása az előző évhez viszonyítva)

| | Súly | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025* | 2026* |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Németország | 24,3 | 1,0 | -4,1 | 3,7 | 1,4 | -0,3 | -0,2 | -0,1 | 1,2 |
| Franciaország | 16,5 | 2,0 | -7,4 | 6,9 | 2,6 | 0,9 | 1,2 | 0,2 | 1,0 |
| Olaszország | 12,3 | 0,4 | -8,9 | 8,9 | 4,8 | 0,7 | 0,7 | 0,4 | 0,9 |
| Hollandia | 6,1 | 2,3 | -3,9 | 6,3 | 5,0 | 0,1 | 0,9 | 1,5 | 1,1 |
| Belgium | 3,4 | 2,4 | -4,8 | 6,2 | 4,2 | 1,3 | 1,0 | 1,0 | 0,9 |
| Luxemburg | 0,5 | 2,9 | -0,9 | 7,2 | 1,4 | -1,1 | 0,5 | 1,6 | 1,9 |
| Írország | 3,0 | 5,0 | 7,2 | 16,3 | 8,6 | -5,5 | 1,2 | 3,5 | 3,2 |
| Görögország | 1,3 | 2,3 | -9,2 | 8,7 | 5,7 | 2,3 | 2,3 | 2,5 | 2,0 |
| Spanyolország | 8,6 | 2,0 | -10,9 | 6,7 | 6,2 | 2,7 | 3,2 | 2,5 | 2,2 |
| Portugália | 1,6 | 2,7 | -8,2 | 5,6 | 7,0 | 2,6 | 1,9 | 2,7 | 2,4 |
| Ausztria | 2,8 | 1,8 | -6,3 | 4,8 | 5,3 | -1,0 | -1,2 | -0,3 | 1,2 |
| Finnország | 1,6 | 1,3 | -2,5 | 2,7 | 0,8 | -0,9 | -0,1 | 1,2 | 1,3 |
| Észtország | 0,2 | 3,7 | -2,9 | 7,2 | 0,1 | -3,0 | -0,3 | 2,3 | 2,5 |
| Szlovákia | 0,7 | 2,3 | -2,6 | 5,7 | 0,4 | 1,4 | 2,0 | 1,9 | 2,1 |
| Szlovénia | 0,4 | 3,5 | -4,1 | 8,4 | 2,7 | 2,1 | 1,6 | 2,5 | 2,6 |
| Ciprus | 0,2 | 5,9 | -3,2 | 11,4 | 7,4 | 2,6 | 3,4 | 3,0 | 2,8 |
| Málta | 0,1 | 4,1 | -3,4 | 13,3 | 4,3 | 6,8 | 6,0 | 4,0 | 4,4 |
| Lettország | 0,2 | 0,7 | -3,5 | 6,9 | 1,8 | 2,9 | -0,4 | 2,0 | 2,7 |
| Litvánia | 0,4 | 4,7 | 0,0 | 6,4 | 2,5 | 0,3 | 2,7 | 2,9 | 2,7 |
| Horvátország | 0,4 | 3,1 | -8,3 | 12,6 | 7,3 | 3,3 | 3,8 | 2,9 | 2,8 |
| Euróözüna | 84,7 | 1,6 | -6,0 | 6,3 | 3,5 | 0,4 | 0,9 | 0,8 | 1,4 |
| Dánia | 2,2 | 1,7 | -1,8 | 7,4 | 1,5 | 2,5 | 3,6 | 2,0 | 2,1 |
| Svédország | 3,2 | 2,5 | -2,0 | 5,9 | 1,5 | -0,1 | 1,0 | 2,9 | 1,6 |
| Magyarország | 1,2 | 5,1 | -4,3 | 7,1 | 4,3 | -0,9 | 0,5 | 1,7 | 2,9 |
| Csehország | 1,8 | 3,6 | -5,3 | 4,0 | 2,8 | -0,1 | 1,1 | 2,1 | 2,5 |
| Lengyelország | 4,4 | 4,6 | -2,0 | 6,9 | 5,3 | 0,1 | 2,9 | 3,4 | 3,2 |
| Románia | 1,9 | 3,9 | -3,7 | 5,5 | 4,0 | 2,4 | 0,9 | 2,0 | 2,6 |
| Bulgária | 0,6 | 3,8 | -3,2 | 7,8 | 4,0 | 1,9 | 2,8 | 2,8 | 2,7 |
| EU-14 | 87,5 | -5,8 | -5,7 | 6,4 | 3,5 | 0,4 | 0,9 | 0,8 | 1,3 |
| Új EU-13 | 12,5 | 4,0 | -3,3 | 6,6 | 4,1 | 0,8 | 1,9 | 2,6 | 2,8 |
| EU-27 | 100 | 1,9 | -5,6 | 6,3 | 3,5 | 0,4 | 1,0 | 1,1 | 1,5 |
| <i>Emlékeztető tételek</i> | | | | | | | | | |
| USA | | 2,3 | -2,2 | 5,8 | 2,5 | 2,9 | 2,8 | 1,9 | 1,6 |
| Japán | | -0,4 | -4,3 | 2,6 | 1,2 | 1,7 | 0,1 | 1,1 | 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 | 3,0 | 5,2 | 5,0 | 4,8 | 4,4 |
| Oroszország | | 2,0 | -3,0 | 5,6 | -1,2 | 3,6 | 4,1 | 1,3 | 0,9 |
| <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 („régí”) EU-tagországok

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

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

Az infláció alakulása az Európai Unió tagországaiban

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

| | Súly | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025* | 2026* |
|---|--------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| Németország | 23,5 | 1,4 | 0,4 | 3,2 | 8,7 | 6,0 | 2,5 | 2,5 | 2,4 |
| 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 | 2,0 | 2,2 |
| Hollandia | 5,1 | 2,7 | 1,1 | 2,8 | 11,6 | 4,1 | 3,2 | 2,7 | 2,2 |
| 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 | 2,2 | 2,0 |
| Görögország | 1,7 | 0,5 | -1,3 | 0,6 | 9,3 | 4,2 | 3,0 | 2,5 | 2,2 |
| Spanyolország | 9,2 | 0,8 | -0,3 | 3,0 | 8,3 | 3,4 | 2,9 | 2,5 | 2,2 |
| Portugália | 1,9 | 0,3 | -0,1 | 0,9 | 8,1 | 5,3 | 2,7 | 2,4 | 2,0 |
| Ausztria | 2,7 | 1,5 | 1,4 | 2,8 | 8,6 | 7,7 | 2,9 | 2,7 | 2,1 |
| 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 | 3,8 | 3,0 |
| Szlovákia | 0,8 | 2,8 | 2,0 | 2,8 | 12,1 | 11,0 | 3,0 | 4,0 | 3,0 |
| Szlovénia | 0,4 | 1,7 | -0,3 | 2,0 | 9,3 | 7,2 | 2,0 | 1,9 | 2,2 |
| Ciprus | 0,2 | 0,5 | -1,1 | 2,3 | 8,1 | 3,9 | 2,1 | 2,5 | 3,0 |
| 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 | 2,3 | 2,3 |
| Litvánia | 0,5 | 2,2 | 1,1 | 4,6 | 18,9 | 8,7 | 0,8 | 2,5 | 2,5 |
| Horvátország | 0,5 | 0,8 | 0,0 | 2,7 | 10,7 | 8,4 | 4,1 | 3,0 | 3,0 |
| Euróóóna | 84,4 | 1,2 | 0,3 | 2,6 | 8,4 | 5,4 | 2,4 | 2,4 | 2,3 |
| 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 | 1,8 | 2,0 |
| Magyarország | 1,1 | 3,4 | 3,4 | 5,2 | 15,3 | 17,6 | 3,7 | 5,2 | 3,5 |
| Csehország | 1,6 | 2,6 | 3,3 | 3,3 | 14,8 | 12,0 | 2,4 | 2,5 | 2,0 |
| Lengyelország | 4,9 | 2,1 | 3,7 | 5,2 | 13,2 | 10,9 | 3,5 | 4,6 | 3,0 |
| Románia | 2,3 | 3,9 | 2,3 | 4,1 | 12,0 | 9,7 | 5,7 | 4,7 | 3,5 |
| Bulgária | 0,6 | 2,5 | 1,2 | 2,8 | 13,0 | 8,6 | 2,4 | 3,0 | 2,7 |
| EU-14 | 86,5 | 1,3 | 0,4 | 2,6 | 7,8 | 5,3 | 2,3 | 2,4 | 2,2 |
| Új EU-13 | 13,5 | 2,7 | 2,7 | 4,4 | 13,9 | 10,8 | 3,5 | 4,0 | 2,9 |
| EU-27 | 100,0 | 1,4 | 0,7 | 2,9 | 9,2 | 6,4 | 2,5 | 2,6 | 2,3 |
| <i>Emlékeztető tételek^a</i> | | | | | | | | | |
| USA | | 1,8 | 1,4 | 4,7 | 6,6 | 3,8 | 2,5 | 3,5 | 2,6 |
| Japán | | 0,5 | 0,0 | -0,3 | 2,5 | 3,3 | 2,7 | 3,2 | 2,1 |
| Egyesült Királyság | | 1,8 | 0,8 | 2,6 | 9,1 | 7,3 | 2,5 | 2,7 | 2,3 |
| Kína | | 2,9 | 2,5 | 0,8 | 1,9 | 0,3 | 0,2 | 0,6 | 1,4 |
| Oroszország ^b | | 4,5 | 2,6 | 5,9 | 13,8 | 5,9 | 8,4 | 9,9 | 6,3 |
| <i>Délkelet-Európa</i> | | | | | | | | | |
| 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-14 = A 2004 előtt csatlakozott („régí”) EU-tagországok

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

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

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 | 3,6 | 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 | 6,2 | 6,0 |
| Hollandia | 4,5 | 3,4 | 3,3 | 4,2 | 3,4 | 3,5 | 3,6 | 3,6 | 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 | 6,1 | 5,6 |
| Írország | 1,1 | 5,0 | 6,7 | 6,3 | 4,8 | 4,1 | 4,3 | 4,3 | 4,1 |
| 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 | 9,4 |
| Portugália | 2,4 | 6,5 | 6,7 | 6,6 | 5,9 | 6,5 | 6,3 | 6,0 | 5,8 |
| Ausztria | 2,2 | 4,5 | 6,4 | 6,2 | 4,6 | 6,4 | 5,6 | 7,3 | 7,1 |
| 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^c | 77,7 | 7,6 | 8,0 | 7,7 | 6,7 | 6,5 | 6,4 | 6,4 | 6,2 |
| Dánia | 1,4 | 5,0 | 5,3 | 5,1 | 4,2 | 4,8 | 6,0 | 5,8 | 5,4 |
| 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 | 6,4 | 6,2 |
| Új EU-13 | 22,8 | 4,1 | 4,4 | 4,6 | 4,1 | 4,1 | 4,2 | 4,1 | 3,9 |
| EU-27 | 100,0 | 6,8 | 7,2 | 7,1 | 6,1 | 6,0 | 6,0 | 5,9 | 5,7 |
| <i>Emlékeztető tételek^a</i> | | | | | | | | | |
| USA | | 3,7 | 8,1 | 5,4 | 3,6 | 3,6 | 4,0 | 4,2 | 4,3 |
| Japán | | 2,4 | 2,8 | 2,8 | 2,6 | 2,6 | 2,5 | 2,4 | 2,4 |
| Egyesült Királyság | | 3,8 | 4,5 | 4,6 | 3,9 | 4,0 | 4,1 | 4,0 | 3,9 |
| 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 | 4,9 | 5,9 | 5,9 |
| <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-14 = A 2004 előtt csatlakozott („régí”) EU-tagországok

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

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

II. Magyar gazdaság

A tavalyi negyedik negyedévben a magyar gazdaság ismét képes volt egy szerény növekedést produkálni – a harmadik negyedévi zsugorodást követően – mind év/éves alapon (0,4%), mind pedig az előző negyedévhez képest (0.6%). Ez kedvező fejlemény, ugyanakkor nem jelentett valóban minőségi változást: sem a növekedési tényezők, sem pedig a növekedést hátráltató tényezők nem változtak érdemben a harmadik negyedévhez képest, csupán a kétféle tényezők relatív súlyában történt némi elmozdulás, az előbbiek javára.

A *felhasználási oldalon* a növekedés elsődleges húzóereje a negyedik negyedévben is a magánfogyasztás volt. A **háztartások fogyasztási kiadásának** dinamikája a folytatódó erőteljes reálkereset-emelkedés közepette 5,5%-ra gyorsult az utolsó negyedévben. Ez értelmezhető úgy is, hogy a háztartások részéről megfigyelhető óvatos attitűd oldódni kezdett, mivel a reálkereset-emelkedés mértéke (7,8%) még mindig tetemes volt ugyan, de már érezhetően lassult az előző három negyedévihez képest. Más kérdés, hogy a kormányzattól kapott természetbeni transzferek volumenének visszaesése miatt a **háztartások tényleges fogyasztása** a negyedik negyedévben is sokkal alacsonyabb ütemben bővült, mint a vásárolt fogyasztás.

De ezzel jóformán véget is ér a pozitív növekedési hajtóerők listája. Pontosabban, ugyan a *készletváltozás* a negyedik negyedévben is támogatta a növekedést, de ez, ahogy a megelőző két negyedévben, úgy most is csak arra volt elegendő, hogy a **bruttó állóeszköz-felhalmozás** folytatódó meredek visszaesésének lehúzó hatását érdemben tompítsa, vagyis a teljes bruttó felhalmozás csökkenésének ütemét mérsékelje. A beruházások egész éves visszaesésének legfőbb, bár korántsem egyetlen összetevője a *feldolgozóipari* beruházások két számjegyű csökkenése volt. Az iparvállalatok rövid-, sőt a középtávú kilátásokkal kapcsolatos pesszimizmusa a Kopint-Tárkinak a 2024 utolsó negyedévére vonatkozó feldolgozóipari konjunktúratesztjében is tükröződött.

A fentiek együttes hatására a teljes **belföldi felhasználás** az utolsó negyedévben is csak 0,9%-kal nőtt – valójában a készletváltozás tompító hatása nélkül az állóeszköz-beruházások súlyos visszaesése a negyedik negyedévben is csökkenésbe fordította volna a belföldi felhasználást, a megelőző két negyedévhez hasonlóan. *Tehát a hazai kereslet nagyon féloldalas bővülése miatt a belföldi kereslet se év közben, sem pedig az év végén nem tudott valóban lendületet adni a gazdaságnak.* (Az első negyedévi zsugorodás miatt éves átlagban a belföldi felhasználás stagnált 2024-ben.) Eközben a **nettó export** növekedési hozzájárulása immár a második alkalommal volt negatív. Ennek röviden az volt az oka, hogy az év közepétől kezdve a belső keresleti viszonyok már nem voltak kellőképpen recessziósak ahhoz, hogy az import zuhanása ellensúlyozza az export folytatódó visszaesését. Habár az áru- és szolgáltatásimport a belföldi kereslet sovány növekedése miatt csökkent (még hozzá nagyobb mértékben, mint a harmadik negyedévben), e csökkenés üteme ismét elmaradt a külső kereslet hiányától szenvedő exporttal. Vagyis a harmadik után a negyedik negyedévről is elmondható, hogy nem csupán a belföldi kereslet féloldalassága, hanem a nettó export is fékezte a gazdaságot, noha a 2024-es év egészét tekintve a nettó export tette lehetővé a növekedést a belföldi felhasználás stagnálása közepette.

A *termelési oldalon* – ahogy az előző negyedévben is – kizárólag a szolgáltatási ágazat hozzáadott értéke tudott pozitív növekedést felmutatni, miközben az időjárás-sújtotta

mezőgazdasággal együtt az ipar és az építőipar is tovább zsugorodott. A nemzetközi keresleti viszonyok továbbra is lesújtóak a magyar ipar, és azon belül is a kiemelt jelentőségű autógyártás, illetőleg az akkumulátorgyártás számára. Ugyanakkor az ipar belföldi értékesítése is végtelennek tűnő mélyrepülésben van, amely a jelek szerint addig folytatódhat, amíg a beruházások esése tart.

A **szolgáltatások** esetében ugyan a bővülő fogyasztási kereslet szemlátomást képes volt növekedést generálni a tavalyi év folyamán, ám a növekedés meglehetősen visszafogott – 2,1% az utolsó negyedévben és az egész évben egyaránt. Az állami szolgáltatásokon felül a szállítási ágazat gyenge dinamikája, illetőleg az ingatlanügyletek stagnálása fogta vissza leginkább a szolgáltatások bővülését az év végén.

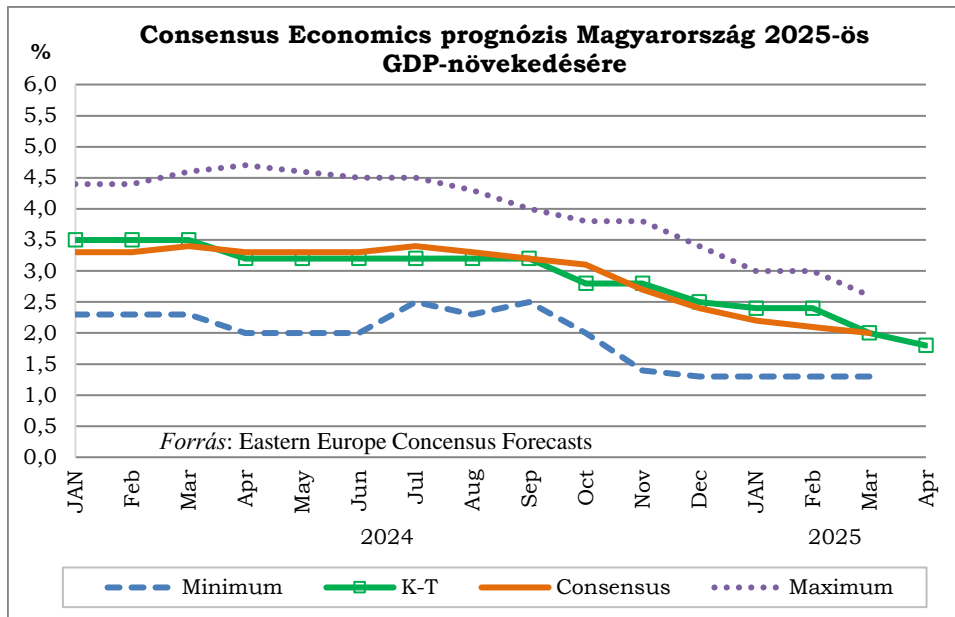
Az **idei évre** vonatkozó kilátásokat illetően a legfőbb kérdőjel, hogy mennyire tud megváltozni a tavalyi és második felében látott növekedési mintázat. Ami a *külső keresletet* illeti, e téren egyre kevésbé számíthatunk érdemi javulásra. A világgazdasági kilátások egyre bizonytalanabbak. Az európai uniós konjunktúrára középtávon pozitívan hathat a német gazdaságpolitikában formálódó fordulat, de rövid távon sokkal inkább a hirtelen kiéleződő globális **kereskedelmi háború** formálhatja az eseményeket, természetesen negatív irányba. Az exportnak az év végén némi lendületet adhat három feldolgozóipari óriásberuházás befejeződése, az új kapacitások (fokozatos) üzembe helyezése, már ha ezeket illetően az új világgazdasági helyzet nem eredményezi a korábbi döntések felülvizsgálatát. Az említett új kapacitásoknak köszönhetően az export az idén ismét növekedésbe fordulhat, de az éves növekedés jó eséllyel nagyon szerény marad, és elmarad az importbővülés mértékétől.

Így aztán az idei növekedési kilátások szempontjából valószínűleg a belföldi kereslet alakulása lesz a döntő. Ezen belül is a legfőbb bizonytalansági tényező, hogy lesz-e fordulat a beruházások terén. Az állami beruházások a fiskális korlátok miatt biztosan nem tudnak nőni 2025-ben sem, a vállalati beruházásokat illetően pedig egyelőre nem világos, hogy mitől kapnának lendületet a folytatódó bizonytalanság mellett, az ipar területén pedig a továbbra is, sőt egyre inkább problémás külgazdasági helyzet közepette. Jelenleg főként az immár nagyon alacsony bázis sugallja, hogy feltehetőleg idén már nem lesz újabb visszaesés. (A tavalyi utolsó negyedévben mért állóeszköz-felhalmozás szezonálisan kiigazított olyan szintre süllyedt, amilyenre utoljára 2017-ben volt példa.) Vagyis a növekedés várhatóan *az idén is féloldalas marad annyiban, hogy a beruházás nem tud húzóerőt kifejteni*, ugyanakkor remélhető, hogy a tavaly látott drasztikus esés hozzávetőleges stagnálásba fordul át.

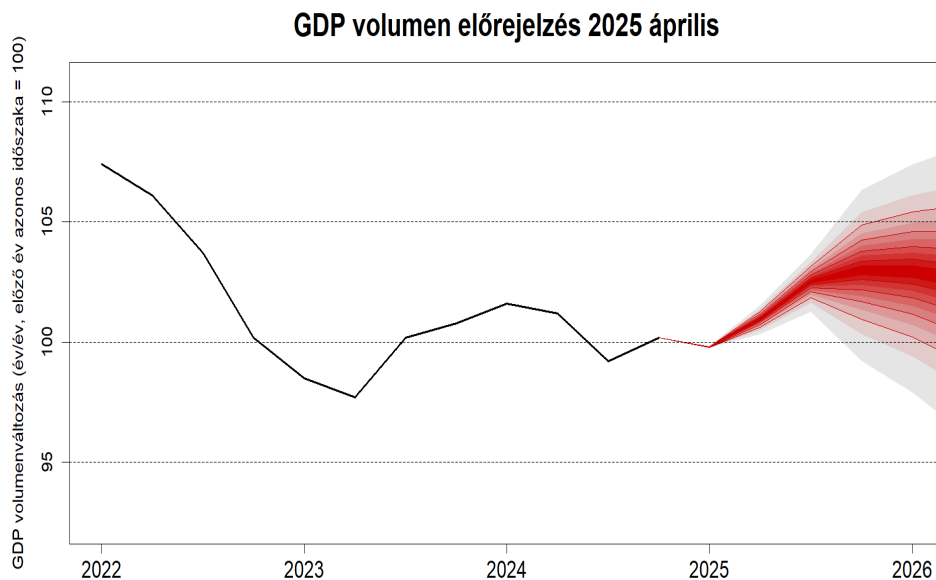
Eközben a *reálkereset-növekedés érezhető lassulása* (némileg lefékeződő béremelkedés, magasabb inflációval párosulva) miatt a **fogyasztási kiadások** dinamikájának mérséklődése várható. Jelenleg közel 1%-pontos lassulást feltételezünk, ugyanakkor viszont arra is számítunk, hogy a vásárolt fogyasztás és teljes magánfogyasztás között tavaly keletkezett drasztikus ütemkülönbség nem ismétlődik meg az idén. Emiatt a tényleges magánfogyasztás növekedési ütem 3,7%-ra gyorsulhat a tavalyi 3,5%-ról.

A fentiek alapján tehát a beruházások stagnálása és a magánfogyasztás ismételt érdemi bővülése lehetővé teszi majd a belföldi felhasználás 2,5%-ot meghaladó növekedését, ám ehhez várhatóan a nettó export negatív növekedési hozzájárulása párosul majd. Összességében még idén is nagyon mérsékelt, **1,7%-os GDP-növekedéssel számolunk 2025-ben**, amit jó esetben további gyorsulás követ a jövő évben. Ez az előrejelzés

nagyjából összhangban van a **Consensus Economics** 2025-re vonatkozó előrejelzői átlagánál.

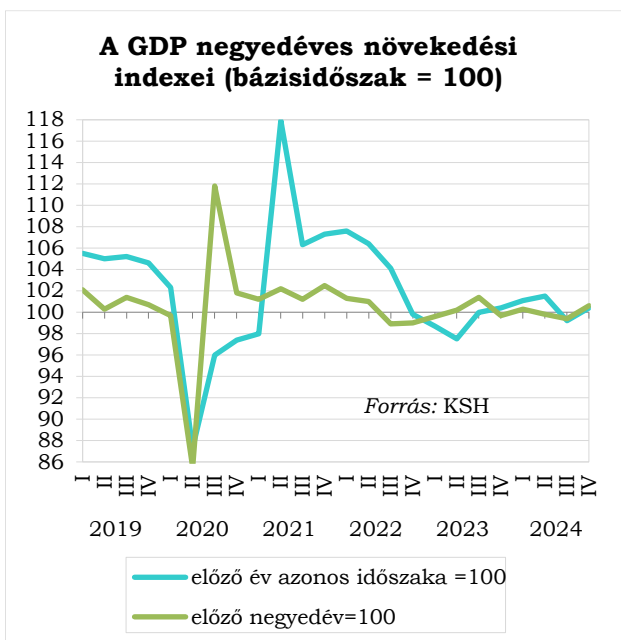


Fontos hangsúlyozni ugyanakkor, hogy a fenti forgatókönyv felettébb ingatag, ugyanis nem tudjuk még, hogyan eszkalálódik a vámháború, továbbá nem kizárt, hogy a magyar gazdaság szempontjából kiemelt fontosságú autóiparban már rövid távon az eddiginél is kedvezőtlenebb irányba fordulnak a trendek, borítva az iparra, beruházásokra, szélsőséges esetben (nagyarányú leépítések) akár a fogyasztásra vonatkozó elképzeléseket. A bizonytalanságok miatt a prognózishoz kapcsolódó negatív kockázatok a szokásosnál is jelentősebbek, illetőleg a kockázatok mértéke nehezen becsülhető.



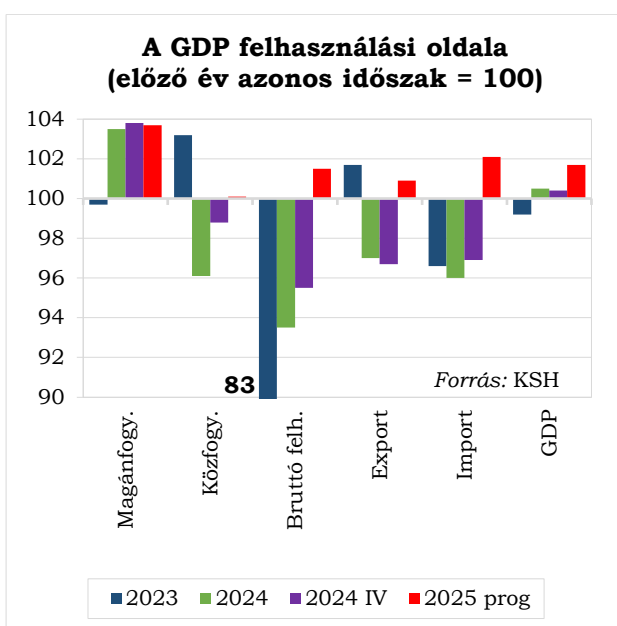
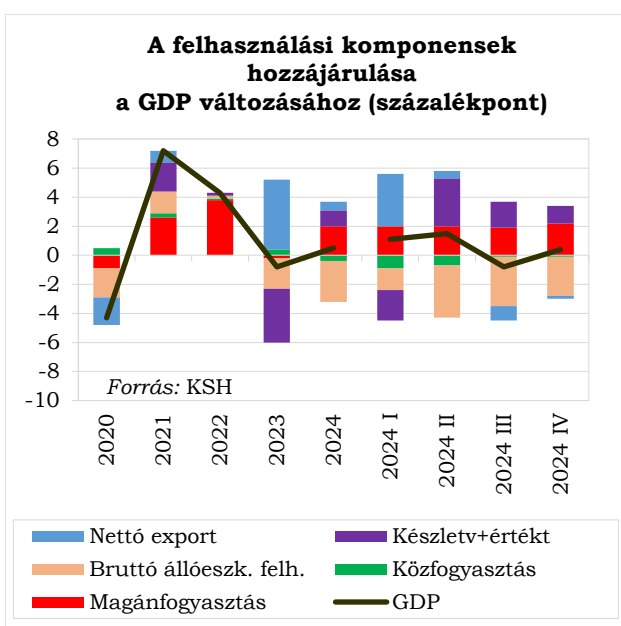
2.1. A GDP és komponensei

2024 utolsó negyedében a GDP év/éves alapon 0,4%-kal nőtt a harmadik negyedévi 0,8%-os visszaesést követően. A *szezonálisan és naptárhatással kiigazított* növekedési ütem ennél is halványabb, 0,2%-os volt éves összevetésben. Az előző negyedévhez képest a GDP volumene 0,6%-kal bővült. Összességében **2024-ben** jelképes, 0,5%-os növekedésre volt képes a magyar gazdaság.



A **felhasználási oldalon** a **belföldi felhasználás** növekedési üteme kissé gyorsult a harmadik negyedévihez képest, ám továbbra sem érte el az 1%-ot. Másfelől a **nettó export** növekedési hozzájárulása az utolsó negyedévben is negatív volt, habár a lehúzó hatás mértéke mérséklődött, főképp az importcsökkenés érezhető gyorsulása miatt.

A belföldi felhasználás legnagyobb komponensénél, a *háztartások fogyasztási kiadásainál* további gyorsulást mért a KSH (a harmadik negyedévi 5,3%-ról 5,5%-ra



emelkedett a növekedési index). Ez azt jelenti, hogy a háztartások fogyasztói viselkedése fokozatosan ugyan, de igazodik az erőteljes jövedelembővülés viszonyaihoz. A reálkereseti indexszel összevetve a vásárolt fogyasztás üteme továbbra is aránylag mérsékelt, ám a növekedési ütemek közti rés szűkülése azt jelzi, hogy a tavalyi év egészére jellemző óvatos attitűd lazulóban van. Az állam által nyújtott természetbeni juttatások volumene folyamatosan és erőteljesen zsugorodott tavaly, így a **háztartások tényleges fogyasztása még a negyedik negyedévben is csak 3,8%-os volt.**

Emellett a belföldi felhasználás másik zászlóshajója, a **bruttó állóeszköz-felhalmozás** csökkenésének üteme alig mérséklődött, és az utolsó negyedévben is meghaladta a 10%-ot. A vállalati szektor beruházásainak csökkenése még gyorsult is. A fő ok ezúttal nem a feldolgozóipari beruházások folytatódó, de kissé lassuló esése volt, hanem a szállítási és ingatlanberuházások zuhanása. Az exportorientált szektor jelentős részére változatlanul jellemző pesszimizmuson és kiváráson túlmenően az állami infrastruktúra-megrendelések hiánya, valamint a lakásépítés visszaesése miatt sem enyhül egyelőre a beruházások mélyrepülése. Ugyanakkor a készletezési ciklus folytatódó emelkedő ága az utolsó negyedévben is képes volt jelentősen tompítani a beruházások esésének a hatását, így összességében a **bruttó felhalmozás** negatív növekedési hozzájárulása nem lehetetlenítette el a belföldi felhasználás szerény mértékű gyorsulását.

Mindeközben a **nettó áru- és szolgáltatásexport** növekedéshez való negatív hozzájárulása a harmadik negyedévi 1%-pontról 0.2%-ra mérséklődött. Ez úgy volt lehetséges, hogy a belföldi felhasználás kismértékű dinamizálódása *ellenére* nemcsak az export, hanem az import csökkenése is gyorsult az utolsó negyedévben – feltehetően átmenetileg.

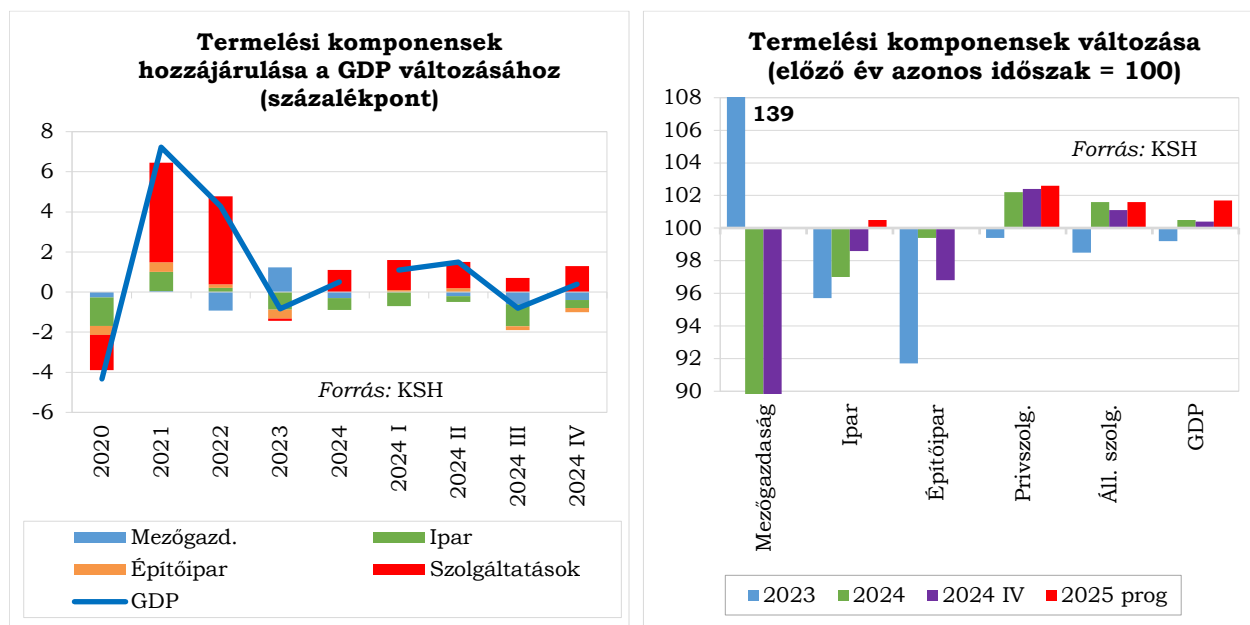
Az **egész tavalyi évet** illetően a belföldi felhasználásnak az utolsó negyedévben, illetőleg az azt megelőző két negyedévben végbement nagyon vérszegény növekedése együttesen se tudta ellensúlyozni az év első negyedében mért visszaesést – ez utóbbi abból adódott, hogy az első negyedévben a készletváltás még nem tompította, hanem ellenkezőleg, megfejtette az állóeszköz-felhalmozás zsugorodásának negatív hatását. Így 2024-ben a belföldi felhasználás stagnált (0,1%-kal csökkent). A másik oldalon viszont a nettó export negatív hozzájárulása az év második felében nem tette semmissé az év első felében (azon belül is főleg az év első negyedévében) mért erős pozitív növekedési hozzájárulását. (Ez utóbbi tisztán a meredek importcsökkenés eredménye volt.)

A **termelési oldalon** a negyedik negyedévben is folytatódott az ipar visszaesése, habár annak üteme (1,4%) két éve a legalacsonyabb volt. Az iparstatisztika tanúsága szerint az **exportértékesítés** egyre inkább közelít a stagnálás felé, de fellendülésnek egyelőre nem látni bármilyen előjelét. A fő lehúzó erő változatlanul a korábban vártnál jóval mérsékelt-európai és globális kereslettől szenvedő e-autószektor, illetőleg ezzel összefüggésben az akkumulátoripar. Az építőipari visszaesés is tovább tart, a mezőgazdaságra pedig tavaly rányomta bélyegét a kedvezőtlen időjárás (szélesebb értelemben véve a számtőföldi gabonatermesztés alacsony hatékonysága, az öntözés hiánya).

Így aztán – a korábbi negyedévekhez hasonlóan – ismét a **szolgáltatások** adták a kizárólagos hajtóerőt a növekedéshez. Ám a szolgáltatások dinamikája – a vásárolt fogyasztás jó ütemű bővülése ellenére – meglepően mérsékelt volt tavaly, a negyedik negyedévben és ezen belül az utolsó negyedévben is csupán 2,1%-ra rügött. Noha számos szolgáltatási alágban volt ennél dinamikusabb a növekedés, a jelentős súlyú szállítás-raktározás,

illetőleg még inkább az ingatlanügyletek gyengélkedése lehúzta a szolgáltatások össznövekedésének az ütemét.

A termelési oldalon nem volt olyan kontraszt az év első és második fele között, mint a felhasználási oldalon, leszámítva a nem túl jelentős súlyú építőipar dinamikájának váltakozását; az egész év folyamán a szolgáltatások adták az egyetlen jelentős hajtóerőt a gazdasági növekedéshez,



2025-ben csak korlátozott konjunkturális javulást várunk 2024-hez képest, és e korlátozott javulás perspektívája is egyre bizonytalanabbá válik a vámháború kirobbanása és a geopolitikai helyzet további elmérgesedése közepette. A *belföldi felhasználást* illetően egyrészt feltesszük, hogy a **beruházások** tavaly látott drasztikus esése véget ér, habár érdemi növekedésnek egyelőre nem látszanak a feltételei. A **háztartások fogyasztási kiadásaira** egyfelől fékezően hathat a 2024-ben nagyon erőteljes reálkereset-emelkedés mérséklődése, másfelől viszont élénkítő hatásúak lehetnek egyes kormányzati adó- és egyéb intézkedése, valamint tovább oldódhat a tavaly látott óvatos fogyasztói magatartás. Így a vásárolt fogyasztás némi – a reálkeresetéhez képest enyhébb – lassulása mellett a teljes magánfogyasztás dinamikája minimálisan gyorsulhat is az idén 2024-hez képest, feltéve, hogy a tavaly látott kivételesen szélesre nyílt rés a vásárolt és a teljes háztartási fogyasztás növekedési üteme között az idén összességében a *belföldi felhasználás* éves növekedése meghaladhatja a 2,5%-ot 2025-ben, feltéve, hogy a készletváltozás az idén még tovább támogatja a növekedést.

Eközben a külkereskedelemben a tavalyi év második felében látott trend folytatódása várható, azaz az importdinamika fokozatos erősödése, az *export* halványabb és ingadozóbb javulása mellett. Ezért nettó export növekedéshez való hozzájárulása negatív lesz az idén.

A *termelési oldalon* a tavalyinál magasabb növekedési ütemet az segítheti – a szolgáltatások dinamikájának némi erősödése mellett – hogy az ipar is újból beléphet a növekedési támogató komponensek közé. Ám ide több megjegyzés is kívánkozik. Egyrészt

az ipar hajtóereje jó esetben is nagyon szerény lesz – éves átlagban 0,5%-os ipari növekedéssel számolunk – és ennek bekövetkezése is bizonytalan lenne a három óriásberuházás (BMW, BYD és CATL) év vége felé várható üzembe helyezése nélkül. Másrészt ezt az igencsak visszafogott perspektívát is veszélybe sodorják az április elején meghirdetett amerikai vámok, amely a kereskedelmi háború további eszkalálódásának a veszélyét is magában hordja.

Összeségében mérsékelt, **1,7%-os GDP-növekedésre számítunk** az idén. 2026-ben a növekedési ütem 2,5-3%-osra gyorsulhat.

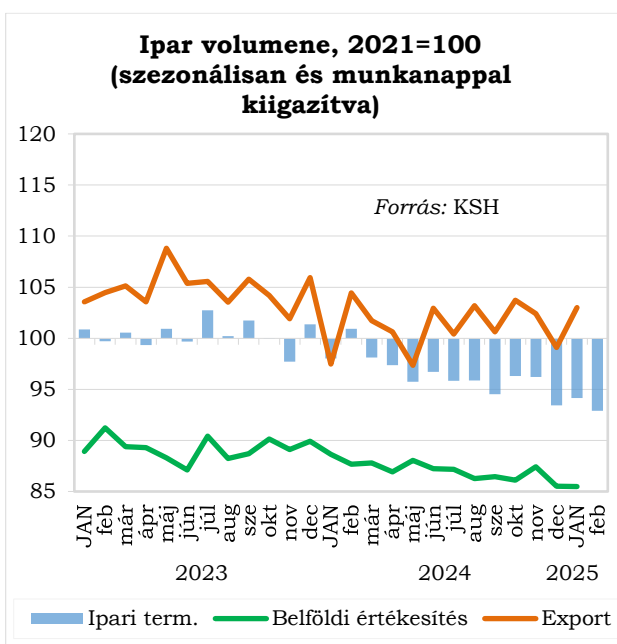
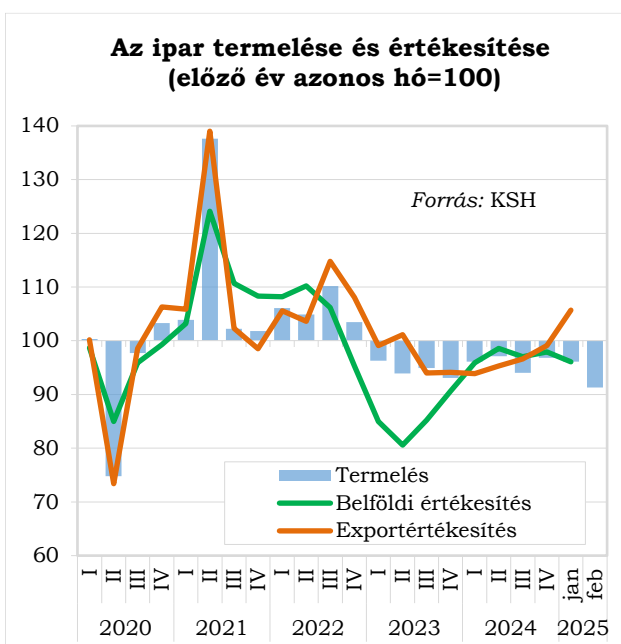
2.2. A GDP termelési oldala

2.2.1. Ipar

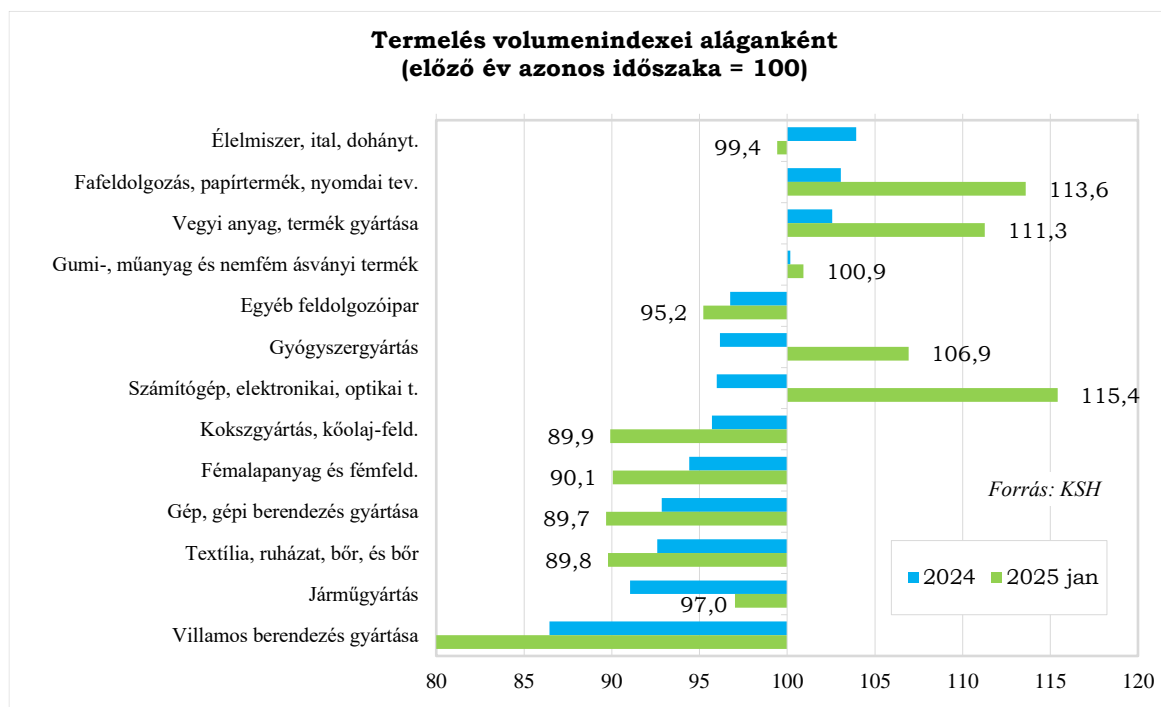
A tavalyi év elejére jellemző reményekkel ellentétben az ipar visszaesése 2023 után 2024-ben is folytatódott. Éves átlagban a termelés 4%-kal zsugorodott, miközben a belföldi és exportértékesítés egyaránt csökkent. A külgazdasági feltételek mindvégig kedvezőtlenek maradtak, eközben pedig a belföldi kereslet féloldalas – kizárólag a fogyasztási kereslet által támogatott, a beruházások által pedig visszahúzott – bővülése elégtelen volt ahhoz, hogy a belföldi értékesítés esésének véget vessen. A szezonálisan kiigazított fixbázisú idősor alapján a belföldi értékesítés 2024 folyamán lassan lefelé araszolt, az exportértékesítés havonkénti volumene pedig az év közepétől kezdve nagyjából ugyanabban a sávban vesztegelt. Ez utóbbi ugyanakkor lehetővé tette, hogy az exportértékesítés év/éves csökkenésének üteme az utolsó negyedévre jelentősen lelassuljon.

A termelés visszaesése az *idei év* első két hónapjában is folytatódott: az előzetes adatok alapján a két hónap átlagában 6,4%-kal. Ezen belül januárban az exportértékesítés megugrott, de ezt februárban bizonyosan csökkenés követte, és trendváltásról egyelőre nem beszélhetünk.

Ágazati bontásban egyértelmű, hogy tavaly az *akkumulátorgyártás* tetemes visszaesése volt a legfőbb lehúzó erő az iparban: a villamosgép-ágazat kibocsátása mintegy 14%-kal csökkent éves összevetésben. A szezonálisan kiigazított adatok alapján idén januárra az ágazat havi termelése utoljára 2021-ben látott szintre esett vissza. Ezt követi a járműgyártás (9%-os esés 2024-ben), valamint a fontosabb alágak közül a gépberendezés gyártás (kb. 7%-os visszaesssel). A feldolgozóipari ágak kevesebb mint egyharmadánál mérték növekedést tavaly – köztük van a 2023. évi kedvező termés által is megtámasztott élelmiszeripar, valamint a 2022-2023-ban súlyos visszaesést elszenvedett vegyipar is. Az utolsó negyedévben, illetőleg idén januárban a növekedést produkáló iparágak közé bekerült az elektronikai ipar is, mintegy két éven át tartó



visszaesés után. Ez egyben az a feldolgozóipari ág, amelynek a kilátásai a szezonálisan kiigazított adatokból kirajzolódó újabb tendenciák alapján kedvezőnek mondhatóak –



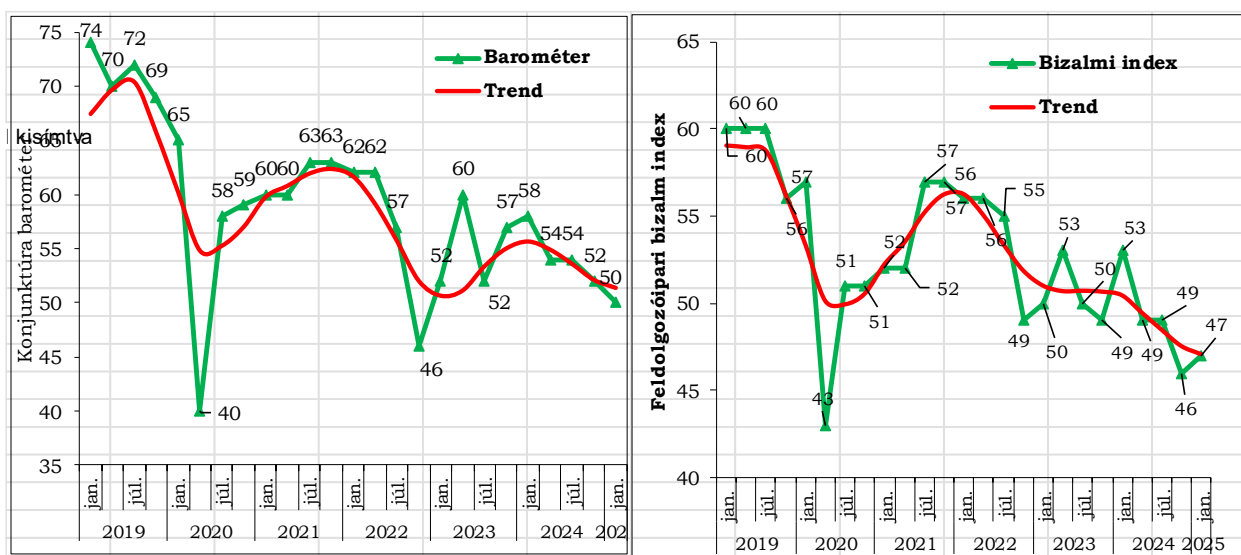
feltéve persze, hogy a kibontakozó kereskedelmi háború nem borít mindent.

Az idei év fennmaradó részét illetően egyfelől azzal számolunk, hogy a belföldi kereslet némi erősödése – és ezen belül a beruházásoknak a csökkenésből hozzávetőleges stagnálásba fordulása – nyomán a belföldi értékesítés esése véget ér, esetleg kismértékben nőni fog az idén, a kedvezőtlen évkezdet ellenére. Az ipar egésze szempontjából meghatározóbb exportértékesítés esetében egyre teljesebb a bizonytalanság. Miközben elszörtan biztató hírek is érkeztek a német gazdaságról, továbbá a német adósságfék elengedése egy komolyabb jövőbeli fellendülés reményével kecsegtetett, az EU-t sújtó drasztikus amerikai vámok bejelentése nyomán a rövid és középtávú kilátások egyaránt összekuszálódtak.

Az elmúlt hónapokban az elemzők jellemzően a idei év második felére vagy utolsó harmadára tették a várható fellendülés kezdetét. Egyelőre mi is ezzel számolunk: noha jelenleg kevés előjelét látni egy jövőbeli fellendülésnek, és az újabb fejlemények fényében ennek mértéke kérdéses, a három nagy gyártóüzem (BMW, BYD, CATL) beindulása az év végén bizonyosan generál valamekkora emelkedést. Ezzel együtt pillanatnyilag az ipari termelés **nagyon csekély, 0,5% körüli bővülésével számolunk 2025-ben**. Hozzá kell tenni ugyanakkor, hogy ez meglehetősen optimista előrejelzés: nem csak azt feltételezi, hogy a kereskedelem- és geopolitikai eszkaláció ellenére nem történik változás az említett új üzemek beindulásának ütemezése terén, hanem azt is, hogy már az év végére várt élénkülést megelőzően nem következik be az ipari aktivitás újabb beomlása a romló világ gazdasági feltételek, a vámháború diszruptív hatása miatt.

Feldolgozóipari konjunktúra-teszt: továbbra is borús kilátások

Legutóbbi feldolgozóipari konjunktúratesztünk alapján a magyar feldolgozóipar hangulata továbbra is borús. A 2021 utolsó negyedéve óta tartó negatív tendencia folytatódik, és a vállalati bizalmi index 2024-ben végleg a negatív tartományba süllyedt. A foglalkoztatási prognózis már 2023 januárjában kedvezőtlen irányt vett. A 2025 januárjában készült felmérés szerint a legtöbb objektív és szubjektív hangulatindikátor csupán a stagnálást jelző 50 pontos határ körül mozog, és egyik mutató sem mutat egyértelműen pozitív trendet.



A válaszokból kirajzolódik, hogy bár a hazai vállalatok körében hagyományosan jelen van egyfajta „panaszok kultúrája”, ahol a szubjektív megítélés gyakran kedvezőtlenebb, mint a valós gazdasági mutatók, a pandémia után, különösen a 2023-as inflációs időszakot követően érzékelhető negatív hangulati hullám mélyebbnek tűnik. A rendelésállományok csökkennek, a termelési prognózis gyengül, és a korábban feszes munkaerőpiacon is lazulás tapasztalható, a szakképzett munkaerő hiánya már nem jelent olyan akut problémát.

A konjunktúrateszt a beruházási tervekkel kapcsolatban azt mutatja, hogy a vállalatok jelentős része nem tervez komolyabb beruházásokat. Azok, akik mégis investálnak, sokszor részben vagy egészben hitelből finanszírozzák a költségeket. Jelentős azoknak a cégeknek az aránya is, amelyek saját forrásból csak a tervezett beruházások egy részét tudják megvalósítani.

A költségnövekedés kezelésére alkalmazott intézkedések között a létszámleépítés, a termelés visszafogása, a beszerzések korlátozása és az áremelés szerepel. Az áremelések hatása vegyes képet mutat: ahol a piac elfogadta az áremelést, a működési eredmény nem romlott, de sok esetben a részleges elfogadás a profit csökkenéséhez vezetett.

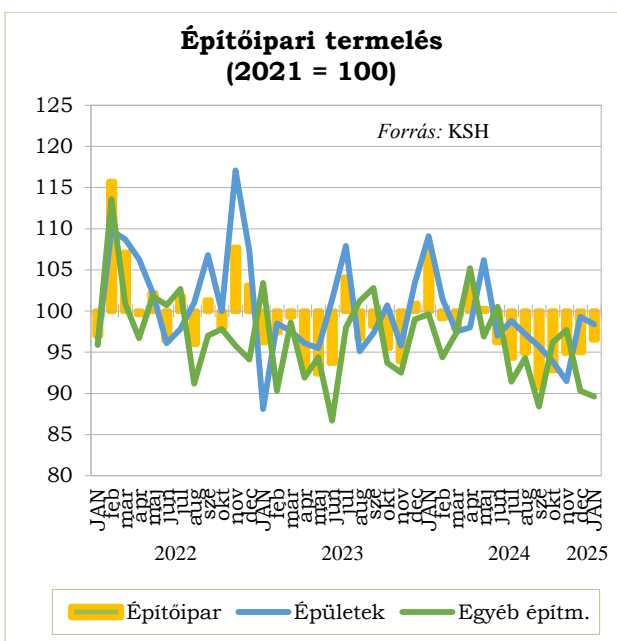
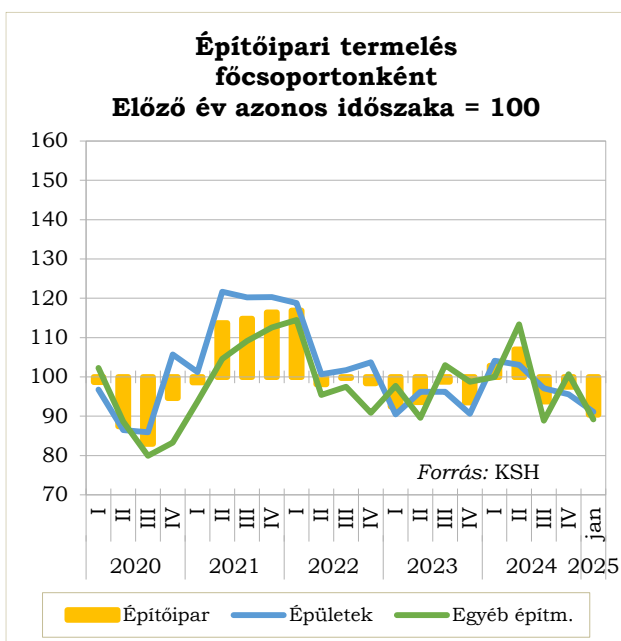
A jelenlegi gazdaságpolitikai stratégia láthatóan nem váltja ki az ágazat pozitív reakcióját, a bizalmi index nem mutat érdemi javulást a bejelentett programokra. A vállalatok bizalmának helyreállítása kulcsfontosságú lenne a beruházások elmaradásának megakadályozása érdekében, ami középtávon a technológiai színvonal és a versenyképesség eróziójához vezethet. A finanszírozási nehézségekkel küzdő vállalatok aránya a felmérés szerint alacsony (5%), míg a kereslethiányt a cégek több mint fele érzékeli, ami a termelés visszaesésének fő okaként jelölhető meg.

2.2.2. Építőipar

A 2023. évi folyamatos visszaesés után az építőipar a tavalyi év első felében átmenetileg némi lendületet kapott, ám ezt ismét gyengülés követte a második felévben. Így összességében 2024-ben az építőipari kibocsátás 0,4%-kal csökkent. Bár az első félévi növekedés részben a bázisidőszak különösen alacsony teljesítményének volt az eredménye, a szezonálisan kiigazított kibocsátási adatok alapján az első felévben időről időre valóban életjeleket mutatott az magasépítés, ezen belül a második negyedévben a mélyépítés is. A második felévben viszont mindkét főcsoportban jól kivehetően lanyhult az aktivitás.

Idén januárban az év/éves visszaesés súlyosabb volt, mint tavaly bármikor: az összes kibocsátás közel 10%-kal csökkent, 2024 januárjához képest, és a két főcsoport esésének üteme is ugyanilyen nagyságrendű volt. A havi ingadozásra hajlamos magasépítésnél ugyan a meredek esés a magas bázisnak tudható be, de a szezonálisan kiigazított adatok sem utalnak javulásra. A rendelésállomány az épületek építésénél januárban jóval alacsonyabb volt, mint egy évvel korábban, míg a mélyépítésnél továbbra is magasabb – kérdés, hogy ettől tud-e majd nőni a főcsoport kibocsátása 2025-ben (tavaly nem tudott, a bővülő rendelésállomány ellenére). Az iBuild adatbázis szerint a tavalyi negyedik negyedévben egyetlen jelentős projekt (mohácsi Duna-híd) miatt megugrott a mélyépítésben a megkezdett építési projektek volumene – ennek élénkítő hatása kérdéses, főként, hogy a megelőző negyedévekben a mélyépítésben megkezdett projektek volumene nagyon alacsony volt. A magasépítésben az aktivitáskezdési mutató egyedül a társasházi lakások építése terén ad okot a derűlátásra, ám az egész lakásépítési szegmensnek a súlya az épületek építésében nem meghatározó, önmagában nem tud lendületet adni a főcsoportnak.

Megjegyzendő, hogy mindez nem jelenti, hogy az építőipar súlyos válságtól szenvedne. A kibocsátás 2024-ben is aránylag magas volt, ha az elmúlt másfél évtizedet vesszük viszonyítási alapként, habár érdemben elmaradt a 2021-2022. évi csúcshoz képest. Inkább arról van szó, hogy egyelőre nem látszik tér a jelenlegi szinttől való elmozdulásra, főként mivel ehhez nincs meg a kellően dinamikus kereslet. Az ipar egyes szegmenseiben



tovább halaszthatódnak a beruházások, miközben a nagy távol-keleti beruházások esetében a hazai építőipari szereplők bekapcsolódása nem egyszerű. A mélyépítés terén a kereslet beszűkülését egyértelműen az **állami beruházásoknak** a fiskális okokból történt drasztikus befagyasztása okozza. A korábbi csúcshoz képest alacsonyabb szintű kereslet és a dinamikus növekedés hiánya, a még mindig magas kamatlábakkal és magas energiaárakkal párosulva, a verseny éleződését, így a szektor bizonyos mértékű szelektálódását eredményezheti.

Jelenleg az **építőipar hozzávetőleges stagnálásával** számolunk az idén, amit 2026-ban mérsékelt növekedés követhet.

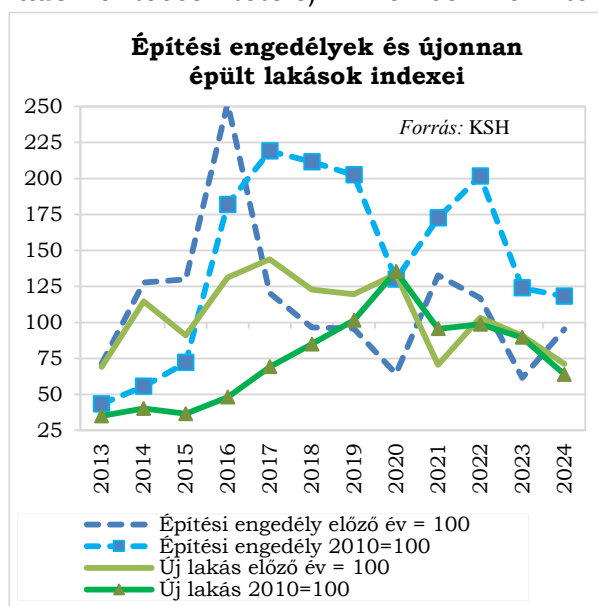
2.2.3. Lakásépítés

2024-ben folytatódott az *újonnan épült lakások* számának visszaesése, ráadásul az esés üteme meglehetősen tetemes, 29%-os volt. A visszaesés egyaránt kiterjedt a természetes személyek és a vállalkozások által épített lakásokra, illetőleg a családi házakra és a többlakásos épületekre. A tavalyi év során mindössze 13.295 lakás épült – ennél alacsonyabb éves számot utoljára 2016-ban mértek. Az *építési bejelentések/engedélykérelmek* száma szintén tovább esett, habár ebben az esetben a csökkenés mértéke már csak 4,6%-os volt, szemben a 2023. évi meredek zuhanással.

A kilátásokat illetően biztató jel, hogy az iBuild adatbázis adatai szerint a *társasházi lakásépítkezés* területén az újonnan indított építkezések volumene erőteljesen megugrott a tavalyi utolsó negyedévben, és ezzel a 2024. évi aktivitáskezdés volumene meghaladta a 2022-es és 2023-as szintet is. Ám rövid távon ennek a relevanciája korlátozott, mivel a tavalyi év végén megindított lakásépítési projektekből nemigen lesz idén befejezett lakás.

A *lakáspiaci kereslet* tavalyi megélénkülése – amely az idén folytatódni fog, részben a különféle kormányzati intézkedések hatására (mint a speciálisan adózók CSOK-hoz és a babaváró hitelhez való hozzáféréseinek megkönnyítése, de az önkéntes nyugdíjpénztári megtakarítások lakáscélokra fordításának adómentessé tétele) – elvben szintén optimizmusra adhatna okot. Az élénkülés a lakáshitelek felfutásában is tükröződik. Viszont a hitelezés továbbra is (sőt egyre inkább) túlnyomórészt a *használt lakások* vásárlására fordítódik, így az építőipari aktivitás erősödéséhez csak mérsékelt járul hozzá.

A háztartási reáljövedelmek folytatódó emelkedésével párosulva az említett intézkedések az újlakás-keresletre is élénkítően hathatnak. Így idén emelkedésnek indulhat az építési engedélykérelmek/bejelentések száma. Az épített lakások számát illetően azonban a pozitív fordulat későbbre várható: **idén** a megépített lakások száma még tovább csökkenhet.



2.3. A GDP felhasználási oldala

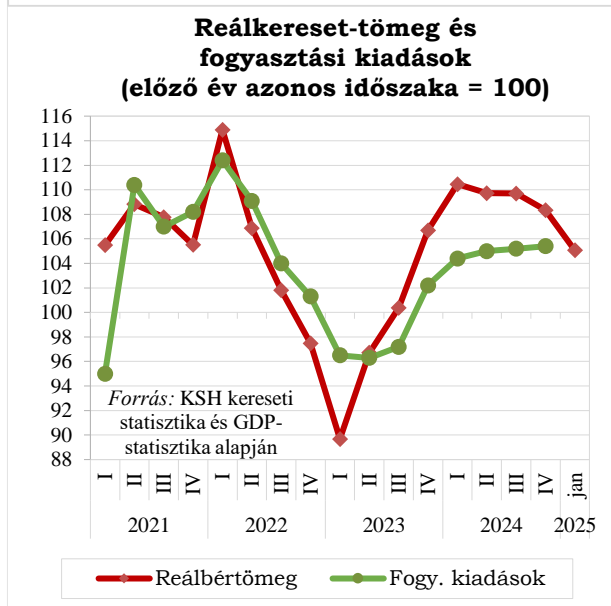
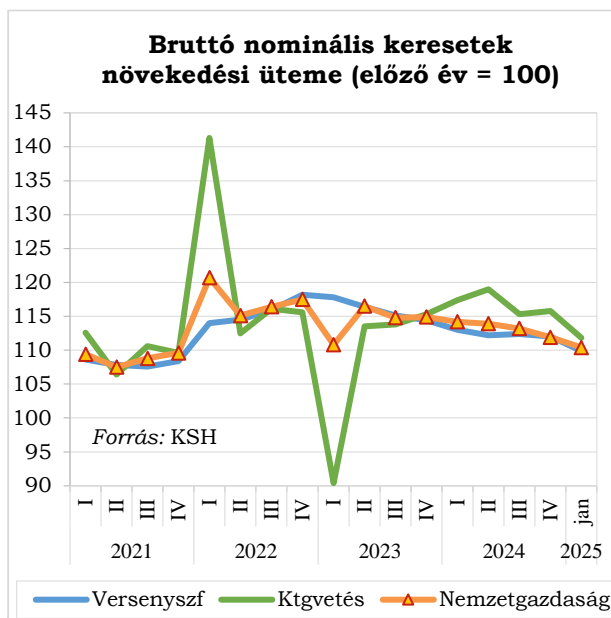
2.3.1. A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai

A **nominális átlagkereset** 2024 egészében 13,2%-kal nőtt, 3,7%-os éves infláció mellett, aminek következtében a reálkeresetek a szóban forgó periódusban tetemesen, 9,2%-kal emelkedtek. A *medián*kereset reálértékének növekedési üteme ennél is gyorsabb volt, több mint 2%-ponttal. Mivel az alkalmazotti létszám a tavalyi év egészében folytatódó gazdasági zsugorodás mellett is kissé tovább nőtt, a **nettó reálkereset-tömeg** 9,5%-kal volt magasabb 2024-ben, mint a megelőző évben. Igaz, e tetemes emelkedés részben felfogható a 2023. évi reálkereset-csökkenés kompenzációjának.

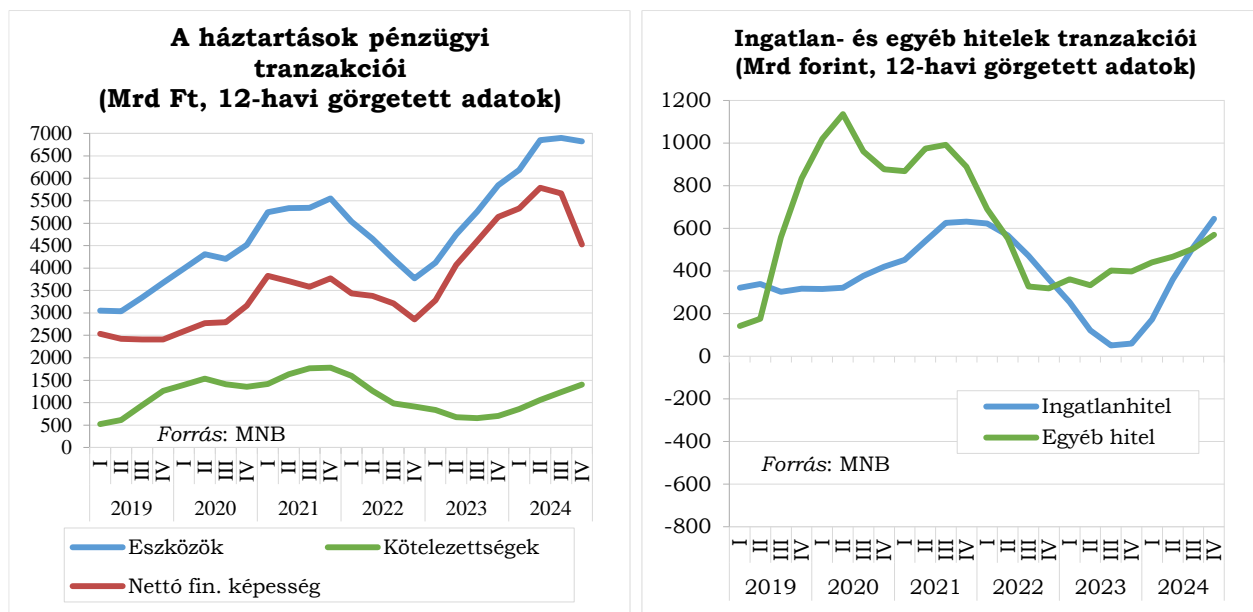
Az éven belül a növekedési ütem trendje ugyanakkor csökkenő volt, és e csökkenés folytatódik az *idén* is: januárban a bruttó keresetek 10,4%-kal bővültek év/éves alapon. Az infláció egyidejű meglődulása miatt a reálkeresettömeg januárban 5,1%-kal nőtt éves összevetésben, ami még mindig jelentős, ám jócskán elmarad az előző év átlagától.

A tavalyi év folyamán a **háztartások fogyasztási kiadásainak** bővülése ugyan számottevő volt – éves átlagban 5,1%-ra rúgott – mégis elmaradt a reálkereset-tömeg viharos emelkedésétől. (A háztartások által a kormányzattól kapott természetbeni társadalmi szolgáltatások erős visszaesése miatt a *teljes magánfogyasztás* éves dinamikája – 3,5% – jelentősen elmaradt a vásárolt fogyasztás növekedési ütemétől.) A vásárolt fogyasztásnak a keresetekétől elmaradó növekedési üteme azt sugallja, hogy a háztartások – főleg az év első felében – továbbra is **óvatosak** maradtak.

Az év végére azonban ez az óvatosság láthatólag oldódott: a negyedik negyedévre a keresettömeg és a fogyasztás dinamikája közötti rés összeszűkült, a fogyasztási kiadások némileg tovább gyorsuló emelkedése mellett. (Ugyanakkor a negyedéves szektorszámok adatai alapján a háztartások állóeszköz-beruházásainak volumene az utolsó negyedévben is csökkent.) Ez pedig együtt járt a háztartások nettó pénzügyi megtakarításainak megcsappanásával. Ez utóbbi egyaránt tükröződik a szektorszámok **nettó hitelnyújtásra**, valamint az MNB által közölt pénzügyi számlák **nettó finanszírozási képességre** vonatkozó adataiban. Ami az utóbbit



illeti, a háztartások *négy negyedéves görgetett GDP-arányos megtakarítási rátája* erős évkezdet után 2024 közepére 7,3%-ra emelkedett, viszont az év végére 6,6%-ra esett vissza, így összességében az éves megtakarítási ráta alacsonyabb volt, mint 2023-ban. (A negyedik negyedév önmagában vett megtakarítási rátája mindössze 3,9%-ra rúgott.) A bruttó pénzügyi megtakarítás nominális értéke ezzel együtt magasabb volt tavaly, mint 2023-ban, ám ezen belül az utolsó negyedéven már kissé csökkent, miközben a *hitelfelvételi egyenleg*, azon belül is elsősorban az *ingatlanhitelek egyenlege* lendületesen emelkedett.



A keresetek 10%-ot meghaladó bővülése idén januárban némileg magasabb volt a vártnál, de az egész év átlagában ennél alacsonyabb növekedés valószínűsíthető – jelenleg a nominális keresetek 8,5-9%-os emelkedésével számolunk. A megemelkedett infláció miatt ez azt jelenti, hogy a reálkereset-emelkedés jó eséllyel a **4%-ot** sem éri el az idén. (Bár itt van bizonyos fokú pozitív kockázat.) Emiatt a magánfogyasztás dinamikája is várhatóan gyengülni fog, bár arra számítunk, hogy e gyengülés mértéke viszonylag mérsékelt lesz, részben a munkáshitelnek, illetőleg a háromgyerekes anyák összettel bevezetendő adómentességének is köszönhetően. A háztartások fogyasztása **3,7% körüli** ütemben nőhet a tavalyi 3,5%-os emelkedést követően. (Ez nem zárja ki a vásárolt fogyasztás bizonyos mértékű lassulását 2024-hez képest, ugyanakkor számol a vásárolt és teljes magánfogyasztás tavaly látott drasztikus ütemkülönbségének mérséklődésével.) Eközben a háztartások beruházásai is növekedésnek indulhatnak, a pénzügyi megtakarítási ráta mérséklődése mellett.

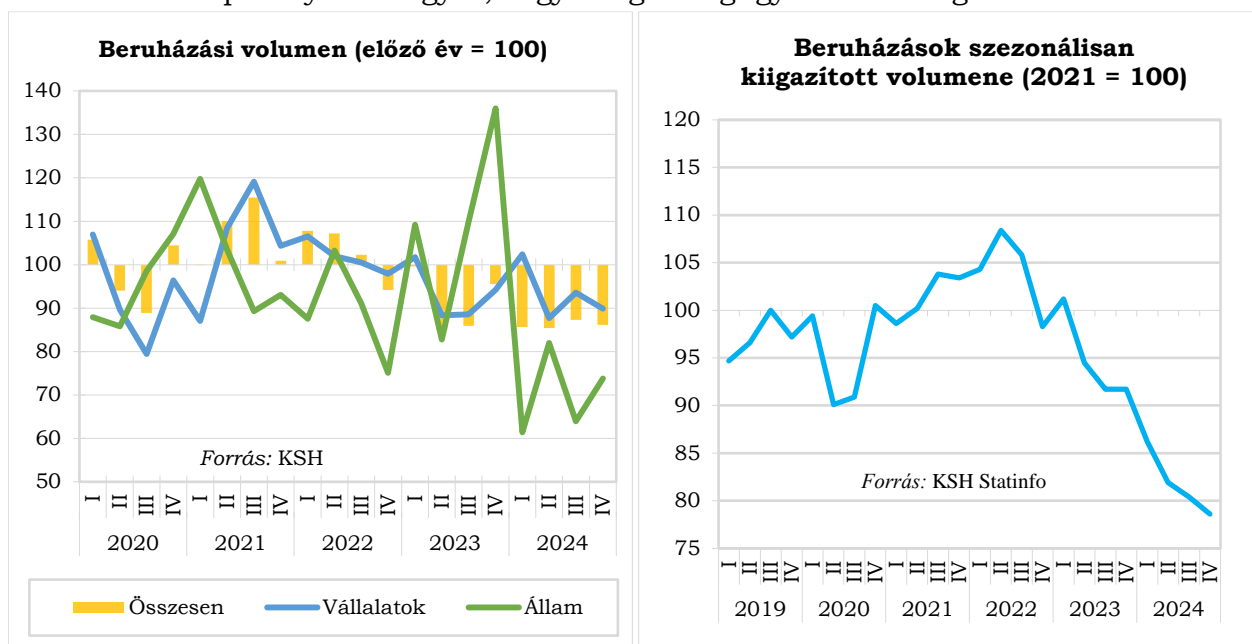
2.3.2. Beruházások

2024 egészét a nemzetgazdasági beruházások volumenének drámai visszaesése jellemezte. Míg az első negyedévben az esés még nem terjedt ki a *közép- és nagyvállalati szegmensre* (legalábbis, ha e szegmenst egészben tekintjük), a rákövetkező három negyedévben már itt is erőteljesen zsugorodtak a beruházások, a *költségvetési szektor beruházásainak* a zuhanása mellett. A közölt adatokból sejtetően a kisvállalati-háztartási szektor beruházásainak erőteljes esése is folyamatos volt 2024-ben.

Így aztán az egész év átlagában a beruházások közel 14%-kal, 2000 óta a legdrasztikusabb ütemben estek vissza. A szezonálisan kiigazított negyedéves beruházási volumen immár 2022 közepétől fogva majdnem megszakítás nélkül csökkent, és a tavalyi év utolsó negyedévére már *mintegy 24%-kal* maradt el a 2022 második negyedévben mért csúcshoztól.

A versenyszféra beruházásainak zsugorodásáért a legnagyobb mértékben a *feldolgozóipari* beruházások 14% körüli visszaesése felelős, legalábbis az *egész év* viszonylatában. A külgazdasági keresleti viszonyok – és főként a keresleti kilátások – vártnál sokkal kedvezőtlenebb alakulása nyomán a vállalatok a jelek szerint drasztikusan visszafogták beruházási aktivitásukat. Am egyrészt megjegyzendő, hogy az utolsó negyedévben a feldolgozóipari beruházások esésének üteme valamelyest mérséklődött. Másrészt a feldolgozóiparon belül akadnak kivételek: nem csak az újabban életjeleket mutató vegyiparban, de a gumi-, műanyag- és építőanyagiparban, illetőleg a válsággal küszködő, de egyidejűleg komoly kapacitásbővítésen keresztülmenő autópárházban is érdemben nőttek 2024-ben a beruházások.

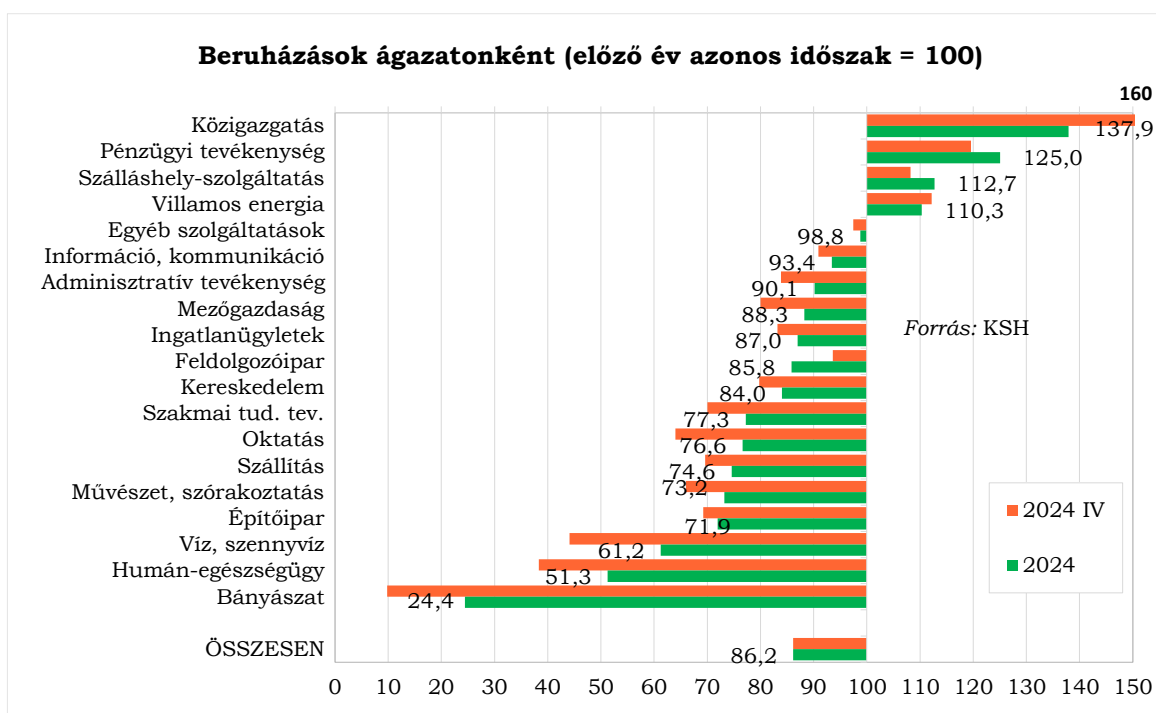
A feldolgozóiparon felül komoly mértékben hozzájárult az egész éves eséshez a szállítási és az ingatlanágazat beruházásainak erőteljes zsugorodása – ez egyfelől az infrastruktúra-beruházások iránti állami kereslet mélyrepülését, másrészt az épített ingatlanok volumenének visszaesését tükrözi. Megjegyzendő, hogy az utolsó negyedévben már ez a két ágazat volt a legfontosabb visszahúzó erő, miután a feldolgozóipari beruházások esése valamelyest lassult. Az állami beruházások 29%-os zuhanása ellenére itt a kép annyiban vegyes, hogy az egészségügyi-szociális ágazat beruházásainak



lefeleződésével, illetőleg az oktatási beruházások erőteljes, esésével ellentétben a közigazgatási beruházások meredeken emelkedtek tavaly.

Összességében 2024-ben a nemzetgazdasági ágak nagy többségében beruházás-csökkenést mértek. A közigazgatáson felül egyrészt az állami megrendelésektől függő energetikai ágazatban, másrészt két csekély súlyú ágazatban, a szálláshely-vendéglátásban, valamint a pénzügyi tevékenységeknél nőttek a beruházások a tavalyi év egészében és az utolsó negyedévben egyaránt.

Az **idei évre** vonatkozó kilátások továbbra sem rózsásak. Ami optimizmusra adhat okot, az főleg a két év óta tartó meredek visszaesés okozta alacsony bázis. A külgazdasági keresleti viszonyokat illetően nemhogy javulás nem látszik, de a vámháború okozta negatív sokk tovább növeli a bizonytalanságot az exportorientált vállalatok körében. A fiskális korlátok változatlanul fennállnak. A háztartások keresletének fokozatos megszilárdulása egyelőre nem vezetett a belföldi orientációjú szektorok beruházási aktivitásának az erősödéséhez. A háztartások beruházási aktivitása élénkülhet valamelyest. Így **éves átlagban a beruházások jelképes, fél százalék körüli** bővülésével számolunk, de e prognózishoz is számottevő negatív kockázat kapcsolódik.



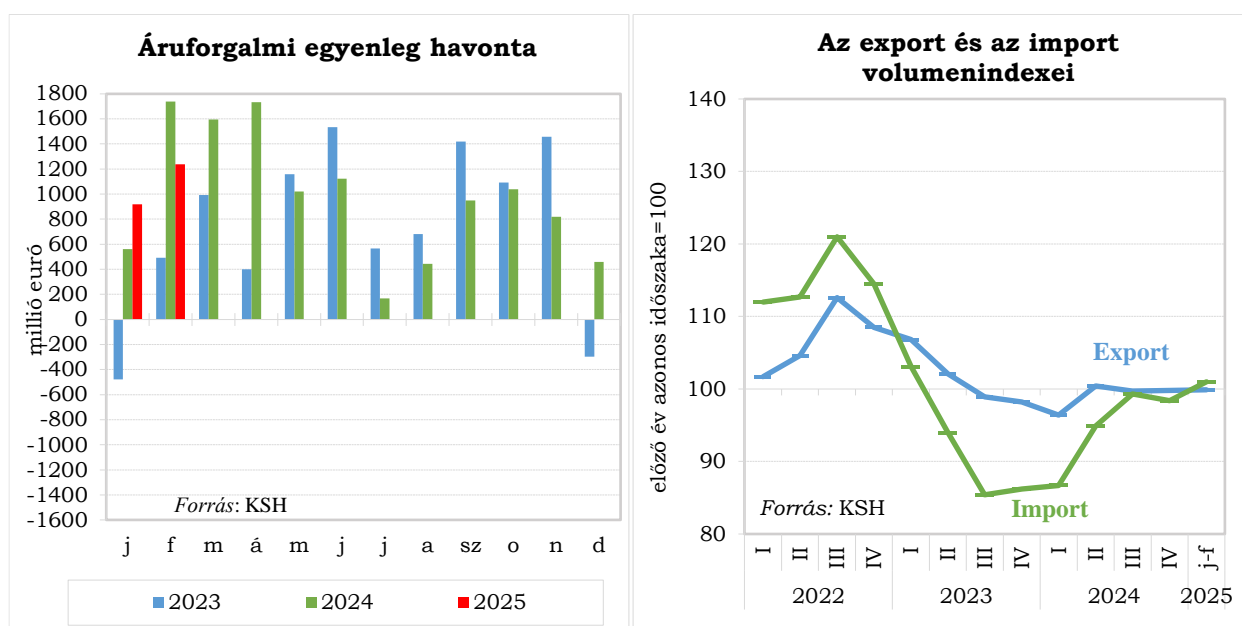
2.3.3. Külkereskedelem

A tavalyi év első harmadában még folytatódott a külkereskedelmi pozíció javulása, ám ezt követően a nettó export havi értéke folyamatosan elmaradt az egy évvel korábbtól. Ezzel együtt, az első négy hónap többletének köszönhetően az egész évi külkereskedelmi mérlegének euróértéke 11,6 milliárd euróra rúgott, szemben a 2023. évi 9 milliárddal, a tavaly végbement mintegy másfél százalékos cserearány-romlás ellenére. Ami a volumenváltozást illeti, az *export* volumene mind a négy negyedévben csökkent éves összevetésben, ugyanakkor az első félév folyamán az importvolumen esése még súlyosabb volt. A második félévben viszont fordult a kocka, és az import kevesebb mint 1%-os zsugorodásához az export közel 2%-os csökkenése párosult.

Ez egyrészt azt jelenti, hogy a nettó export összességében kedvező alakulására kedvezőtlen okból – az exportnál gyorsabban zsugorodó import miatt – került sor. Másrészt az év második felében a belföldi kereslet lassú és egyenetlen erősödése miatt a nettó export már romlásnak indult, mivel az export esetében jóformán semmilyen trendszerű javulás nem volt felfedezhető. Ez nem sok jót ígér az idei évre vonatkozólag. 2025 január-február átlagában ráadásul az import csekély növekedésbe fordult, miközben az export volumene stagnált. Ennek következtében az első két hónap euróban mért halmozott külkereskedelmi többlete mintegy 6%-kal elmaradt a tavalyi azonos időszak során mért többlettől.

Az import csökkenésből növekedésbe fordulása továbbra is egyenlőtlenül és egyenetlenül zajlik: az idei első két hónapban mind a feldolgozott termékek, mind pedig a gépek-szállítóeszközök behozatalának volumene csökkent, a többi főcsoport importjának erősödése mellett. Az export esetében viszont január-február átlagában kizárólag a (kis súlyú) energiahordozóknál mérték érzékelhető volumennövekedést, miközben a feldolgozott termékek kivitele stagnált, gépeké és szállítóeszközöké pedig csökkent.

Az év egészét tekintve az import és az export is növekedésbe fordulhat, de a növekedés még az import esetében is mérsékelt marad, az exportdinamika pedig az import-növekedés üteménél is halványabb lesz. Idén az éves külkereskedelmi többlet 10 milliárd euró közelébe csökkenhet.

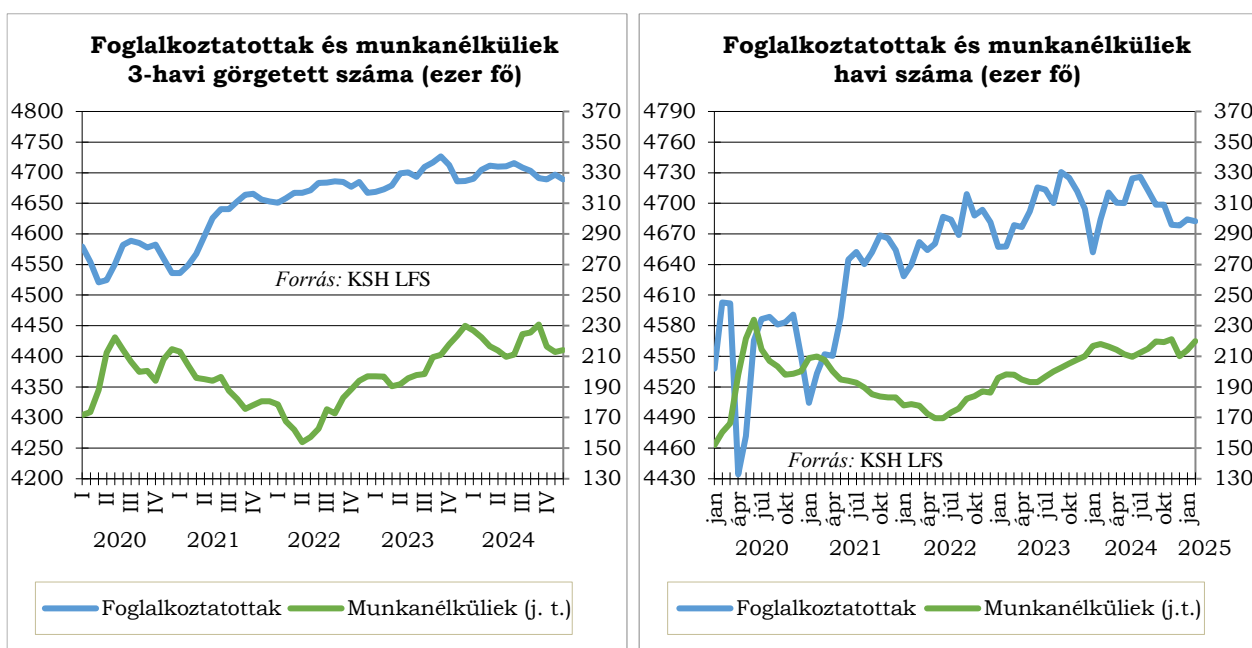


2.4. Foglalkoztatottság, munkanélküliség

A munkaerő-felmérés (KSH-LFS) adatai szerint a foglalkoztatás a tavalyi év közepén stagnálásba, majd az év végére csökkenésbe fordult. A *foglalkoztatottak számának* háromhavi görgetett átlaga a negyedik negyedévben 0,5%-kal volt alacsonyabb, mint egy évvel korábban. A közmunkások és a külföldi telephelyen dolgozók számának egyidejű növekedése miatt az az *elsődleges munkapiac*on dolgozók száma az utolsó negyedévben a teljes foglalkoztatotti létszámnál valamivel gyorsabban, 0,7%-kal csökkent éves összevetésben. Az LFS-adatok szerint az iparban, a mezőgazdaságban és piaci szolgáltatásoknál csökkenő foglalkoztatást az építőiparban és a társadalmi szolgáltatásokban mért növekedés nem tudta ellensúlyozni. A *versenyszférában* az üres álláshelyek aránya alacsonyabb volt a tavalyi utolsó negyedévben, mint 2020 első féléve óta bármikor.

Eközben a háromhavi görgetett *munkanélküliségi ráta* – a tavalyi harmadik negyedévben ismét 4,6%-ra emelkedett, ezt követően viszont kissé mérséklődött, és december-februárban is 4,4%-on állt. A munkanélküliek *abszolút számának* 2022 ősze óta tartó emelkedése először lassult, majd 2024 utolsó negyedévében némi csökkenésbe fordult, és december-januárban közel 7%-kal volt alacsonyabb, mint egy évvel korábban. A munkanélküliségi ráta ennek ellenére stagnál, mivel közben a *gazdaságilag aktív* számának korábbi emelkedése is csökkenésbe fordult, a munkaképes korú lakosság gyorsuló ütemű zsugorodása mellett.

Az *idei év elején* a foglalkoztatottak számának korábbi csökkenése hozzávetőleges stagnálásba válthatott: a december-februárra vonatkozó KSH-becslés alapján a teljes és az elsődleges foglalkoztatotti létszám egyaránt jelképes mértékben, 0,1%-kal nőtt. Mivel az idei évi gazdasági élénkülés mérsékeltnak és továbbra is féloldalasnak ígérkezik, az **egész idei évre is a foglalkoztatottság stagnálására számítunk**, a munkanélküliségi ráta nagyon szerény mérséklődése mellett.

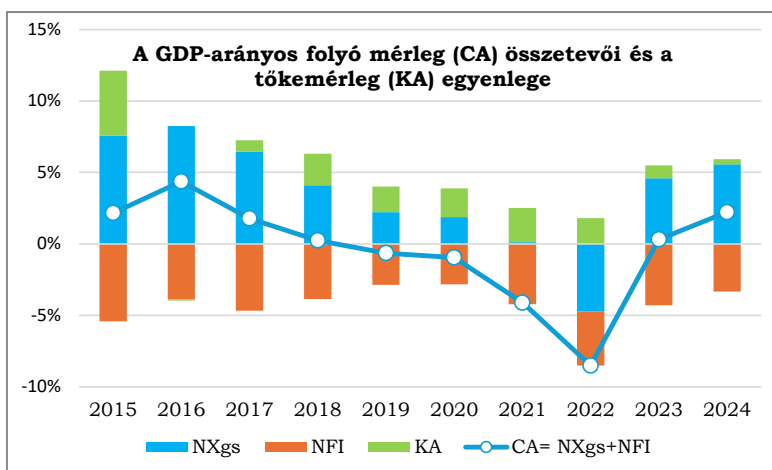


2.5. Fizetési mérleg

A folyó fizetési mérleg egyenlege -- amely a 2022. évi GDP-arányos 8,5%-os deficit után 2023-ban egyensúlyba került – 2024-ben tovább javult, és a GDP 2%-a körül alakult. A folyó és a tőkemérleg együttes egyenlege (az úgynevezett felülről számított nettó külső finanszírozási képesség) a folyó mérlegnél kisebb mértékben változott, mivel a tőkemérleg többlete, az EU-források elapadása miatt minimáslisra, a 2023. évi 1%-ról 0,5% alá esett 2024-ben. Ellenben a gazdaság finanszírozási oldalát bemutató pénzügyi mérleg egyenlege (az úgynevezett alulról számított finanszírozási képesség) az elmúlt évben alig változott: a 2023. évi enyhe deficitből szerény többletbe fordult. A tavalyi nettó FDI-beáramlás a 2023. évinél is mérsékeltebb volt (a GDP 0,7, illetve 0,4%-a). Az ország GDP-arányos kötelezettség állománya 4 százalékponttal, 40% alá csökkent, amihez a nettó FDI- és adósságállomány arányának némi csökkenése, valamint az egyik kategóriába sem sorolható típusú nettó követelésállomány arányának közel 3 százalékpontnyi emelkedése járult hozzá.

A folyó, a tőke- és a pénzügyi mérleg alakulása

Amint az alábbi ábrán látható, a folyó fizetési mérleg (CA) 2022-ben tapasztalt, a cserearányromlásnak is betudható, 8,5%-os GDP-arányos hiánya 2023-ban erőteljesen korrigálódott, amely korrekció, lényegesen enyhébb mértékben, de 2024-ben is folytatódott. (A jelentésünk készítésekor rendelkezésre álló 2024-re vonatkozó negyedéves adatok előzetesek, amelyek a revíziók során módosulhatnak.) A javuláshoz az áru- és szolgáltatásforgalmi egyenleg (a nettó export, NXgs) többletének emelkedése és a jövedelemegyenleg (NFI) hiányának csökkenése egyaránt hozzájárult. A nettó export javulása elsősorban az áruforgalomhoz kötődött (a szolgáltatásforgalom egyenlege alig változott), ez azonban úgy történt, hogy az árubehozatal visszaesése meghaladta az a kivitelét. (A teljes nettó export javulását előmozdító makrogazdasági hatásokat keretes írásban mutatjuk be.)

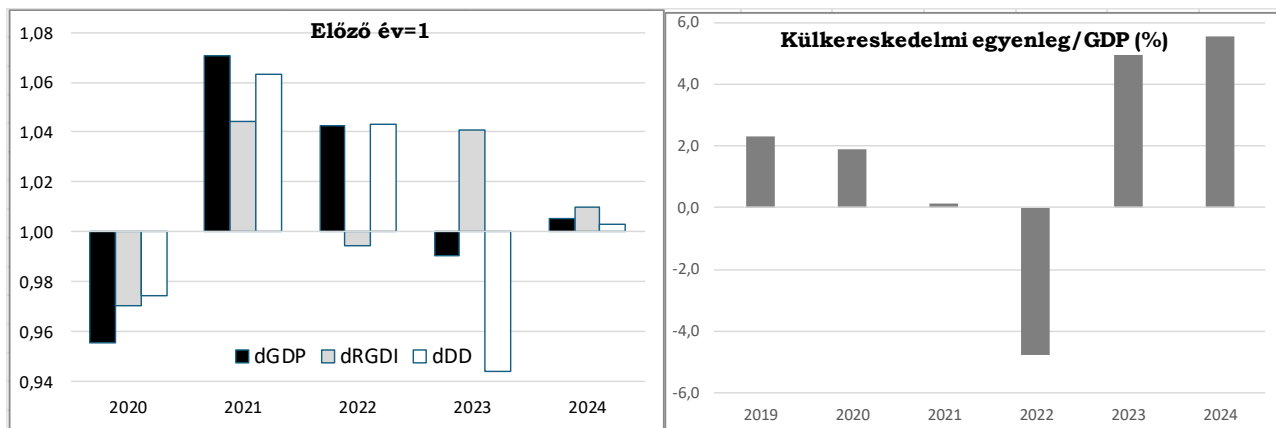


Az ábrán zöld oszlopok jelölik a tőkemérleg egyenlegét (KA), amelynek hagyományosan meghatározó részét képezik az EU-ból érkező, beruházási célú nettó tőketranszferek. 2021 óta (amikor az a GDP 2,4%-án állt) folyamatosan csökken a tőkemérleg többlete, 2024-re pedig mélypontjára, a GDP 0,4%-ára esett.

Számos jogos kérdés vetődik fel azzal kapcsolatban, hogy vajon értelmes, a gazdaság fejlődését érdemben segítő célokra használták-e fel az EU-forrásokat, egy azonban

bizonyos: az ország deviza-finanszírozásához jelentősen, mégpedig ingyenesen járultak hozzá. Azokban az években, amelyekben a folyó mérleg többletet mutatott, a devizataralékokat növelve, a nettó devizaadósságot csökkentették, azokban pedig, amelyekben deficit mutatkozott, hozzájárultak a hiány finanszírozásához. Amint a fenti ábrán látható, ez a finanszírozási forrás 2024-re gyakorlatilag megszűnt.

A GDP-arányos nettó export évek közötti változásának makrogazdasági háttere



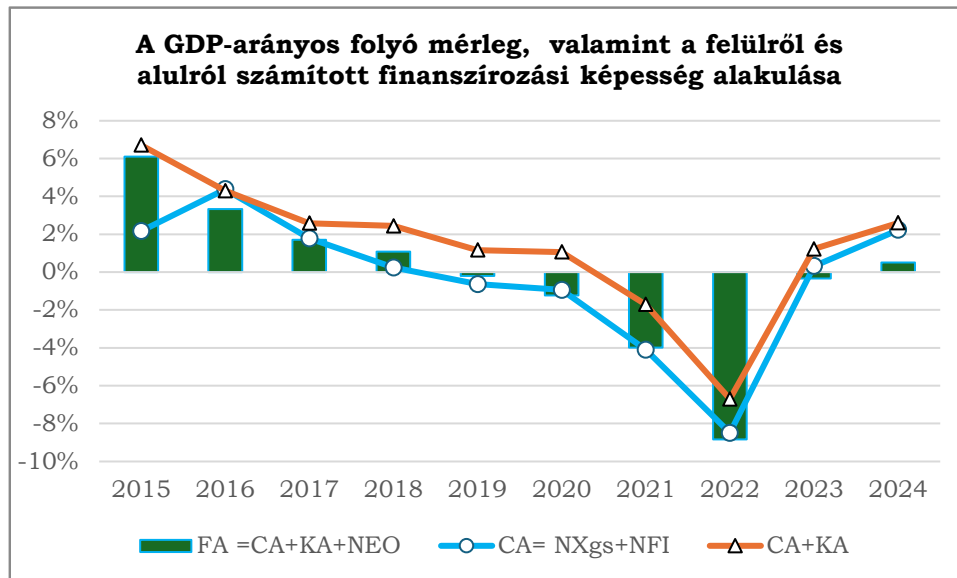
Jelmagyarázat: dGDP, dRGDI, dDD: a GDP, az RGDI és a belföldi felhasználás volumenének éves változása.

Forrás: KSH

Amint a fenti ábrákon látható, a nettó export évek közötti változását (jobb oldal) alapvetően az RGDI (a cserearányhatással kiigazított GDP), valamint a belföldi felhasználás (DD) közötti növekedési rés éves alakulása mozgatja (bal oldali ábra). 2022-ben a nettó export azért romlott brutálisan (jobb oldal), mert a belföldi felhasználás a GDP-vel együtt nőtt, miközben az RGDI csökkent. 2023-ban megfordultak az arányok: az RGDI jelentősen nőtt (a cserearányok javultak), a belföldi felhasználás viszont a hazai megszorítások miatt csökkent, így számottevően javult a külső egyensúly. 2024-ben azért javult tovább a külkereskedelmi egyenleg, mert a GDP minimális növekedését kissé meghaladta az RGDI emelkedése (javultak a cserearányok), az utóbbitól azonban elmaradt a belföldi felhasználás emelkedése.

A következő ábra a folyó mérleg (CA), a folyó + tőkemérleg (CA+KA: felülről számított finanszírozási képesség) és a pénzügyi mérleg egyenlegének (FA= CA+KA+NEO: az alulról számított finanszírozási képesség) alakulást mutatja. A folyó és a tőkemérleg együttesen a reálgazdasági és jövedelmi tranzakciók, valamint a transzferek összevont egyenlegét, míg a pénzügyi mérleg a pénzügyi eszközök áramlásának egyenlegét mutatja. A kétféle egyenleg különbsége a NEO (net errors and omissions: statisztikai eltérés), amelynek előjele Magyarországon hagyományosan negatív, értéke pedig a 2020-as években a GDP -2%-a körül alakult. Ez azt jelenti, hogy a finanszírozási oldalról ennyivel kisebb nettó pénzügyi beáramlás, vagy nagyobb kiáramlás mutatkozott, mint amit a folyó és tőkemérleg összevont egyenlege indokolt. Ennek számos, nehezen azonosítható oka lehet, így például az export túl-, illetve az import alámérése, továbbá burkolt (nem regisztrált) tőkekiáramlás. Az ábrán a NEO mértékét a háromszöggel jelölt pontok (CA+KA) és a zöld oszlopok (FA) közötti különbség mutatja.

Az ábrán megfigyelhetjük, hogy 2017-től 2023-ig a folyó fizetési mérleg (CA: kék vonal karikákkal) és a pénzügyi mérleg szinte tökéletesen megfelelt egymásnak, vagyis a fizetési mérlegben a tőkemérleg többletét kiütötte a negatív NEO (de nézhetjük fordítva is: a negatív NEO-t kiütötték a tőketranszferek). E vélhetően véletlen egybeesés 24-ben véget ért. Az EU-forrásokból származó tőketranszferek elapadásával pedig gyakorlatilag érdektelenné válik a folyó mérleg és az „alulról számított finanszírozási képesség” megkülönböztetése, amely 2018 és 2022 között rendkívül fontosnak bizonyult (vesd össze az ábra háromszögeit a karikákkal).



Ami a kilátásokat illeti, 2025-ben a folyó fizetési mérleg GDP-arányos többlete 1-1,5%-ra mérséklődhet, és ezt várhatóan alig haladja meg a folyó és tőkemérleg együttes aktívuma. 2026-ban a választásokhoz kapcsolódó állami költekezés mindkét egyenleget deficitbe fordíthatja. A Trump-adminisztráció által meghirdetett vámháború nehezen belátható következményei azonban a szokásosnál sokkal bizonytalanabbá teszik a külső egyensúlyra vonatkozó előrejelzéseket.

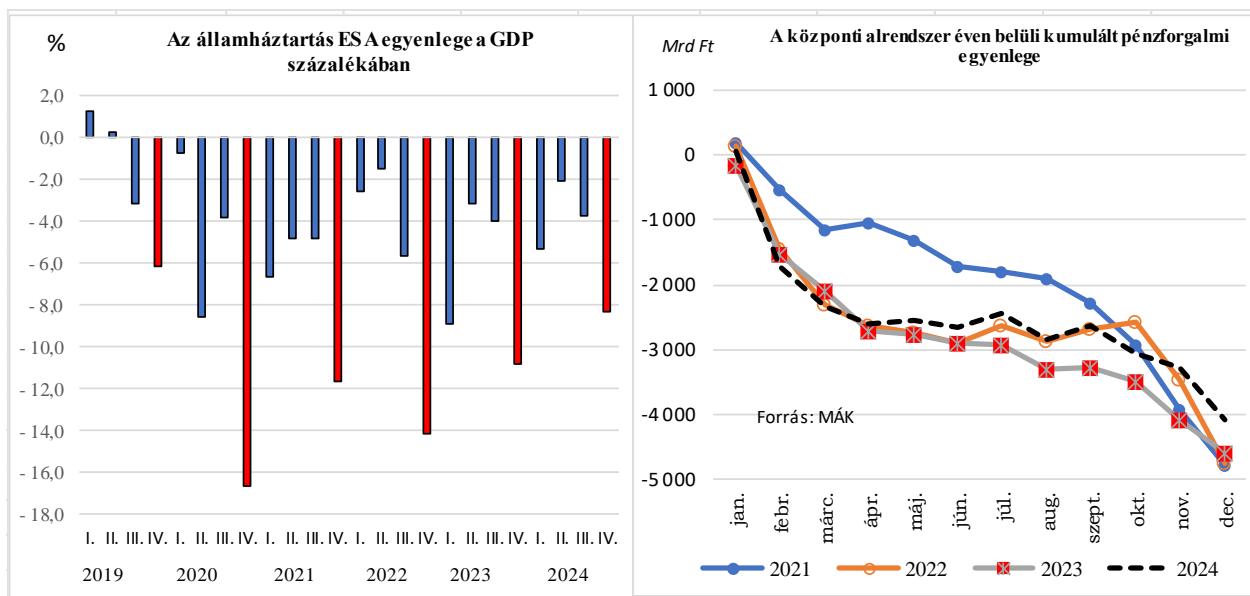
2.6. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok

2.6.1. Államháztartási folyamatok

2024. évi költségvetés

A KSH adatai szerint 2024-ban a magyar államháztartás *eredmény szemléletű* (ESA) hiánya (4.002 milliárd forint) a GDP 4,9%-át tette ki. Ez jócskán meghaladja a költségvetési tervben eredetileg előírt 2,9%-os deficitet, amelyet a kormány 2024 folyamán folyamatosan emelt felfelé. A 2024. áprilisi Konvergenciajelentésben már 4,5%-os hiányt várt és ezt az EU-nak benyújtott, 2024. októberi Középtávú Költségvetési Strukturális Tervben is fenntartotta, decemberben pedig 4,8%-ra emelte. Ez lett végül 4,9%.

A 4,9%-os hiány 1,8 százalékpontos javulást jelent a 2023. évi 6,7%-os deficithez képest. A csökkenés részben annak tulajdonítható, hogy 2024 utolsó negyedében mérsékeltebb lett az évvégi költségek, amely a 2020-23 közötti éveket jellemezte, 10% feletti GDP-arányos hiánnyal. A 2024 utolsó negyedévi GDP-arányos ESA hiány „csak” 8,4% lett.



A pénzforgalmi hiány 4.096 milliárd forint lett 2024-ben, az ESA-ban a hiányt csökkentő és a növelő tételek nagyjából kiegyenlítették egymást. A pénzforgalmi hiány 2024-ben 350 milliárd forinttal alacsonyabb, mint az előző évben.

A részletes pénzforgalmi adatok azt mutatják, hogy a **bevételi oldalon** – előző jelentésünkben leírtaknak megfelelően – jelentős elmaradás tapasztalható a *fogyasztást terhelő* adóknál. A bevételek ugyan 10%-kal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest (10 ezer milliárd forintra), viszont elmaradtak az irreális előirányzatoktól (11 ezer milliárd), amelyek 22%-os (!) emelkedést jeleztek előre 2023-hoz képest. Ennek oka, hogy a tervezés időszakában még nem lehetett tudni, hogy a 2023. évi bázis különösen alacsony lesz (9.054 milliárd forint). Az éves elmaradás több mint 1.000 milliárd forint a tervezetthez képest.

A lakosság befizetései ezzel szemben a tervezettnél megfelelően alakultak (4.863 milliárd forint), ami 12%-os emelkedést jelent. Az év végi havi bevételek azonban már jóval kevésbé haladták meg az előző évit (a decemberi növekedés csak 6,5% volt).

Az uniós programok bevételei ugyanakkor az előirányozottnak csak alig több, mint a felét érték el 2024-ben (1.267 milliárd a tervezett 2.480 milliárddal szemben).

A kiadási oldalon a fő kiadási tétel, a költségvetési szervek (nem konszolidált) kiadásai 8%-kal emelkedtek az előző évihez képest, a decemberi kiadások ezen belül 2 ezer milliárd forintot tettek ki.

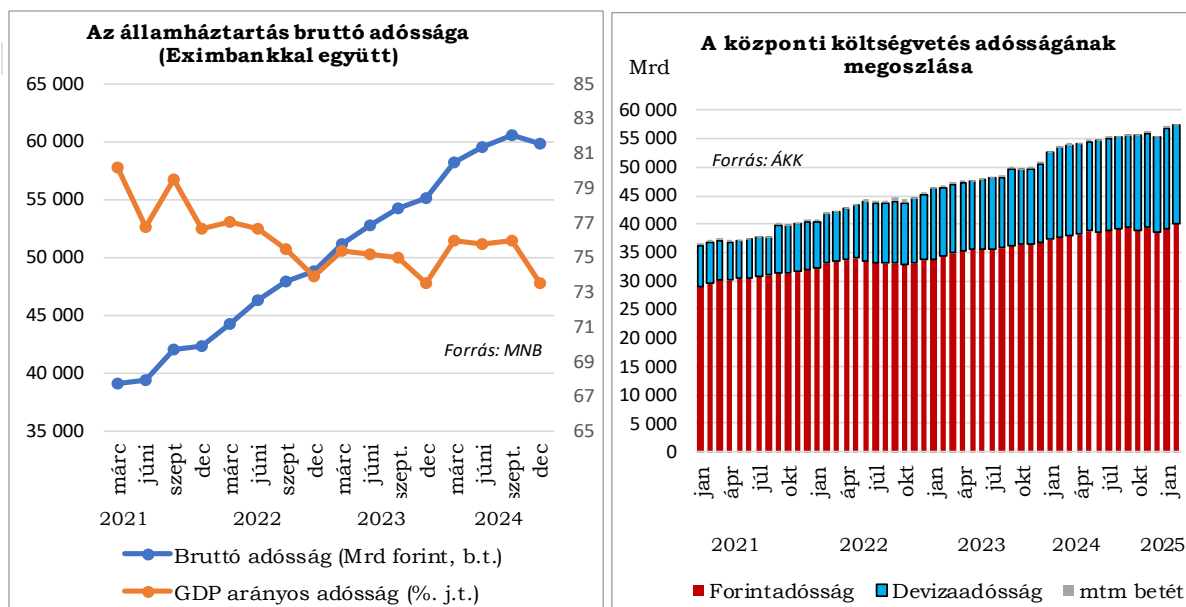
A kamatkifizetések 2025-ben 500 milliárd forinttal (16,4%-kal) haladták meg az előirányzatot, pénzforgalmi szemléletben 3.613 milliárd forintot tettek ki. Az ESA elszámolás szerinti kamatfizetés ennél magasabb, 4.040 milliárd forint volt, mivel az eredményszemléletű elszámolás a kamatok időarányos részét is figyelembe veszi. A kamatfizetési kötelezettség 2024-ben a GDP 4,96%-a volt.

Az Uniós Programok kiadásai (1.516 milliárd forint) csupán a 42%-át tették ki a tervezettnél, és az előző évitől is 1.300 milliárd forinttal elmaradtak. Az alacsony adat az európai uniós programok előfinanszírozásának befékezéséről tanúskodik, ami a támogatások odaítélésének egyre fogyatkozó esélyének az elismerésére utal.

Államadósság

2024 végén a bruttó államadósság az MNB adatai szerint a GDP 73,5%-át tette ki, ami 0,1%-kal magasabb, mint 2023. végén. Elvileg ez nem felelne meg az államadósság-szabálynak, amely az adósságráta folyamatos csökkenését írja elő. Mivel azonban ez a szabály lehetővé teszi az adósság-emelkedésnek az árfolyam gyengüléséből származó részének a figyelmen kívül hagyását, a hatóságok az államadósság alakulását a szabálynak megfelelőnek ítélték.

Az adósságrátát tehát a 2024. szeptemberi 75,6%-ról az év végére 73,5%-ra sikerült lenyomni, az MNB adatai szerint. A pénzügyi számlák negyedéves adatai szerint az államadósság december végi összege (59.875 milliárd forint) 733 milliárd forinttal volt alacsonyabb, mint szeptemberben (60.608 milliárd). Ugyanakkor, az MNB „Központi



kormányzat által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok tulajdonosi szektor bontásban” **havi** statisztikája szerint a csökkenés főként decemberben történt, amikor elsősorban az MNB-vel (782 milliárd) és a külfölddel szemben fennálló tartozás összege csökkent (918 milliárd), míg a többi tulajdonosi szektorral szemben fennálló tartozás összege, a korábbi hónapokhoz hasonlóan emelkedett. Az MNB „Nem rezidensek tulajdonában lévő” **napi** értékpapír-statisztika pedig arról számol be, hogy a *külföldiek* tulajdonában álló állampapírok állománya 2024. december 23. és 30. közötti egyetlen munkanap alatt 226 milliárd forinttal csökkent, majd január 2-án 714 milliárd forinttal emelkedett. A többi szektorról nem áll rendelkezésre napi adat.

2024 végén a központi államháztartás devizaadósságának az aránya 29,7% volt, azaz éppenszak alatta maradt a 30%-os limitnek, amelyet az Államadósság Kezelő Központ 2022-ben emelt fel a korábbi 25%-ról. Az ÁKK kibocsátási terve a 30%-os limit betartását célozza.

A 2025. évi költségvetés

A 2025. évi költségvetési törvényt számos előrejelzési bizonytalanság övezi. A törvény a GDP 3,4%-os növekedésével és 3,2%-os fogyasztói árindex-szel számol. Azóta mindkét feltevés megdőlt. A gazdasági növekedést 2025 márciusában már a kormány is 2,5%-ra várja, az inflációs előrejelzést pedig 4,5%-ra emelte. Megjegyzendő, hogy a független előrejelzők és nemzetközi intézmények már jóideje ennél alacsonyabb növekedést és magasabb inflációt jeleznek előre. Feltehető tehát, hogy ez az év folyamán a kormány várakozásaiban is tükröződik fog. Emellett a költségvetés törvény 397,5 forint/euró feltételezésével készült, ami ma már szintén irreális feltételezés.

A félretervezés azért figyelemre méltó, mert a kormány 2024-ben szakított azzal a káros gyakorlattal, miszerint a költségvetési törvény már a megelőző év nyarán benyújtásra kerül, akkor, amikor még a t0 év adatai sem ismertek. Ezek szerint ez sem mentette meg a kormányt a félretervezéstől, mivel a független előrejelzők és nemzetközi intézmények előrejelzéseit és figyelmeztetését félresöpörte. Ebből a szempontból különösen aggasztó, hogy a kormány 2025-ben vissza kíván térni a nyári tervezés gyakorlatához, amikor még kevesebb támpont áll rendelkezésre a következő évi gazdasági kilátásokról.

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 gyengébb árfolyam az állami beruházások költségeit növelheti meg, mivel azok importvonzata magas.

A költségvetési törvény 2025-re 4.200 forint pénzforgalmi hiányt tervez. A feltételezett 87 ezer milliárd körüli folyó áras GDP mellett ez 4,8%-os pénzforgalmi hiánynak felel meg. Paradox módon, a költségvetési tervben szereplőnél alacsonyabb gazdasági növekedés és magasabb GDP-deflátor hatása nagyjából kiegyenlítheti egymást a nominális GDP összegét tekintve. Ha a GDP növekedés 3,4% és a deflátor 4%, amint az a költségvetési törvényben áll, az 87 ezer milliárd körüli folyó áras GDP-t eredményez. Hasonló eredmény adódik, ha a GDP növekedés csupán 1,8-2 százalék, a GDP deflátor

viszont 6%. Az ESA híd (a pénzforgalmi és az ESA hiány közötti eltérés) 1,1 százalékpont a költségvetési törvényben, ami reális feltételezés. A kormány 3,7%-os ESA deficit-várakozása a 4,8%-os pénzforgalmi hiányon alapul, amelyet az 1,1 százalékpontos ESA híd mérsékel.

2025. első két hónapjában a központi költségvetés pénzforgalmi hiánya 1.722 milliárd forintot tett ki, ami a tervezett pénzforgalmi hiány 40%-a. Ezen belül februárban 1.655 milliárd forint hiány keletkezett.

A hiány-túllépés jórészt abból származott, hogy a kamatkidadások kimagasló összeget tettek ki az év első két hónapjában (1.038 milliárd forint), különösen februárban. Ez azonban az ESA hiányban jóval kisebb mértékben jelenik majd meg, mivel az állampapírok után járó hozamok egy részét az eredményszemléletű könyvelés *időarányosan* 2024-ben már elszámolta. Hasonló lesz a helyzet márciusban, amikor az állam szintén jelentős hozamokat fizetett ki a háztartásoknak az inflációkövető állampapírok után.

Ennél nagyobb feszültséget jelenthetnek az éves költségvetési hiányban az Európai Unió elszámolások. A költségvetési törvény 2.236 milliárd forint bevételt irányoz elő ezen a soron, az első két hónapban azonban mindössze 122 milliárd folyt be, és a következő hónapokban is csekély mértékű bevétel várható. A kormány az Unió bevételek visszafogására reagálva, a kiadásokat is mérsékelte (mindössze 300 milliárd forint), ami a tervezett éves kiadások mindössze 10%-a. Kérdés, hogy amennyiben az Európai Unió támogatások valóban nem érkeznek a tervnek megfelelően (még azok sem, amelyeket az EU feltételesen már odaítélt), a kormány tud-e erre érdemben reagálni. Ha igen, akkor ez azonban a növekedési kilátásokat tovább mérsékli.

Az *ÁFA befizetések* továbbra is a bevételek gyenge láncszemét képezik, amint az tavaly és tavalyelőtt is történt. A fogyasztást terhelő adók terén a kormány 2025-ben 10%-ot meghaladó emelkedést tervez, az *ÁFA* bevételek a tavalyi 10 ezer milliárdról 2025-ben mintegy 11 ezer milliárd forintra emelkednének. Ez nincs összhangban a feltételezett fogyasztás-növekedéssel és a fogyasztói árindexszel. A költségvetési törvényben szereplő 3,9%-os háztartási fogyasztás-növekedés és a 3,2%-os infláció együttesen 7,2%-os *ÁFA*-bevétel-emelkedést indokolna. Valójában 10%-os *ÁFA*-bevétel-növekedéshez, 3,9%-os fogyasztás-bővülés mellett, 6%-os infláció tartozna. Még akkor is, ha tudjuk, hogy a nettó *ÁFA* bevétel a visszaulások összegétől is függ. Ha az export növekedése elmarad a költségvetési tervben várt 3,6%-tól (ahogyan az nagy valószínűséggel várható), akkor kevesebb *ÁFA* visszatérítési igény érkezik.

A fogyasztói árindexnek a költségvetési tervben előírt 3,2%-nál (legalább 2 százalékponttal) magasabb szintje akár be is válthatja az előirányzatot, ebben az esetben viszont a költségvetési kiadások is arányosan emelkednek. Elsősorban nyugdíjkiadásokban, amelyek az indexálással kb. 130 milliárd forinttal emelkedhetnek. Emellett a költségvetés szinte minden kiadási tétele érintett a magasabb beszerzési árak miatt.

Összességében a fenti tételeken idén mintegy 500-700 milliárd forintos bevételi elmaradás várható, ami a várható GDP 0,6-0,8%-a.

További kérdés, hogy vajon az állam tudni fogja-e tartani a *Szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok* és az állami beruházásokkal kapcsolatos egyéb tételek kiadásainak tervét. A *Szakmai fejezeti kezelésű* tétel tervezett kiadásai 2025-ben nominálisan 6%-

kal haladják meg az előző évit, azaz reálértékben nagyjából szinten maradnak. Az első két hónapban itt nem volt túllépés, sőt az időarányosnál valamivel alacsonyabb kiadási szint jelentkezett. Ugyanakkor az „Állami vagyonnal kapcsolatos kiadások” és az „Állami beruházások” soron a 2025. évi *tervezett* kiadások az előző évinek a felét sem érik el: 2024-ben a két tétel együtt 1.607 milliárd forint (tény), 2025-ben 688 milliárd forint (tervezett). Az első két hónapban ennek a kiadási tervnek a 27%-a teljesült. Az év hátralévő részében ezen kiadások további túllépése várható, mivel a terv az állami beruházások olyan mértékű zsugorodását eredményezné, amely ellentmondásban van a kormány optimista gazdasági növekedési várakozásaival és az állami beruházások újraindításának bejelentésével.

További kiadási többletet okoz a *családi adókedvezmények* kiterjesztése 2025-ben. A háromgyerekes anyák adómentessége 2025 októberétől 50 milliárd forintos plusz kiadást jelent 2025-ben.

A fentiek miatt fenntartjuk a 2025. évi költségvetési pénzforgalmi hiány 5,6%-os, és az eredményszemléletű deficit **4,5%-os** előrejelzését (1,1 százalékos ESA híd mellett).

Az ÁKK adatai szerint 2025. első két hónapjában a központi költségvetés adóssága 2.101 milliárd forinttal emelkedett a decemberi – csökkentett – állományhoz képest. A novemberi adathoz képest a növekedés 1.400 milliárd forint. A jelentős növekedésben szerepet játszott a lakossági állampapírok hozamainak a kifizetése.

Az Államadósság Kezelő Központ 2025. évi kibocsátási terve 4.123 milliárd forint nettó kibocsátást irányoz, az államháztartás tervezett pénzforgalmi hiányához igazodva. Ez 87 ezer milliárd forint GDP-vel számolva 74%-os GDP-arányos adósságrátát eredményez. Mivel azonban feltételezésünk szerint a pénzforgalmi hiány 0,7-0,8 százalékponttal magasabb lesz, akkor a ráta **74,7-75% lehet**. Ez azonban monetáris politikai eszközökkel mérsékelhető az év végi adósságráta csökkenő mértékét biztosítandó.

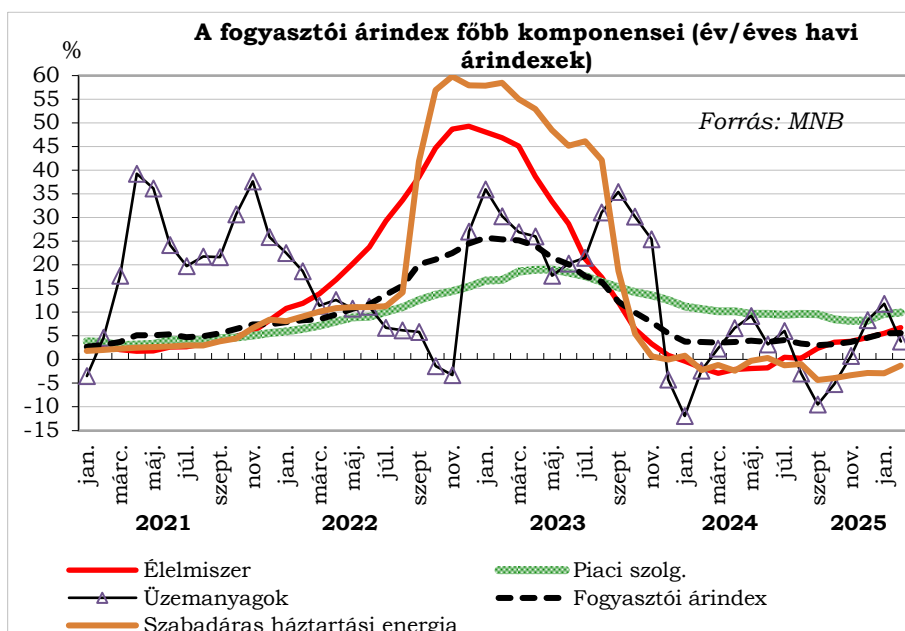
2.6.2. Infláció

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 átlagsszel. 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 nyomta a béremelés is, amelyet a termelékenység emelkedése ebben az erősen munkaerő-intenzív ágazatban kevésbé tud kompenzálni.

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 ára. Az üzemanyagoké, jelentős ingadozás mellett, éves átlagban csak 0,4%-kal emelkedett. A szabadáras háztartási energia éves átlagára viszont 1,8%-kal csökkent. Mivel itt az árindex maga a volumenindex, ez azt jelzi, hogy a háztartások az emelt árú energiából a becslések szerint kevesebbet fogyasztottak, mint az előző évben.

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.



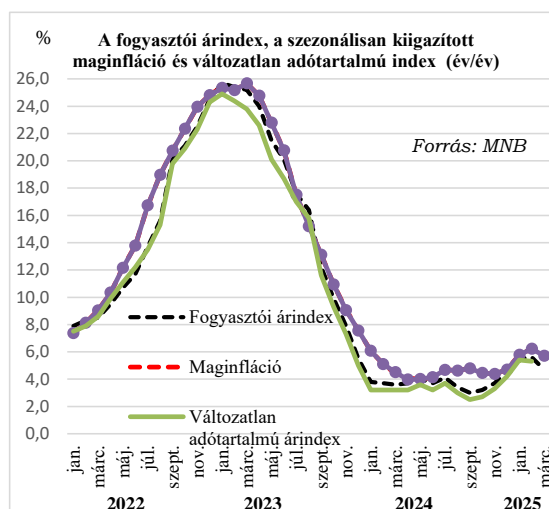
A 2025. évi várható infláció

2024 szeptemberétől a havi fogyasztói árindexek már ütemesen megindultak felé. Lényegében valamennyi termék- és szolgáltatáscsoport havi árindexe emelkedett. A decemberi éves árindex 4,6% lett, amit 2025. januárban 5,5%-os, majd februárban 5,6%-os áremelkedés követett.

A januári átárzások tehát már egy emelkedő árnyomásra rakódtak rá. Az emelkedő árindex irányába mutatnak a bejelentett adóemelések, amelyek az előző évi (júliusi) infláció mértékével növelik a jövedéki adó terheket. Ez lényegében tartósítja az áremelkedést, amire még az ÁFA is ráakódik. A leginkább érintett üzemanyagok ára 2025. januárjában 11,8%-kal emelkedett az előző évi azonos időszakához viszonyítva. Az üzemanyagok jövedéki adójának az emelése pótlólagos áremelési hatást fejt ki, mivel az üzemanyagár előbb-utóbb valamennyi termékcsoporthoz éreztetni a hatását.

A változatlan adótartalmú árindex 2024 év folyamán átlagosan 0,5 százalékponttal alatta volt a tényleges árindexnek, azaz az adóemelések ekkora pótlólagos infláció okoztak. 2025 első két hónapjában ez a hatás 0,2-0,3 százalékpont volt.

A *maginfláció* 2024 második felében növekvő mértékben haladta meg a tényleges inflációt, ami a mutatja, hogy a gazdaságban lévő belső inflációs nyomás nagyobb, mint a rövid távon ható, eseti elemek (pl. időjárás a zöldség gyümölcs esetében, vagy a világpiaci árak változása az üzemanyagok esetében) figyelmen kívül hagyásával mért *maginfláció*. 2024 utolsó harmadában az eltérés az 1 százalékpontot is meghaladta. 2025 elejére ez a hatás mérséklődött, februárban már „csak” 0,6 százalékpont volt az eltérés a két mutató között.

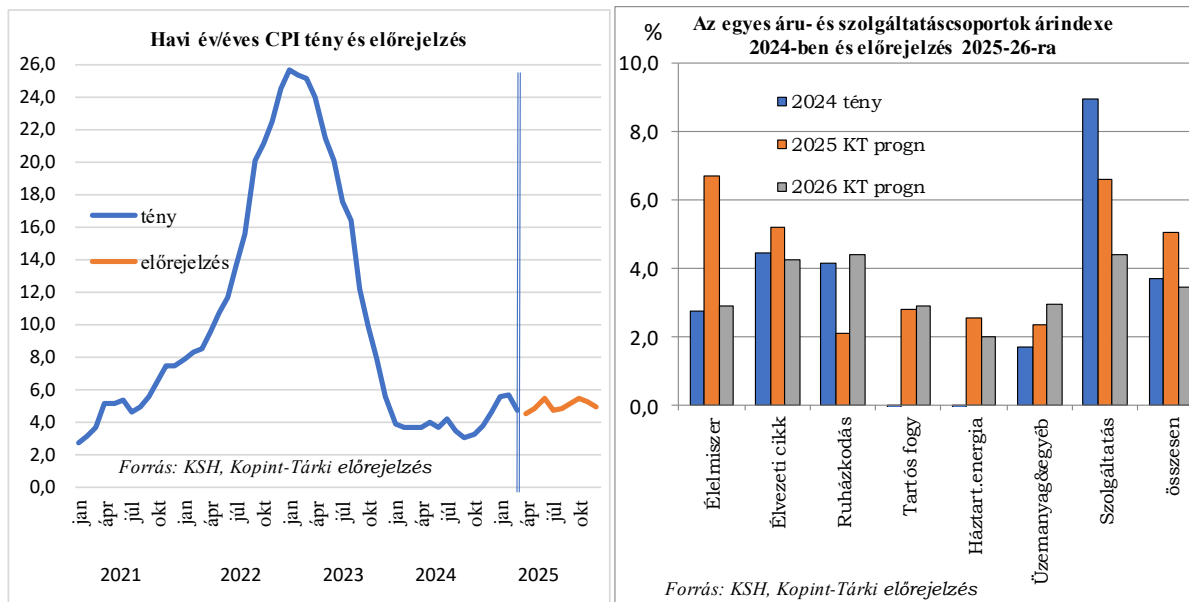


2025. március 17-étől a kormány bevezette az árrésstopot (ÁRS), amely 10%-ban korlátozta a kereskedelem által felszámítható árrést (amelyet a politikai kommunikációban gyakran - tévesen - nyereségnek neveznek) 30 élelmiszer-csoportra: főként húsfélékre, tejtermékekre és zöldségekre. Számításaink szerint az ÁRS hatálya alá eső termékek a teljes fogyasztói kosár kb. 10%-át tehetik ki. Ez azonban nehezen megállapítható, mert, mivel a statisztikából nem lehet megállapítani, hogy az érintett termékek mekkora részét kínálják az ÁRS hatálya alá nem tartozó kereskedők (1 milliárd forint éves forgalom alattiak). Emellett bizonyos termékek (pl. gyümölcsös joghurt) nem szerepelnek tételesen a KSH által közölt fogyasztói kosárban.

Az intézkedés hatására a márciusi havi fogyasztói árindex 4,7%-ra esett vissza. A hó/hó élelmiszerárak stagnáltak, ami azt mutatja, hogy az árcsökkenés hatását más termékek áremelkedése kiegyenlítette. A további hatást ma még nehéz megítélni, mivel annak hatálya sem világos: eredetileg május 31-ig szól, de a kormány a meghosszabbítását is kilátásba helyezte. Mindkettő mellett szólnak politikai-kommunikációs érvek. Ha az ÁRS május végén véget ér, akkor az árak júniusban pattannak fel, de addigra az árstruktúra már teljesen összekuszálódik, és a felpattanás nagyobb lehet, – a rugóeffektus mintájára – mint az árak mesterséges lenyomásának az árcsökkenő hatása. Az éves árindex tehát

nem csökken, hanem emelkedik. Ha viszont az ÁRS akár az év végéig fennmarad, akkor az árak visszapattanása pont a választások előtt történik meg.

Az árrésstop különbözik ugyan a korábbi árstoptól, hatása feltehetőleg hasonló lesz. Egyik sem a probléma gyökerét, a magas élelmiszer termelői árakat, az élelmiszeripart sújtó adókat, a magas energiaárakat és alacsony hatékonyságot kezeli, hanem csupán a lánc végét, a kereskedőket korlátozza.



Hatása hasonló lesz annyiban is, hogy elsősorban a hazai tulajdonú közepes méretű (éppencsak 1 milliárd forint feletti forgalmú) kereskedőket hozza kezelhetetlen helyzetbe, ahol a pénzügyi tartalékok alacsonyabbak és a forgalmazott termékek köre szűkebb. Tehát pont azt a vállalkozói réteget, amelyet a kormány verbálisan előnybe hozni szándékozik.

2025-re 5,2%-os fogyasztói áremelkedést várunk, nagyfokú bizonytalanság mellett.

2.6.3. Jegybanki kamatok

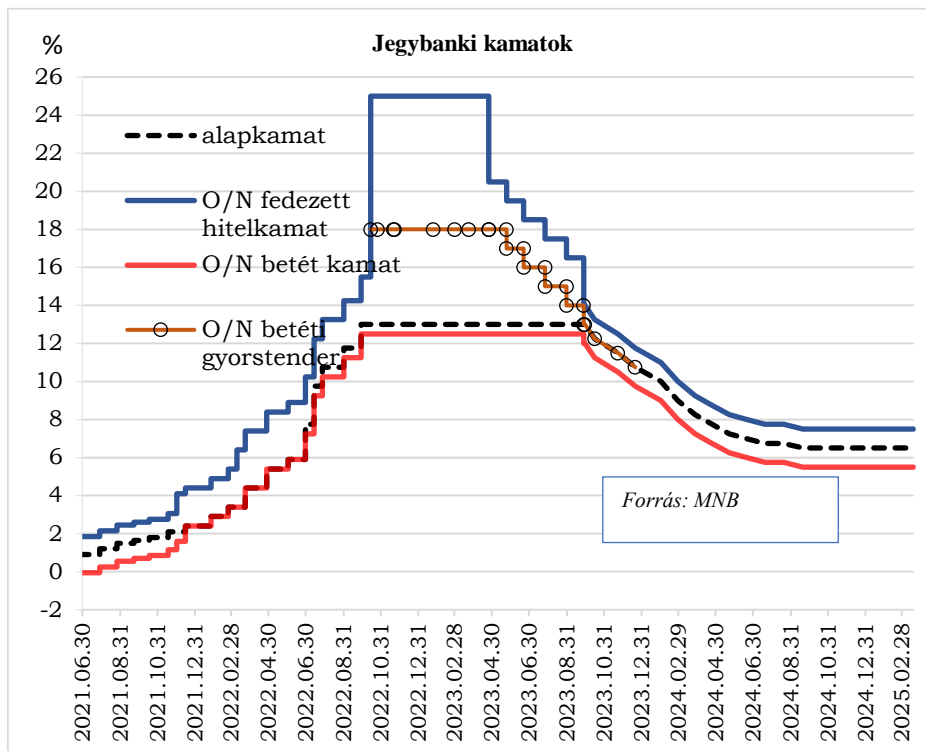
2023 és 2024 szeptembere között a jegybanki alapkamat 13%-ról **6,5%-ra mérséklődött**. Az alapkamat csökkentésével párhuzamosan került sor az O/N betéti és az O/N hitelkamatok csökkentésére. A kamatfolyosó továbbra is viszonylag szűk és szimmetrikus maradt (± 1 százalék), 2024 szeptemberétől 5,5, illetve 7,5%.

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 emelkedése is.

A 2025. évi kilátásokat is ez a két tényező fogja meghatározni. Az árfolyam tendenciák inkább a gyengülés irányába mutatnak, akár jelentős ingadozások mellett, különösen az

amerikai vámintézkedések miatt felfordult világgazdasági körülmények között. Az év első felében bizonyosan a 6,5 százalékos alapkamat maradhat fent, mivel az infláció az első hónapokban magas marad, és az árfolyam gyengülése prognosztizálható. Korábban a második félévben a kamatcsökkentést nem tartottuk kizártnak, 2025 áprilisára azonban ennek az esélye minimálisra csökkent.



2.6.4. Árfolyam

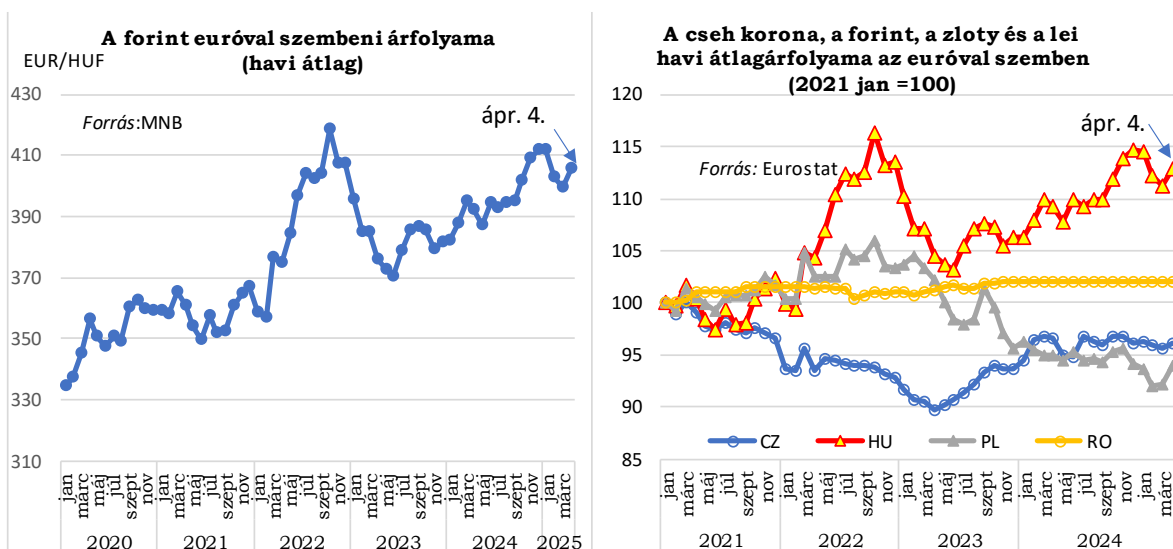
A forint euró-**árfolyama**, miután 2024 februártól 390-400 forint körül toporgott, szeptemberben átlépte a 400 forintot, ezt követően pedig nagyon gyorsan 410 forint fölé emelkedett. Korábbi jelentésünkben a 400 forintos euróárfolyam átlépését még 2024 vége előtt valószínűnek tartottuk, ez tehát beigazolódott, a gyengülés gyors mértéke azonban meglepő volt. Ez már nem egyezett a prognózisunkkal, mivel a 2024 őszi jelentésünkben azt vártuk, hogy a forint egy bizonyos ideig az enyhén 400 forint feletti szinten fog beragadni.

Ezzel szemben 2024 decemberében és 2025 januárjában a forint viharos mértékben gyengült, jócskán 410 forint/euró fölé. Ezt februárban előbb csak enyhe, majd márciusban határozott korrekció követte, a forint havi átlagárfolyama – váratlanul – visszaesett 400 forint/euró alá. Ez meglepő fordulatnak számít, mivel korábban a lélektani határok átlépése lényegében véglegessé vált, és az árfolyam ritkán lépett vissza ezen határ alá.

Március végén a tendencia ismét megfordult, és a forint, előbb csak enyhén, április elején azonban már erőteljesebben ismét gyengülni kezdett. Április 3-án pedig, a trumpi vámháború megindulása napján gyorsabb ütemre kapcsolott. A vámháború miatti világgazdasági turbulenciák miatt a következő hónapokban is inkább árfolyamgyengülés, mintsem stabilizáció feltételezhető.

A lengyel zloty árfolyama 2024 folyamán stagnált, december óta pedig erősödött. A cseh korona árfolyama 2024 január óta szintén alig változott, némi mérséklődés mellett. A román lei stabil árfolyamát a folyamatos jegybanki intervenciók biztosítják.

A brutális amerikai vámok kivetése, a korábbi világgazdasági rend felborulása és a globális bizonytalanság a sokk első napjaiban a legtöbb régiós deviza árfolyamát gyengítette, de nem azonos mértékben. 2025. április 4-én a zloty árfolyama 1,9, a forinté és a cseh koronáé pedig 0,7-0,8%-kal volt gyengébb az március végi állapothoz képest.



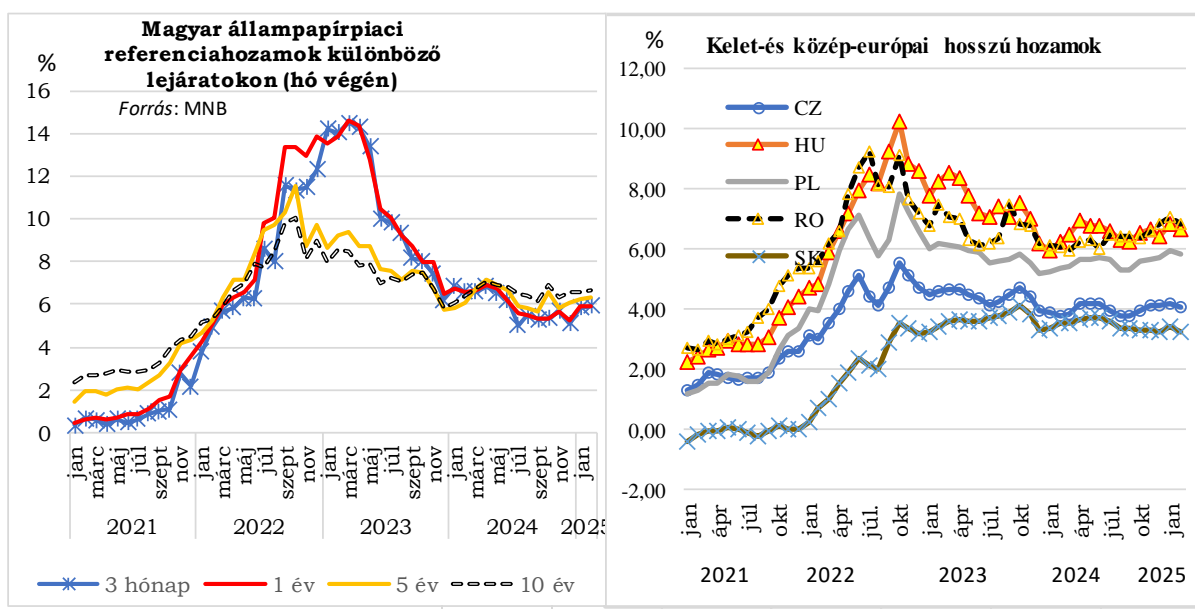
2.6.5. Állampapírpiazi hozamok

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.

2025 első két hónapjában valamennyi lejáraton emelkedtek a hozamok, a romló inflációs várakozásokkal és a forint árfolyam gyengülésével párhuzamosan. A hozam-emelkedés különösen a rövid lejáratú állampapírokat érintette: 2024 december és 2025 február között a 3 hónapos állampapír hozama 16%-kal (5,1%-ról 5,95%-ra), az 1 évesé 13,4%-kal (5,24-ről 5,94%-ra), az 5 évesé 4,6%-kal (6,07-ről 6,35%-ra), a 10 évesé pedig csupán 1,2%-kal (6,35-ről 6,63%-ra) nőtt.

A hozamgörbe ettől még inkább lapossá vált: 2025 februárjában a 3 hónapos és a 10 éves állampapír hozama közötti eltérés 0,68 százalékpontra csökkent.

A régióban az egyes országok 10 éves állampapír-piazi hozamai közötti különbség az elmúlt 3 évben keveset 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 majdnem azonos szinten állnak: 2025 februárban a magyar 10 éves hozam 6,63%-on, a románé 6,83%. A lengyel hozamok az elmúlt években szorosan követték a magyar és a román hozamokat, mindvégig kb. 1 százalékponttal alacsonyabb szinten. A cseh és a szlovák hosszú hozamok 4% körül ingadoznak. Figyelemre méltó, hogy az euróövezeti szlovák hosszú hozamok 2023 eleje óta alig maradnak el az euróövezeten kívüli cseh hozamoktól, holott 2021-22-ben még 2 százalékpontos különbség volt közöttük.



2.6.6. Vállalati és lakossági kamatok

A makrogazdasági fundamentumok romlása következtében mind a jegybanki alapkamat, mind a pénzpiaci kamatok csökkenése lefékeződött 2024. második felében, ami a háztartásoknak, és kisebb mértékben, a nem-pénzügyi vállalatoknak nyújtott banki hitelek kamatrátáiban is érezte a hatását.

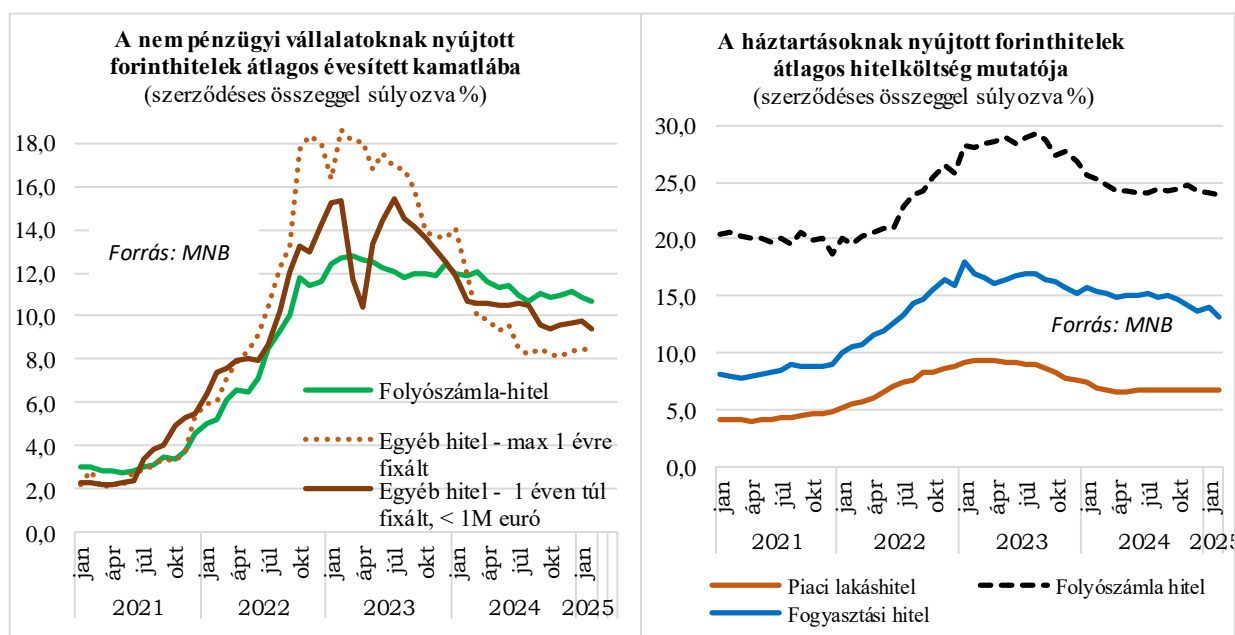
A forgóeszköz-finanszírozás szempontjából lényeges **vállalati folyószámlahitelek** kamata a 2024. első félévi csökkenést követően, az év második fele óta 11% körül stagnál. 2023. október 9-től a bankok önkéntes kamatplafont vezettek be, amelynek értelmében 2024. január 1-től 10% alá kellett volna csökkennie a folyószámlahitelek kamatának. Ez azonban nem következett be, az átlagos kamatszint 2024 decemberében 11,11%, és 2025. februárban is 10,66% volt.

Az *egyéb vállalati hitelek* kamata nagyobb volatilitást mutatott. A maximum 1 éves kamatfixálású hitelek kamatlába 2024 augusztusra megközelítette a 8%-ot, az év végén és 2025 elején azonban visszafordult, februárban már 8,61% volt. A legalább 1 éves kamatfixálású, 1 millió euró alatti forinthitelek kamata 2024 szeptemberében csökkent éppen 10% alá és nagyjából ott is maradt.

A vállalati hitelkereslet továbbra is stagnál, egyedül a folyószámlahitelek havi szerződéses összege emelkedik kissé, nagyjából az inflációnak megfelelő mértékben.

A **háztartásoknak** nyújtott *fogyasztási hitelek* átlagos kamata 2023 januárban tetőzött, megközelítve a 18%-ot, majd lassú és váltakozó csökkenés után 2024 végére 15% alá esett vissza. A magas kamatok ellenére a fogyasztási hitelek állománya 2025 februárjában a másfélszerese volt az előző februárinak.

A lakossági **folyószámlahitelek** kamata 2024 első felében jelentősen csökkent, ezt követően azonban stagnált, 25% körül. A folyószámla-hitel felvétele több éve stagnál. Eközben a lakosság látra szóló és folyószámla-*betéteinek* összege folyamatosan emelkedik (2025 február és 2024 február között 16,9%-kal, annak ellenére, hogy a látraszóló betétek átlagos kamata jócskán 1% alatt van (2025. februárjában 0,21%).



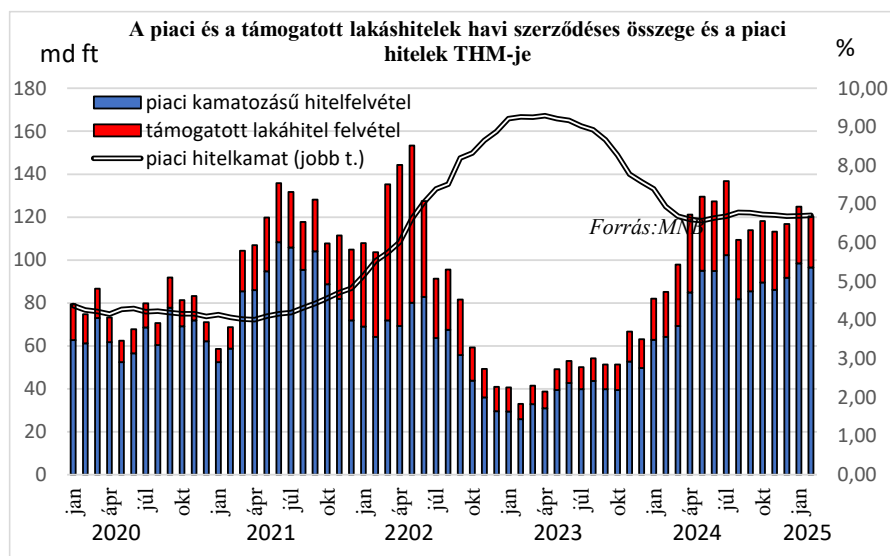
Lakáshitelek

A piaci lakáshitelek átlagos hitelköltség mutatója (THM) 2024-ben a januári 7,4%-ról februárra 6,94%-ra csökkent, és lényegében ezen a 6,7-6,9% közötti sávban ingadozik azóta is. 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 decemberére 7,98%-ra, majd 2025 februárban 8,14%-ra emelkedett.

2024 szeptemberében a gazdasági miniszter azt a kívánságát fejezte ki, hogy a bankok szorítsák le a lakáshitelek éves átlagos hitelköltség mutatóját 5% alá. 2024-ben ez nem történt meg, mivel a jegybanki kamatok is stagnáltak.

A gazdasági miniszter nyomására a bankok 2025. április 1 és október 1. közötti időszakokra 5% alatti lakáshitel-kamat konstrukciót dolgoztak ki, azonban nagyon szigorú feltételekkel: csak első lakásra vehető igénybe, 35 év alatti vásárlóknak, kizárólag energiatakarékos (minimum A+ besorolású), 60 nm alatti és 1,2 millió forint alatti négyzetméter-árú ingatlanokra. Ennél is szigorúbb megszorítás, hogy a bankok túlnyomó része csak 5 évre fixálja ezt a kamatot. Van olyan bank, amely hosszabb fixált futamidőt kínál, az azonban CSOK+ igénybevételét várja el. Kérdés, hogy a 6 hónapos akció milyen érdeklődést vált ki a potenciális lakásvásárlók körében, mivel feltehetőleg igen szűk az az vásárlói réteg, amely a szerteágazó feltételeknek meg tud felelni.

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. 2024-ben azonban határozott élénkülés volt tapasztalható: a piaci kamatozású hitelek felvétele az előző évnek több mint a duplájára (468 milliárdról 1.008 milliárd forintra), a támogatott hitelfelvétel pedig a másfélszeresére (126,5 milliárdról 344 milliárd forintra) emelkedett. 2025 első 2 hónapjában a piaci lakáshitelfelvétel összege tovább emelkedett, a támogatott hiteleké enyhén csökkent.



Továbbra is jellemző azonban, hogy a hitelek **78%-a használtlakás** vásárlást finanszíroz. 11% szolgált új lakás építésére, és 5,85% építésre és bővítésre. Ez a tendencia több éve nagyjából állandó, sőt a használtlakás vásárlást célzó hitelfelvétel aránya még enyhén emelkedett is, ami azt mutatja, hogy a hitelfeltételek javítása nem váltotta ki a lakosság újlakás vásárlásának fellendülését. Ezt az újlakások kimagasló ára is indokolja, a használt lakásokhoz képest. Az újonnan épített lakások korlátozott kínálata is csökkenti ezt a keresletet.

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, ennek mértéke azonban korlátozott maradhat.

Gazdasági jelzőszámok 2017-2024-re, előrejelzés 2025-re és 2026-ra
(százalékos változás)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025* | 2026* |
|---|-------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| GDP-AGGREGÁTUMOK | | | | | | | | | | |
| ÉVES REÁLNOVEKEDÉSE | | | | | | | | | | |
| GDP összesen | 4,1 | 5,6 | 5,1 | -4,3 | 7,2 | 4,3 | -0,8 | 0,5 | 1,7 | 2,9 |
| Belföldi felhasználás | 5,6 | 7,3 | 7,3 | -2,5 | 6,5 | 4,3 | -5,4 | 0,1 | 2,7 | 3,4 |
| Magánfogyasztás | 4,9 | 4,1 | 4,7 | -1,5 | 4,5 | 6,6 | -0,3 | 3,5 | 3,7 | 3,7 |
| Közösségi fogyasztás | 3,8 | 4,3 | 9,6 | 4,2 | 2,4 | 1,3 | 3,2 | -3,9 | 0,1 | 0,2 |
| Bruttó felhalmozás | 8,2 | 17,1 | 12,2 | -7,0 | 12,5 | 1,1 | -16,7 | -6,5 | 1,5 | 4,0 |
| ebből: állóeszköz- felhalmozás | 19,7 | 16,4 | 12,7 | -7,3 | 5,7 | 0,7 | -7,7 | -11,1 | 0,4 | 4,0 |
| Export ^a | 6,5 | 5,0 | 5,5 | -6,1 | 8,3 | 10,7 | 1,7 | -3,0 | 0,9 | 3,7 |
| Import ^a | 8,4 | 7,0 | 8,2 | -3,9 | 7,4 | 10,7 | -3,4 | -4,0 | 2,1 | 4,4 |
| TERMELÉSI INDEXEK | | | | | | | | | | |
| Mezőgazdasági kibocsátás (bruttó) | -4,1 | 2,6 | -0,1 | -2,4 | -1,1 | -16,5 | 25,6 | -3,7 | 0,0 | 0,0 |
| Ipari termelés | 4,6 | 3,5 | 5,6 | -6,0 | 9,5 | 6,1 | -5,5 | -4,0 | 0,5 | 4,0 |
| Kiskereskedelmi forgalom volumene | 5,6 | 6,7 | 6,3 | -0,1 | 3,7 | 5,0 | -7,7 | 2,8 | 3,9 | 3,9 |
| FOGLALKOZTATÁS, JÖVEDELMEK | | | | | | | | | | |
| Foglalkoztatottak száma | 1,5 | 1,3 | 0,8 | -0,9 | 0,7 | 1,3 | 0,6 | 0,0 | -0,1 | 0,3 |
| Munkanélküliségi ráta (15-74 éves népesség) | 4,0 | 3,6 | 3,3 | 4,1 | 4,1 | 3,6 | 4,1 | 4,5 | 4,4 | 4,0 |
| Bruttó nominális keresetek ^b | 12,9 | 11,3 | 11,3 | 9,8 | 8,9 | 17,4 | 14,2 | 13,2 | 8,7 | 8,5 |
| Nettó reálkeresetek ^b | 10,3 | 8,3 | 7,6 | 6,3 | 3,6 | 2,5 | -2,9 | 9,2 | 3,5 | 4,8 |
| ÁRAK, ÁRFOLYAMOK, KAMATOK | | | | | | | | | | |
| Fogyasztói árindex | 2,4 | 2,8 | 3,4 | 3,3 | 5,1 | 14,5 | 17,6 | 3,7 | 5,2 | 3,5 |
| Forint/euró árfolyam (éves átlag) | 309 | 319 | 325 | 351 | 359 | 391 | 382 | 395 | 410 | 415 |
| Dollár/euró árfolyam (éves átlag) | 1,13 | 1,18 | 1,12 | 1,14 | 1,18 | 1,05 | 1,08 | 1,08 | 1,06 | 1,06 |
| Rövidtávú kamatok (3 hó), időszak vége | -0,01 | 0,00 | -0,01 | 0,28 | 2,16 | 12,32 | 6,23 | 5,10 | 6,0 | 5,7 |
| Hosszútávú kamatok (10 év), időszak vége | 2,02 | 3,01 | 2,01 | 2,08 | 4,51 | 8,98 | 5,86 | 6,55 | 7,0 | 6,2 |
| FIZETÉSI MÉRLEG | | | | | | | | | | |
| Folyó fizetési és tökemérleg a GDP %-ában | 2,6 | 2,4 | 1,2 | 1,1 | -1,7 | -6,9 | 1,2 | 2,6 | 1,5 | 0,5 |
| ÁLLAMHÁZTARTÁS | | | | | | | | | | |
| Államháztartás egyenlege, a GDP %-ában | -2,5 | -2,0 | -2,0 | -7,5 | -7,1 | -6,2 | -6,7 | -5,0 | -4,5 | -4,5 |
| Bruttó államadósság, a GDP %-ában ^c | 72,0 | 68,8 | 65,0 | 78,7 | 76,2 | 73,8 | 73,0 | 73,5 | 74,0 | 73,5 |

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

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

c Az államháztartás az Eximbankkal együtt

* A Kopint-Tárki előrejelzése

Forrás: KSH, MNB