



Konjunktúrajelentés

A világgazdaság és a magyar gazdaság helyzete
és kilátásai 2025 őszén

2025/3

Lezárva: 2025. október 8.

A jelentést készítették:

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

Szerkesztette:

Nagy Katalin
Palócz Éva

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

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.....	4
Nemzetközi gazdaság.....	4
A magyar gazdaság.....	8
Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa	11
I. A világgazdaság	13
1.1. Világkereskedelem	14
1.2. Energiahordozók.....	16
1.3. Nem energiahordozó nyersanyagok.....	17
1.4. Monetáris politika	19
1.5. Az Európai Unió nemzetközi környezete	21
1.6. Az Európai Unió gazdasága	24
1.7. Közép-kelet-európai új EU-tagállamok.....	28
II. Magyar gazdaság	34
2.1. A GDP és komponensei	37
2.2. A GDP termelési oldala	40
2.2.1. Ipar	40
2.2.2. Építőipar	42
2.2.3. Lakásépítés	43
2.3. A GDP felhasználási oldala	44
2.3.1. A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai	44
2.3.2. Beruházások	46
2.3.3. Külkereskedelem	48
2.4. Foglalkoztatottság, munkanélküliség.....	49
2.5. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok	50
2.5.1. Államháztartási folyamatok	50
2.5.2. Államadósság	52
2.5.3. Infláció	54
2.5.4. Jegybanki kamatok	56
2.5.5. Árfolyam.....	57
2.5.6. Állampapírpiaci hozamok	58
2.5.7. Vállalati és lakossági kamatok.....	59
Gazdasági jelzőszámok 2017-2024-re, előrejelzés 2025-re és 2026-ra	62

Összefoglaló

Nemzetközi gazdaság

A Trump megválasztását követő bizonytalanságokhoz képest az idei első félévben a **világ gazdaság** ellenállóbbnak bizonyult, mint ahogy azt korábban vártuk. A végül kivetett vámok kedvezőbben alakultak, ugyanakkor a hatások egy része, így az áremelkedések, a munkaerőpiaci hatások csak késleltetetten lesznek érezhetők, ami a jövő évi globális növekedés lassulásában csapódhat le. Ennek jele, hogy a dezinfláció számos országban leállt, az élelmiszerárak emelkedése folytatódott, a munkaerőpiac pedig már kevésbé feszes, a szabad állások száma csökken, s a munkanélküliség pedig emelkedni kezdett. Ebben a környezetben az OECD mind az idén, mind 2026-ban a globális növekedés lassulásával számol: 2025-re 3,2%, jövőre pedig 2,9% a legfrissebb prognózis. Ezt az előrejelzést számos lefelé mutató kockázat jellemzi. Így továbbra sem lehet tudni, hogy az USA által kivetett vámtarifák a jövőben hogyan alakulnak, mennyire kiszámíthatóak, vagy politikai döntések függvényében változnak-e, és az infláció újra élénkülésének veszélyét sem lehet lebecsülni, különösen az élelmiszerárak tekintetében. Az autóipari válság jó néhány országban okoz strukturális feszültségeket, munkaerőleépítéseket, gyárbezárásokat, tovagyűröző hatásokkal a beszállító országokra. Számos országban, köztük fejlett országokban is, az államadósság magas szintje jelent problémát, az USA-ban az államapparátus leállása szintén kockázatokat hordoz magában. A geopolitikai konfliktusok (orosz-ukrán háború, Gázai övezet, Irán) egyelőre megoldatlannak tűnnek, és inkább eszkalálódni látszanak. Így nem csoda, hogy a különböző hangulatindikátorok is megtorpanást vagy romlást mutatnak, a világban jelentkező számos bizonytalansági pont visszafogottá teszi a befektetőket. Így a bizonytalanság tűnik a „legstabilabb” tényezőnek a globalizált világban.

A prognózisidőszakban a **világkereskedelem** volumenének enyhe lanyhulását várjuk, de semmiképpen sem a csökkenését, mivel a globális folyamatok jó eséllyel egy új egyensúlyi állapotra állnak át, amiben a korábbi partneri kapcsolatok felerősödhetnek. Ennek előszele, hogy a nagy tengeri fuvarozók az USA-ba történő beszállítás iránti kereslet csökkenését tapasztalták (ami egyébként a teljes forgalomnak nagyjából az ötöde), s ami kiegyenlítődött más irányban, miközben a Kínába irányuló, illetve onnan induló forgalomban nem volt érdemi csökkenés. A folyamat valószínűleg a külkereskedelmi árak érdemi csökkenésével fog járni, ami jegybankok számára mindenképpen kedvező. Veszélyt jelenthet azonban, hogy a Trump adminisztráció megpróbálja kiterjeszteni a vámháborút a szuverén országok közötti kereskedelemre is, ahogy ez történt a Mexikó és Kína közötti gépjárműkereskedelem esetében is. A közép-amerikai ország támasztja a legnagyobb keresletet a kínai gyártmányú járművek iránt, amire most – állítólagos amerikai nyomásra – 50%-os vámot vetettek ki, komoly érvágást okozva ezzel Kínának. A későbbiekben nem kizárt, hogy az amerikai kormányzat más országok esetében is él ezzel az eljárással, implicite Kínát, illetve Oroszországot büntetve (erre vonatkozó kijelentéseket az EU-nak címezve szeptember elején már tett az amerikai elnök).

Kisebb ingadozásokkal az energiaárak enyhén csökkenő trendje nyár óta folytatódott. A **Brent nyersolaj** ára szeptember végén 69-70 dollár körül mozgott hordónként. Az idei éves átlag eddig 71 dollár/hordó. Az olajpiacot különböző hatások érik: az OPEC+ kínálata nő, s a szankciók ellenére az orosz olaj ömlik a piacra. Kína továbbra is folytatja a nyersolajtartalékainak feltöltését, ami a határidős árakat kissé felnyomja. Így összességében az idén marad a hordónként 70 dollár körüli olajár, kisebb ingadozásokkal, s egyelőre jövőre sem számolunk nagyobb változásokkal. Persze az

Oroszországgal és Iránnal szembeni szankciók erősödése, a nemzetközi konfliktusok élesedése könnyen okozhat nagyobb turbulenciákat a piacon és változtathat a jelenlegi prognózison. Az idei nyár ellentmondásos tendenciákat produkált a globális **gázpiacokon**: a nagy hőség miatt megnövekedett kereslet és a feszes kínálat, valamint a gáztárolók intenzív újra töltése együttesen felfelé hajtották a globális árakat. Júliustól aztán az európai gázárak megindultak lefelé. A földgáz továbbra is az európai energiafelhasználás negyedét és a villamosenergia-mix mintegy egyötödét teszi ki, az orosz gáztól való függőség – egyes országok kivételével – 2021-es közel 50%-ról 2025 első felére 14%-ra csökkent. Az eddig kiesett orosz gázmennyiséget elsősorban az amerikai LNG-import növekedése pótolta. Ugyanakkor a zöld átállást célzó európai programok hatásaként az európai gázkereslet folyamatosan csökken és a jövőben is csökkenni fog.

A **nem energiahordozó nyersanyagok** világpiaca egyszerre több irányú nyomás alatt áll, amelyek közül talán nem is a vámháború a legnagyobb hatású, bár a valószínűleg az amerikai kormány okozza a legnagyobb bizonytalanságot a piacokon. Az elektromos járműipar és emiatt az akkumulátoripar is komoly válságban van a világon, ami a *kobalt* iránti keresletet is erősen lefékezte, harmadára vágva ezzel az árat. A legnagyobb áremelkedés az élelmiszerek és italok piacán történt az elmúlt negyedévben. A termelőknek itt nem csupán az amerikai vámokkal, hanem az időjárás okozta termés hozamcsökkenéssel is meg kell küzdeniük. Az *arany* ára áprilisban, miután Trump elnök kihirdette az új vámtarifákat, átlépte az unciánkénti 3000 dollárt, jelenleg pedig már a 3800 dollárt is meghaladja. Az emelkedésre részben az a magyarázat, hogy minden világgazdasági bizonytalanság az arany árának emelkedését hozza magával, de számos jel arra utal, hogy a befektetők átstrukturálták portfóliójukat és jelentős mennyiségű tőkét vontak ki az amerikai kötvénypiacról, amit az arany piacán fektettek be újra. Az *élelmiszerárak* robbanásszerű emelkedése világszerte társadalmi feszültségeket okoz és extrém esetben, klimatikus okok miatt akár élelmiszerhiány is előfordulhat. Az *ipari nyersanyagok* ára idén valószínűleg nyomott marad, legfeljebb spekulatív erők hajthatják feljebb az árakat. Amennyiben beindul a globális konjunktúra, úgy számítani lehet a nyersanyagárak további emelkedésére is.

A **monetáris politikára** továbbra is az óvatos lazítás jellemző. Az *amerikai alapkamat* tavaly december közepe óta 4,25-4,50%-os sávban mozgott. A FED döntéshozói szeptemberben végül egy év után kamatot vágtak. A 25 bázispontos kamatcsökkentést a piac már beárázta, így az nem okozott meglepetést. A FED nem volt könnyű helyzetben, mert egyszerre kellett figyelnie a vegyes gazdasági adatokra, az inflációra és az egyre gyengülő munkaerőpiacra. A FED előrejelzése a jövőbeli kamatpályáról meglehetősen bizonytalan: az idén még – az optimistábbak szerint – két kamatvágás várható, de jövőre lehet, hogy már csak egy következik. Az EKB júniusi ülésén – az idén immár negyedszer – 25 bázisponttal csökkentette a három irányadó kamatlábat. Azóta nem nyúltak a kamatokhoz, de erősödik a nyomás egy újabb kamatcsökkentés irányába. Az infláció jelenleg nem okoz gondot, május óta a jegybanki célérték körül mozog.

Tavaly az *euró dollárárfolyama* éves átlagban 1,08 EUR/USD-t tett ki. Az idei éves átlag már 1,12 EUR/USD, tehát nyár óta tovább erősödött az euró. Szeptemberben már 1,17-1,18 EUR/USD körül járt. Korábban az erős dollár mellett szólt, hogy az innováció, a magasabb növekedés és a jobb hozamú eszközök az USA-ban voltak találhatóak, most Trump politikája bizonytalanságot vitt a pénzügyi rendszerbe, miközben az EU expanzív fiskális politikával, a gazdaság dinamizálásával kíván jobb befektetési alternatívát nyújtani.

Az Európai Unió **külső környezete** vegyes képet mutat. Az USA-ban az első félévben a konjunkturális trendeket Trump vámpolitikája határozta meg. Az első negyedévben a bizonytalanság még lassulást okozott, a második negyedévben az import élénkülése és a készletek feltöltése volt jellemző. Ez utóbbi ismét lökést adott a növekedésnek. Összességében azonban az első félévben és az év egészében is a tavalyinál lassúbb növekedés várható, még akkor is, ha a lassulás kisebb mértékű lesz a korábban vártnál. Így éves szinten a tavalyi 2,8%-os GDP bővülés után 1,8%-os növekedés várható az idén és 1,5%-os jövőre. *Japánban* a növekedés az év első felében viszonylag robusztusnak bizonyult, mivel a japán vállalkozások előrehozott szállításokkal igyekeztek elkerülni az USA-ba irányuló export jelentősebb visszaesését, s ez az egész évi növekedésre pozitívan hat. A II. negyedév végére a korábbi lendület kifulladásra látszik, így az év egészében 1% körüli GDP bővülés várható, az infláció élénkülése mellett. A *brit gazdasági* növekedés a II. negyedévben némileg lelassult. A lassulás különösen a beruházásoknál mutatkozott meg. Az év egészét tekintve az állami beruházások élénkülése lökést adhat a növekedésnek. A brit-amerikai vámmegállapodás is viszonylag kedvezően alakult, ami főleg az autóipar szempontjából volt fontos. Az export a tavalyi visszaesés után az idén mérsékelten nőhet, de az amerikai vámpolitika okozta bizonytalanság következtében nyomott marad. Összességében az idén 1,3%-os GDP bővüléssel lehet számolni, amiben a magas adósságállomány ellenére élénk állami fogyasztás és élénkülő közberuházások – különösen a közlekedési infrastruktúra fejlesztése terén – jelentős szerepet játszanak, míg jövőre 1% vagy kissé afölötti növekedés várható.

A *kínai* GDP növekedési ütemére vonatkozó júniusi előrejelzését az OECD 2025 vonatkozásában 0,2 és 2026-ot illetően 0,1 százalékponttal megnövelve 4,9, illetve 4,4 százalékosra módosította. A várakozásokkal ellentétben a Trump-adminisztráció protekcionista intézkedéseinek hatására nem következett be visszaesés sem a kínai gazdaságban sem az exportban, ami arra utal, hogy az USA befolyási potenciálja a kínai gazdasági folyamatokra korlátozottabb, mint azt korábban az elemzők zöme feltételezte. Bár a vámok és technológiai szankciók kétségtelenül okoznak zavarokat a kínai gazdaság egyes szektoraiban, ezek az eszközök mindeddig nem bizonyultak elegendőnek a kínai növekedési pálya megtöréséhez vagy a gazdaság destabilizálásához. Külön figyelmet érdemel annak vizsgálata, hogy miként alakult Kína Oroszországhoz fűződő viszonya az utóbbi időben. Az egymással való kereskedelem fontosságát tekintve igen nagy a különbség a két ország között. Míg Oroszországnak közel 50%-os részesedésével kimagaslóan a legfontosabb kereskedelmi partnere Kína, addig az utóbbi esetben Oroszország jelentősége, a maga 4-5%-os súlyával marginális. 2021 és 2024 között Kína Oroszországba irányuló exportjának értéke több mint 70%-kal bővült, s legmarkánsabb növekedés a gépjárművek piacán következett be: 2024-ben 971%-kal (!) nagyobb értékben exportáltak gépjárműveket Oroszországba a kínai cégek, mint 2021-ben.

Az **euróövezet** növekedése a második negyedévben lelassult: a negyedév/negyedév alapú növekedés már csak 0,1% volt az első negyedévi 0,6%-kal szemben. Az előző év azonos időszakához képest 1,3% volt a GDP bővülés. Ebben a lassulásban az is szerepet játszott, hogy az első negyedévben nagyon sok előrehozott szállításra került sor az USA-ba, annak érdekében, hogy még a vámemelések előtt le lehessen tudni a szállításokat, valamint a különlegesen magas ír GDP is felfelé nyomta a növekedési rátát. Németországban viszont a gazdasági teljesítmény továbbra sem úgy alakul, ahogy remélték, és Franciaországban, Olaszországban, Ausztriában is gondok látszanak. Spanyolországban a növekedés viszont robusztus. Ezzel együtt szeptemberben a gazdasági hangulat kissé javult az

euróövezetben, még ha Németországban továbbra is lefelé mutatnak a hangulat-indikátorok. A foglalkoztatási várakozások indikátora viszont romlott. A fogyasztói bizalom ugyan továbbra is negatív tartományban mozog, de kissé javult, a feldolgozóipari mutatószám viszont romlott, annak ellenére, hogy a termelési adatok a nyári hónapokban felfelé mutattak. Az év egészét tekintve az idén a GDP 1% körüli bővülését várjuk, abból indulunk ki, hogy a beruházási tevékenység az elmúlt évinél kedvezőbben alakul, a magánfogyasztás ugyan várhatóan lassabb növekedést produkál majd, mint tavaly, de az állami fogyasztás élénkülhet. Az exportnak az USA-ba irányuló előrehozott szállítások jelentős lökést adtak az idén, az év hátralevő hónapjaiban azonban már bizonytalan a helyzet. Jövőre a jelenlegi előrejelzések alapján egy minimális élénkülés várható az euróövezetben, de tekintve, hogy a globális konjunktúrára vonatkozó prognózisok pesszimisták, s sok a lefelé mutató kockázat, ez az általunk várt trend könnyen megfordulhat.

Az IFO konjunktúrabarométer szeptemberi számai azt sejtetik, hogy a **német gazdaság** élénkülése még várat magára. A meghirdetett 500 milliárd eurós beruházási program még nem indult el, és a kormány megnyilatkozásai és a szakértők ellenvéleménye alapján nem is igazán látszik, hogy mi fog történni. Így a német gazdaság az idén – jó esetben – stagnálni fog, 0,1%-os GDP bővülés várható, ami jövőre 1% -ra vagy kicsit afölé gyorsul. A stagnálás fő oka strukturális eredetű, az export teljesítménye gyenge, a nemzetközi versenyképesség csökkenését nem sikerült megállítani, a piacvesztés folytatódik. A fiskális reform teret engedett egy expanzív fiskális politikának a következő években. Ennek növekedést élénkítő hatásai az idén azonban még nem igazán érződnek. A várakozások szerint 2026-2027-ben már gyorsulhat a német gazdaság növekedése, de a szerkezeti problémák megoldása még időt vesz igénybe.

Idén nyáron **az új EU tagállamok** átlagos év/év alapú növekedése 2,3% volt, ami nagyjából megegyezik a korábbi negyedévek bővülésével. Az egyik legdinamikusabb növekedést 3%-kal a lengyel gazdaság produkálta, ami elsősorban a magánfogyasztás bővülésének és az erőteljes készletfelhalmozásnak volt köszönhető. Összességében kijelenthető, hogy a közép-kelet európai tagállamok többsége sikerrel állította növekedési pályára a gazdaságát, így egy stabil időszak állhat előttünk, amiben ugyan megtalálhatók negatív kockázatok is (háború folytatódása, nyersanyagpiaci sokkok), azonban a lassan éledező nyugat-európai gazdaság által szolgáltatott impulzusok ezt ellensúlyozhatják. Az inflációs nyomás enyhült, de nem múlt el, erre mindenképpen tekintettel kell lenniük a kormányoknak és a jegybankoknak, azonban jövőre lehetőség lesz arra is, hogy az országok többségében belekezdjenek a szükséges fiskális kiigazításokba, anélkül, hogy az a gazdasági növekedés rovására menne.

A magyar gazdaság

2025 második negyedévében a kiigazítatlan **GDP** 0,1%-kal bővült. Az első év átlagában a GDP növekedési üteme szintén 0,1% volt. A változatlanul nagyon vérszegény negyedik negyedévi dinamika alapvetően annak tudható be, hogy az *állóeszköz-felhalmozás* fokozatosan lassuló, de még mindig jelentékeny mértékű csökkenéséhez hozzáadódott a készletváltozás negatív fordulata az első negyedévi erős pozitív hozzájárulás után a készletek a második negyedévben fékeztek a növekedést. E két tényező együttes hatása majdnem teljesen semlegesítette a *magán-* (és *közösségi*) *fogyasztás* erősödő dinamikájának növekedési hatását. A nettó export az első negyedév után a másodikban is negatívan járult hozzá a gazdasági növekedéshez, de a lehúzó hatás jelentősen gyengült – ami a szolgáltatás-külkereskedelem mérlegének javulásához köthető. A kereslethiánytól szorongatott áruexport továbbra is csökkent.

A reálkereset-növekedés üteme némileg gyorsult a második negyedévben, és ezzel párhuzamosan a **magánfogyasztás** is erőteljesebben nőtt. Az év második felében a nettó reálkereset-emelkedéssel együtt a fogyasztást is ösztönözhetik a kormányzati szja-könnyítések. Viszont továbbra sem látható kézzelfogható ok arra, hogy a vállalati szektornak a beruházásoktól való ódzkodása látványosan oldódjon a jobbára még mindig nyomott keresleti viszonyok közepette. Jó esetben az immár három éve visszaeső beruházások az év végére közel kerülhetnek a stagnáláshoz, a nagyon alacsony bázisnak is köszönhetően. Ez a félfordulat, a némileg tovább gyorsuló magánfogyasztással együtt, a *belföldi felhasználásnak* az első felévinél valamivel dinamikusabb bővülését eredményezheti az év második felében. Ezzel párhuzamosan viszont az *export* dinamikája várhatóan nyögvenyelősen fog javulni a továbbra is nyomott és turbulens nemzetközi környezetben, és a nettó export növekedéshez való hozzájárulása mindvégig negatív marad. A Kopint-Tárki **0,4%-os** GDP-növekedést vár az idei évre, amit mérsékelt gyorsulás követhet 2026-ban.

Az **ipar** visszaesése a második negyedévben is folytatódott, az első hét hónap átlagában 3,5%-kal zsugorodott az ipari termelés éves összevetésben. Az év eleji újabb mélypontból való részleges kiemelkedés ellenére az akkumulátoripar, és kisebb mértékben az autóipar kibocsátása is csökkent az év eddigi részében. Az ipar év végi dinamizálódásával kapcsolatos várakozásokból mostanra nem sok maradt, de lehetséges, hogy a BMW-üzem beindulása az utolsó negyedévben nagyon szerény növekedésbe tudja átfordítani a jelenlegi visszaesést. Ám még a kismértékű javulás kilátásai is törékenyek, mivel a kereskedelempolitikai és geopolitikai helyzet továbbra is nagyon volatilis. A 2025-es évre vonatkozóan összességében az ipari termelés 1,5-2%-os csökkenésével számolunk.

Az **építőipar** kibocsátása az első negyedévi visszaesés után a második negyedévben növekedésbe fordult, mindkét építőipari főcsoportban. Kérdéses, hogy e növekedés mennyire bizonyul tartósnak. Az ágazati szereplők szerint a kereslethiány továbbra is fennáll az építőipar legtöbb szegmensében, és igazi pezsgés főleg a lakásépítésben várható. Ezzel együtt az építőipar 3-4%-os növekedésével számolunk az idén. A második negyedévben az **épített lakások** számának esése még gyorsult is, és az egyes kormányzati intézkedések által is támogatott markáns lakáspiaci erősödés – valamint a *megkezdett* társasházi lakásépítési projektek erőteljes növekedése – ellenére arra számítunk, hogy az idei évben még csökkenni fog az átadott lakások száma, a növekedés 2026-ban kezdődhet meg.

A tavalyi évhez képest érdemben lelassult bruttó nominális **kereseti** dinamika és a magasabb infláció miatt a nettó **reálkeresettömeg** növekedési üteme alacsonyabb az idén, mint 2024-ben. Ezzel együtt a második negyedévben az infláció mérséklődésével együtt a reálkereset-emelkedés is erősödött, az év második felében pedig a kormány adóintézkedései – családi adókedvezmény emelése, háromgyerekes anyák adómentessége – további lökést adhat a reálkereseteknek. A háztartások **vásárolt fogyasztásának** növekedési üteme egyelőre többé-kevésbé igazodott a reálkereseti dinamikához, viszont meghaladta a háztartások teljes hozzáférhető jövedelmének növekedési ütemét. Így a háztartások nettó pénzügyi megtakarításainak összege továbbra is jelentősen csökken, immár nem csak a hitelfelvételi aktivitás megugrása, hanem a bruttó megtakarítások visszafogása miatt is. A **teljes magánfogyasztás** 3,1%-kal nőtt a második negyedévben.

A nemzetgazdasági **beruházások** a második negyedévben még mindig jelentősen, 8%-kal csökkentek éves összevetésben. A csökkenés kiterjedt az állami és a vállalati szektorra egyaránt, és a nemzetgazdasági ágak kétharmadára. A vállalati beruházásokat a második negyedévben már nem a feldolgozóipar húzta le a legnagyobb mértékben – ez utóbbi visszaesésének üteme 7% körülire mérséklődött – hanem az ingatlanágazat, miközben szállítási beruházások éveken át tartó esése után a második negyedévben megugrottak. A lakáspiaci élénkülés ellenére a háztartások beruházásai is csökkentek.

A külkereskedelmi mérleg adatai szerint az **áru-külkereskedelem** mérlege az idei év első nyolc hónapjában trendszerűen javult, a 2024-es évvel ellentétben. Ám ez nagyrészt a cserearány-javulásnak tudható be, miközben a volumenváltozás adatai borúsabb képet mutatnak. A kedvezőtlen nemzetközi gazdasági viszonyok közepette az export stagnált január-augusztusban, miközben a belföldi kereslet szerény és felemás bővülése mellett az import volumene némileg nőtt. Az év további részében az import mérsékelt bővülésének folytatódását várjuk – a belföldi kereslet további bővülése miatt – miközben az export növekedésbe fordulását csak remélni lehet.

A **foglalkoztatottak** száma éves összehasonlításban az első negyedévben stagnált, ugyanakkor a második negyedévben 1%-kal visszaesett, és az esés mértéke június-augusztusban is 0,8%-os volt. Az **elsődleges** hazai munkapiacra foglalkoztatottak számának csökkenése valamivel erőteljesebb volt, miközben a közfoglalkoztatotti létszám markánsan emelkedni kezdett. Eközben a munkanélküliek száma – mintegy fél éves emelkedés után – a második negyedévtől kezdve ismét nőni kezdett, a **munkanélküliségi ráta** pedig a 4,3-4,5%-os sávban ingadozik. A *teljes munkaidőben* foglalkoztatottak száma az idei első és második negyedévben is csökkent. Az idei évben a foglalkoztatottak számának folytatódó mérséklődésére számítunk, miközben a munkanélküliség 4,5% közelében vesztegel.

A második negyedében az **államháztartási** folyamatok viszonylag kedvezően alakultak. Az eredményszemléletű (ESA) egyenleg 2,2%-os GDP-arányos többletet mutatott. Ugyanakkor a pénzforgalmi hiány folyamatosan emelkedik. A kormány-által benyújtott EDP (Excessive Deficit Procedure) jelentés 2025-re 4.700 milliárd forintos pénzforgalmi és 3.700 milliárdos ESA-deficitet vár. Ez azt jelzi, hogy a második félévben a pénzforgalmi és az eredményszemléletű egyenleg közötti különbség megfordul, és az ESA hiány a GDP 4,3%-át teszi ki. Az ESA-híd bizonytalansága miatt az eredmény-szemléletű hiány előrejelzése rendkívül nehéz, de fenntartjuk a **4,5-5%-os hiány**-előrejelzésünket, nagyfokú bizonytalanság mellett.

Az **államadósság** 2025. júniusában a GDP 76,2%-ára emelkedett. Az első félévben 4.000 milliárd forinttal nőtt az államadósság, megközelítette a 64.000 milliárd forintot. 2024 végén monetáris politikai eszközökkel sikerült a december végi államadósságot jelentősen lenyomni (ami azután január elején visszapattant), kérdés, hogy 2025. végén is ehhez az eszközhöz nyúl-e a jegybank. 2025. végére 75%-os GDP-arányos államadósság-rátát jelzünk előre.

Az **inflációt** az árrésstop kissé lenyomta, azonban az árrésstop (ÁRS) bevezetése óta, *április-augusztus* között az egyes termékek év/éves havi árindexe igen változatosan alakult, jórészt függetlenül attól, hogy árrésstopos vagy szabadáras termékekről van szó. Összességében április-augusztus között az élelmiszerek 5,9%-os árindexe meghaladta az átlagos árindexet. Az ÁRS ugyanis nem tudja a fogyasztókat megvédeni a termelői árak emelkedésétől, amelynek több termék esetében tanúi vagyunk. 2025-ben **4,7%-os árindexet** várunk, 2026-ban pedig 3,9%-ot.

2024 szeptembere óta a jegybanki alapkamat 6,5%-on áll, amit a továbbra is fennálló inflációs veszély indokol. 2025 végéig a jelenlegi jegybanki kamatkondíciók **fennmaradását** tartjuk valószínűnek. Az alapkamat csökkentésére akkor kerülhet sor, amikor a havi infláció tartósan 4% alá kerül, ez pedig előrejelzésünk szerint – jó esetben – 2026 második felében várható.

2025 nyara óta pedig a forint **euró-árfolyama** jellemzően 390 forint körül ingadozik, sőt, szeptember óta ez alatti, 388-389 forint körüli árfolyam is előfordult. Ezzel a forint euró-árfolyama visszakerült a 2024 nyári szintre. A forint árfolyamának az erősödését részben a bőséges nemzetközi likviditás, részben a jelenlegi monetáris politika iránti bizalom erősödése magyarázhatja. Az év első 9 hónapjában a forint euróárfolyama 400,7 forint volt, és az eddigi tendenciák alapján feltételezhető, hogy amennyiben nem történik valamilyen nemzetközi pénzügyi sokk, akkor az éves átlagos euró-árfolyam 400 forint alatt lesz.

Az **állampapírpiazi hozamok** az elmúlt időszakban kedvezően alakultak. 2025 augusztusában a rövid hozamok pár tizedszázalékkal alacsonyabbak voltak a 2024. decemberi szinthez képest, igaz, a 3 év feletti papírok hozama enyhén emelkedett. A 10 éves hozam 2025 júniusában ismét 7% fölé emelkedett, de október első napjaira visszaesett 7% alá, és a rövid hozamok is mérséklődtek kissé. A továbbiakban ezen szint körüli ingadozást várunk a hozamokban.

2025 első nyolc hónapját a vállalati **hitelezés** mérsékelt növekedése, a háztartási hitelek dinamikus bővülése jellemezte. A vállalati szektorban a bizonytalanság fékezi a hitelfelvételt, míg a lakossági oldalon a fogyasztási és új támogatott hiteltermékek iránti kereslet biztosítja a növekedést. 2025 első nyolc hónapját a lakáscélú hitelezés eleinte erőteljes bővülése, majd a programokhoz köthető kivárás miatti lassulása jellemzi. Szeptembertől az Otthon Start program 3%-os fix kamatozású hitelkonstrukciója erőteljes hitelfelvételt és rövid távon a lakásárak jelentős emelkedését valószínűsít, míg a kínálati oldali alkalmazkodás csak középtávon mérsékelheti az árnyomást.

Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa

(éves változás, százalék)

	Tényadatok					Előrejelzés		
	2023	2024	2025			2025		2026
			I. né.	II. né.	III. né.	2025 júl.	2025 okt.	2025 okt.
GDP-aggregátumok reálnövekedése								
GDP összesen	-0,8	0,6	0,0	0,1		0,5	0,4	2,5
Belföldi felhasználás	-8,1	-1,8	2,4	0,3		1,4	1,6	3,3
Magánfogyasztás	-1,5	4,9	2,7	3,1		3,2	3,1	3,7
Közösségi fogyasztás	3,8	-4,2	-1,0	4,8		3,0	2,0	2,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-6,7	-9,9	-8,7	-5,7		-4,5	-4,8	3,0
Bruttó felhalmozás összesen	-23,5	-15,8	5,3	-8,7		-4,0	-2,8	2,7
Export	17,4	-0,9	-3,3	-1,0		1,2	-0,8	2,4
Import	8,3	-3,9	-1,1	-0,8		2,4	0,3	3,4
Ipari termelés	-5,5	-4,1	-3,7	-4,1	-4,1 ^e	-0,7	-1,7	3,0
Fogyasztói árindex	17,6	3,7	5,2	4,4	4,3 ^e	4,8	4,7	3,9
Foglalkoztatás, jövedelmek								
Foglalkoztatottak számának növekedése ^a	0,6	0,0	0,0	-1,0	-0,8 ^f	-0,3	-0,5	0,1
Foglalkoztatási ráta ^a	64,8	65,1	65,3	65,1	65,4 ^f	65,1	65,3	65,5
Munkanélküliségi ráta ^a	4,1	4,5	4,3	4,5	4,4 ^f	4,4	4,5	4,4
Termékegységre jutó bérköltség ^b	26,7	9,3	6,3	8,2		5,5	8,9	3,7
Bruttó nominális keresetek ^c	14,0	13,2	9,2	9,1	9,0 ^g	8,7	8,8	9,5
Nettó reálkeresetek ^c	-3,1	9,0	3,6	4,3	4,9 ^g	3,7	4,2	6,1
Megtakarítási ráta a GDP %-ában ^d	6,8	6,7	6,0	5,3		5,8	5,0	5,4
Folyó fizetési és tökemérleg a GDP %-ában	1,1	1,8	2,1 ^h	3,4 ^h		1,5	2,0	1,0
Államháztartás								
Államháztartási egyenleg, a GDP %-ában	-6,7	-5,0	-3,7	2,2		-4,8	-4,8	-4,8
Bruttó államadósság, a GDP %-ában	73,2	73,5	75,4	76,2		75,0	75,5	75,0
Rövidtávú hozam (3 hó), időszak vége	6,23	5,10	6,20	5,95	6,10	6,0	6,0	5,7
Hosszút. hozam (10 év), időszak vége	5,86	6,55	7,21	7,04	6,80	7,0	7,0	6,5
Nemzetközi feltételek								
Nemzetközi kereskedelem volumene	0,4	3,1				2,7	2,6	3,0
Brent olajár (\$/hordó, időszaki átlag)	82,5	80,5	75,8	68,0		71,0	71,0	68,0
GDP-változás az eurózónában, %	0,5	0,9	1,4	1,3		1,0	1,1	1,2
GDP-vált. az új EU-tagországokban, %	0,8	1,9	2,2	2,3		2,3	2,2	2,6
Forint/euró, időszaki átlag	382	395	405	404	396	403	400	405
Dollár/euró, időszaki átlag	1,08	1,08	1,05	1,13	1,17	1,11	1,13	1,13

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 Július-augusztus

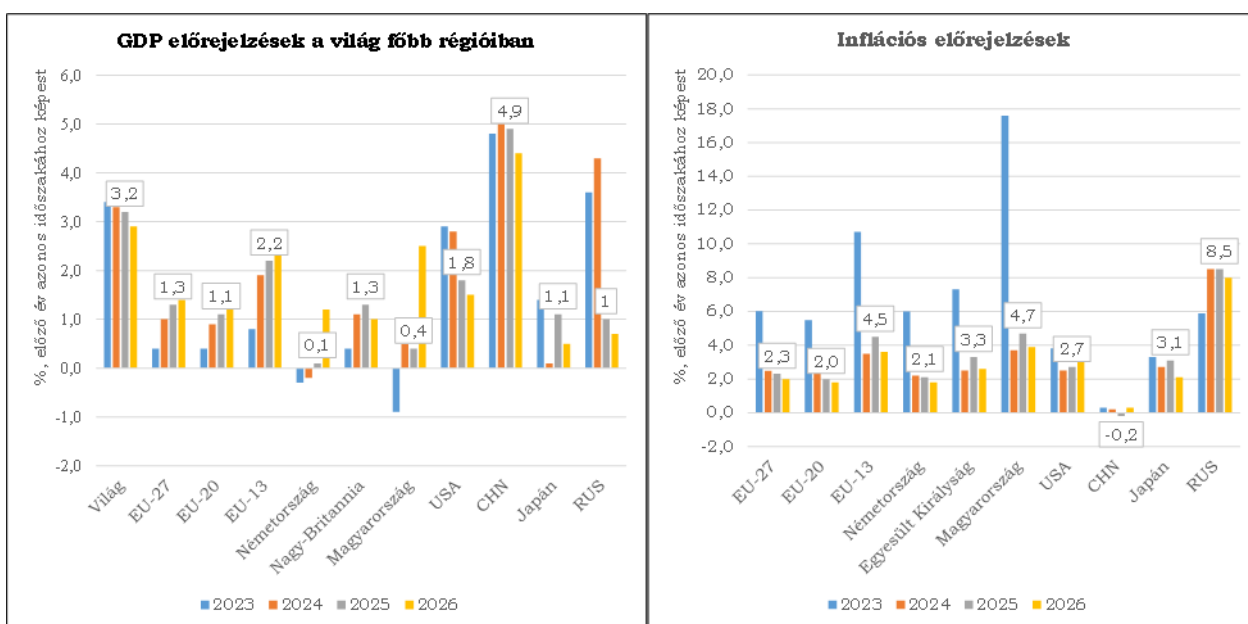
f Június-augusztus

g Július

h MNB által közölt szezonálisan kiigazított adat

I. A világgazdaság

A Trump megválasztását követő bizonytalanságok ellenére az idei első félévben a világgazdaság ellenállóbbnak bizonyult, mint ahogy azt korábban vártuk. A végül kivetett vámok kedvezőbben sültnek el, az augusztus végi, az OECD által 19,5%-ra becsült effektív vámtarifák ugyan 1933 óta a legmagasabbak, de mégsem döntötték romba a világgazdaságot, és az amerikai növekedést is kevésbé fogták vissza, mint ahogyan ettől korábban tartani lehetett. Ugyanakkor a hatások egy része, így az áremelkedések, a munkaerőpiaci hatások csak késleltetetten lesznek érezhetők, ami a jövő évi globális növekedés lassulásában csapódhat le. Ennek jele, hogy a dezinfláció számos országban leállt, az élelmiszerárak emelkedése folytatódott, a munkaerőpiac pedig már kevésbé feszes, s a szabad állások száma csökken, a munkanélküliség pedig emelkedni kezdett. A hitelpiaci feltételek kedvezőbbek lettek, ugyanakkor a részvénypiacok turbulensebbek, és a szakértők a pénzpiaci kockázatok erősödésétől tartanak. Ebben a környezetben az OECD mind az idén, mind 2026-ban a globális növekedés lassulásával számol: 2025-re 3,2%, jövőre pedig 2,9% a legfrissebb prognózis. Ezt az előrejelzést számos lefelé mutató kockázat jellemzi. Így továbbra sem lehet tudni, hogy az USA által kivetett vámtarifák a jövőben hogyan alakulnak, mennyire kiszámíthatóak, vagy politikai döntések függvényében változnak, és az infláció újraélénkülésének veszélyét sem lehet lebecsülni, különösen az élelmiszerárak tekintetében. Az autóipari válság számos országban okoz strukturális feszültségeket, munkaerő-leépítéseket, gyárbezárásokat, tovagyűröző hatásokkal a beszállító országokra. Számos országban, köztük fejlett országokban is, az államadósság magas szintje okoz gondot, az USA-ban az államapparátus leállása szintén kockázatokat hordoz magában. A geopolitikai konfliktusok (orosz-ukrán háború, Gázai övezet, Irán) egyelőre megoldatlannak tűnnek, és inkább eskalálódni látszanak. Így nem csoda, hogy a különböző hangulatindikátorok is megtorpanást vagy romlást mutatnak, a világban jelentkező számos bizonytalansági pont visszafogottabbá teszi a befektetőket. Így a bizonytalanság tűnik a „legstabilabb” tényezőnek a globalizált világban.



1.1. Világkereskedelem

Az idei nyárra valamelyest mérséklődött a bizonytalanság az amerikai kereskedelmi háború kimenetelét illetően. Jelen számítások szerint az USA nagyjából 16%-os effektív vámot alkalmaz világszerte, ami az elmúlt fél évszázad legmagasabb szintje, azonban a II. világháborút megelőző időszakhoz, különösen a századfordulóhoz képest (akkoriban nagyjából 30% volt az effektív vám szintje) mindenképpen alacsonyabb. Az amerikai adminisztráció a kezdeti fenyegetésekből inkább jellemzően visszavett, és számos országgal, térséggel meg is állapodott. Ugyanakkor Kanadával és Mexikóval szemben még agresszívabbá vált a kereskedelempolitika, és jelenleg nincs kilátásban komolyan vehető megállapodás.

A Trump kormányzat nyáron megállapodást kötött néhány kelet-ázsiai, inkább USA-barát politikát folytató országgal, mint Indonézia, Japán és Vietnám. Bár rövid ideig úgy tűnt, hogy a Kínával fenntartott hűvös viszony enyhülni fog, azonban inkább csak más csatornákra terelődött át és egyre militánsabb formát öltött. A kelet-ázsiai régióban Kínán kívül Indiát (amit a Trump adminisztráció tovább büntetett az orosz olaj vásárlása miatt) és Malajziát is sürgeti a megállapodás kényszere, ám esetükben geopolitikai megfontolások is szerepet játszanak, mivel egy USA-val kötött kereskedelmi megállapodás politikai elköteleződést is tükröz. Jelenleg a legnagyobb vámtétel Braziliát terheli, mintegy 50%, aminek azonban szintén erős politikai töltete van.

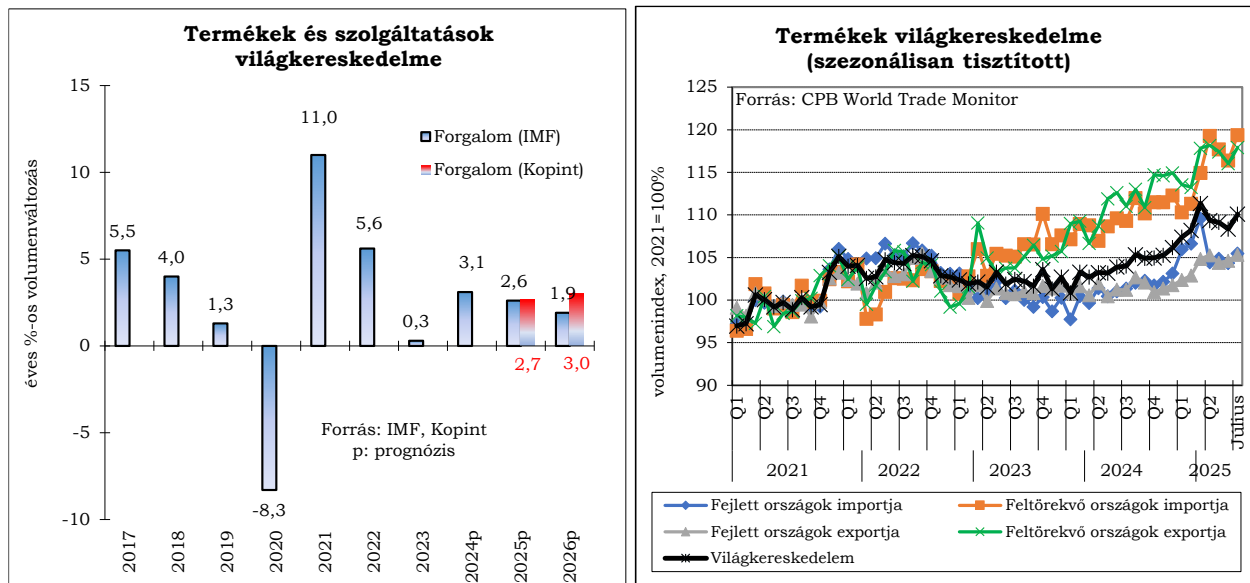
A nem EU tag európai országok külön kénytelenek tárgyalni az amerikai kormányzattal. Az Egyesült Királyság 10%-os átlagos vámszintben állapodott meg Washingtonnal, míg Svájc helyzete kedvezőtlenebbé vált, mivel az eredeti 30%-os szintet – megállapodás hiányában – 39%-ra emelték, ami magasabb, mint a Kanadára kivetett 35%-os vám. Érdekesség, hogy csupán két országra nem terjed ki jelenleg az amerikai vámháború: Mexikó esetében még tart a 90 napos felfüggesztés, vagyis a közép-amerikai ország továbbra is a korábbi USMCA szabályok szerint kereskedhet. Oroszországgal szemben pedig nem lett bejelentve megemelt tarifa, itt a WTO szabályai érvényesek (bár vannak érvényben szankciók).

Júliusban az EU megkötötte a kereskedelmi megállapodást az Egyesült Államokkal, amelynek értelmében a korábbi 30% körüli importvám 15% körüli szintre süllyedt, ami relatíve kedvezőnek tekinthető. Az EU-USA paktumot sok kritika éri, mivel az EU USA-val szembeni importtarifái nem emelkednek, sőt az EU jelentős volumenű amerikai termék megvásárlására is ígéretet tett, aminek betartása piacgazdasági körülmények között meglehetősen homályos. Ugyanez igaz arra a 600 milliárd dolláros európai beruházási ígéretre, amit az Európai Bizottság tett Trump elnöknek.

Kedvező hír viszont, hogy a járműipart is „csupán” 15%-os vám terheli a korábbi 30% körüli szinttel szemben, bár a német prémium autógyártóknak és a már kínai tulajdonban lévő Volvo-nak ez is „fájhat”, mivel az USA-ban értékesített modellek egy része késztermék import, az amerikai gyárakban készültek pedig döntően importált alapanyagokból épülnek fel. Iparági becslések szerint az áremelkedésből fakadó keresletvisszaesés akár 5-10 milliárd dollárnyi veszteséget is okozhat a külföldi márkáknak, és nemzetgazdasági szinten is érezhető ipari termelés volumen lassulást is hozhat. Jóval nagyobb áldozatot kell hozni azonban az amerikai járműgyáraknak, amelyek korábban termelésük nagy részét Mexikóba és Kanadába telepítették. Mindez némiképp enyhíti az európai és kelet-ázsiai termelőkön lévő nyomást.

Az acél és alumínium termékekre az EU-USA megállapodás csak részben terjed ki, egy bizonyos küszöbérték felett az ebbe a kategóriába számító termékek után 50%-os vámot kell fizetni. Nulla százalékos teher van egyes mezőgazdasági, élelmiszeripari termékeken, valamint a repülőgép alkatrészekén, bár ez jelenleg ütközik a WTO vonatkozó rendelkezéseivel.

Az eddig elérhető adatok alapján a világ készletfelhalmozással reagált a vámokra, és intenzív folyamatok indultak be, mivel a termelők még a vámok életbe lépése előtt (a tavaszi bejelentés után rövid idejű deregularizáció volt életben) igyekeztek eljuttatni az amerikai raktárakba a termékeiket. Ez gyorsuló világkereskedelmi volumenben csapódott le, ami azonban csak átmeneti hatás, és a megemelkedett árak az év második felében nagy valószínűséggel már erősen fékezni fogják a kereskedelmi folyamatokat, ami elsősorban a felhalmozás utáni lanyhább időszaknak lesz köszönhető. Önmagában a 15%-os átlagos vámtétel nem számít kifejezetten nagynak különösen, hogy csak az USA-ba való export esetén áll fenn. Kanadán és Mexikón, valamint a karib-tengeri térség miniállamain kívül (bár ők inkább az idegenforgalomban érdekeltek) a világ országaiban a külkereskedelemnek csupán egy szeletét érinti a vámháború, aminek kedvezőtlen hatásai az amerikai kereskedelmi partnerek közötti költségelosztással tovább mérsékelhető.

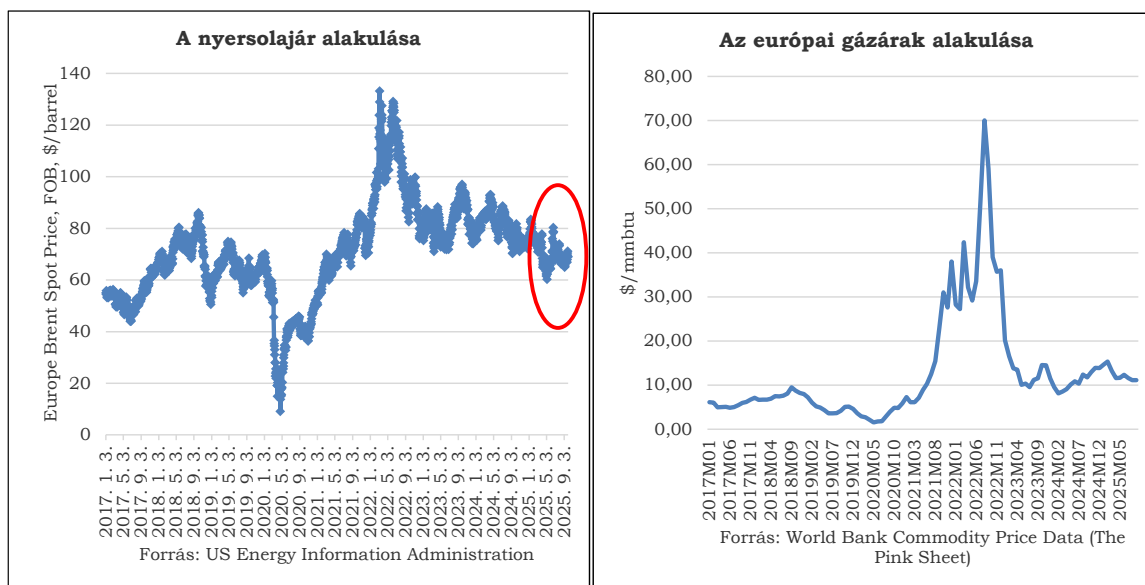


Összességében a világkereskedelem volumenének enyhe lanyhulását várjuk, de semmiképpen sem a csökkenését, mivel a globális folyamatok jó eséllyel egy új egyensúlyi állapotra állnak át, amiben a korábbi partneri kapcsolatok felerősödhetnek. Ennek előszele, hogy a nagy tengeri fuvarozók az USA-ba történő beszállítás iránti kereslet csökkenését tapasztalták (ami egyébként a teljes forgalomnak nagyjából az ötöde), ami azonban kiegyenlítődött más irányban, miközben a Kínába irányuló, illetve onnan induló forgalomban nem volt érdemi csökkenés. A folyamat valószínűleg a külkereskedelmi árak érdemi csökkenésével fog járni, ami jegybankok számára mindenképpen kedvező.

Veszélyt jelenthet azonban, hogy a Trump adminisztráció megpróbálja kiterjeszteni a vámháborút a szuverén országok közötti kereskedelemre is, ahogy ez történt a Mexikó és Kína közötti gépjárműkereskedelem esetében is. A közép-amerikai ország támasztja a legnagyobb keresletet a kínai gyártmányú járművek iránt, amire most – állítólagos amerikai nyomásra – 50%-os vámot vetettek ki, komoly érvágást okozva ezzel Kínának. A későbbiekben nem kizárt, hogy az amerikai kormányzat más országok esetében is él ezzel az eljárással, implicite Kínát, illetve Oroszországot büntetve (erre vonatkozó kijelentéseket az EU-nak címezve szeptember elején már tett az amerikai elnök).

1.2. Energiahordozók

A **Brent nyersolaj** ára szeptember végén 69-70 dollár körül mozgott hordónként. Az idei éves átlag eddig 71 dollár/hordó. Idén a globális kereslet csak mérsékelten nő, mivel a gazdasági kilátások meglehetősen vegyesek, inkább borúsak. Az OPEC+ folytatta a termelés-csökkentéseket visszavonását, a nem OPEC+ országok kínálata pedig minden idők legmagasabb szintje közelében maradt, így az augusztusi globális olajkínálat rekordszintű 106,9 millió hordó/napra emelkedett. A világ olajtermelése az előrejelzések szerint idén napi 2,7 millió hordóval napi 105,8 millió hordóra, jövőre pedig napi 2,1 millió hordóval 107,9 millió hordó/napra nő. Az olajpiacot különböző hatások érik: az OPEC+ kínálata nő, ugyanakkor az Oroszországra és Iránra kivetett szankciók elvileg csökkenthetik a kínálatot, de egyelőre az orosz olaj továbbra is ömlik a piacra, a másodlagos vámok hatása még nem érződik, s az olajkínálat csökkenése a lanyha globális konjunktúra miatt ez egyelőre nem okozna nagyobb feszültséget a piacon. Kína továbbra is folytatja a nyersolaj-tartalékainak feltöltését, ami a határidős árakat kissé felnyomja. Így összességében az idén marad a hordónként 70 dollár körüli olajár, kisebb ingadozásokkal, s egyelőre jövőre sem számolunk nagyobb változásokkal. Persze az Oroszországgal és Iránnal szembeni szankciók erősödése, a nemzetközi konfliktusok élesedése könnyen okozhat nagyobb turbulenciákat a piacon és változtathat a jelenlegi prognózison.



Az idei nyár ellentmondásos tendenciákat produkált a globális **gázpiacokon**: a nagy hőség miatt megnövekedett kereslet és a gáztárolók intenzív újratöltése együttesen felfelé hajtották a globális árakat. Júliustól aztán az európai gázárak megindultak lefelé. A földgáz továbbra is az európai energiafelhasználás negyedét és a villamosenergia-mix körülbelül majdnem egyötödét teszi ki, az orosz gáztól való függőség – egyes országok kivételével – 2021-es közel 50%-ról 2025 első felére 14%-ra csökkent. Jelenleg a Török Áramlat vezetéken és LNG formájában érkezik orosz gáz az európai piacra. Az eddig kiesett orosz gázmennyiséget elsősorban az amerikai LNG-import négyszeres növekedése pótolta, amely mára az európai gázimport több mint egynegyedét teszi ki. Ez az átrendeződés az Egyesült Államok részéről fokozódó nyomással párosul, hogy Európa még tovább növelje az amerikai szénhidrogének vásárlását. Ugyanakkor a zöld átállást célzó európai programok hatásaként az európai gázkereslet folyamatosan csökken.

1.3. Nem energiahordozó nyersanyagok

A nyersanyagok világpiaca egyszerre több irányú nyomás alatt áll, amelyek közül talán nem is az vámháború a legnagyobb hatású, bár a legbizonytalanabbá valószínűleg amerikai kormány teszi ezeket a piacokat. Az időjárási változások a mezőgazdasági termékek esetén jóval erősebben hatnak, és az egyedi kormányzati piacvédő intézkedések is jelentősen korlátozhatják egy-egy termék kereskedelmét, emelve ezzel annak világpiaci árát. Ez utóbbi történt például a Kongói Demokratikus Köztársaságban, amely az akkumulátor ipar számára nélkülözhetetlen kobalt fő exportőre (a világ kibocsátásának közel 80%-a az afrikai ország adja). Az elektromos járműipar és emiatt az akkumulátoripar is komoly válságban van a világon, ami a kobalt iránti keresletet is erősen lefékezte, harmadára vágva ezzel az árat. Az afrikai ország számára elsődleges bevételi forrásként szolgáló nyersanyag iránti kereslet soha nem látott mértékben zuhant vissza, óriási lyukat ütve az ország költségvetésén, miközben a befektetők kihasználva az olcsó árat készletfelhalmozásba kezdtek. A kinhasai kormányzat ennek vette elejét és exporttilalmat vezetett be a kobaltra, ami egyből az árak megduplázódását jelentette a világpiacon (bár még így is „csak” fele a korábbi szinteknek). Ugyanakkor hiány alakult a piacon, ami tovább rontotta az egyébként sem jó helyzetben lévő járműipar helyzetét.

Ismeretes, hogy a vámháború keretein belül az acél és alumíniumipari termékek, valamint a réz külön tarifával terheltek és jellemzően nem képezik az USA-val kötött kereskedelmi megállapodások részét. Ezeket a termékeket jellemzően 50%-os importvám terheli. A rézre kivetett vámok nehezen értelmezhetők, mert az Egyesült Államok importra szorul rézből ahhoz, hogy a keresletet ki tudja szolgálni, mivel a hazai kitermelés jóval kevesebb annál, mint amit a feldolgozóipar igényelne. Ráadásul, mivel jó részt félvezetőkhez használják fel, így minden olyan ágazatra kiterjednek a hatások, amelyek digitális eszközöket alkalmaznak. Jelentős készletfelhalmozás előzte meg a vámok bevezetését a réz piacán is, ami komoly áremelkedést okozott és amit egy erős zuhanás követett, mikor kiderült, hogy az amerikai kormány csak a feldolgozott rézre terjesztette ki az 50%-os vámot, a feldolgozatlan rézre azonban nem. Később azonban újra határozott emelkedés bontakozott ki, mikor a piacon szárnyra kapott a hír, hogy az USA kitermelői biztosan nem tudják kielégíteni a keresletet.

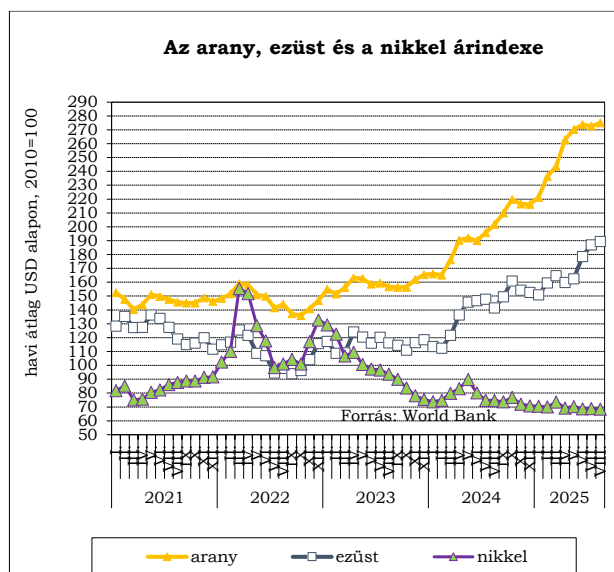
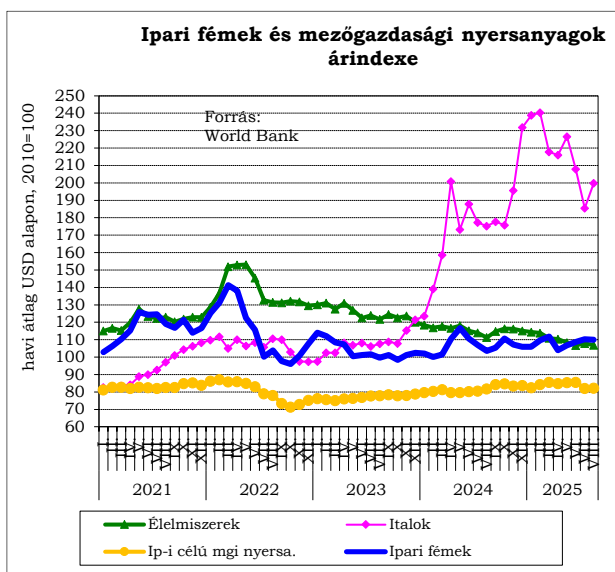
A legnagyobb áremelkedés az élelmiszerek és italok piacán történt az elmúlt negyedévben. A termelőknek itt nem csupán az amerikai vámokkal, hanem az időjárás okozta terméshezamcsökkenéssel is meg kell küzdeniük. A kávéfélék esetén az Arabica típus ára idén átlagosan 62%-ot emelkedett, elsősorban a vámok következtében (50%-os vámok, de Brazília esetén politikai indíttatásból ennél magasabbak sincsenek kizárva), ugyanakkor a vámháború hatását némiképp csillapítja, hogy eltérően más mezőgazdasági termékektől, az ültetvényeken kedvező volt az időjárás, ami jó terméshezammal kecsegtet. Hasonlóan jó klimatikus okok miatt, az ázsiai térség számára kulcsfontosságú rizs esetében is kiváló lesz a terméshezam, aminek következtében már 35%-kal csökkennek a határidős árak (ez a termék csak jövőre lesz a piacon). Ezzel szemben a kakaó piacán tovább fokozódott az áremelkedés, mivel kedvezőtlenek voltak az éghajlati viszonyok, valamint betegségek is tizedelték az állományt Ghánában és Elefántcsontparton, ami jelentős nyomást gyakorol a multinacionális élelmiszeripari vállalatokra.

Az élelmiszerek piacán még két termék kiemelendő, amik miatt a világpiaci árak kétéves csúcson vannak. Az egyik a pálmaolaj, ami szinte minden élelmiszeripari termékben

megtalálható, továbbá a bioüzemanyagok egyik nélkülözhetetlen alkotóeleme is. A másik a kókuszolaj, aminek drágulását elsősorban a kereslet nagy részét támaztó ázsiai országokban szenvedik meg a fogyasztók. A pálmaolaj legnagyobb exportőre Indonézia, amely exporttilalmat vezetett be, hogy a belföldi hiányt enyhítse. Mindez a délkelet-ázsiai országban bőséget okozott, és levitte az árakat, a világpiacon azonban év/év alapon az év első 8 hónapjának átlagában már több, mint 60%-os az emelkedés, és komoly hiány alakult ki. A helyzetet fokozza, hogy az EU-ban tilos az olyan forrásból származó pálmaolaj felhasználása, amit bizonyíthatóan erdőirtás útján termesztettek. Ez a feldolgozott élelmiszerek árát jelentősen megemelte. A kókuszolaj pedig az egyik pálma- és egyéb növényből előállított olajok alternatívája (elsősorban az ázsiai háztartásokban). Jellemzően olcsóbban lehet hozzájutni, mint más termékekhez, ám az általános drágulás miatt itt is jelentősen megugrott a kereslet, ami árrobbanáshoz vezetett rendkívül kedvezőtlen helyzetbe hozva ezzel a szegényebb háztartásokat Dél-kelet Ázsiában.

Az arany ára áprilisban, miután Trump elnök kihirdette az új vámtarifákat, átlépte az unciánkénti 3000 dollárt, jelenleg pedig már a 3800 dollárt is meghaladja. Az emelkedésre a magyarázat, hogy minden világgazdasági bizonytalanság az arany árának emelkedését hozza. A befektetők az inflációs várakozások fedezésére használják és recessziótól való félelem is kirajzolódik a folyamatokban, hiszen minden negatív piaci hírre újra emelkedni kezdenek a nemesfémek árai. Joggal feltételezhetnénk tehát, hogy spekulatív buborékról van szó, azonban a jelek arra utalnak, hogy a befektetők átstrukturálták portfóliójukat és jelentős mennyiségű tőkét vontak ki az amerikai kötvénypiacról, amit az arany piacán fektettek be újra. Ez a piaci fundamentum pedig vélhetően mindaddig meg fog maradni, ameddig az USA gazdaság- és külpolitikája inkább a kiszámíthatatlanság jegyeit mutatja.

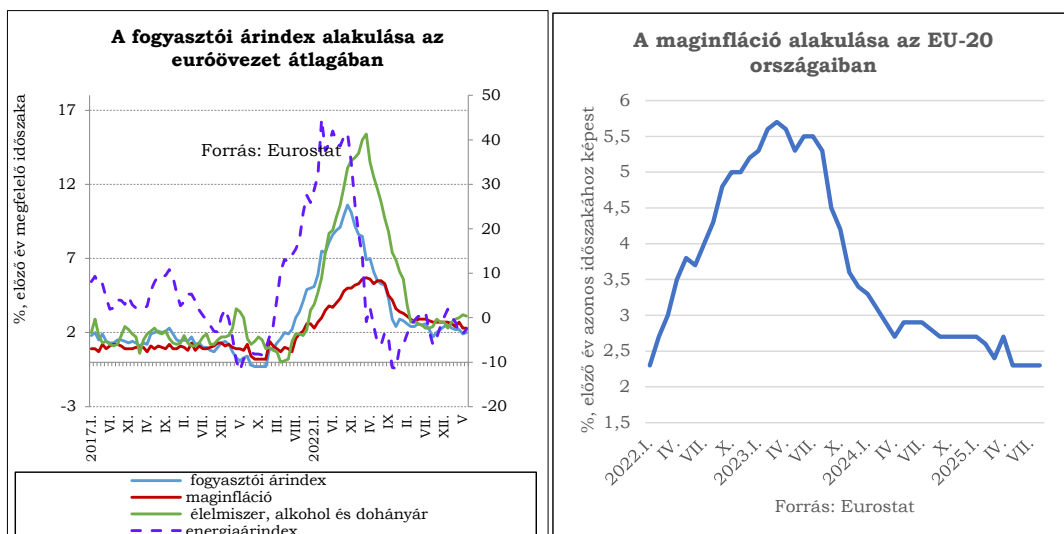
A nyersanyagárak tehát folyamatosan fűtik az inflációt a világ országaiban. Az élelmiszerárak robbanásszerű emelkedése világszerte társadalmi feszültségeket okoz és extrém esetben, klimatikus okok miatt akár élelmiszerhiány is előfordulhat. Az ipari nyersanyagok ára idén valószínűleg nyomott marad, legfeljebb spekulatív erők hajthatják feljebb az árakat. Amennyiben beindul a globális konjunktúra, úgy számítani lehet a nyersanyagárak további emelkedésére is.



1.4. Monetáris politika

Az *amerikai alapkamat* tavaly december közepe óta 4,25-4,50%-os sávban mozgott. A FED döntéshozói szeptemberben végül egy év után kamatot vágtak. A 25 bázispontos kamatcsökkentést a piac már beárta, így az nem okozott meglepetést. A FED nem volt könnyű helyzetben, mert egyszerre kellett figyelnie a vegyes gazdasági adatokra, az inflációra és az egyre gyengülő munkaerőpiacra. Előrejelzésében a FED az idénre és jövőre is magasabb növekedést vár, mint korábban, jelezve, hogy Trump vámintézkedései nem fogják annyira vissza az amerikai gazdaságot, mint korábban hitték. Az infláció élénkülésére számít, a munkaerőpiac stabil marad, még ha a munkanélküliségi helyzet rosszabbodik is valamelyest. A döntést követően jöttek ki az inflációs adatok, amelyek valóban az infláció élénkülését mutatják, ugyanakkor a negyedéves revideált GDP-adat éves alapon 3,8%-os bővülést mutat, a háztartások fogyasztása pedig 2,5%-kal nőtt az egy évvel korábbihoz képest. Tehát az amerikai gazdaság erős, lehet, hogy elsietett volt a kamat vágás. A FED előrejelzése a jövőbeli kamatpályáról meglehetősen bizonytalan: az idén még várható – az optimistábbak szerint – két kamatvágás, de jövőre lehet, hogy már csak egy következik. A FED kommunikációja is bizonytalanságot sejtet, az óvatosság megmaradt, ami a piaci szereplőket nyugtalanítja. A 10 éves amerikai államkötvény hozama az utóbbi időszakban 4% környékén mozgott. A FED felfelé módosította az inflációs és GDP előrejelzéseket a 2026-os évre vonatkozóan, ami a hosszú oldali hozamokat megtámasztja.

Az *EKB* júniusi ülésén – az idén immár negyedszer – 25 bázisponttal csökkentette a három irányadó kamatlábat. Az akkori indoklásban az szerepelt, hogy azért csökkentették a kamatokat, hogy megelőzzék a monetáris feltételek indokolatlan szigorodását a globális kereskedelem alakulásával kapcsolatos bizonytalanság közepette. A másik megfontolás az volt, hogy az euró egyre inkább tartalékvalutává vált a dollárral szemben, és a kamatcsökkentés az euró túlzott erősödésének is korlátot kívánt szabni. Azóta nem nyúltak a kamatokhoz, de erősödik a nyomás egy újabb kamatcsökkentés irányába. Az infláció jelenleg nem okoz gondot, május óta a jegybanki célérték körül mozog. Várhatóan az idén még legfeljebb egy kamatcsökkentés lesz. Az államháztartás helyzete a különböző uniós országokban erősen eltérő, egyes országokban az államadósság igen magas. Általában – főleg jövőre – a fiskális lazítás jellemző, hivatkozva a védelmi kiadások szükségének növelésére.



A *Bank of England* az idén három ízben, februárban, májusban és augusztusban 25 bázisponttal csökkentette az alapkamatot, amely most 4,00%-on áll. Szeptemberben változatlan maradt a brit alapkamat, és úgy tűnik, hogy egyelőre átmenetileg vége a kamatvágások időszakának, bár szakértők az idén még további két kamatvágást várnak. Anglia egyszerre küzd a magas adósságállománnyal, az ebből fakadó kényszerű megszorításokkal, a forrongó kötvénypiacokkal, és a még mindig a jegybanki célérték felett mozgó inflációval, amely 3,8%-on beragadt. A gazdasági kilátások egyelőre nyomottak, az infláció alakulása bizonytalan.

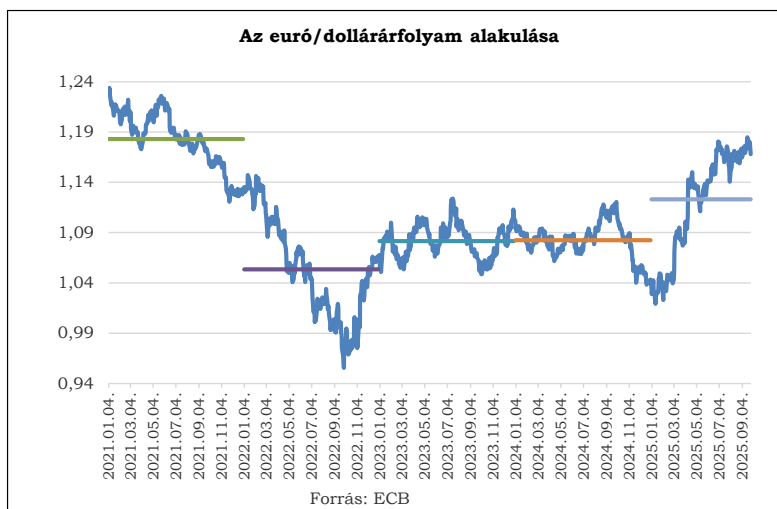
A *svájci jegybank* szeptemberi ülésén 0%-on hagyta az alapkamatot. A döntést indokolta az infláció enyhe emelkedése, amely augusztusban már elérte a 0,2 százalékot. Ez volt az első alkalom hét ülés után, hogy a jegybank nem csökkentette a kamatot, miután 2024 márciusában megkezdte a monetáris lazítást. Ugyanakkor a jegybank figyelmeztetett, hogy Svájc gazdasági kilátásai jelentősen romlottak, mivel Trump vámjai a svájci exportot is sújtják: Trump augusztusban 39%-os vámot vetett ki a svájci exportra.

A *Japán Jegybank* 2025 januárjában emelte meg az irányadó rátát 0,25%-ról 0,5%-ra, ami sokéves csúcsnak számított, azóta változatlanul tartja az alapkamatot. A friss élelmiszerek nélkül számított fogyasztói árindex éves növekedési üteme az utóbbi időben 2,5-3,0 százalék között mozgott, miközben az inflációs várakozások mérsékelten emelkedtek. Ugyanakkor a japán jegybank legfrissebb jelentése szerint a harmadik negyedévben számottevően javult az ázsiai ország feldolgozóiparának hangulata a japán-amerikai kereskedelmi megállapodásnak és a japán exportot sújtó amerikai vámok vártnál kedvezőbb alakulásának köszönhetően, s ez a vállalatok beruházási kedvére is pozitív hatással volt. A reálgazdasági kilátások javulása az infláció elleni küzdelem felé fordíthatja a jegybank figyelmét, így a szakértők szerint októberben már nem kizárt a már régóta belengetett kamatemelés.

A *cseh jegybank* is változatlanul (3,5%-on) hagyta az irányadó kamatot, mivel a cseh korona erős árfolyama ellensúlyozza az inflációt erősítő kockázatokat. A jövőbeli kamatdöntések nyitottak. A *magyar jegybank* is változatlanul hagyta az alapkamatot, amely egy év óta 6,5%-on áll. Az inflációs pálya nagyjából várakozásoknak megfelelően alakul, és bár a forint utóbbi hetekben mutatott erősödése középtávon javíthat az inflációs képen, egyelőre nem indokolt abban bízni, hogy az a korábban vártnál hamarabb stabilizálódna az árak a magyar

gazdaságban.

Tavaly az *euró dollárárfolyama* éves átlagban 1,08 EUR/USD-t tett ki. Az idei éves átlag már 1,12 EUR/USD, tehát nyár óta tovább erősödött az euró. Szeptemberben már 1,17-1,18 EUR/USD körül járt. Korábban az erős dollár mellett szólt, hogy az innováció, a magasabb növekedés és a jobb kamatozású eszközök az USA-ban voltak találhatóak, most Trump által követett politika bizonytalanságot vitt a pénzügyi rendszerbe,



miközben az EU az expanzív fiskális politikával, a gazdaság dinamizálásával kíván jobb befektetési alternatívát nyújtani.

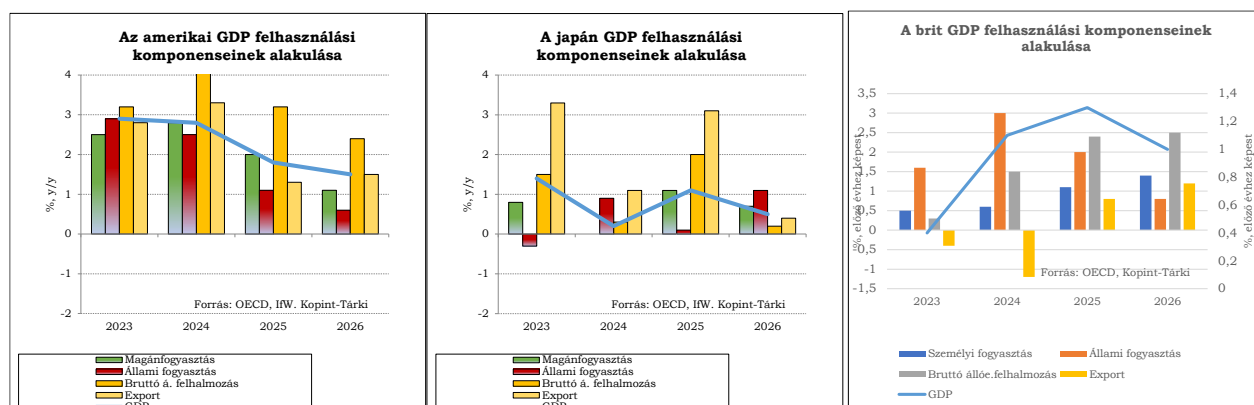
1.5. Az Európai Unió nemzetközi környezete

Az USA-ban az első félévben a konjunkturális trendeket Trump vámpolitikája határozta meg. Az első negyedévben a bizonytalanság még lassulást okozott, a második negyedévben az import élénkülése és a készletek feltöltése volt jellemző. Ez utóbbi ismét lökést adott a növekedésnek. Összességében azonban az első félévben és az év egészében is a tavalyinál lassúbb növekedés várható, még akkor is, ha a lassulás kisebb mértékű lesz a korábban vártnál. A bizonytalan gazdasági kilátások következtében a különösen a magánfogyasztás esett vissza, míg a beruházások az előrehozott beszerzések következtében, az első félévben erőteljesen növekedtek. Az építési beruházások, amelyeket a Biden kormány erősen támogatott, viszont újabb ösztönzők hiányában visszaestek. A második félévben a vámok hatása már jobban érzékelhető lesz, így a beruházások és a termelés terén lassulás várható. Így éves szinten a tavalyi 2,8%-os GDP bővülés után 1,8%-os növekedés várható az idén és 1,5%-os jövőre.

Az inflációs nyomás várhatóan erősödik, különösen, amikor a megemelt vámok hatása az árak alakulásában érződik majd. Így az infláció egyre inkább távolodik az inflációs céltól. Az amerikai munkaerőpiacon szintén kedvezőtlen hatások mutatkoznak, az új állások száma csökken, a munkanélküliség egyelőre csak kis mértékben emelkedett.

Az amerikai fiskális politika expanzív kurzust követ, az év folyamán számos adócsökkentés bevezetésére került sor, ugyanakkor a vámok költségvetési bevételt növelő hatása egyelőre nem érződik. A jelenlegi kormányzati leállás is további bizonytalanságot visz a gazdaságba, így nem csoda, hogy az ISM szolgáltatászektori beszerzésimenedzserindexe a legfrissebb adatok szerint a gazdaság lassulását, a kilátások rosszabbodását jelzi. Az árnyomás továbbra is erős, így egy következő kamatcsökkentés jogossága erősen megkérdőjeleződik.

Japánban a növekedés az év első felében viszonylag robusztusnak bizonyult, amiben az előrehozott exportszállítások jelentős szerepet játszottak. A japán vállalkozások előrehozott szállításokkal igyekeztek elkerülni az USA-ba irányuló export jelentősebb visszaesését, s ez az egész évi növekedésre pozitívan hat. Ugyanakkor a japán vállalatok jelentős árengedmények tettek, különösen az autóalkatrész export terén, így az USA-ba irányuló export nominális értéke alacsonyabb volt, mint az előző év azonos időszakában, míg reálértéken növekedés volt tapasztalható. A II. negyedév végére a korábbi lendület kifulladásra látszik, így az év egészében 1% körüli GDP bővülés várható, az infláció élénkülése mellett.



A brit gazdasági növekedés a II. negyedévben némileg lelassult. A lassulás különösen a beruházásoknál mutatkozott meg. Az év egészét tekintve az állami beruházások

élénkülése lökést adhat a növekedésnek. A brit-amerikai vámmegállapodás is viszonylag kedvezően alakult, ami főleg az autóipar szempontjából fontos, hiszen az eredetileg 27,5%-os vámok 10%-ra mérséklődtek ezen a területen. Az export a tavalyi visszaesés után az idén mérsékeltén nőhet, de az amerikai vámpolitika okozta bizonytalanság következtében nyomott marad. Az import mintegy 2%-os bővülése következtében a nettó export negatív marad. Összességében az idén 1,3%-os GDP bővüléssel lehet számolni, amiben a magas adósságállomány ellenére élénk állami fogyasztás és élénkülő közberuházások – különösen a közlekedési infrastruktúra fejlesztése terén – jelentős szerepet játszanak, míg jövőre 1% vagy kissé afölötti növekedés várható. Az infláció továbbra is a jegybanki célérték fölött mozog: az idén 3,3%, jövőre 2,8% várható. A feszes munkaerőpiac következtében a bérnyomás a prognózisidőszakban is jelentős marad, s ez az inflációt is feljebb nyomhatja.

A kínai gazdaság

Az OECD szakértőinek szeptember végén megjelent jelentésében a kínai GDP növekedési ütemére vonatkozó júniusi előrejelzésüket 2025 vonatkozásában 0,2 és 2026-ot illetően 0,1 százalékponttal megnövelve 4,9, illetve 4,4 százalékosra módosították. Az idén ennél dinamikusabb – 6,7%-os – növekedés a számottevő gazdasági potenciállal rendelkező országok közül csupán Indiában, s ugyancsak 4,9%-os növekedés Indonéziában várható. Ami a tényadatokat illeti, az idei év első két negyedében a kínai GDP 5,4, illetve 5.2%-kal haladta meg az előző év azonos időszakában kimutatott értékét.

A covid járvány óta fékezőleg hat a kínai gazdaság növekedésére a lakosság óvatosság vezérelte magas megtakarítási hajlandósága. Ennek enyhítése és a vállalkozások aktivitásának növelése érdekében a kormány idén a GDP 1,6 százalékanak megfelelő nagyságrendű fiskális ösztönző csomagot vetett be. Várakozásaik szerint az egészségügyi és szociális ellátórendszerek szolgáltatásainak és elérhetőségének kiterjesztése növelni fogja a lakosság létbiztonságba vetett hitét, s mindez ösztönzőleg hat majd a fogyasztási kedvükre is.

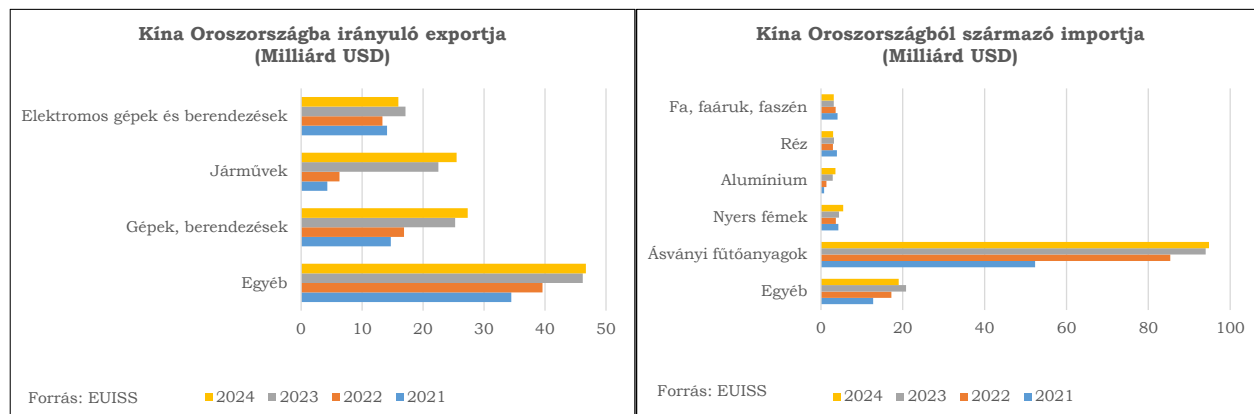
A megfigyelők többsége arra számított, hogy a Trump-adminisztráció által kezdeményezett kereskedelempolitikai intézkedésekből fakadó bizonytalanság komoly visszaesést okoz a kínai gazdaságban, különösen az exportpiacok szűkülése és a kereskedelmi bizalom megrendülése miatt. E várakozások azonban nem igazolódtak be. Külön figyelmet érdemel az export alakulása. Bár az USA-ba irányuló kivitel érezhetően visszaesett – éves összevetésben áprilisban 21%-kal, májusban 34,5%-kal, júniusban pedig 16,1%-kal csökkent –, a kínai export összességében növekedni tudott. Az első félévben a kivitel 5,9%-kal bővült. A külkereskedelmi többlet 34,7%-kal, 586 milliárd dollárra nőtt, ami arra utal, hogy a kínai gazdaság nemcsak ki tudta védeni az amerikai vámintézkedések közvetlen hatásait, hanem a globális kereslet és a piacok átrendeződése nyomán még növelni is tudta exportteljesítményét. A 2025-ös fejlemények arra utalnak, hogy az USA befolyási potenciálja a kínai gazdasági folyamatokra korlátozottabb, mint azt korábban az elemzők zöme feltételezte. Bár a vámok és technológiai szankciók kétségtelenül okoznak zavarokat a kínai gazdaság egyes szektoraiban, ezek az eszközök mindeddig nem bizonyultak elegendőnek a kínai növekedési pálya megtöréséhez vagy a gazdaság destabilizálásához.

Amellett, hogy a protekcionizmus térnyerésétől való félelem az év első felében felgyorsította a szankciók bevezetését megelőzni hivatott kiszállítások és vásárlások ütemét, a külkereskedelem terén tovább erősítette Kínának az ún. globális Déllal való kapcsolatait.

Külön figyelmet érdemel annak vizsgálata, hogy miként alakult Kína Oroszországhoz fűződő viszonya az utóbbi időben. Míg Oroszország esetében a rászorultság a fő motiváció, addig Kína gazdasági előnyök szerzésére törekszik a bilaterális kapcsolataikban. Az egymással való kereskedelem fontosságát tekintve igen nagy a különbség a két ország között. Míg Oroszországnak közel 50%-os részesedésével kimagaslóan a legfontosabb kereskedelmi partnere Kína, addig az utóbbi esetében Oroszország jelentősége, a maga 4-5%-os súlyával marginális, csak az EU, az USA, Dél-Korea, Hongkong, Japán, Tajvan és Vietnam mögött következik a rangsorban.

2021 és 2024 között Kína Oroszországba irányuló exportjának értéke több mint 70%-kal nőtt, s ez a dinamika 2025 első felévére vonatkozó adatok szerint továbbra is fennmaradt. A növekedés leginkább a gépek, berendezések, elektronikai termékek esetében volt markáns, amiben annak volt nagy szerepe, hogy az Ukrajna elleni agresszió következtében Oroszországból kivonult nyugati cégek által gyártott termékeket kínai importtal igyekeztek kiváltani. A legmarkánsabb növekedés a gépjárművek piacán következett be: 2024-ben 971%-kal (!) nagyobb értékben exportáltak gépjárműveket Oroszországba a kínai cégek, mint 2021-ben.

Annak ellenére, hogy a kínai import értéke csak 13 %-kal nőtt 2021 óta, Oroszország továbbra is azon kevés ország közé tartozik, amelyekkel passzív Kína kereskedelmi mérlege. A kínai importban kimagaslóan nagy, 73%-os az ásványi fűtőanyagok részesedése. 2024-ben Kína kőolajfelhasználásának 20%-a származott Oroszországból. Ugyanez az arány a szén esetében 24%-os volt.

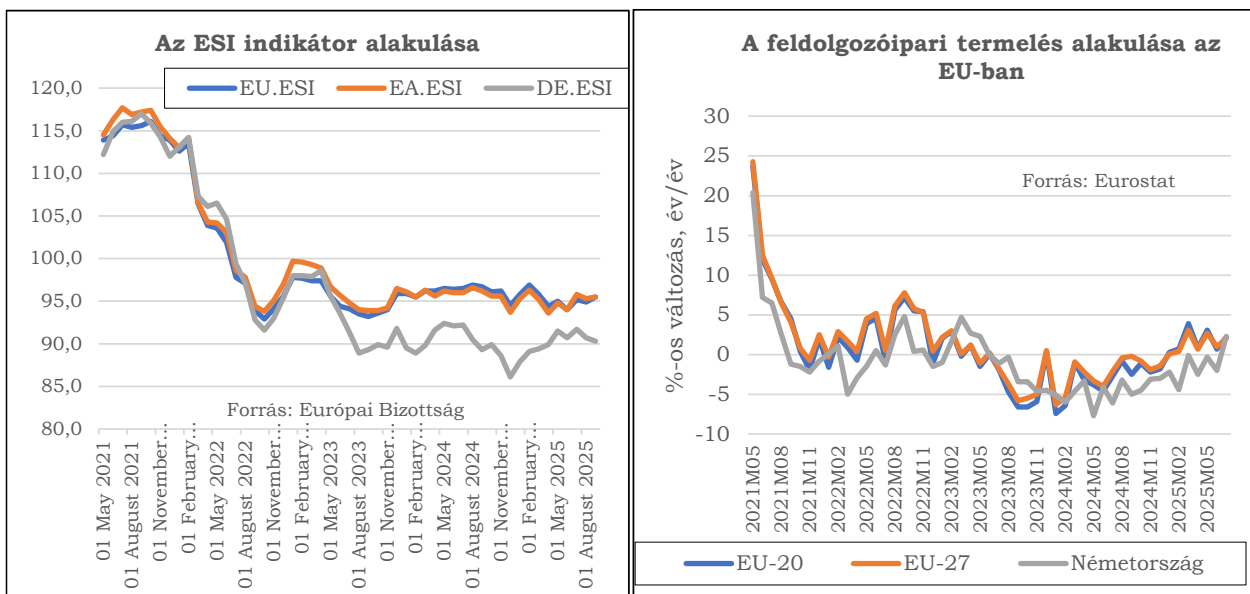


1.6. Az Európai Unió gazdasága

Az euróövezetben továbbra is lassú a növekedés az idén, jelentős bizonytalanság jellemző

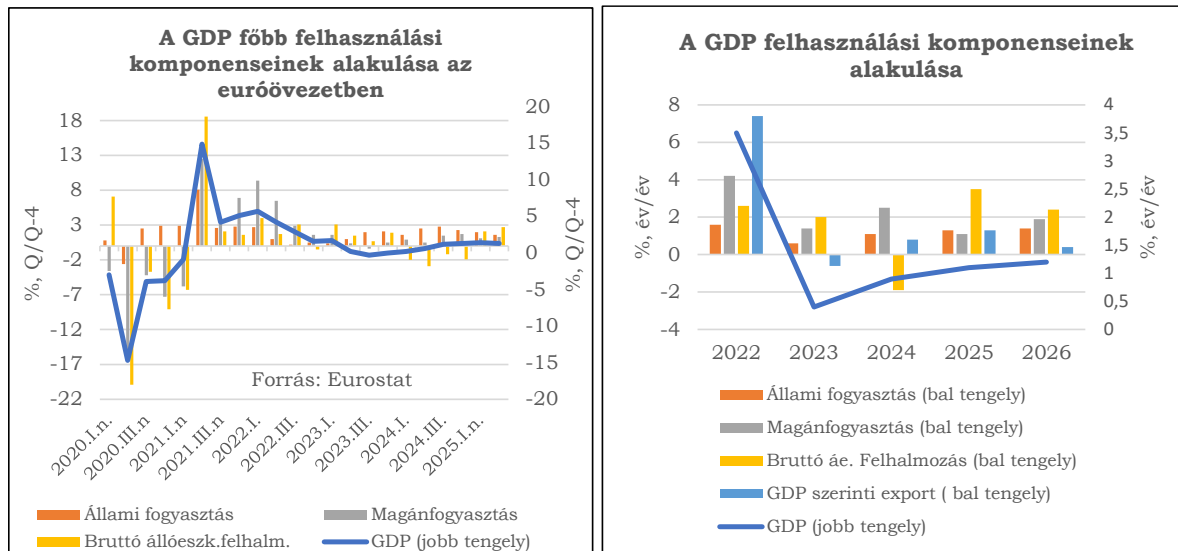
Az euróövezet növekedése a második negyedévben lelassult: a negyedév/negyedév alapú növekedés már csak 0,1% volt az első negyedévi 0,6%-kal szemben. Az előző év azonos időszakához képest 1,3% volt a GDP bővülés. Ebben a lassulásban az is szerepet játszott, hogy az első negyedévben nagyon sok előrehozott szállításra került sor az USA-ba, annak érdekében, hogy még a vámemelések előtt le lehessen tudni a szállításokat, továbbá Írországból a multinacionális cégek élénk tevékenysége is hozzájárult a vártnál kedvezőbb euróövezeti növekedéshez. Az USA-ba irányuló szállítások a második negyedévben is élénkek maradtak. Németországban viszont a növekedés továbbra sem úgy alakul, ahogy remélték, és Franciaországban, Olaszországban, Ausztriában is gondok látszanak. Spanyolországban a növekedés viszont robosztus. Írországból pedig az első negyedévi adatok alapján extrém növekedés várható, ami elsősorban az Írországból letelepedett multinacionális vállalatok exporttevékenységének tudható be. Míg a hazai vállalatok által produkált hozzáadott érték az első negyedévben év/év alapon 1,2%-os növekedést mutatott, addig a külföldi tulajdonú multinacionális vállalatoké 42%-ot. Ez az első negyedévi teljesítmény (év/év alapon 19,9%) az egész évi GDP-t felfelé nyomja.

Szeptemberben a gazdasági hangulat kissé javult az euróövezetben, még ha Németországban továbbra is lefelé mutatnak a hangulatindikátorok. A foglalkoztatási várakozások indikátora azonban romlott. A fogyasztói bizalom ugyan továbbra is negatív tartományban mozog, de kissé javult, a feldolgozóipari mutatószám viszont romlott, annak ellenére, hogy a termelési adatok a nyári hónapokban felfelé mutattak.



A GDP felhasználási komponenseit tekintve a második negyedévben a magánfogyasztás némileg lassult, az állami fogyasztás viszont jelentős mértékben megélénkült. Ami viszont nem jó hír, hogy az első negyedévi dinamikus növekedés után a második negyedévben a beruházások újra lanyhulni kezdtek. Ez jelentős mértékben az autóiparban megmutatkozó problémáknak is betudható. Az építőipar viszont kedvező teljesítményt

mutatott. Az év egészét tekintve az idén a GDP 1% körüli bővülését várjuk, abból indulunk ki, hogy a beruházási tevékenység az elmúlt évinél kedvezőbben alakul, a magánfogyasztás ugyan várhatóan lassabb növekedést produkál majd, mint tavaly, de az állami fogyasztás élénkülhet. Az exportnak az USA-ba irányuló előrehozott szállítások jelentős lökést adtak az idén, az év hátralevő hónapjaiban azonban már bizonytalan a helyzet. Jövőre a jelenlegi előrejelzések alapján egy minimális élénkülés várható az euróövezetben, de tekintve, hogy a globális konjunktúrára vonatkozó prognózisok pesszimisták, s sok a lefelé mutató kockázat, ez az általunk várt trend könnyen megfordulhat.



Országoként jelentős különbségek jellemzők. *Németországban*, ahogy erről egy külön fejezetben írunk, az idén itt inkább a stagnálás jellemző. *Franciaországban*, a dinamikus második negyedév ellenére, inkább a gazdasági lassulás jellemző, amit a folyamatos kormányválság is fokoz. A második negyedévi gazdasági dinamika jelentős készletfelhalmozási folyamatoknak volt köszönhető, míg a GDP felhasználásának egyéb komponensei inkább lefelé mutattak. A francia költségvetés problémáira reagálva, illetve arra a tényre, hogy a gyakran változó francia kormányok szemmel láthatólag képtelenek úrrá lenni a helyzeten, a pénzpiacok a francia állampapírokat jelentős rizikófelárral büntetik. *Olaszországban* a második negyedévben zsugorodott a gazdaság, ami részben azzal is magyarázható, hogy az első negyedévben itt is jelentős mennyiségben került sor az USA-ba irányuló előrehozott szállításokra, így az export dinamikus teljesítményt mutatott. A magánfogyasztás a kedvező munkaerőpiaci helyzet ellenére lanya teljesítményt mutat. Főbb növekedési impulzusok Olaszországban is inkább a készletfelhalmozásból adódnak, illetve a beruházások terén némi mozgolódás tapasztalható. *Spanyolországban* marad a dinamikus növekedés. Itt mind a magánfogyasztás, mind a beruházások jó teljesítményt mutatnak, s az első félévben az export is dinamikusán nőtt.

Az USA-val megkötött *kereskedelmi megállapodás* ugyan terhet jelent az exportőrök számára, de az a tény, hogy megszületett egyfajta megállapodás, ami ráadásul kedvezőbb, mint amilyennek kezdetben látszott, mégis valami kapaszkodót jelent, amivel a termelők számolni tudnak. A 15%-os vámtarifák magasabbak, mint korábban voltak, és az autógyártókat érintő 15%-os tarifák meg csak kiélezi az euróövezet termelőinek már korábban is meglevő versenyhátrányát. Az alumínium- és acéltermékekre, illetve a

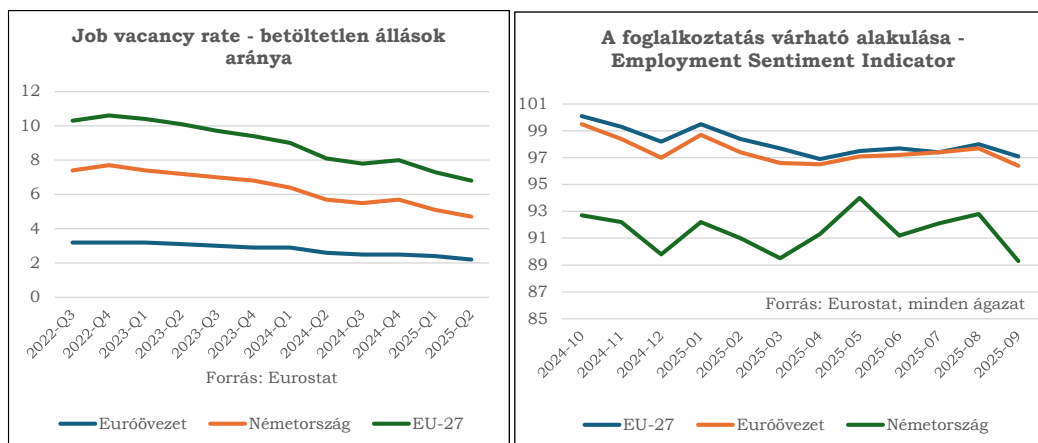
gyógyszeripari termékekre kivetett vámok szintén fájdalmasan érintik a gyártókat. Összességében tehát látszik, hogy az euróövezet idei teljesítményét az amerikai kereskedelmi politika iránya és az általa okozott bizonytalanság alapvetően meghatározza, és egyes ágazatok versenyképességi problémáit még inkább a felszínre hozza.

Egy másik problémás terület a Kínával folytatott kereskedelem. A kínai termékek okozta verseny is egyre erőteljesebb. Az Európai Bizottság jelentősen szigorítaná az acélimport szabályozását, felére csökkentve a kvótákat és 50%-ra emelve a vámokat a kvótán felüli mennyiségekre. Hasonló intézkedések fontolgatnak az alumínium import vonatkozásában is. A kínai autógyártók is egyre erőteljesebben vannak jelen az európai piacon, különösen az elektromos autók vonatkozásában. A megindult piaci átrendeződés megállítása még adminisztratív intézkedésekkel is nehéz lesz.

Az *európai hadikiadások* az idén és az elkövetkező években is erőteljesen megnőnek, ezeknek gazdaságélénkítő hatása egyelőre mérsékelt marad. Az idén márciusban prezentált *ReArm Europe Plan/Readiness 2030* program szerint az elkövetkező években mintegy 800 milliárd eurót költenének hadikiadásokra, uniós forrásokkal is segítenék a tagállamokat, s emellett a fiskális korlátokat is lazítanák átmenetileg, hogy megkönnyítsék a tagállamok számára a hadikiadások bővítésének beépítését a nemzeti költségvetésekbe. Erre azért is van szükség, mivel számos ország jelentős államháztartási problémával küzd, és a felhalmozott államadósság kezelése konszolidációs programokat követelne.

Az *infláció* egyre kisebb problémát jelent. Május óta a jegybanki célértéken mozog, a maginfláció is csökkent, s jelenleg 2,3%-on beállt. Az energiaárindex továbbra is negatív, egyedül az élelmiszerárak magasak, 3% fölött mozogva. A szolgáltatásárak is lassabban emelkednek, ami szintén szerepet játszik az infláció alakulásában: az áprilisi 4% után beálltak 3,2-3,3%-os szinten. Az országok közötti jelentős különbségek azonban megmaradtak.

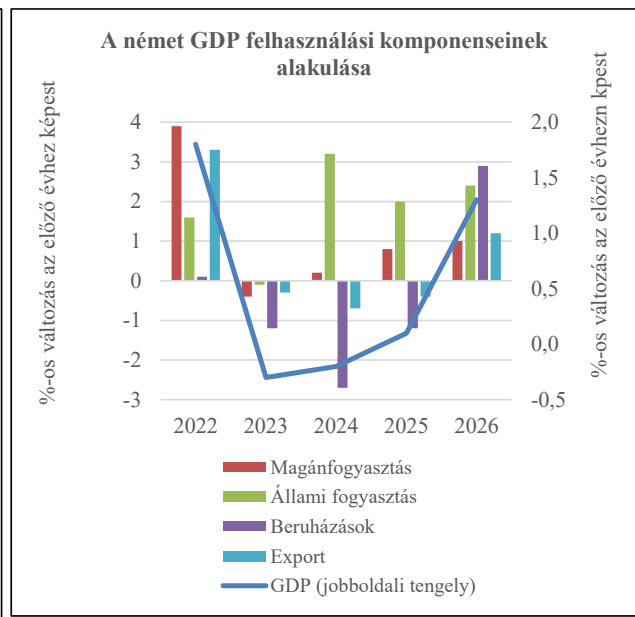
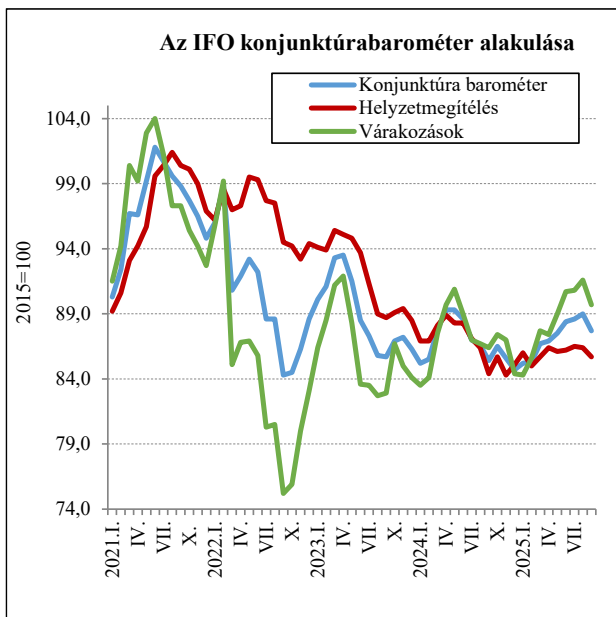
A *munkaerőpiac* továbbra is ellenállónak bizonyul. Ugyan a kínálat terén mutatkozó szűk keresztmetszetek enyhülni látszanak, a foglalkoztatás bővülése lassul, és a bérnyomás is enyhülni látszik a korábbiakhoz képest. A munkanélküliség 6,2-6,3%-on mozog és jövőre is nagyjából ez várható. A betöltetlen állások száma valamelyest csökkent, szintje azonban továbbra is a korábbi éveké fölött mozog.



Németország

Noha az utóbbi időben jó pár index alakulása a német gazdaság stabilizálódásának reményét sejtette, az IFO konjunktúrabarométer szeptemberi számai erre rációfoltak. Mind a várakozások, mind a jelenleg helyzet megítélése romlott, jelezve, hogy a várt élénkülés még mindig nem indult meg a német gazdaságban. Az indikátor különösen a feldolgozóipar és a kereskedelem esetében romlott, de visszaesés volt tapasztalható a szolgáltató szektor és az építőipar esetében is. A meghirdetett 500 milliárd eurós beruházási program még nem indult el, és a kormány megnyilatkozásai, illetve a szakértők ellenvéleménye alapján nem is igazán látszik, hogy mi fog történni. Egy részét a maródi német vasútvonalak korszerűsítésére akarják fordítani, ami azt sejteti, hogy a források egy része a jövő ágazatait szolgáló beruházások helyett, inkább a korábban elmaradt infrastruktúrakarbantartásokat, -fejlesztéseket fogják szolgálni. Így a német gazdaság az idén – jó esetben – stagnálni fog, 0,1%-os GDP bővülés várható, ami jövőre 1% -ra vagy kicsit afölé gyorsul. A stagnálás fő oka strukturális eredetű, az export teljesítménye gyenge, a nemzetközi versenyképesség csökkenését nem sikerült megállítani, a piacvesztés folytatódik. A GDP szintje az idén nagyjából a 2019. évnek felel meg. A GDP felhasználási komponensei közül a legdinamikusabb az állami fogyasztás lesz, míg a magánfogyasztás mintegy 1%-kal bővíthet az idén. A beruházási tevékenység visszaesése az idén sem áll meg, mintegy több mint 1%-kal zsugorodik a bruttó állóeszközfelhalmozás: sem az építési, sem a gépi beruházások nem tudnak erőre kapni. Az export is tovább csökken és a nettó export sem támogatja a gazdasági növekedést. A foglalkoztatás nem igazán élénkül, a munkanélküliség nagyjából változatlan marad. Az energiaárak csökkenése következtében az infláció mérséklődik, és a lanya konjunktúra következtében a bérnyomás sem fokozódik.

A fiskális reform teret engedett egy expanzív fiskális politikának a következő években. Ennek növekedést élénkítő hatásai az idén azonban még nem igazán érződnek. A várakozások szerint 2026-2027-ben már gyorsulhat a német gazdaság növekedése, de a szerkezeti problémák megoldása még időt vesz igénybe.



1.7. Közép-kelet-európai új EU-tagállamok

Idén nyáron az új EU tagállamok átlagos év/év alapú növekedése 2,3% volt, ami nagyjából megegyezik a korábbi negyedévek bővülésével. Észtországban véget ért a több negyedéve tartó recesszió, azonban csupán fél százalékkal bővült a gazdaság annak ellenére, hogy a bázis is nagyon alacsony volt, hiszen egy éve stagnált a gazdaság. A balti ország elsőként szakította meg kereskedelmi kapcsolatait Oroszországgal az ukrajnai támadást követően. Felfüggesztették az energiahordozók importját, valamint számos kereskedelmi kapcsolatot elváltak keleti szomszédjuktól. A kialakult gazdasági válságot az észt kormány prudens gazdaságpolitikai elveinek részbeni feladásával igyekezett kezelni, 3% fölötti államháztartási hiányt generálva, valamint a korábban nem létező államadósság is a GDP arányában 30%-ra emelkedett. Növekedést azonban mégsem sikerült elérni, mivel az exportpiacok szűkülése mellett a háztartások fogyasztása is visszaesett. Ez utóbbi nem kis részben éppen azért történt, mert az észt kormány az energiaárak emelkedését részben ráterhelte a fogyasztókra. Ezzel erősen fékezte a növekedést, amivel párhuzamosan a magyarhoz hasonló mértékű inflációt okozott. A stagfláció eredményeképpen a munkanélküliségi ráta emelkedni kezdett és idén 7% körüli szinten tetőzik. Az észt gazdasági szereplők jelenleg egyedül abban bíznak, hogy az exportpiacokon (főként Finnország és Svédország) beindul a növekedés, ami majd pótolja a kiesett magánfogyasztást. A balti ország számára kedvező, hogy nemrég állt üzembe Európa első és ez idáig egyetlen ritkaföldfém-mágnes gyára Észtországban, ami tervek szerint nagyobb tételben lesz képes ellátni az elektromos járművekre átálló európai járműipari szereplőket.

Csehországnak idén sikerült szintén több negyedévig tartó stagnálásból, recesszióból újra növekedési pályára állítani a gazdaságot, amiben nagy szerepe volt az EU RRP forrásainak, amit a cseh kormány igyekezett a lehető legnagyobb mértékben kihasználni. A reálbérek újra emelkedésnek indultak, amit erős fellendülés követett a magánfogyasztásban. Idén eddig 6-7%-os nominális béremelkedés jellemző Csehországban, amihez egy dezinflációs folyamat párosul (augusztusig 2,5%), ez pedig a második negyedévben 3% feletti magánfogyasztást eredményezett. A beruházások egyelőre nem járulnak hozzá a növekedéshez, ám várakozások szerint az év hátralévő részében már itt is enyhe növekedés lesz tapasztalható különösen, ha az uniós támogatásokból létrejövő nagyobb infrastrukturális fejlesztések beindulnak. A várakozások szerint a német gazdaság is képes lesz pozitív impulzusokat közvetíteni Csehország felé, bár erre inkább jövőre van reális kilátás. A cseh jegybank jelenleg 3,5%-os alapkamatot tart fenn, tehát még van némi tér a lazításra, különösen, ha a kedvező inflációs folyamatok jövőre is kitartanak. Ugyanakkor az erős magánfogyasztás inflációgeneráló hatása mindennek elejét veheti.

A lengyel gazdaság a második negyedévben 3%-kal bővült, ami azt jelenti, hogy a 2,3%-os régiós növekedéshez mintegy 1,1 százalékponttal járult hozzá. Annak ellenére, hogy ez az EU egyik legimpozánsabb bővülése, a GDP komponensek között komoly egyenlőtlenségek mutatkoznak. A magánfogyasztás közel 4%-kal növekedett, és ez várhatóan kitart az év végéig. Itt is elsősorban az EU-s források felhasználásának hatását látjuk, mivel az ország exportpiacai csak lassan térnek magukhoz, és a nettó export jelenleg negatívan járul hozzá a növekedéshez, ám ennek fokozatos javulására számítunk jövőre. A beruházások egy negatív spirálban vannak és csupán a bázishatás miatt stagnálnak, azonban valószínűleg nyáron elérték a mélypontot és egy pozitív trend-

forduló látszik kirajzolódni. A 3%-os növekedéshez mindeközben a készletfelhalmozás 1 százalékponttal járult hozzá, ami kissé ellensúlyozta a nettó export és a beruházások negatív hozzájárulását a növekedéshez. Az infláció is csillapodik, augusztusig 3,5% volt, további jelentős mérséklődés azonban aligha várható, mivel exogén nyomás van az árakon, elsősorban az élelmiszerek felől és a magánfogyasztás bővülése is inkább arra felé mutat. Így nem valószínű, hogy az infláció mérséklődne Lengyelországban. A javuló növekedési kilátások ellen hat, hogy a GDP arányos államháztartási egyenleg 7%-os deficitet mutat, és mivel választások felé közeledik az ország, ezért komolyabb kiigazításra nem is lehet számítani. Egy gyengülő árfolyamon keresztül mindez közepesen erős inflációs nyomást gyakorol a gazdaságra, ezért stabil külső körülmények kellenek, hogy a lengyel gazdaság megmaradhasson ezen a növekedési pályán.

Lengyelország számára *Románia* lehet intő példa. A korábbi években a román gazdaság rendre felülteljesítette a várakozásokat és jóval a potenciális növekedés felett bővült. Bár a termelékenység is javult, a háttérben sokkal inkább az extenzív fiskális politika húzódott meg, ami 2024-ben már a GDP 9%-át kitevő államháztartási deficithez vezetett. A választások után a bukaresti kormánynak keserű kiigazító intézkedésekbe kellett belefogni, és fel kellett adnia a fiskális stimulusok és a magánfogyasztás erőteljes bővülésén alapuló növekedési stratégiáját. Az új kormányzat olyan tabunak számító intézkedéseket hozott, mint például az ÁFA-kulcsok, a jövedéki adók, illetve a szociális hozzájárulások emelése. Belekezdtek a nyugdíjrendszer egy kisebb reformjába (az általános korhatárt 65 évre emelték), további kiadáscsökkentő intézkedéseket foganatosítottak, ami erőteljes létszámleépítést is jelent az állami szférában. A hatás nem maradt el, a magánfogyasztás és a beruházások is stagnálnak, miközben a nettó export a kedvezőtlen külső körülmények miatt negatívan járult hozzá a növekedéshez. A román gazdaság bővülése a második negyedévben 2%-ra lassult, ami egyébként csak a korábbi évekhez képest alacsony. Aggasztó azonban, hogy az infláció az adóemelések következtében 6%-ra gyorsult, két tűz közé szorítva a román nemzeti bankot. A jelenlegi 6,5%-os alapkamaton azonban valószínűleg nem szigorítanak már, a monetáris tanács jelzései arra engednek következtetni, hogy hagyják kifutni az árváltozások hatásait. Mindez egyébként nem lenne kirívó eset Romániában, a 2010-es évek második felében hasonló folyamatok zajlottak le.

2026 január 1-től *Bulgária* is bevezeti az eurót. A bolgár gazdaság hosszú utat tett meg idáig, amely során sokszor önmagát gáncsolta saját intézményi hátterén keresztül (korrupció, közpénzek nem hatékony felhasználása), de a pandémia is hátráltatta a bevezetést. Jelenleg azonban kiegyensúlyozott növekedési pályát látunk, a közép-kelet európai térség leggyorsabb második negyedéves növekedését érte el, mintegy 3,4%-ot év/év alapon. A bővülést a magánfogyasztás húzza, ami nyáron 9,4%-kal növekedett, és minden bizonnyal az év végéig ki fog tartani. A háztartások készülnek az euró bevezetésére, és jelentősen megnövekedett a fogyasztási és jelzáloghitelek iránti kereslet, mivel a hitelek egy részét már eleve euróban lehet felvenni jóval alacsonyabb kamatozás mellett, illetve a még bolgár levában kiadott hitelek is át lesznek konvertálva egy kedvezőbb konstrukcióra. Emellett a lakosság felhalmozásba is belekezdett, mivel a közös pénznem bevezetésének kilátására az inflációs várakozások megemelkedtek. Persze mindez tovább fűtötte az inflációt, azonban augusztusig, az év eleji alacsony bázis miatt, csupán 3% körüli drágulás volt tapasztalható. A bolgár kormány is haszonélvezője a Helyreállítási Alapból (RRF) történő támogatásoknak, s a források lehívását felgyorsították az utóbbi időben, és így akár a keret 90%-át is fel tudják majd használni. Az

euró zónába való belépés stabil makrogazdasági egyensúlyt követel meg, amit Bulgária most teljesít, hiszen az euró bevezetése egy konszenzusos nemzeti cél volt, azonban erősen kérdéses, hogy a gyenge és félrehajlásokra hajlamos intézményrendszer vajon képes lesz-e megbirkózni a kihívásokkal.

Összességében kijelenthető, hogy a közép-kelet európai tagállamok többsége sikerrel állította növekedési pályára a gazdaságát, így egy stabil időszak állhat előttünk, amiben ugyan megtalálhatók negatív kockázatok is (háború folytatódása, nyersanyagpiaci sokkok), azonban az éledező nyugat-európai gazdaság által szolgáltatott impulzusok ezt valamelyest ellensúlyozhatják. Az inflációs nyomás enyhült, de nem múlt el, erre mindenképpen tekintettel kell lennie a kormányoknak és a jegybankoknak, azonban jövőre lehetőség lesz arra is, hogy belekezdjenek a szükséges fiskális kiigazításokba, amit várhatóan gazdasági növekedés mellett tehetnek meg.

I/1. sz. táblázat

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	0,6	0,9
Olaszország	12,3	0,4	-8,9	8,9	4,8	0,7	0,7	0,7	0,9
Hollandia	6,1	2,3	-3,9	6,3	5,0	0,1	1,1	1,2	1,1
Belgium	3,4	2,4	-4,8	6,2	4,2	1,3	1,0	0,8	0,7
Luxemburg	0,5	2,9	-0,9	7,2	1,4	-1,1	1,0	1,7	2,0
Írország	3,0	5,0	7,2	16,3	8,6	-5,5	1,2	9,0	1,5
Görögország	1,3	2,3	-9,2	8,7	5,7	2,3	2,3	2,3	2,2
Spanyolország	8,6	2,0	-10,9	6,7	6,2	2,7	3,2	2,4	2,0
Portugália	1,6	2,7	-8,2	5,6	7,0	2,6	1,9	1,7	2,2
Ausztria	2,8	1,8	-6,3	4,8	5,3	-1,0	-1,0	0,3	1,0
Finnország	1,6	1,3	-2,5	2,7	0,8	-0,9	-0,1	1,0	1,3
Észtország	0,2	3,7	-2,9	7,2	0,1	-3,0	-0,3	1,5	2,5
Szlovákia	0,7	2,3	-2,6	5,7	0,4	2,2	2,1	1,2	1,5
Szlovénia	0,4	3,5	-4,1	8,4	2,7	2,1	1,6	1,0	2,4
Ciprus	0,2	5,9	-3,2	11,4	7,4	2,8	3,4	3,0	2,5
Málta	0,1	4,1	-3,4	13,3	4,3	6,8	5,9	4,0	4,4
Lettország	0,2	0,7	-3,5	6,9	1,8	2,9	-0,4	1,5	2,0
Litvánia	0,4	4,7	0,0	6,4	2,5	0,3	2,8	3,0	2,8
Horvátország	0,4	3,1	-8,3	12,6	7,3	3,3	3,9	2,8	2,5
Euró-zóna	84,7	1,6	-6,0	6,3	3,5	0,4	0,9	1,1	1,2
Dánia	2,2	1,7	-1,8	7,4	1,5	2,5	3,5	3,6	2,0
Svédország	3,2	2,5	-2,0	5,9	1,5	-0,1	1,0	1,1	1,9
Magyarország	1,2	5,1	-4,3	7,1	4,3	-0,9	0,5	0,4	2,5
Csehország	1,8	3,6	-5,3	4,0	2,8	-0,1	1,1	2,1	2,2
Lengyelország	4,4	4,6	-2,0	6,9	5,3	0,2	2,9	3,1	3,2
Románia	1,9	3,9	-3,7	5,5	4,0	2,4	0,8	1,4	1,9
Bulgária	0,6	3,8	-3,2	7,8	4,0	1,9	2,8	2,7	2,7
EU-14	87,5	-5,8	-5,7	6,4	3,5	0,4	0,9	1,1	1,2
Új EU-13	12,5	4,0	-3,3	6,6	4,1	0,8	1,9	2,2	2,6
EU-27	100	1,9	-5,6	6,3	3,5	0,4	1,0	1,3	1,4
Emlékeztető tételek									
USA		2,3	-2,2	5,8	2,5	2,9	2,8	1,8	1,5
Japán		-0,4							
Egyesült Királyság		1,6	-4,3	2,6	0,9	1,4	0,2	1,1	0,5
Kína		6,0	-11,0	8,7	4,8	0,4	1,1	1,3	1,0
Oroszország		2,0	2,0	8,4	3,0	5,2	5,0	4,9	4,4
Délkelet-Európa									
Szerbia		4,3	-3,0	5,6	-1,2	3,6	4,1	1,0	0,7
Törökország		0,8	-0,9	6,7	3,0	1,9	3,9	4,2	4,3
		0,8	1,8	9,0	2,0	3,5	3,0	3,2	4,0

* A Kopint-Tárki előrejelzése.

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

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

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

I/2. sz. táblázat

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	2,1	1,8
Franciaország	16,7	1,3	0,5	2,1	5,9	5,7	2,3	1,0	1,2
Olaszország	14,2	0,6	-0,1	1,9	8,7	5,9	1,1	1,8	1,8
Hollandia	5,1	2,7	1,1	2,8	11,6	4,1	3,2	3,2	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	2,0	1,9
Írország	1,6	0,9	-0,5	2,4	8,1	5,2	1,3	1,8	1,4
Görögország	1,7	0,5	-1,3	0,6	9,3	4,2	3,0	2,8	2,1
Spanyolország	9,2	0,8	-0,3	3,0	8,3	3,4	2,9	2,2	2,1
Portugália	1,9	0,3	-0,1	0,9	8,1	5,3	2,7	1,9	2,1
Ausztria	2,7	1,5	1,4	2,8	8,6	7,7	2,9	2,9	2,2
Finnország	1,6	1,1	0,4	2,1	7,2	4,3	1,0	1,8	1,6
Észtország	0,2	2,3	-0,6	4,5	19,4	9,1	3,5	5,0	3,2
Szlovákia	0,8	2,8	2,0	2,8	12,1	11,0	3,0	4,0	3,6
Szlovénia	0,4	1,7	-0,3	2,0	9,3	7,2	2,0	2,5	2,5
Ciprus	0,2	0,5	-1,1	2,3	8,1	3,9	2,1	1,0	1,7
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	3,5	2,5
Litvánia	0,5	2,2	1,1	4,6	18,9	8,7	0,8	3,5	2,5
Horvátország	0,5	0,8	0,0	2,7	10,7	8,4	4,1	4,5	3,4
Euróóóna	84,4	1,2	0,3	2,6	8,4	5,4	2,4	2,0	1,8
Dánia	1,9	0,7	0,3	1,9	8,5	3,4	1,3	1,7	1,5
Svédország	2,7	1,7	0,7	2,7	8,1	5,9	2,0	2,2	1,6
Magyarország	1,1	3,4	3,4	5,2	15,3	17,6	3,7	4,7	3,9
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	4,4	3,0
Románia	2,3	3,9	2,3	4,1	12,0	9,7	5,7	7,0	6,5
Bulgária	0,6	2,5	1,2	2,8	13,0	8,6	2,4	4,3	3,5
EU-14	86,5	1,3	0,4	2,6	7,8	5,3	2,3	2,0	1,8
Új EU-13	13,5	2,7	2,7	4,4	13,9	10,8	3,5	4,5	3,6
EU-27	100,0	1,4	0,7	2,9	9,2	6,4	2,5	2,3	2,0
Emlékeztető tételek^a									
USA		1,8	1,4	4,7	6,6	3,8	2,5	2,7	3,0
Japán		0,5	0,0	-0,3	2,5	3,3	2,7	3,1	2,1
Egyesült Királyság		1,8	0,8	2,6	9,1	7,3	2,5	3,3	2,6
Kína		2,9	2,5	0,8	1,9	0,3	0,2	-0,2	0,3
Oroszország ^b		4,5	2,6	5,9	13,8	5,9	8,4	8,5	8,0
Délkelet-Európa									
Szerbia		1,9	1,7	3,6	8,5	12,6	4,7	3,7	3,5
Törökország		15,2	12,3	17,8	63,0	55,4	59,8	30,8	17,8

a Nem harmonizált árindexek

b December/december

* A Kopint-Tárki előrejelzése

EU-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 tagországaiban

(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	3,4	3,4
Franciaország	14,2	8,4	8,0	7,9	7,3	7,3	7,4	7,9	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	3,7	3,8	4,0
Belgium	2,4	5,4	6,4	6,3	5,6	5,6	5,7	6,3	5,9
Luxemburg	0,2	5,6	5,8	5,5	4,7	5,0	6,3	6,6	6,4
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	10,1	9,5	8,9
Spanyolország	11,0	14,1	15,2	14,8	13,1	12,0	11,4	10,6	10,0
Portugália	2,4	6,5	6,7	6,6	5,9	6,5	6,5	6,3	6,0
Ausztria	2,2	4,5	6,4	6,2	4,6	6,4	7,0	5,3	5,2
Finnország	1,3	6,4	7,7	7,7	6,7	7,0	8,4	8,6	8,3
Észtország	0,3	4,4	6,8	6,2	6,1	7,0	7,5	7,6	7,3
Szlovákia	1,3	5,8	6,8	6,8	6,3	5,7	5,5	5,3	5,3
Szlovénia	0,5	4,5	4,6	4,8	4,1	3,6	3,5	3,7	3,8
Ciprus	0,2	7,1	7,5	7,5	7,2	6,4	4,9	4,7	4,6
Málta	0,1	3,6	4,0	3,5	3,2	2,7	3,2	3,1	3,1
Lettország	0,5	6,3	7,3	7,6	7,1	6,8	6,7	6,8	6,6
Litvánia	0,7	6,3	7,1	7,1	6,0	6,8	7,5	6,8	6,6
Horvátország	0,9	6,6	6,7	7,7	6,3	6,5	5,1	4,6	4,5
Eurózóna^c	77,7	7,6	8,0	7,7	6,7	6,5	6,4	6,3	6,2
Dánia	1,4	5,0	5,3	5,1	4,2	4,8	6,2	6,2	6,3
Svédország	2,6	6,8	8,9	8,8	7,4	7,4	8,4	8,7	8,4
Magyarország	2,3	3,3	4,1	4,1	3,7	4,1	4,6	4,5	4,4
Csehország	2,5	2,0	2,7	2,8	2,7	2,4	2,6	2,6	2,6
Lengyelország	8,0	3,3	3,3	3,4	2,7	3,0	2,9	2,8	2,8
Románia	3,9	3,9	5,0	5,6	5,4	5,4	5,5	5,3	5,2
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	6,3
Új EU-13	22,8	4,1	4,4	4,6	4,1	4,1	4,2	4,0	4,0
EU-27	100,0	6,8	7,2	7,1	6,1	6,0	6,0	5,9	5,7
Emlékeztető tételek^a									
USA		3,7	8,1	5,4	3,6	3,6	4,0	4,3	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	4,3	4,5	4,3
Kína ^b		3,8	3,6	4,0	4,2	4,2	5,2	5,0	5,0
Oroszország ^d		4,6	6,0	5,9	3,9	4,5	4,9	5,9	5,9
Délkelet-Európa									
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 („rég”) EU-tagországok

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

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

II. Magyar gazdaság

Az idén a magyar gazdaság a második negyedévben is stagnálásközeli állapotban maradt – a 0,1%-os év/éves GDP-növekedési ütem akkor sem túlságosan biztató, ha a szezonálisan kiigazított éves növekedési ütem ennél kicsivel nagyobb, 0,3%-os volt, és ha a viszonylag kedvezőtlenül alakult *első negyedévhez képest* a (szezonálisan kiigazított) GDP 0,5%-kal volt magasabb.

A *felhasználási oldalon* a növekedés elsődleges húzóereje továbbra is a magánfogyasztás. A **háztartások fogyasztási kiadásának** dinamikája ugyan számottevően lassult a *reálkereset-emelkedés* lefékeződése nyomán (ez utóbbi betudható egyebek mellett az alacsonyabb minimálbér- és bérminimum-emelésnek, illetőleg a magasabb inflációnak), sőt, az utóbbi 4% fölé gyorsulása fényében a vásárolt fogyasztás 3,5%-os (és a háztartások *tényleges fogyasztásának* 3,1%-os) bővülése viszonylag szerénynek tűnhet. Ám a szektorszámlák adatai alapján a háztartások *hozzáférhető* jövedelme csak kb. 1%-kal nőtt (a továbbra is csökkenő tulajdonosi jövedelmek lehúzó hatása miatt), és ehhez képest már aránylag élénknek mutatkozik a fogyasztási kedv. Ugyanakkor ez nem változtat azon, hogy a tavalyinál lassabb kereset- és jövedelemnövekedés miatt a fogyasztási kiadások dinamikája több mint 2%-ponttal alacsonyabb az idén, mint 2024-ben, vagyis e komponens növekedési hozzájárulása is szerényebb.

Ezzel együtt, pusztán a fogyasztásbővülés alapján ennél sokkal gyorsabb GDP-növekedésre is lehetőség lett volna, csak hogy a felhasználási oldal felhalmozási komponenseinek negatív növekedési hozzájárulása ezt lehetetlenné tette. Azon túl, hogy a *készletváltozás* az első negyedévi pozitív hozzájárulás után a második negyedévben lefelé húzta a növekedést, a **bruttó állóeszköz-felhalmozás** visszaesése még mindig folytatódott, még hozzá év/éves alapon és az előző negyedévhez viszonyítva egyaránt. A vállalati szektor továbbra is csak néhány területen lát okot a visszafogott beruházási aktivitás növelésére – noha viszonylagosan kedvező, hogy a *feldolgozóipari beruházások* esése jelentősen mérséklődött – ezenfelül az állami beruházások is tovább csökkentek.

A fentiek együttes hatására a felhalmozási komponensek együttesen szinte lenullázták a fogyasztási komponensek nem megvetendő növekedési hozzájárulását, és a teljes **belföldi felhasználás** a második negyedévben mindössze 0,3%-kal nőtt. *Tehát a hazai kereslet még mindig féloldalas bővülése még annyira sem tudta támogatni a növekedést, mint az első negyedévben.* Mindez csak azért nem vezetett a GDP csökkenéséhez, mert közben a **nettó export** növekedést lehúzó hatása *nagymértékben mérséklődött.* Ez azonban nem az áru-külkereskedelem bármiféle pozitív fordulatának az eredménye: az áruexport csökkenésének üteme csak enyhén mérséklődött, miközben az áruexport és -import dinamikája közti negatív olló számottevő maradt. A szolgáltatás-külkereskedelem mérlege azonban javult, egyebek mellett a turisztikai export jó növekedési ütemének, illetve az üzleti szolgáltatásexport csökkenésének jelentős enyhülése következtében. A fentiek nem adnak szilárd támpontot arra nézve, hogy várhatjuk-e a külkereskedelmi növekedési hozzájárulásának további kedvező irányú elmozdulását az év második felében.

A *termelési oldalon* új fejlemény, hogy a második negyedévben a szolgáltatások mellett az építőipar is nőni tudott – habár ez utóbbi hatása az össznövekedésre mérsékelte, és egyelőre nem világos, mennyire szilárd ez az új növekedés a továbbra is létező fiskális korlátok, valamint annak fényében, hogy az ágazati szereplők csak a lakásépítés területén várnak érdemi pezsgést, azt is inkább jövőre. Az időjárás-sújtotta

mezőgazdaság mellett az ipari hozzáadott érték továbbra is hanyatlik. Az ipari tevékenység keretfeltételei nemigen változtak, a nemzetközi keresleti viszonyok továbbra is alapvetően kedvezőtlenek, még ha az USA-EU vámmegállapodás nyomán pillanatnyilag a bizonytalanságok valamelyest mérséklődni látszanak.

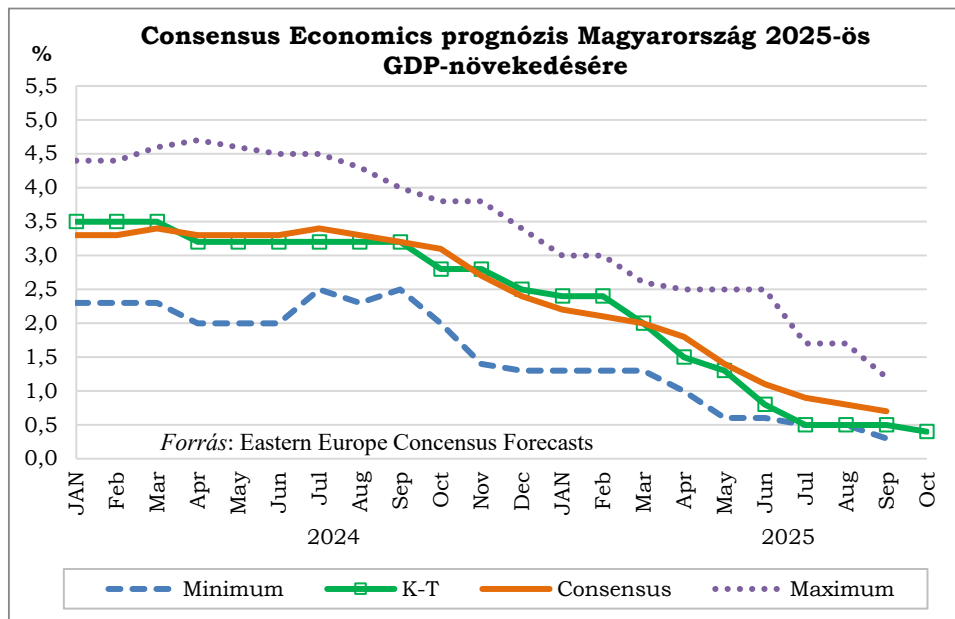
A **szolgáltatások** esetében a bővülő – és kissé gyorsuló – fogyasztási kereslet továbbra is felettebb visszafogott növekedést generál – 1,4% az első negyedévi 1% után. A szállítási ágazatban mért enyhe csökkenés és az ingatlanágazat gyenge dinamikája fogja vissza leginkább a szolgáltatások bővülését.

Az **idei év fennmaradó részére** vonatkozó kilátásokat illetően főleg két tényező eredményezheti a gazdaság kismértékű gyorsulását. Egyrészt némileg tovább élénkülhet a fogyasztás üteme a családi adókedvezmény növelése és a háromgyerekes anyák adómentessége nyomán, illetőleg a nyugdíjasoknak adott élelmiszerutalványok, illetőleg a novemberi nyugdíjkiegészítés is egyszeri lökést adhat a fogyasztásnak. Másrészt a beruházások visszaesése szerencsés esetben akár a stagnálás közelébe is lassulhat az év végére. Ez utóbbi azonban *felettebb bizonytalan*, mivel – a roppantul alacsony bázison túlmenően – nemigen látszik az a pozitív impulzus, ami a beruházási kedvnek lökést adna. Ami a *külső keresletet* illeti, e téren csak nagyon csekély javulásra számítunk – a világgazdasági kilátások nem javultak egyértelműen. Ezzel együtt az év végére az export minimális növekedésbe fordulhat – amihez hozzájárulhat a BMW-gyár üzembe helyezése – de ez egyben az importnak is kisebb lökést adhat.

GDP volumen előrejelzés 2025 október

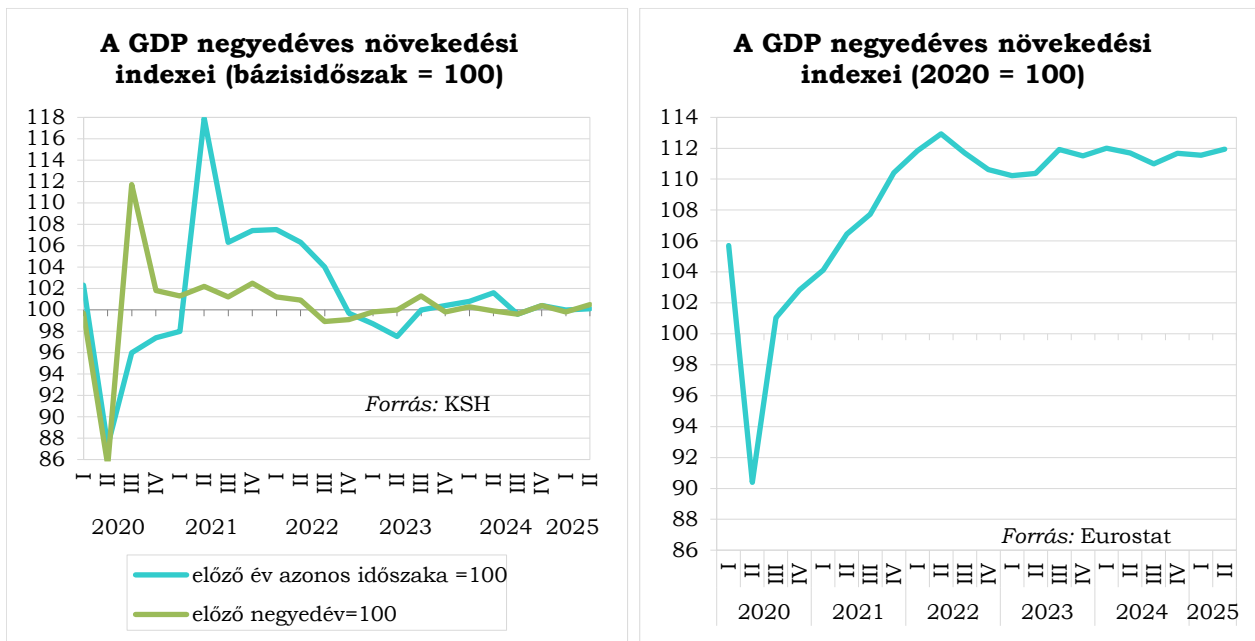


A fentiek alapján tehát a beruházások esésének lelassulása és a magánfogyasztás élénkülése lehetővé teszi majd a belföldi felhasználás és a GDP kismértékű gyorsulását az első félév átlagához képest, ám a nettó export növekedési hozzájárulása várhatóan továbbra is negatív marad. Összességében az idei év átlagában csak szimbolikus, **0,4%-os GDP-növekedéssel számolunk 2025-ben**, amit jó esetben gyorsulás követ a jövő évben. Ez az előrejelzés jelenleg valamivel pesszimistább a **Consensus Economics** 2025-re vonatkozó előrejelzői átlagánál.



2.1. A GDP és komponensei

A 2025 első negyedében mért stagnálást a második negyedében a GDP év/éves alapon mindössze 0,1%-os volumennövekedése követte. A *szezonálisan és naptár-hatással kiigazított* növekedési ütem 0,3%-os volt éves összevetésben. Az előző negyedévhez képest a GDP volumene 0,5%-kal bővült. Összességében **2025 első félévében** a magyar gazdasági teljesítmény 0,1%-kal nőtt, tehát gyakorlatilag szinten maradt. Ahogy azt a jobb oldali – fixbázisú – ábra mutatja, a GDP lényegében 2023 második fele óta nagyjából egyhelyben vesztegel.



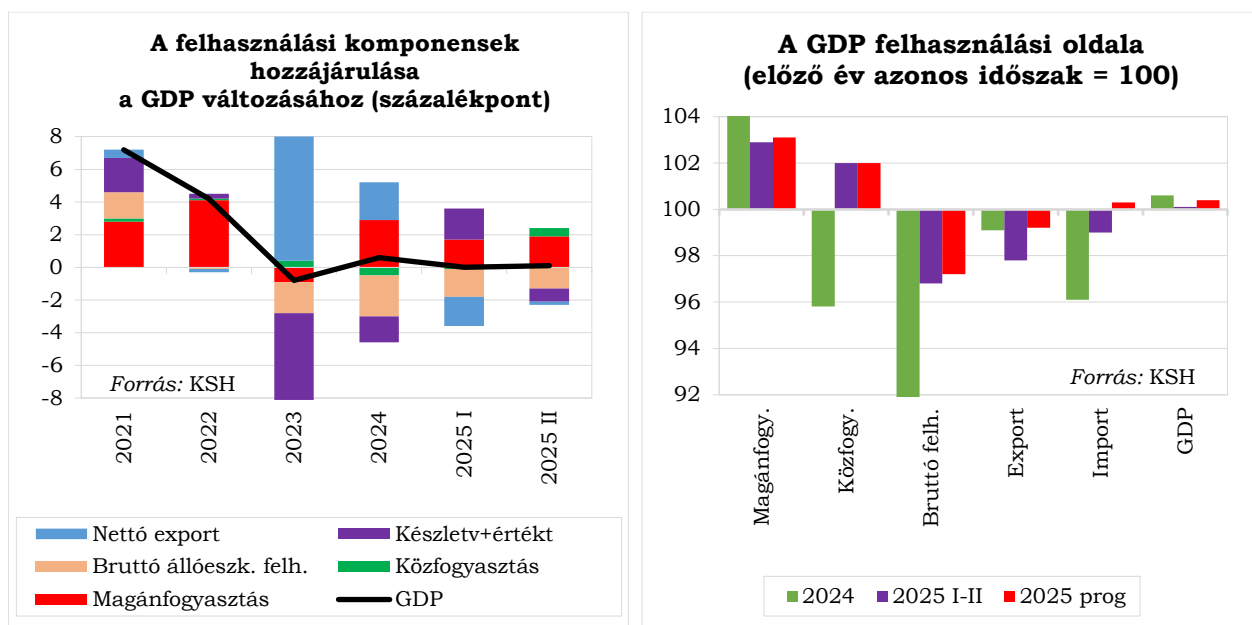
A **felhasználási oldalon** a **belföldi felhasználás** növekedési üteme majdnem stagnálásig (0,3%-ra) lassult a második negyedévben – igaz, ez egyetlen komponensnek, a készletváltozásnál végbement újabb negatív fordulatnak volt betudható. Közben némileg (3,1%-ra) gyorsult a magánfogyasztás, illetőleg 6% alá lassult az állóeszköz-felhalmozás visszaesésének mértéke – ami a legutóbb hat negyedévben a „legkedvezőbb” növekedési szám volt az állóeszköz-beruházásoknál. Másfelől a **nettó export** első évben tetemes negatív növekedési hozzájárulása a második negyedévben töredékére, 0,2%-pontra mérséklődött.

A belföldi felhasználás legnagyobb komponensénél, a **háztartások fogyasztási kiadásainál** gyorsulást mért a KSH (az első negyedévi 3,1%-ról 3,5%-ra emelkedett a növekedési index). Megjegyzendő, hogy a revideált 2024. évi növekedési indexekhez az idei első két negyedév markáns lassulást hozott. Ez annyiban érthető, hogy a reálkeresetek dinamikája is erőteljesen lefékeződött az idén a tavalyi évhez képest. Vagyis a háztartások fogyasztói viselkedése azonnal igazodott a változó jövedelmi dinamikához. Az állam által nyújtott természetbeni juttatások volumenének jóval szerényebb bővüléséből adódó lehúzó hatás miatt a **háztartások tényleges fogyasztása még a második negyedévben is csak 3,1%-os volt**.

Emellett a belföldi felhasználás másik zászlóshajója, a **bruttó állóeszköz-felhalmozás** csökkenésének üteme mérséklődött ugyan, de korántsem látványosan, és a második negyedévben is meghaladta a 5%-ot. Mind a vállalati, mind pedig a költségvetési szektor beruházásai továbbra is csökkentek, a korábbinál valamivel lassabb ütemben. A fő ok

ezúttal nem a feldolgozóipari beruházások folytatódó, de lassuló esése volt, hanem a hektikusan ingadozó dinamikájú ingatlanberuházások második negyedévi bezuhanása. Az exportorientált szektor változatlanul erősen korlátos külső kereslettel szembesül, az állami beruházásokat fékezik a fiskális korlátok, valamint a befejezett lakásépítések visszaesése is hozzájárul a beruházások folytatódó mélyrepüléséhez. Már említettük, hogy a második negyedévben a készletváltozás növekedési hatása ismét negatívra változott, így a *bruttó felhalmozás* negatív növekedési hozzájárulása nagyrészt kinettózta az érdemi fogyasztásbővülés pozitív növekedési hatását.

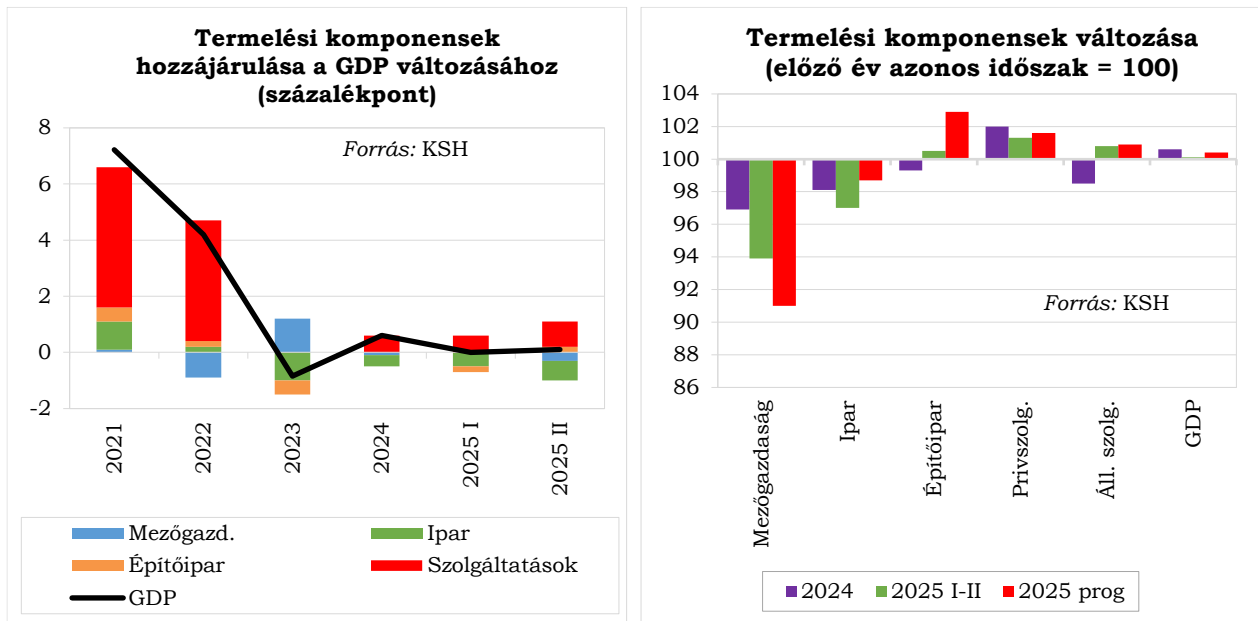
Ezzel egyidőben viszont a **nettó áru- és szolgáltatásexport** növekedéshez való negatív hozzájárulása a harmadik negyedévi 1%-pontról 0.2%-ra mérséklődött. Emögött a *szolgáltatás-külkereskedelem* változó dinamikája áll (a szolgáltatásexport esése jelentősen lassult a szolgáltatásimport zsugorodása erőteljesen gyorsult). Az áru-külkereskedelem mérlege ugyanakkor nem javult: a GDP szerinti áruexport csökkenése némileg lassult a második negyedévben, de közben az áruimport pedig csökkenésből nagyon szerény növekedésbe váltott.



A **termelési oldalon** a második negyedévben is folytatódott az ipar mérsékelt ütemű visszaesése. Az iparstatisztika tanúsága szerint a második negyedévben már nem csak az egyelőre reménytelenül hanyatló belföldi értékesítés, hanem az exportértékesítés is újra csökkenésbe fordult. A visszafogott európai kereslettől, illetőleg az amerikai vámoktól szenvedő autóipar teljesítménye is változatlanul hanyatlik, az akkumulátoripar pedig még inkább, és a jelentősebb ágak közül egyedül az elektronikai ipar bővül, habár erősen ingadozó ütemben. Az építőiparban viszont a visszaesés a második negyedévben növekedésbe váltott, mindkét főcsoportban, habár az iparági hangulat és a megrendelések alakulása fényében nem egyértelmű, hogy e növekedés mennyire tartós. A mezőgazdaságra idén is erőteljesen rányomja bélyegét a kedvezőtlen időjárás.

A kisebb súlyú építőipar mellett ismét a *szolgáltatások* adták a kizárólagos hajtóerőt a növekedéshez. Ám a szolgáltatások dinamikája nagyon mérsékelt maradt, habár a második negyedévi 1,4%-os növekedési ütem is magasabb, mint 2024-ben bármikor. Noha a kereskedelem-szálláshely-vendéglátásban, illetőleg a kommunikációs szektorban ennél jóval dinamikusabb volt a növekedés, a szintén jelentős súlyú szállítás-raktározás,

illetőleg még inkább az ingatlanügyletek kismértékű visszaesése visszafogta a szolgáltatások össznövekedésének az ütemét.



2025 fennmaradó részében csak korlátozott konjunkturális javulást várunk 2024-hez képest. A *belföldi felhasználást* illetően egyrészt a magánfogyasztás bizonyos fokú élénkülését várjuk, döntően a lakossági kereslet ösztönzését szolgáló jövedelempolitikai intézkedések (adókönyvitések, nyugdíjas-utalványok) eredményeképpen. Másrészt a **beruházások** visszaesése várhatóan tovább lassul, habár kérdés, hogy az év végéig e lassulás eljuthat-e a stagnálás közelébe. Összességében a *belföldi felhasználás* éves növekedése felülmúlhatja az első félévi ütemet. Eközben a külkereskedelemben az importdinamika várhatóan továbbra is meghaladja majd az exportdinamikát, habár az utóbbi is erősödhet valamelyest az év vége felé, nem utolsósorban a BMW-gyár üzembe helyezésének köszönhetően.

A *termelési oldalon* az első félévinél magasabb növekedési ütemet a szolgáltatások további szerény gyorsulása mellett segítheti még az ipar dinamikájának némi javulása az év vége felé, részben az említett BMW-hatásnak köszönhetően. Ám az év végi ipari élénkülés jó esetben is halványnak ígérkezik, mivel a külső keresleti feltételek továbbra sem kedvezőek, a német ipar szenvedése is folytatódik. Ráadásul a nyár folyamán kötött megállapodással – legalábbis az USA-EU viszonylatában – némileg nyugvópontra jutott vámháború újabb eszkalációja sem zárható ki.

Összességében nagyon visszafogott, **0,4%-os GDP-növekedésre számítunk** az idén. 2026-ben a növekedési ütem 2,5% körülire gyorsulhat.

2.2. A GDP termelési oldala

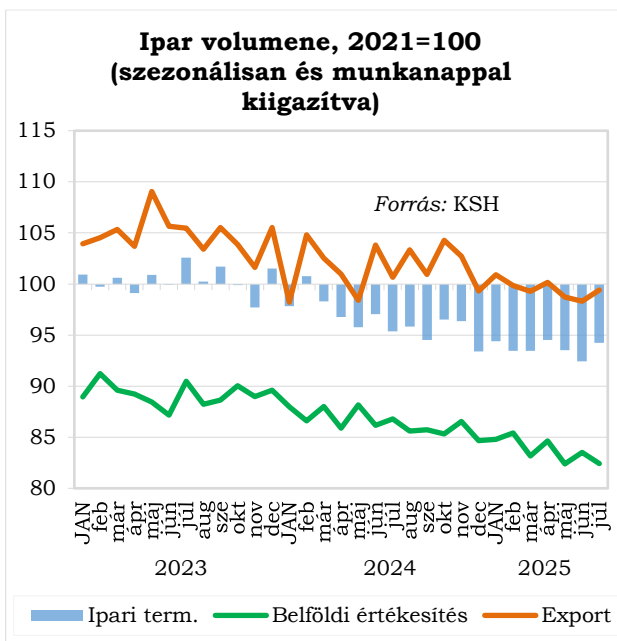
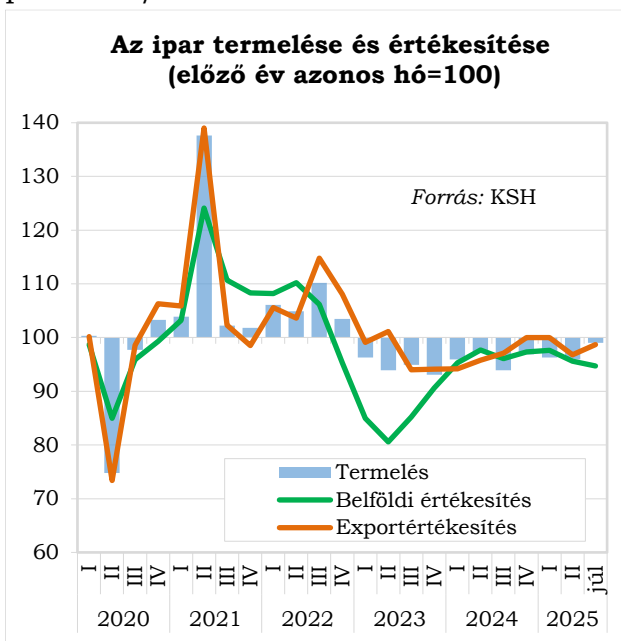
2.2.1. Ipar

Az év elejére jellemző reményekkel ellentétben az ipar visszaesése 2025-ben is szinte zavartalanul folytatódik. Az első hét hónap átlagában a termelés 3,5%-kal zsugorodott, miközben a belföldi és exportértékesítés egyaránt csökkent. A külgazdasági feltételek továbbra is kedvezőtlenek, a fogyasztási kereslet bővülése pedig önmagában elégtelen ahhoz, hogy a belföldi értékesítés esésének véget vessen. A szezonálisan kiigazított fixbázisú idősor alapján a belföldi értékesítés havi volumeneinek a trendje továbbra is hanyatló, az exportértékesítés pedig a 2021-es év átlagszintje körül vesztegel (május-júniusban átmenetileg még e szinthez képest is mélyebbre süllyedt).

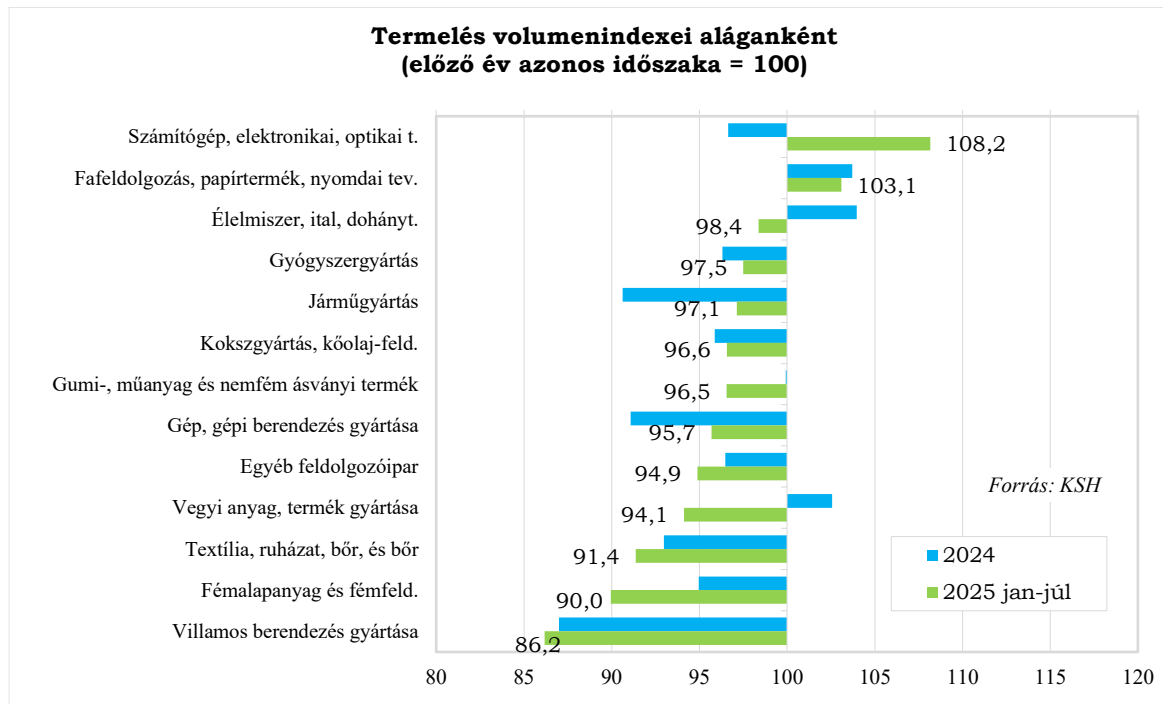
Ágazati bontásban az idén is egyértelműen az *akkumulátorgyártás* tetemes visszaesése volt a legfőbb lehúzó erő az iparban: a villamosgép-ágazat kibocsátása mintegy 14%-kal csökkent január-júliusban. A szezonálisan kiigazított adatok alapján az idei januári mélypontot követően az ágazat havi termelése valamelyest magához tért, de kérdés, hogy a kilábalási trend meddig folytatódik. A legnagyobb súlyú hazai iparág, a járműgyártás visszaesése az idén jóval mérsékeltebb (2,9%-os esés az első hét hónap átlagában), és a jelenlegi trend alapján a stagnálásba váltás is elképzelhető. Hogy a beinduló BMW-gyár képes lesz-e az év végére növekedésbe vinni az ágazatot, az kérdéses. Jelenleg a fontosabb feldolgozóipari ágak közül csak egyben, az elektronikai iparban mérnek növekedést, a megelőző két év visszaesését követően.

Az idei év fennmaradó részében lehetséges, hogy az év vége felé már inkább stagnáló, mint visszaeső beruházásoknak köszönhetően a belföldi kereslet is túljut a mélyponton. Az ipar egésze szempontjából meghatározóbb exportértékesítést illetően továbbra is jelentős a bizonytalanság, az USA-EU vámmegállapodás ellenére. A német gazdaságból továbbra is inkább kedvezőtlen hírek érkeznek, a német adósságfék elengedése és a belengetett német újrafelfegyverzési tervek a későbbiekben eredményezhetnek komolyabb élénkülést.

Így aztán egy jelentős év végi ipari fellendülés esélye mára elhanyagolhatóvá vált, habár pozitív év/éves növekedési indexek előfordulhatnak az év utolsó harmadában. Kérdés,



hogy a BMI enyhe pozitív fordulata szeptemberben – a szezonálisan kiigazított érték az idei legmagasabb, az indexen belül az új rendelések is nőttek – tükröződik-e majd az utolsó negyedévi ipari termelés számaiban. Összességében az ipari termelés **1,5-2%-os visszaesésével számolunk 2025-ben**. A tényleges kimenetel ennél rosszabb is lehet, ha a világgazdasági feltételek további romlása, előre nem látott diszruptív események újabb csapást mérnek az ipari aktivitásra az év utolsó hónapjaiban.



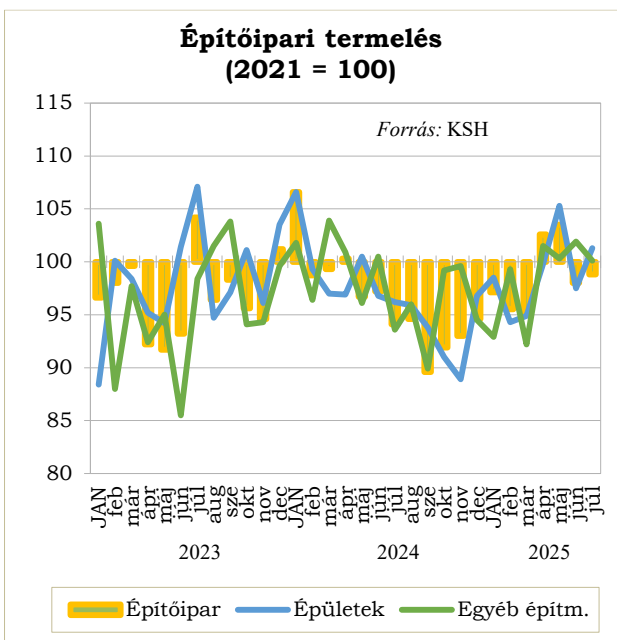
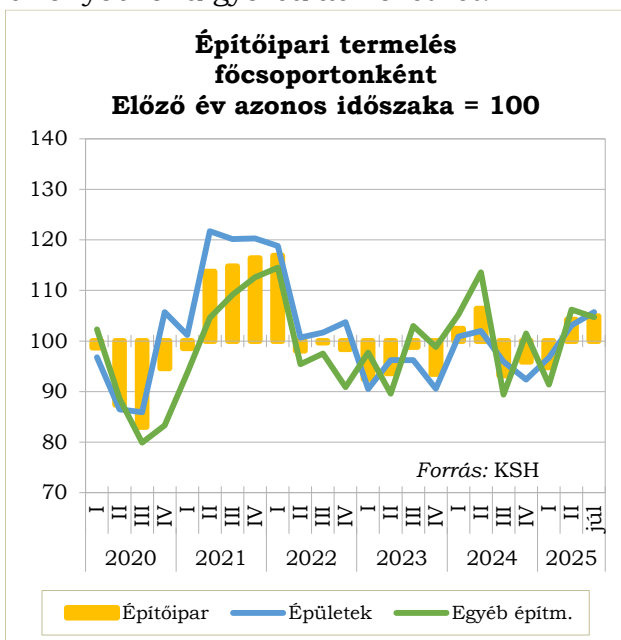
2.2.2. Építőipar

A 2024 második felére jellemző kibocsátáscsökkenés még az idei első negyedévben is folytatódott, ezt követően azonban megélné a felülvizsgált adatok szerint az élénkítés mindkét építőipari főcsoportban megfigyelhető. A második negyedévben a mélyépítés nőtt dinamikusabban – 6%-ot meghaladó mértékben – júliusban a mélyépítés bizonyos fokú lassulása mellett az épületek építésénél emelkedett 6% közelébe a növekedési ütem. A szezonálisan kiigazított kibocsátási adatok alapján az év/éves ütemek javulását a bázishatás is segítette ugyan, de a tárgyévi havi kibocsátási volumenek is markánsan magasabb szintre emelkedtek áprilistól kezdve – a mélyépítésben stabilabban, a magasépítésben erősebb havi ingadozás mellett.

A *rendelésállomány* az épületek építésénél továbbra is zsugorodik éves összevetésben, míg a mélyépítésnél a régóta tartó bővülés felgyorsult a második negyedévben. A megelőző négy negyedévvel ellentétben a második negyedévben a rendelésállomány növekedését a kibocsátás emelkedése kísérte, míg korábban a kibocsátás a javuló rendelésállomány ellenére sem tudott nőni.

Az *iBuild* adatbázis szerint az idei második negyedévben a *nem lakáscélú magasépítés* területén az aktivitáskezdés kiugróan alacsony volt – csupán egy megkezdett ipari beruházás került fel a legnagyobb megkezdett magasépítési projektek listájára. Az ipar jelentős szegmenseiben továbbra is nehéz a helyzet, így halasztódhatnak az építési beruházások, miközben a nagy távol-keleti beruházások esetében a hazai építőipari szereplők bekapcsolódása nem egyszerű. A mélyépítésben a megkezdett építkezések volumene alacsony maradt. Az egyetlen jó hír, hogy a megkezdett *társasházi lakásépítés* terén folytatódott az erőteljes javulás. Ezenfelül a lakásfelújítási aktivitás is erősödik, a támogatási programoknak köszönhetően is. Ez azonban önmagában aligha elégséges az egész építőipar folytatódó növekedésének a biztosításához.

Összességében az újonnan megindult növekedés korántsem sziklaszilárd; az ágazati szereplők szerint a kereslethiány továbbra is fennáll, a bizonytalanság az ágazati foglalkoztatás folytatódó csökkenésében is tükröződik. Ezzel együtt pillanatnyilag **az építőipar mérsékelt, 3-4%-os növekedésével** számolunk az idén, amit 2026-ban bizonyos fokú gyorsulás követhet.



2.2.3. Lakásépítés

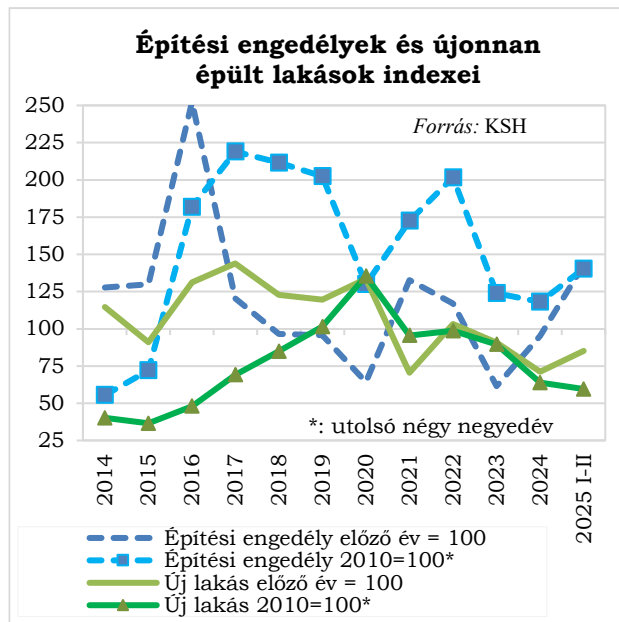
2025 első felében folytatódott az *újonnan épült lakások* számának visszaesése – az első negyedévi 2,7% után a második negyedévben 25,3%-kal esett vissza az átadott lakások száma év/éves alapon. A visszaesés egyaránt kiterjedt a természetes személyek és a vállalkozások által épített lakásokra a második negyedévben – habár az esés üteme az előbbieknél sokkal meredekebb volt – illetőleg a családi házakra és a többlakásos épületekre.

Lényeges fejlemény viszont, hogy az *építési bejelentések/engedélykérelmek* száma – amely a megelőző két évben szinte megszakítás nélkül visszaesett – növekedésnek indult az idén, és a második negyedévben 61,4%-kal volt magasabb, mint egy évvel korábban. A növekedést döntően a *többlakásos épületekben* létesítendő lakásokra kiadott engedélyek számának emelkedése hajtotta.

Továbbá, az iBuild adatbázis adatai szerint a *társasházi lakásépítkezés* területén az *újonnan* indított építkezések volumene erőteljesen megugrott már a tavalyi utolsó negyedévtől fogva, és az élénkülés az idei második negyedévben is folytatódott. Vagyis az ingatlanfejlesztők már valamivel az engedélykérelmek növekedésnek indulását megelőzően, a korábban már beszerzett engedélyek birtokában, elkezdtek beindítani a korábban halogatott építési projekteket. más kérdés, hogy ez az élénkülés az idén még aligha eredményezi a befejezett lakások számának emelkedését, de 2026 folyamán ez is bekövetkezhet.

A már tavaly is élénkülő *lakáspiaci keresletnek* az idén segítették a különféle kormányzati intézkedések (mint a speciálisan adózók CSOK-hoz és a babaváró hitelhez való hozzáféréseinek megkönnyítése, vagy az önkéntes nyugdíjpénztári megtakarítások lakáscélokra fordításának adómentessé tétele), szeptembertől kezdve pedig erős lökést ad az *Otthon Start* hitelprogram. Az élénkülés a lakáshitelek felfutásában is tükröződik. Noha a hitelezés továbbra is túlnyomórészt a *használt lakások* vásárlására fordítódik (ezek aránya az idei első hét hónapban gyakorlatilag megegyezett a tavalyi éves aránnyal), a hitelrobbanás az építőipari kereslet erősödéséhez is hozzájárul majd.

Az épített lakások számát illetően azonban a pozitív fordulat csak 2026-ra várható: **idén** a megépített lakások száma még tovább fog csökkenni a 2024. évi 13.295 után.



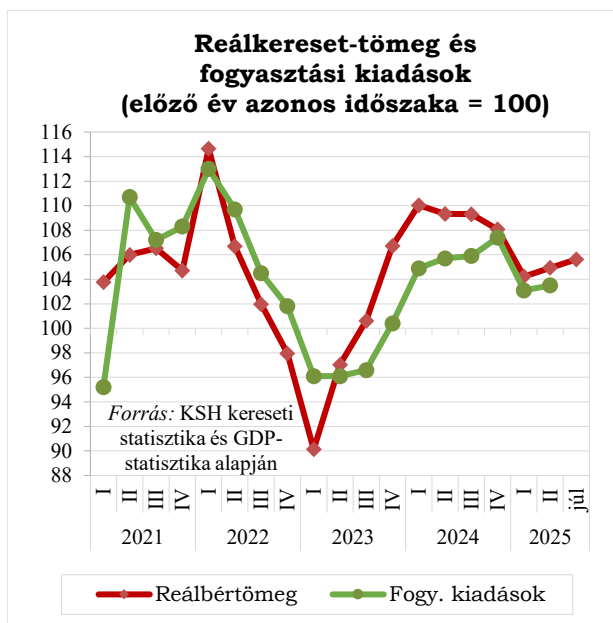
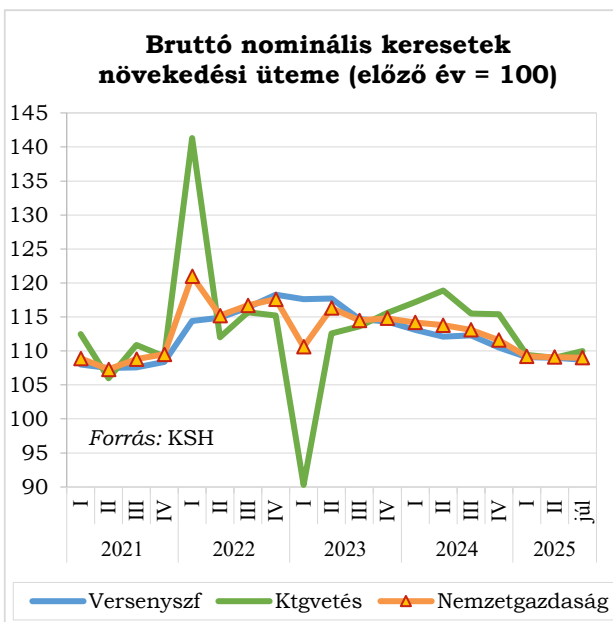
2.3. A GDP felhasználási oldala

2.3.1. A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai

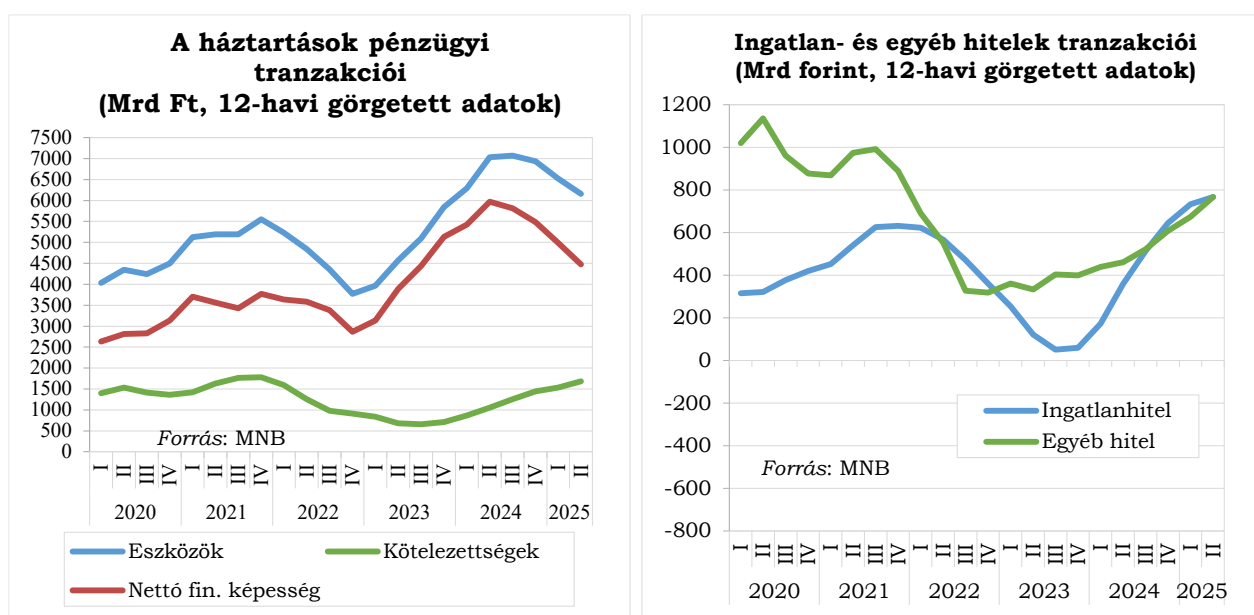
A **nominális átlagkereset** 2025 első hét hónapjában 9,1%-kal, a mediánkereset pedig 9,3%-kal nőtt, 4,7%-os átlagos infláció mellett. Ennek következtében az átlagos nettó reálkeresetek a szóban forgó periódusban számottevően, 4,2%-kal emelkedtek. Ez az ütem azonban *kevesebb, mint a fele* a tavalyi évben mért 9%-os reálkereset-növekedésnek. Mivel a *bérstatisztika szerinti* alkalmazotti létszám gazdaság hozzávetőleges stagnálása mellett is kissé tovább nőtt (ellentétben a munkaerő-felmérés által becsült alkalmazotti létszámmal), a **nettó reálkereset-tömeg** 4,8%-kal volt magasabb január-júliusban, mint az előző év azonos időszakában.

Az éven belül a *nominális* növekedési ütem trendje csökkenő volt. Mégis, az infláció év eleji meglódulása, majd ezt követő mérséklődése miatt a nettó reálkeresettömeg dinamikája valamivel magasabb volt a második negyedévben (és júliusban), mint az elsőben. A növekedési ütem ugyanakkor az előző év átlagától mindvégig *számottevően elmaradt*.

E változásra a **háztartások fogyasztási kiadásainak** bővülése is reagált – a 2024. évi 6%-ról az első negyedévben 3,1%-ra, a második negyedévben 3,5%-ra mérséklődött a növekedési ütem. (A háztartások által a kormányzattól kapott természetbeni transferek szerény bővülése miatt a *teljes magánfogyasztás* csupán 3,1%-kal volt magasabb a második negyedévben, mint egy évvel korábban.) A vásárolt fogyasztásnak a keresetekétől kissé elmaradó növekedési üteme azt sugallja, hogy a keresetek lassulása a háztartásokat némileg óvatosságra készítette. Ugyanakkor a szektorszámlák adatai alapján a háztartások összes *hozzáférhető jövedelmének reálértéke* a kereseteknél jóval kisebb mértékben nöhetett – durván 1%-kal – az első két ide negyedévben – főleg a tulajdonosi jövedelmek mérséklődése miatt. Ehhez viszonyítva a háztartások fogyasztási hajlandósága meglehetősen erőteljesnek mondható.



A negyedéves szektorszámlák adatai alapján a háztartások állóeszköz-beruházásainak volumene is csökkent az első félévben – ezen belül meredeken csökkent a második negyedévben. Ezzel párhuzamosan mind a szektorszámlák szerinti **nettó hitelnyújtás**, mind pedig az MNB statisztikája szerinti **nettó finanszírozási képesség** számottevő mértékben csökken. Ami az utóbbit illeti, a háztartások *négy negyedéves görgetett GDP-arányos megtakarítási rátája* a 2024 közepére végi 6,7%-ról 6%-ra mérséklődött az első negyedévben, majd 5,3%-ra csökkent a másodikban. A bruttó pénzügyi megtakarítás nominális értéke immár meredeken csökken, miközben a *hitelfelvételi egyenleg* értéke kitartóan emelkedik. Ez utóbbin belül már nemcsak az *ingatlanhitelek*, hanem az egyéb hitelek egyenlege is lendületesen emelkedett.



Pillanatnyilag tehát úgy fest, hogy a háztartások aránylag jó ütemű fogyasztás mellett leépítik pénzügyi megtakarításaikat és a beruházásaikat is visszafogják. Ebben alapvető változást nem várunk az év második felében. Az év további részében a nominális keresetek növekedési üteme valamelyest lassulhat – éves átlagban alulról közelíthet a 9%-hoz – miközben az infláció némileg feljebb kúszik az év vége felé. Ugyanakkor az év második felében bevezetett újabb adókedvezmények (családi adókedvezmény 50%-os emelése júliustól, háromgyerekes anyák adómentessége októbertől) felfelé tolja a nettó kereseti dinamikát. Így jelenleg **4%-ot meghaladó nettó reálkereset-növekedést** várunk az idén. Az említett adókedvezmények nyomán a magánfogyasztás dinamikája valamelyest erősödhet az év fennmaradó részében. A háztartások fogyasztása **3,1% körüli** ütemben nőhet **2025-ben** az első félévi 2,9%-os emelkedést követően. A lakásfelújítási támogatási programok, illetőleg az Otthon Start hitelprogram beindítása ellenére a háztartások beruházásai jó eséllyel idén még nem indulnak növekedésnek, a pénzügyi megtakarítási ráta tovább mérséklődhet. **2026-ban** a fegyverpénz, illetőleg a családi adókedvezmény újabb emelése komolyabb lökést adhat a fogyasztásnak, miközben a lakásberuházások is növekedésnek indulhatnak.

2.3.2. Beruházások

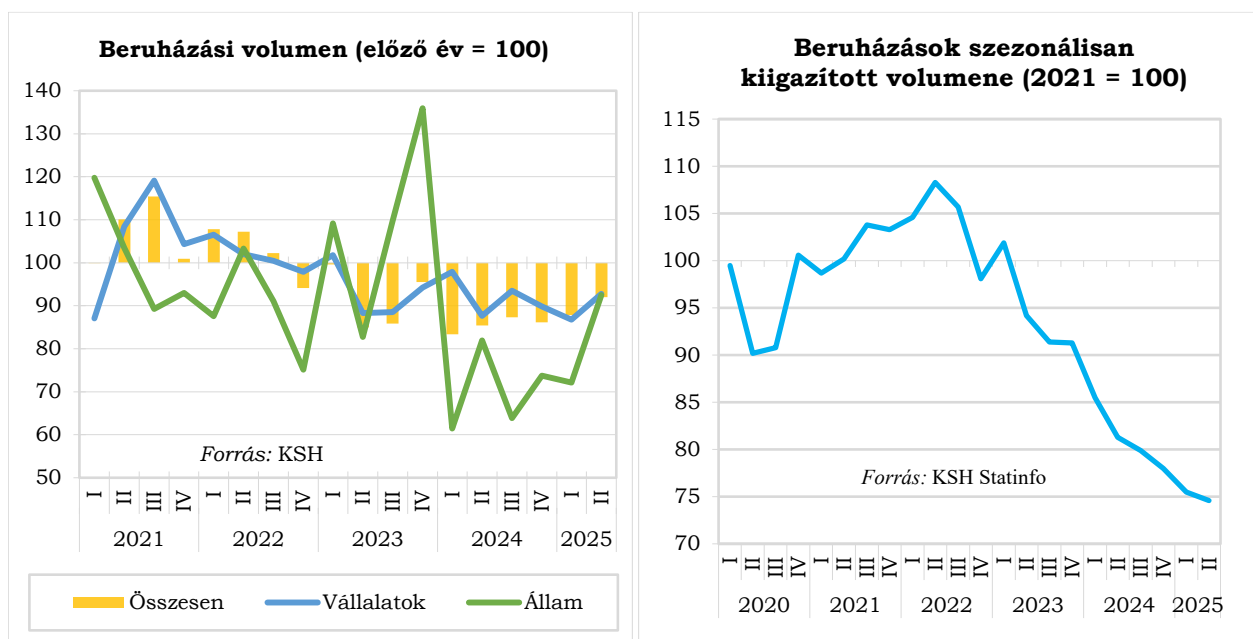
2025 első felében a nemzetgazdasági beruházások volumene tovább zsugorodott, átlagban mintegy 10%-os ütemben. Ezen belül az első negyedévi 12%-os esést a második negyedévben valamivel enyhébb, 8%-os csökkenés követte. A visszaesés továbbra is kiterjedt mind a *közép- és nagyvállalati szegmensre* (legalábbis, ha e szegmenst egészben tekintjük) és a *költségvetési szektorra*. Mindazonáltal az esés mértéke a vállalati körben érezhetően, az állami szektorban jelentősen mérséklődött. A közölt adatokból sejthetően a kisvállalati-háztartási szektor beruházásainak csökkenése még gyorsult is a második negyedévben.

A szezonálisan kiigazított negyedéves beruházási volumen immár 2022 közepétől fogva majdnem megszakítás nélkül csökken, és a tavalyi év utolsó negyedévére már *mintegy 31%-kal* maradt el a 2022 második negyedévben mért csúcsszinttől.

A félév átlagában a versenyszféra beruházásainak zsugorodásáért a legnagyobb mértékben a *feldolgozóipari* beruházások 17% körüli visszaesése felelős, ugyanakkor a második negyedévben a feldolgozóiparban az esés üteme 7%-ra lassult. Ezzel együtt a külgazdasági keresleti viszonyok továbbra is kedvezőtlenek, még ha az USA-EU vámmegállapodás bizonyos fokig csökkenti a bizonytalanságot, legalábbis egy időre.

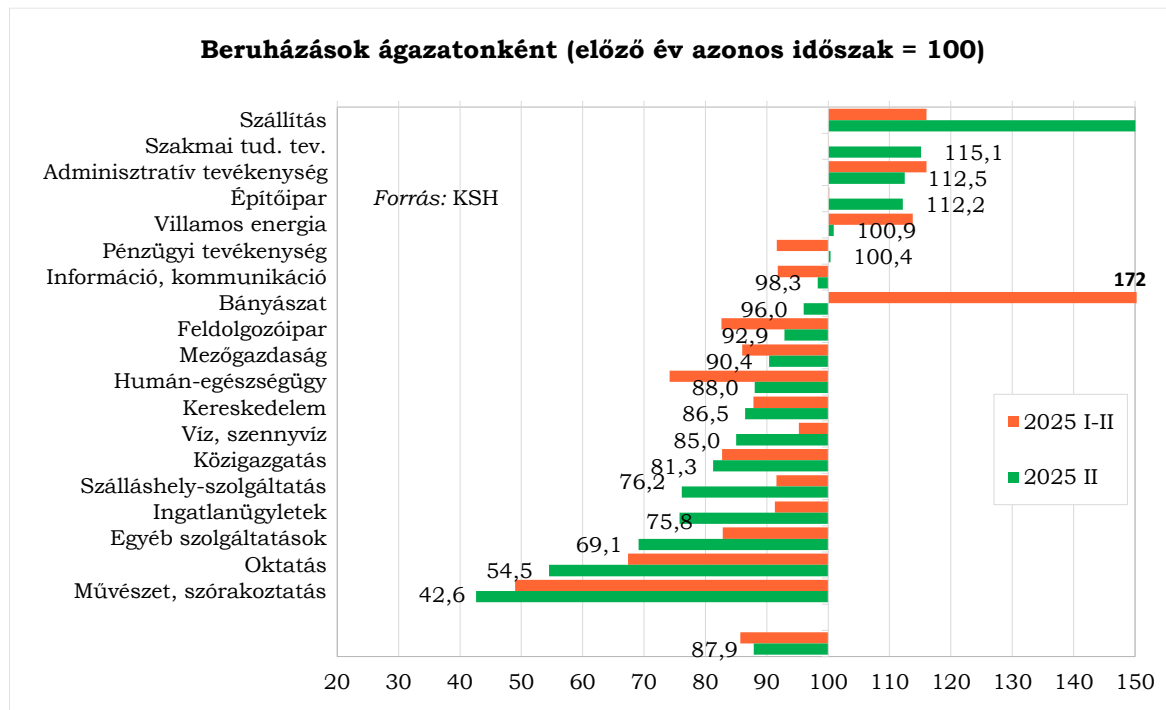
A második negyedévben a legnagyobb mértékben az ingatlanágazat beruházásainak 24%-os csökkenése járult hozzá az általános visszaeséshez, ami a felépült lakások számának gyorsuló esése mellett nem meglepő. Ugyanakkor a két éven át folyamatosan zsugorodó szállítási beruházások volumene a második negyedévben 50%-kal megugrott éves összevetésben. Az állami beruházások 7,5%-os csökkenése aránylag mérsékeltnek mondható ahhoz képest, hogy a közigazgatásban, az oktatásban és az egészségügyben a csökkenés mértéke egyaránt jóval erőteljesebb volt.

Összességében a nemzetgazdasági ágak nagy többségében beruházáscsökkenést mértek az idei második negyedévben. A szállítás-raktározáson a kisebb súlyú építőiparban nőttek érdemben a beruházások (éveken át tartó visszaesés után), másrészt a szakmai-tudományos-műszaki ágazatban, valamint a heterogén adminisztratív és szolgáltatást



segítő ágazatban mértek kétszámjegyű növekedést – az előbbiben közel három éven át tartó hanyatlás után.

Az **idei évre** vonatkozó kilátások nem javulnak, tekintettel arra, hogy az első félévben a beruházási volumenek a nagyon alacsony bázis ellenére is tovább tudtak csökkenni. A külgazdasági keresleti viszonyokat illetően lényegi javulást nem látunk, még ha az USA által folytatott vámháborút illetően pillanatnyilag enyhült is a bizonytalanság. A fiskális korlátok változatlanul fennállnak. A háztartások keresletének fokozatos megszilárdulása továbbra sem vezetett a belföldi orientációjú szektorok beruházási aktivitásának az erősödéséhez – habár összességében e szektorokban is lassult valamelyest a beruházások esésének az üteme. Így arra számítunk, hogy **éves átlagban a nemzetgazdasági beruházások volumene számottevően, 6% körüli ütemben csökken az idén.**



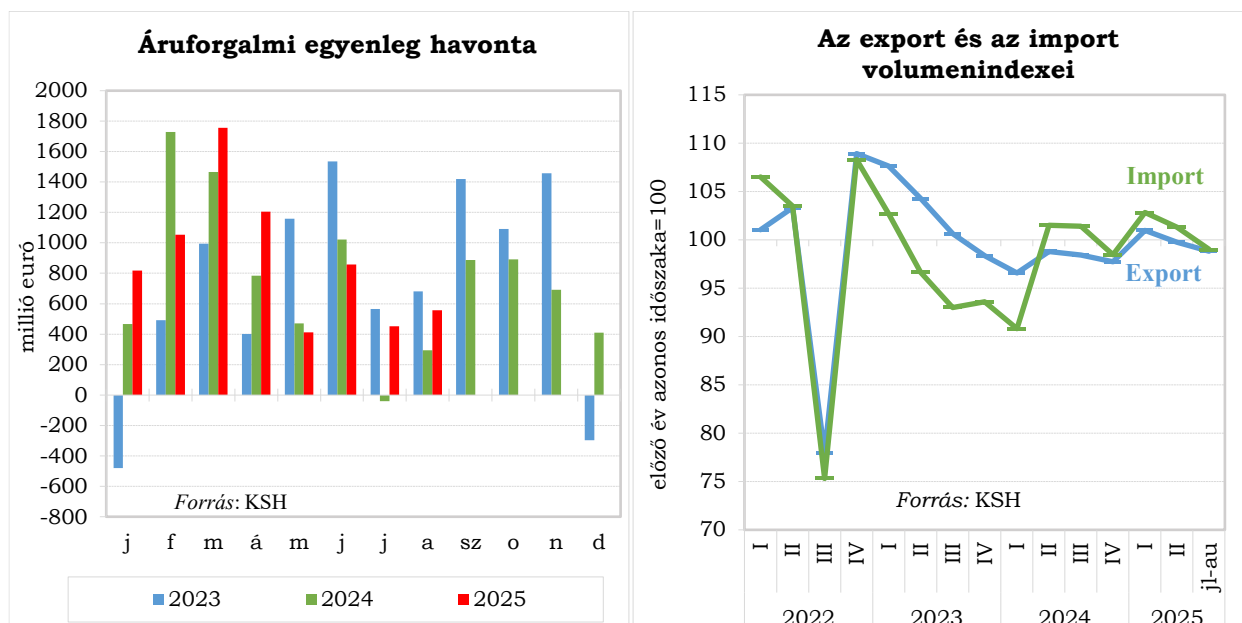
2.3.3. Külkereskedelem

Míg a tavalyi év második felében a nettó export havi értéke szinte folyamatosan elmaradt az egy évvel korábbtól, addig az idei évben a külkereskedelmi mérleg egyelőre trendszerűen javul, habár nem megszakítások nélkül. Az első nyolc hónap külkereskedelmi többletének euróértéke 10,3 milliárd euróra rúgott, szemben az előző év azonos időszakában mért 9,1 milliárddal. Ám ez alapvetően az egyre számottevőbb cserearányjavulásnak volt köszönhető. Ami a volumenváltozást illeti, itt a kép kedvezőtlenebb: az *export* volumene az első negyedévben szerény mértékben nőtt, ezt követően azonban már csökkent. Az importvolumen az első félévben emelkedett, majd augusztusban visszaesett, de az esés üteme még ekkor is kisebb volt, mint az export esetében.

Összességében az első nyolc hónapban az export volumene hozzávetőlegesen stagnált – erős ingadozások mellett – míg az import némileg nőtt, habár volt két hónap, amikor az import is visszaesett. Úgy fest tehát, hogy a nemzetközi gazdasági viszonyok miatt az export nem tud nőni, miközben a belföldi kereslet élénkülése képes legalább szerény lökést ad az áruimportnak.

Az exportnak az importénál kedvezőtlenebb növekedési teljesítménye egyrészt a visszaeső élelmiszerexportnak tudható be (habár áprilistól kezdve már az élelmiszerimport is jobbára csökkent), és még inkább a feldolgozott termékek meredeken eső exportjának (e termékcsoporthoz az importja szinte stagnált). Mindeközben a gépek és szállítóeszközök kivitele és behozatala egyaránt szerény mértékben, de viszonylag stabilan nőtt az idei első nyolc hónapban.

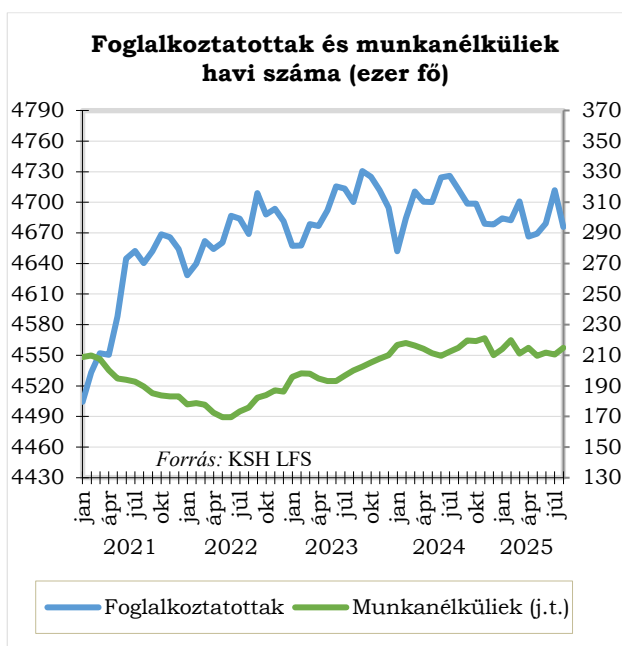
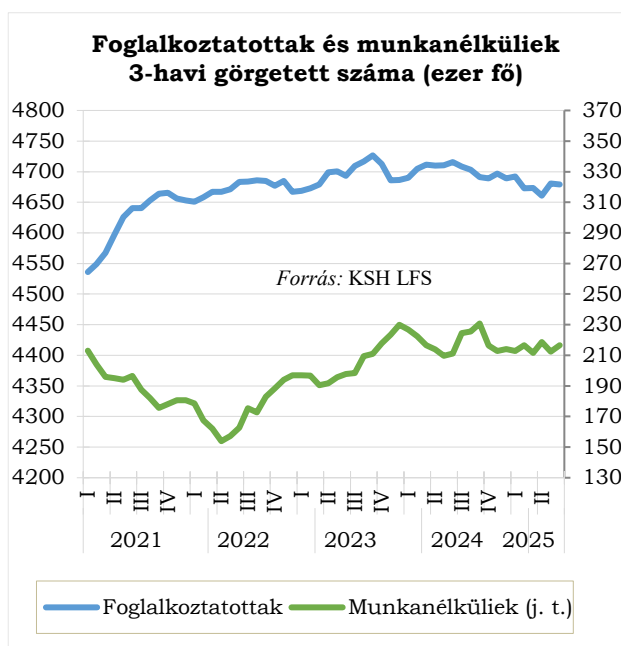
Az év további részében az import mérsékelt és egyenetlen bővülésének folytatódását, esetleg némi gyorsulását várjuk – a belföldi kereslet további bővülése miatt – miközben az export növekedésbe fordulását csak remélni lehet. Az árfolyamatok bizonytalansága miatt az euróban mért külkereskedelmi többlet javulásának folytatódása sem vehető biztosra. Idén az éves külkereskedelmi többlet 10 milliárd euró közelébe nőhet a tavalyi 9.1 milliárd euróról.



2.4. Foglalkoztatottság, munkanélküliség

A munkaerő-felmérés (KSH-LFS) adatai szerint a foglalkoztatás a tavalyi év közepétől fogva váltakozva stagnált és zsugorodott. Az utolsó negyedévi 0,5%-os csökkenést követően az idei első negyedévben szinten maradt a foglalkoztatottak száma, ugyanakkor a második negyedévben 1%-kal visszaesett, és az esés mértéke június-augusztusban is 0,8%-os volt. Figyelemre méltó módon ennél is kedvezőtlenebb képet mutat az az *elsődleges munkapiac*on dolgozók számának alakulása – 1,3%-os zsugorodás a második negyedévben, 1,1%-os június-augusztusban – miközben a külföldi telephelyen dolgozók számának váltakozó enyhe bővülése és csökkenése mellett a *közfoglalkoztatásban* dolgozók száma nagyon markánsan, június-augusztusban már 25%-kal emelkedett. Az LFS-adatok szerint az iparban és a piaci szolgáltatásoknál, sőt immár az építőiparban is csökkenő foglalkoztatást a második negyedévben csak részben ellensúlyozta a társadalmi szolgáltatásokban mért növekedés. Megjegyzendő továbbá, hogy a *teljesidős* foglalkoztatottak, valamint a foglalkoztatottakon belül az *alkalmazottak* száma az idei első és második negyedévben egyaránt csökkent. A *versenyszférában* az üres álláshelyek aránya az idei első két negyedévben is a tavalyi év végi mélypont közelében, 1,7%-on állt.

Eközben a háromhavi görgetett *munkanélküliségi ráta* – a tavalyi harmadik negyedévben 4,6%-os csúcspontot követően – a 4,3-4,5%-os sávban ingadozik, ezen belül a második negyedévben 4,5%-re emelkedett, és június-augusztusban is 4,4%-os volt. A munkanélküliek *abszolút számának* 2022 őszétől megfigyelt emelkedése 2024 utolsó negyedévében némi csökkenésbe fordult, és első negyedévben 6%-kal volt alacsonyabb, mint egy évvel korábban, a második negyedévtől kezdve ismét emelkedik éves összevetésben. Mivel az idei évi gazdasági növekedés minimális lesz, az **egész idei évre is a foglalkoztatottság csökkenésére számítunk**, miközben a munkanélküliségi ráta várhatóan 4,5% közelében vesztegel.



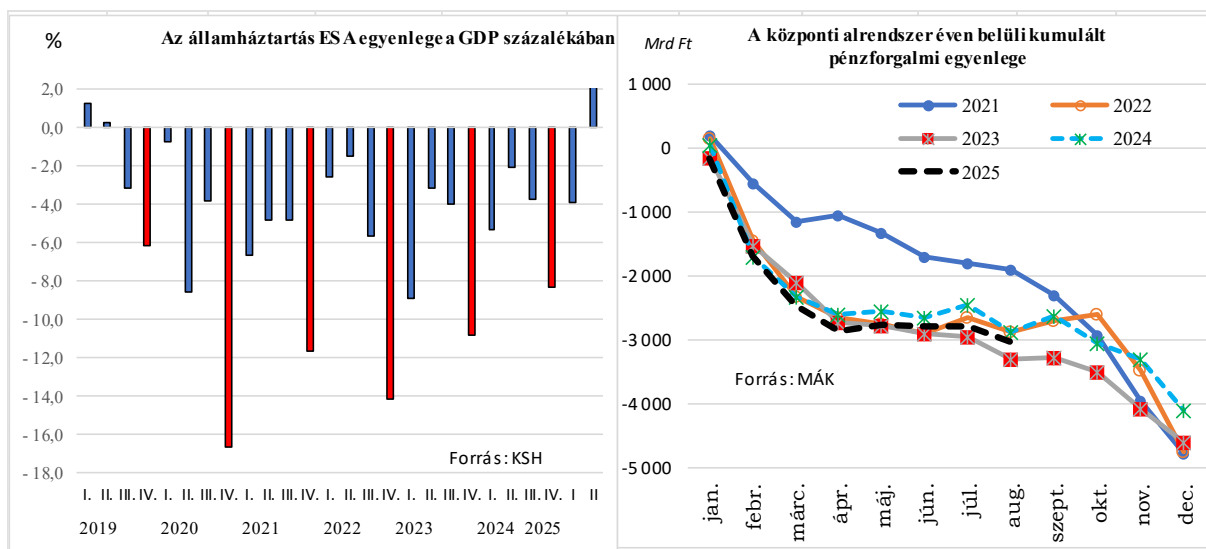
2.5. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok

2.5.1. Államháztartási folyamatok

A Nemzetgazdasági Minisztérium adatai szerint 2025 első 8 hónapjában a központi költségvetés *pénzforgalmi* hiánya 3.025 milliárd forintot tett ki. Ez a költségvetési törvényben előírányzott éves hiány 72%-át tette volna ki, de évközben a Nemzetgazdasági Minisztérium felemelte az éves hiánycélt 4.214 milliárd forintról 4.774 milliárdra. Ennek következtében az augusztus végéig felhalmozódott hiány a felemelt éves előírányzatnak csak a 63%-a, tehát időarányosnak tekinthető. A pénzforgalmi és az eredményszámlátű (ESA) hiány között az előző években tapasztalt jelentős különbség miatt ez azonban még keveset mond az éves eredményszámlátű hiány várható alakulásáról.

A KSH eredményszámlátű (ESA) adatai a második félévben 2,2%-os GDP-arányos költségvetési többletet (474 milliárd forint), az első negyedévi 3,7%-os hiánnyal (790 milliárd forint) együtt az első félévben mindössze 0,7%-os hiányt mutatnak. Az első félévi eredményszámlátű hiány tehát mindössze 310 milliárd forint, a pénzforgalmi számlátű 2.800 milliárd forintos deficittel szemben. Az ESA-bevételek kb 1.000 milliárd forinttal alacsonyabbak a pénzforgalminál, a kiadások viszont mintegy 3.500 milliárd forinttal.

A szokatlanul nagy eltérés egyrészt az európai uniós programokhoz kapcsolódó költségvetési előfinanszírozási elszámolásokból adódik, másrészt a kamatfizetések szokatlanul magas összegéből. 2025 első felében a költségvetés tényleges kamatkidadásai majdnem 2.500 milliárd forintot tettek ki (főként) a PMÁK állampapírra rakódó magas, infláció-követő hozamráta miatt. Ennek az időarányos részét azonban az eredményszámlátű elszámolás az előző évben már elszámolta, ezért az ESA hiányt a kamatfizetés - a KSH adatai szerint -2025 első negyedében már csak 1750 milliárd forinttal terhelte. A kétféle egyenleg-statisztika közötti eltérés harmadik legnagyobb tételét az „államháztartásba sorolt nem pénzügyi vállalatok és non-profit szervezetek” pénzügyi mutatói jelenti, amely a jelek szerint 2025 második negyedévében kimagasló lehetett.



Ami a pénzforgalmi bevételeken belül a két fő költségvetési bevételi forrást illeti, a forgalomhoz kapcsolódó és a lakossági befizetések nagyjából az időarányosnak megfelelően alakultak az év első 8 hónapjában. Itt nincs jelentős eltérés a pénzforgalmi és az eredményszemléletű elszámolás között. A költségvetési törvény a forgalmi bevételekből (főként ÁFA) 11 ezer, a lakossági befizetésekéből (főként SzJA) 5,2 ezer milliárd forintot vár. Az első 8 hónapban az előbbiből 7 ezer (a terv 67%-a), az utóbbiból 3,5 ezer milliárd forint bevétel (a terv 42%-a) teljesült.

Figyelemre méltó, bár nem meglepő, hogy az Unió Programokból származó bevétel a tervezett 2.250 milliárddal szemben az első 8 hónapban pontosan 500 milliárd forintot tett ki, ez a terv 22%-a. Ez pénzforgalmi szemléletben jelentős hiányt okoz, az eredményszemléletű elszámolást azonban kevésbé érinti. Ezzel egyidejűleg az EU-s programokhoz kapcsolódó kiadások is elmaradtak a tervtől, igaz, kisebb mértékben: a 2025-re tervezett 3 ezer milliárddal szemben a tényleges kiadások az 1.442 milliárdot tettek ki, ami az éves terv 45%-a.

Az év hátralévő részében pótlólagos kiadást okozhat a családi adókedvezmény 2025. évi kiterjesztésének, és a szeptemberben bevezetendő Otthon Start hitel 3%-os lakásépítési hitelek állami támogatásának a költsége, de előrejelzésünk szerint ez a 2025. évi költségvetés tényleges kiadásait még kevésbé befolyásolja. A költségvetésben tervezettnél magasabb infláció miatti pótlólagos, 1,6%-os nyugdíjfizetés kb. 100 milliárd forinttal emeli meg a kiadásokat.

Ami a 2025. évi várható költségvetési hiányt illeti, a törvényben rögzített 3,7%-os GDP arányos hiányt a kormány előbb 4,1, majd szeptemberben a pénzügyminiszter 4,5%-ra emelte. A várható hiányráta a GDP nominális összegétől is függ. A költségvetési törvény 3,4%-os gazdasági növekedéssel, 3,2%-os fogyasztói árindex-szel és 4%-os GDP deflátorral számolt. Ezzel szemben a GDP-növekedés prognózisunk szerint 0,4% lesz, még a kormány is 1% alatti növekedéssel számol. Az infláció pedig 4,6-4,8%-ra várható, ami 5,5-6% körüli GDP-deflátorra feltételez. Mindezek alapján a GDP 2025-ben (86-87 ezer milliárd forint) 1.000 milliárd forinttal lehet alacsonyabb a tervezettnél. Ez 4.774 ezer milliárdos hiányt feltételezve **5,5%-os pénzforgalmi hiányt** eredményezne.

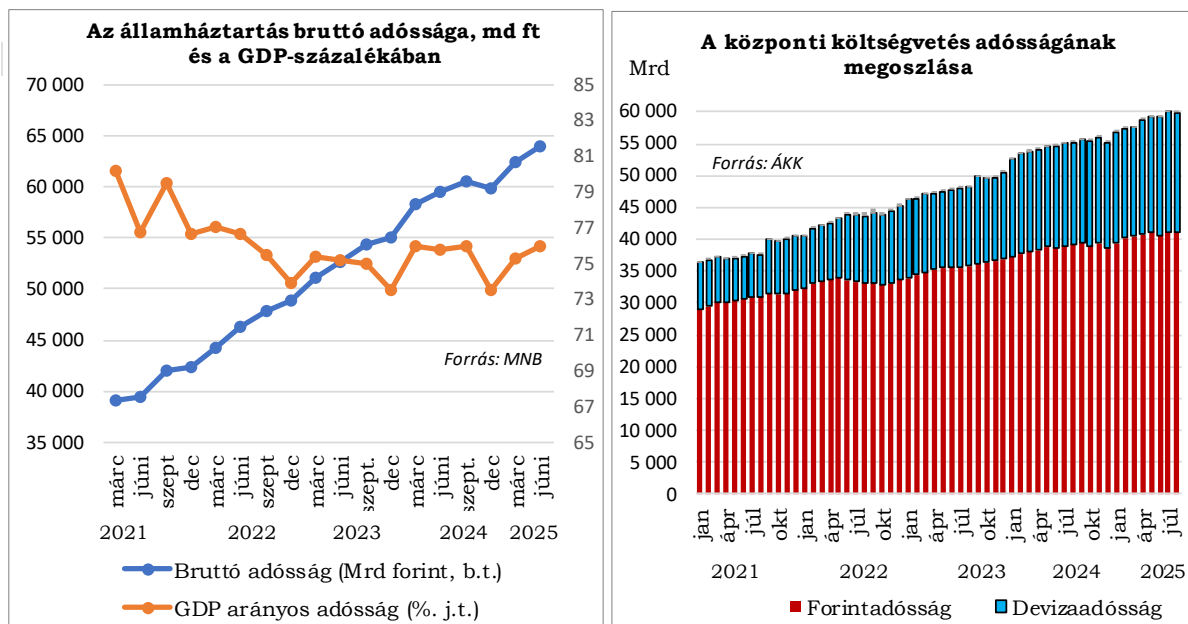
Ami az **eredményszemléletű** hiányt illeti, a kormány-által benyújtott EDP (Excessive Deficit Procedure) jelentés 2025-re 4.700 milliárd forintos pénzforgalmi és 3.700 milliárdos ESA-deficitet vár. Ez azt jelzi, hogy a második félévben a pénzforgalmi és az eredményszemléletű egyenleg közötti különbség megfordul, és az ESA hiány a GDP 4,3%-át teszi ki. Az ESA-híd bizonytalansága miatt az eredményszemléletű hiány előrejelzése rendkívül nehéz, de fenntartjuk a **4,5-5%-os hiány**-előrejelzésünket, nagyfokú bizonytalanság mellett.

A 2026-os költségvetés a pénzügyminiszter szerint a hiány – a választási költségvetés miatt – 4% körül lehet, a tervben szereplő 3,7%-kal szemben. A GDP nagysága azonban itt is problémát jelent a ráta tekintetében. 2026-ban ugyanis várhatóan megismétlődik a már több éve tartó folyamat: a GDP növekedését és annak nominális nagyságát is felültervezi a költségvetési törvény (4,1%-os gazdasági növekedés!), miközben a piaci konszenzus jövőre 2,6%-os gazdasági növekedést vár. A Kopint-Tárki előrejelzése 2026-ra az ideihez hasonló, 4,5-5%-os költségvetési hiánnyal számol.

2.5.2. Államadósság

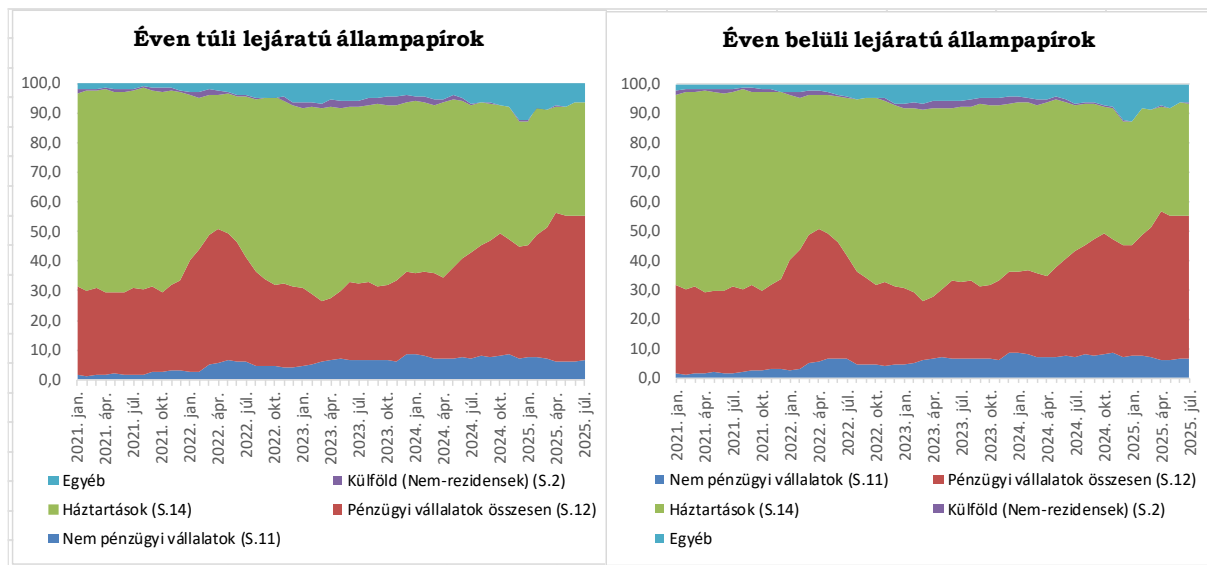
Az MNB adatai szerint 2025 június végén az államháztartás ún. maastrichti adóssága (amely az EU-adósságszabály mérőszáma) átlépte a 64 ezer milliárd forintot, az első felévben 4 ezer milliárd forinttal nőtt. Ezzel a bruttó államadósság a GDP 76,2%-ára emelkedett, miután 2024 december végén, a szeptemberi 76%-ról 73,5%-ra esett vissza.

Ezen belül a devizaadósság aránya 2025 áprilisában átlépte a törvényben limitált 30%-ot, sőt, 2025 júniusában az MNB jelentése szerint megközelítette a 34%-ot.



Az Államadósság Kezelő Központ 2025. júniusában – a pénzforgalmi hiánycél megemelésével összhangban – az éves nettó kibocsátási tervet az eredeti 4.123 milliárd forintról 651 milliárd forinttal megnövelte, amit főként devizakibocsátásokkal (nemzetközi kötvénykibocsátással és Panda kötvényekkel) kíván fedezni.

Az állampapír-állomány megoszlása tulajdonosi szektorok szerint



2025 első felében enyhén csökkent a háztartások kezében lévő állampapírok állománya: az éven túli lejáratú állampapíroké a 2024 végi 35,1%-ról 32,1%-ra, az éven belülieké pedig 42,3%-ról 38,2%-ra esett vissza, miközben a háztartások kezében lévő állomány csak kismértékben mérséklődött. A háztartások tehát az alacsonyabb hozamok miatt nem fordultak el számottevően az állampapír-piacról, bár a megtakarítási portfólióban némi átrendeződés történt, többek között a külföldi befektetések előnyére.

Az ÁKK a jövőben a fix kamatozású állampapírok arányának a növekedését kívánja elérni, a változó kamatozásúak rovására. Az átrendeződés célját szolgálja az inflációhoz kötött, változó kamatozású papírok kamatfelárának a mérséklése, illetve 7% körüli, fix kamatozású papírok kibocsátása. Az utóbbi a jelenlegi inflációs feltételek mellett jelentős reálhozamot eredményez, de bizonyos kockázatot hordoz. A 2022-ben kibocsátott, fix, 4,95%-on induló, sávós kamatozású MÁP Plusz fiaszója a háztartásokat óvatosságra intheti.

Az év végére az államadósság 67 ezer milliárd forint körüli szintre emelkedhet, ami 87.000 milliárd forint GDP-vel számolva **76%-os** GDP-arányos **adósságrátát** eredményezhet, amennyiben nem történik az előző évhez hasonló pénzpiaci tranzakció az év utolsó napjaiban.

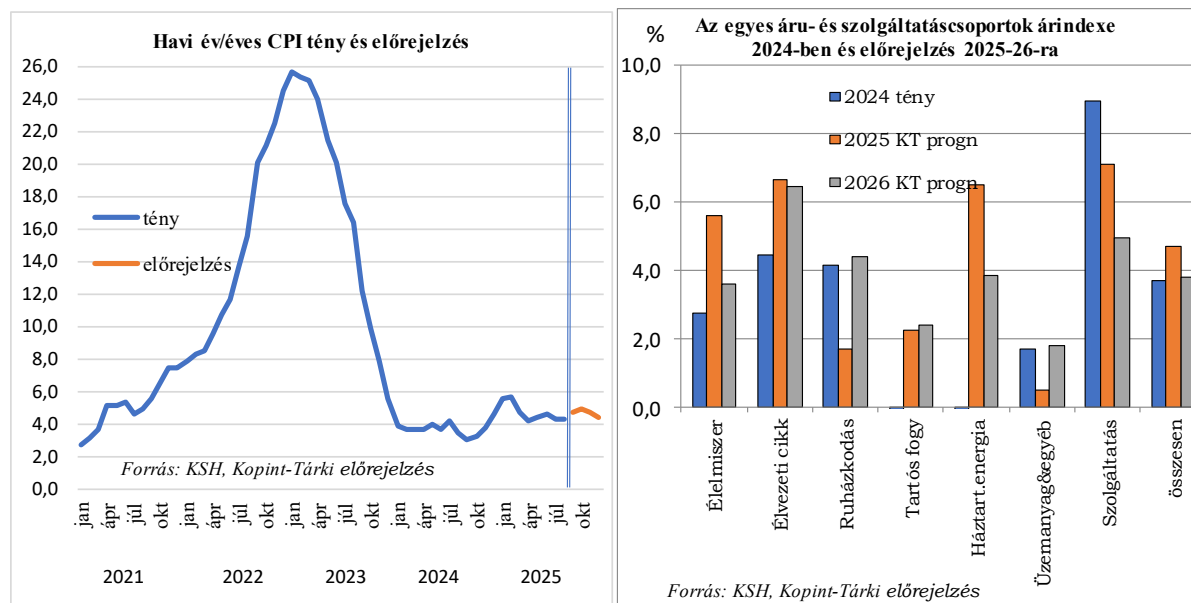
2.5.3. Infláció

A 2024. évi 3,7%-os éves átlagos árindexet 2025 első 8 hónapjában 4,7%-os átlagos áremelkedés követte. Az év 5,5%-os év/éves januári árindex-szel indult, mivel az éveleji átárazások különösen erősek voltak. Ebben szerepet játszottak az automatikus adóemelések is (tranzakciós adó, üzemanyagár adótartalma).

A 2025. februári 5,6%-os év/év havi árindex láttán, a kormány 2025. március 17-étől 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, tojásra, lisztre, cukorra, étolajra, majd később egyes higiéniai termékekre (és nem vényköteles gyógyszerekre). Számításaink szerint az ÁRS hatálya alá eső élelmiszer-termékek a teljes fogyasztói kosár kb. 6, a higiéniai termékeké az 1%-át tehetik ki. Különösen az utóbbi nehezen kalkulálható, mivel a KSH adatai nem az árrésstopos termékek szerint vannak strukturálva, másrészt 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). Az intézkedés eredetileg május 31-ig szólt, de a kormány meghosszabbította legalábbis november 30-ig és – a piac egyöntetű megítélése szerint – további hosszabbítás várható, feltehetőleg a 2026. áprilisi parlamenti választásokig.

Az árrésstop bevezetése óta, *április-augusztus* között az egyes termékek év/éves havi árindexe igen változatosan alakult, jórészt függetlenül attól, hogy árrésstopos vagy szabadáras termékekről van szó. A hústermékek ára ebben az 5 hónapban mérséklődött ugyan, de igen nagy szórással: a sertéshúsé csökkent, a marhahúsé azonban erőteljesen emelkedett. 23%-kal emelkedett a szintén árrésstopos tojás ára és 18 %-kal a szintén az ÁRS hatálya alá eső étolajé, a liszté 10%-kal. Viszont csökkent a nem árrésstopos szalonna ára. Összességében április-augusztus között az élelmiszerek 5,9%-os árindexe meghaladta az átlagos árindexet.

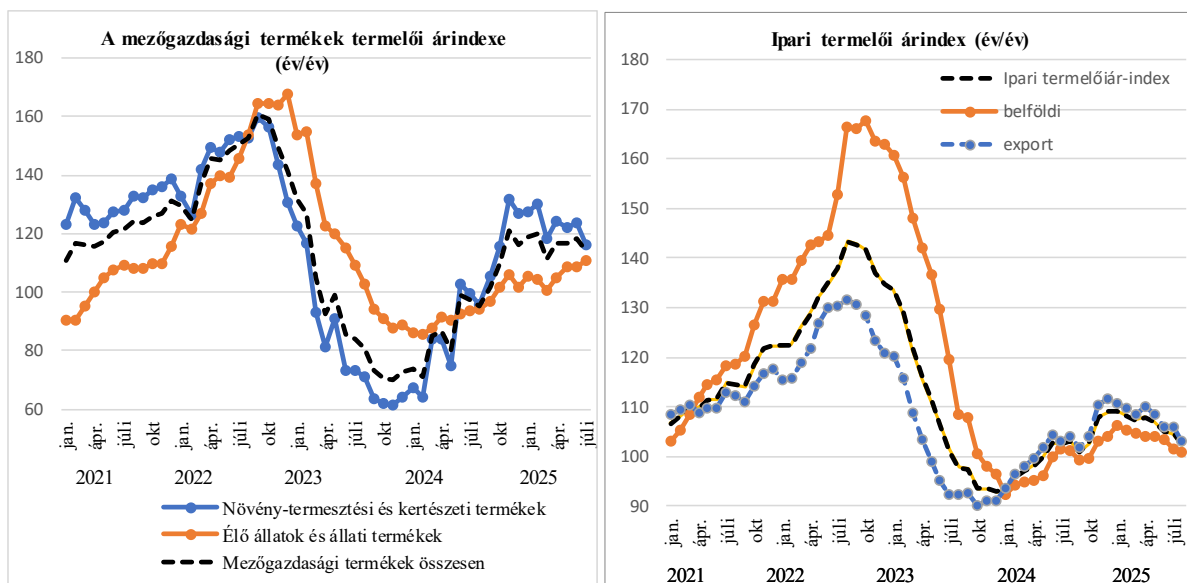
Ez a változatos kép azt jelzi, hogy az ÁRS nem tudja a fogyasztókat megvédeni a termelői árak emelkedésétől, amelynek több termék esetében tanúi vagyunk.



Az év első 8 hónapjában a szolgáltatások 6,9%-os árindexe is jócskán meghaladta az átlagot, részben a bérek (pl. a háztartási szolgáltatásoknál), részben az alapanyagárak emelkedése következtében (pl. éttermi étkezés). A vezetékes gáz ára is az átlagot meghaladóan, 16,7%-kal nőtt az első 8 hónapban, ami nem az árak változását, hanem a megemelt árú gáz fogyasztásának a mértékét tükrözi.

Visszatérve az élelmiszerek áremelkedésének a mértékéhez, érdemes megvizsgálni a mezőgazdasági termékek termelői árindexének alakulását. A 2022. évvégi csúcspontot és a 2023. évvégi év/éves mélypontot követően, 2024. elejétől a mezőgazdasági felvásárlási árak ismételten emelkedni kezdtek, elsősorban a növénytermesztési termékeké, de kisebb mértékben az állati termékeké is. 2025 közepére az áringadozás konszolidálódott, de még 2025. júliusában is mind a növény- mind az állati termékek év/éves árindexe jócskán 10% felett volt. Ez ellen semmilyen kiskereskedelmi árrésstop nem tud védelmet nyújtani, mivel az árstop a termelői árakra nem terjedhet ki.

Az ipari termelői árak a mezőgazdasági termékekéhez hasonló pályát futottak be, de lényegesen kisebb ingadozásokkal. Figyelemre méltó, hogy a 2024. évvégi lokális csúcs után 2025 folyamán az ipar termelői árak emelkedése hónapról-hónapra mérséklődött, és 2025. júliusában mindössze 2,3%-on állt év/éves összevetésben, ezen belül pedig a belföldi ipari árindex mindössze 0,9%-on. Ez kedvező indikátor a hazai inflációs kilátások szempontjából.



2025. utolsó harmadában 4,2-5% közötti év/év havi árindexeket várunk, decemberben 4,4-4,5%-t. A 2025. évi éves árindex előrejelzésünket **4,7%-ra csökkentjük**. 2026-ra pedig 3,9%-os fogyasztói árindexet jelzünk előre. Ez magasabb az előző jelentésünkben jelzettnél, aminek az oka, hogy az árrésstop feloldása 2026 elején – akkor már több mint 1 év után – pár tizedszázalékkal megemelheti az éves árindexet.

2.5.4. Jegybanki kamatok

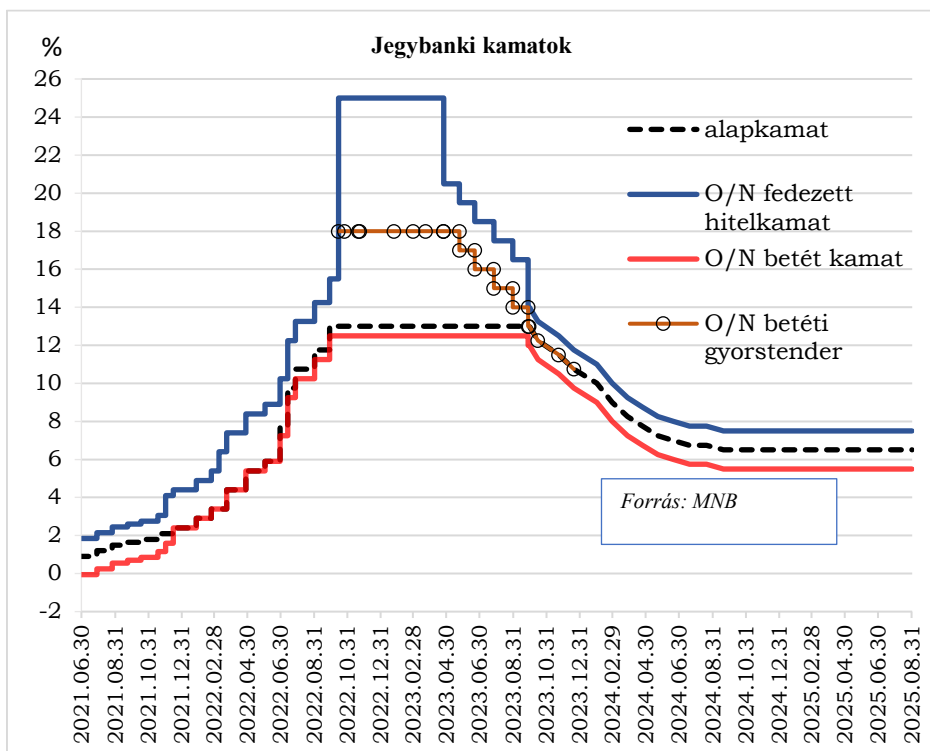
2023 és 2024 szeptembere között a jegybanki alapkamat 13%-ról **6,5%-ra** mérséklődött, és azóta is ezen a szinten tartózkodik. Nem változott a kamatfolyó sem: továbbra is viszonylag szűk és szimmetrikus maradt (± 1 százalék), 2024 szeptemberétől az O/N hitelkamatok 7,5, az O/N betéti kamatok 5,5%-on állnak.

Az alapkamat csökkentési ciklusát tavaly októberben az újraéledő inflációs nyomás és a forint gyors gyengülése akasztotta meg. Ezek közül az infláció emelkedésének a veszélye továbbra is fennáll, ami a jegybankot óvatosságra készteti. A piaci és a jegybanki előrejelzések szerint 2025-ben az árindex semmiképpen sem kerül a jegybanki célsávba, és ez 2026-ban is kétséges. A forint euro-árfolyama ugyanakkor a múlt év végi - ez év eleji 410 forint feletti szintről folyamatosan erősödött, és 2025 első felében 390 forint körül ingadozott.

A jegybank eltökéltnek tűnik az inflációs célkövetés követésében, amit a jelek szerint a piac is elfogad és értékel. A lényegében 3 éves stagnáló magyar gazdaság helyzete felvetheti a monetáris lazítás javaslatát, ez azonban az inflációs veszély miatt – különösen a választás évében – kockázatosnak ítéltető.

Továbbra is bizonytalanságot rejtenek a kiszámíthatatlan nemzetközi kereskedelmi tényezők, az amerikai elnök által januárban megindított vámháború, illetve annak bizonytalanságai. A nemzetközi kereskedelmi és pénzügyi turbulenciákra pedig – a tapasztalatok szerint – a forint rendkívül érzékenyen reagál.

Ezért 2025 végéig a jelenlegi jegybanki kamatkondíciók **fennmaradását** tartjuk valószínűnek. Az alapkamat csökkentésére akkor kerülhet sor, amikor a havi infláció tartósan 4% alá kerül, ez pedig előrejelzésünk szerint – jó esetben – 2026 második felében várható.



2.5.5. Árfolyam

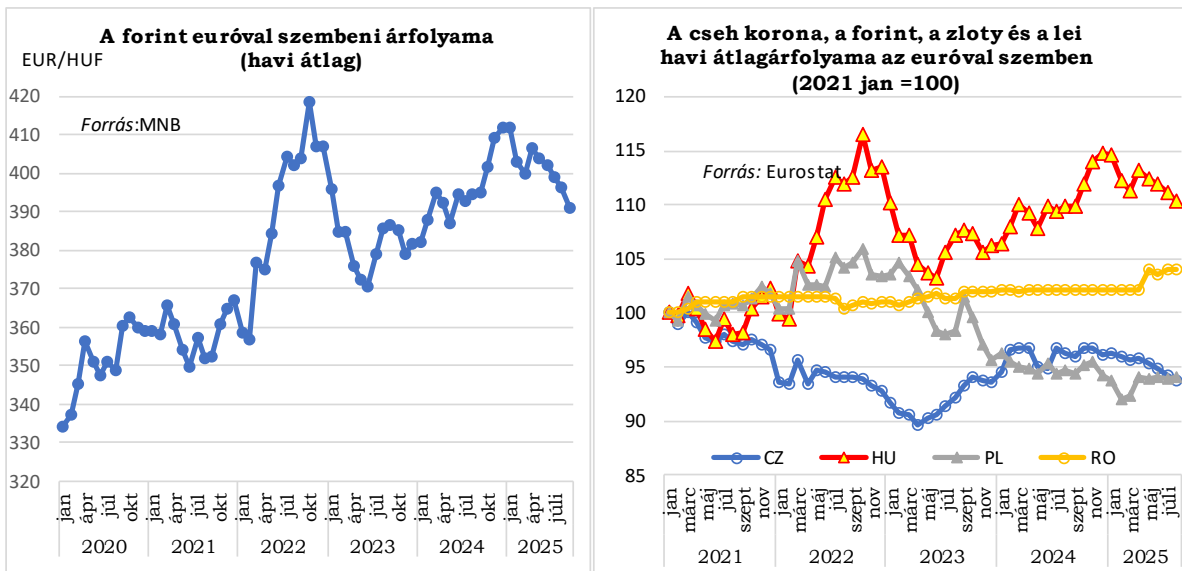
A forint euró-**árfolyama** 2024 szeptemberben átlépte a 400 forintot, ezt követően pedig nagyon gyorsan 410 forint fölé emelkedett. Ezt 2025 februárban előbb enyhe, majd márciusban határozott korrekció követte, a forint havi átlagárfolyama visszaesett 400 forint/euró alá. A nyár óta pedig a forint euró-árfolyama jellemzően 390 forint körül ingadozik, sőt, szeptemberben ez alatti, 388-389 forint körüli árfolyam is előfordult. Ezzel a forint euró-árfolyama visszakerült a 2024 nyári szintre.

Ez a fordulat furcsának tűnhet a magyar gazdaság gyenge teljesítménye mellett. A forint árfolyamának az erősödését részben a bőséges nemzetközi likviditás, részben a jelenlegi monetáris politika iránti bizalom erősödése magyarázhatja.

Az év első 9 hónapjában a forint euróárfolyama 400,7 forint volt, és az eddigi tendenciák alapján feltételezhető, hogy amennyiben nem történik valamilyen nemzetközi pénzügyi sokk, akkor az éves átlagos euró-árfolyam 400 forint alatt lesz. A hosszú távú tendenciák alapján azonban nem zárható ki, hogy 2026 folyamán az árfolyam ismét 400 forint közelébe, sőt akár afölé emelkedik.

A többi régiós valuta árfolyama csak kisebb elmozdulást mutatott az elmúlt időszakban. A cseh korona kismértékben erősödött 2024 eleje óta, a román lej viszont 2025 tavaszán kissé elmozdult a korábbi stabil szintről, a gyengülés irányában. A román lej rendkívül stabil árfolyamát több éven keresztül a román jegybank devizapiaci intervenciói biztosították. Ezt a jegybank 2025. májusban feladni kényszerült, mert a külső és belső pénzügyi egyensúlyi problémák és a politikai bizonytalanság miatt az intervenció a valutatartalékokat túlságosan igénybe vette.

A lengyel valuta euró-árfolyama 2024 eleje óta lényegében stabil, kisebb kilengésekkel.

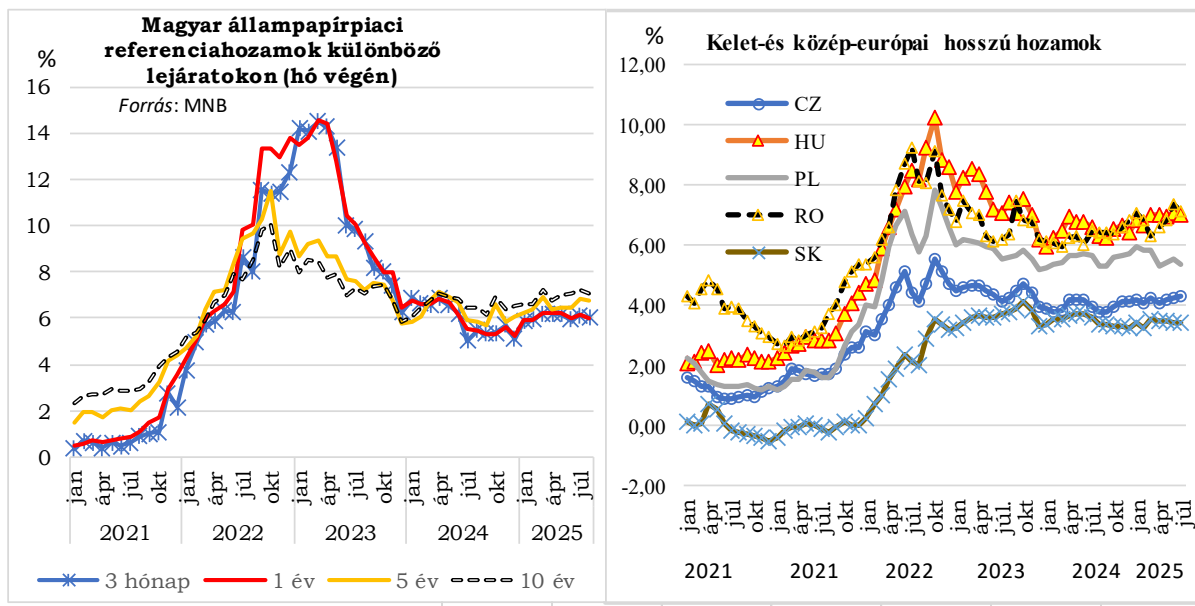
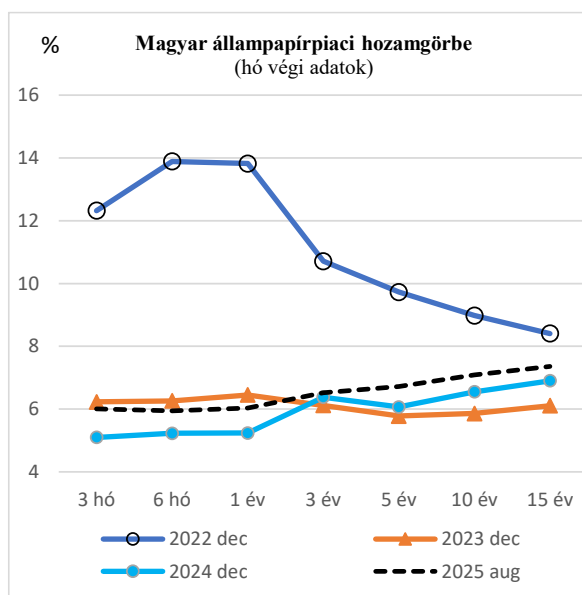


2.5.6. Állampapírpiazi hozamok

2025 első 8 hónapjában az állampapírpiazi hozamok továbbra is viszonylag lapos hozamgörbét mutattak, bár némi elmozdulás történt a 2024. évvégi állapothoz képest. 2025 augusztusában a rövid hozamok pár tizedszázalékkal alacsonyabbak voltak a 2024. decemberi szinthez képest, a 3 év feletti papírok hozama azonban enyhén emelkedett. A 10 éves hozam 2025 júniusában ismét 7% fölé emelkedett, ami különösen aggasztó a magyar államadósság finanszírozási költségei szempontjából.

Október első napjaira a 10 éves hozamok visszaestek 7% alá, és a rövid hozamok is mérséklődtek kissé.

Továbbra is jellemző, hogy a magyar és a román 10 éves állampapírok fizetik a régióban (és az EU-ban), a legmagasabb hozamot. Ez a két piac lényegében fej-fej mellett haladt az elmúlt néhány évben ebben a negatív versenyben. 2025 augusztusában éppenséggel a román hozam volt árnyalatnyival magasabb (7,17%), a magyarnál (7,02%). A lengyel hosszú hozamok 5,5, a cseh és a szlovák 4% körül ingadoznak.



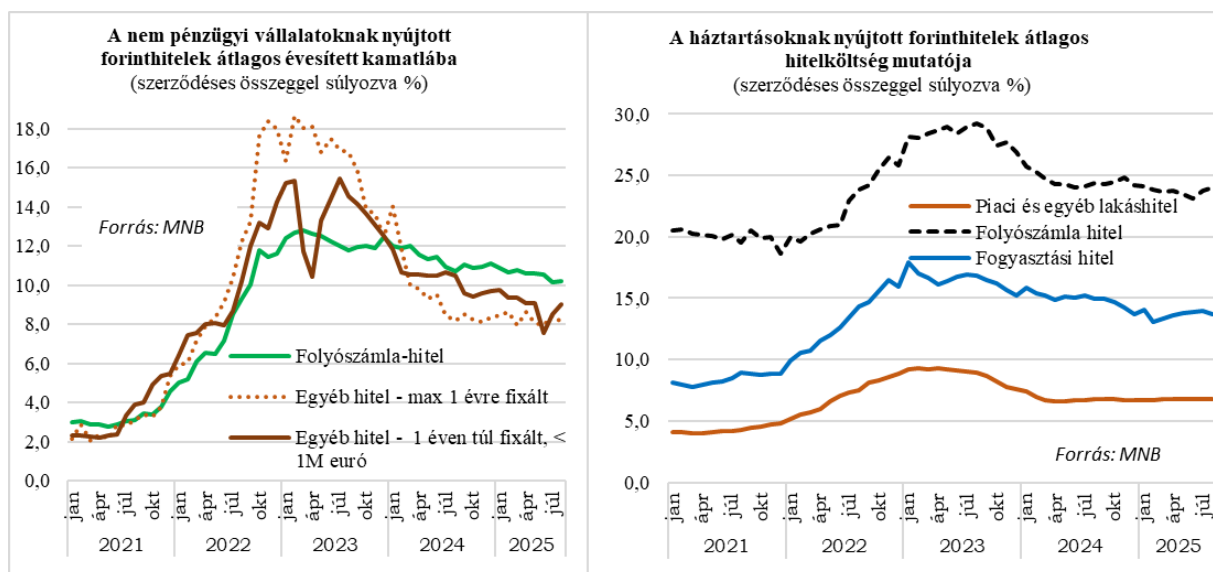
2.5.7. Vállalati és lakossági kamatok

2025 első felében a nem pénzügyi vállalatoknak és a háztartásoknak nyújtott banki hitelek kamatszintje mérsékelt ingadozásokat mutatott.

A forgóeszköz-finanszírozás szempontjából meghatározó **vállalati folyószámlahitelek** kamata az év során 0,7 százalékponttal csökkent: a januári 10,9%-ról augusztusra 10,2%-ra mérséklődött, de továbbra sem süllyedt 10% alá. Hasonló tendenciát mutattak a legalább egyéves kamatfixálású, 1 millió euró alatti forinthitelek is: kamataik júniusban 7,6%-ra estek, majd az azt követő két hónapban ismét emelkedésnek indultak, és augusztusra meghaladták a 9%-ot. A maximum egyéves kamatfixálású hitelek kamatlába márciusban és júniusban 8% alá csökkent, de az év közepét követő fordulat után augusztusban 8,1%-on állt.

A *vállalati hitelkereslet* március–áprilisban mutatott élénkülést. Az 1 millió euró alatti új forinthitelek szerződéses értéke a márciusi csúcs után mérsékeltebben növekedett, míg az 1 millió euró feletti szerződések esetében április bizonyult kiemelkedő hónapnak. 2025 második negyedévében a vállalkozások felé fennálló teljes hitelállomány 315 milliárd forinttal emelkedett, így éves szinten 2%-os bővülést mutatott, amely elmaradt a 2024. évi 4,1%-tól, valamint a Visegrádi országok 7%-os átlagától. Ugyanakkor a második negyedévben kihelyezett 1.456 milliárd forintnyi új, *nem folyószámlajellegű vállalati hitelszerződés* kiemelkedett a korábbi évek azonos időszakainak adatai közül. A 36%-os növekedésben szerepet játszottak egyedi nagyügyletek és a Demján Sándor Program keretében kötött szerződések. Az MNB hitelezési felmérésében részt vevő banki vezetők szerint a vállalatok beruházási kedvét továbbra is a felvevőpiac bizonytalansága korlátozza, így 2025 második felében inkább stagnálásra számítanak, miközben az élénkülés jelei elsősorban a lakásprojektek finanszírozásában érzékelhetők.

A **háztartási** hitelek közül a *fogyasztási hitelek* átlagos kamata 2025 februárban mérséklődött érdemben, 1 százalékponttal. Ezt követően 13,1–14,0% közötti sávban ingadozott. Az év első nyolc hónapjában a fogyasztási hitelek állománya közel 40%-kal, míg az áruvásárlási és egyéb hitelek 50%-kal bővültek. A Munkáshitel (új, államilag támogatott konstrukció) bevezetésekor jelentős kereslet volt tapasztalható, amely márciustól alacsonyabb, de stabil szinten állt be; augusztusban az állomány 10,1



milliárd forinttal nőtt. A hitelezési vezetők azonban további érdemi bővülést nem várnak ebben a termékben 2025-ben.

A lakossági *folyószámlahitelek* kamata 2025-ben nem mutatott jelentősebb változást, 23,1–24,1% között mozgott. E konstrukció felvétele hosszabb ideje stagnál, állományának közel felét a kamatozó hitelkártya-követelések adják. Ugyanakkor a *lakosság látra szóló és folyószámla-betétei* továbbra is bővülnek: az év első nyolc hónapjában 15,6%-kal emelkedtek, noha ezek átlagos évesített kamata mindössze 0,18–0,22% között alakult. Ennek hátterében a lakosság likviditási preferenciái állhatnak.

Összességében 2025 első nyolc hónapját a vállalati hitelezés mérsékelt növekedése, a háztartási hitelek dinamikus bővülése jellemezte. A vállalati szektorban a bizonytalanság fékezi a hitelfelvételt, míg a lakossági oldalon a fogyasztási és új támogatott hiteltermékek iránti kereslet biztosítja a növekedést.

Lakáshitelek

A piaci lakáshitelek átlagos teljes hiteldíjmutatója (THM) a 2024. februári jelentősebb csökkenést követően 2025 augusztusáig lényegében stabil maradt, 6,7–6,8% közötti sávban ingadozva. Ezzel szemben a támogatott lakáshitelek költsége, ahol a költségek zömét az állam viseli emelkedett: a januári 8,1%-ról augusztusra 8,7%-ra nőtt.

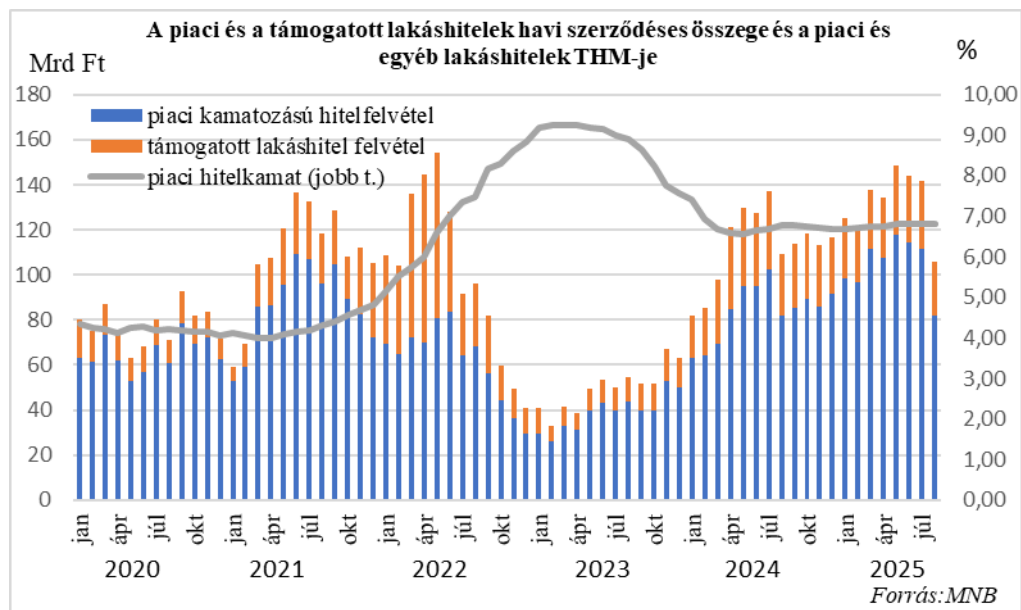
A lakossági új lakáscélú hitelszerződések volumene 2025-ben eleinte gyors ütemben bővült. Az első negyedévben 45%-os növekedés volt tapasztalható az előző év azonos időszakához képest, azonban a lendület a második negyedévben mérséklődött. Júliusban a bővülés üteme mindössze 3%-ra lassult, augusztusban pedig éves alapon 3,3%-os visszaesést mutatott a háztartásoknak nyújtott forintalapú lakáshitelek szerződéses összege.

A növekedés megtorpanása szorosan összefügg az Otthon Start program bejelentésével, amely államilag támogatott, 3%-on kamatfixált hitelkonstrukció. A program kihirdetését követően a bankok kivárást érzekeltek az ügyfelek részéről, miközben az eladók is abban bíznak, hogy a kereslet erősödésével az ingatlanárak emelkedni fognak. Az MNB hitelezési felmérésében részt vevő banki vezetők 200–250 milliárd forintnyi többletkihelyezést várnak a program hatására 2025-ben, ugyanakkor egyhangú véleményük szerint a lakásárak jelentős emelkedésével kell számolni.

Amennyiben a kereslet hirtelen megugrását a kínálat nem tudja követni, rövid idő alatt elinflálódhat a támogatott hitelkonstrukciók kamatelőnye. Ez a folyamat egyrészt ellehetetlenítheti a saját célra vásárlók otthonszerzését, és kompromisszumokra kényszerítheti a családot tervező továbbköltözőket, másrészt a befektetési céllal történő vásárlások megtérülését is ronthatja. A keresletet tovább gyengítheti az adósságvállalással kapcsolatos lakossági óvatosság: az első lakást vásárlók számára 2024 óta elérhető 10%-os önerős konstrukcióval például a jogosultak kevesebb mint 10%-a élt eddig.

A kínálati oldalon a lakásépítési beruházások élénkülése, valamint a korábban befektetési céllal vásárolt ingatlanok tömeges piacra kerülése mérsékelheti a lakásár-emelkedést. Az új beruházások hatása inkább 2–3 éves távlatban érzékelhető, és megvalósulásukhoz bizalomra és kiszámítható gazdasági környezetre van szükség. A befektetési céllal vásárolt ingatlanok értékesítése rövidebb távon is enyhítheti a keresleti nyomást, de inkább lokálisan fejthet ki hatást.

Össességében 2025 első nyolc hónapját a lakáscélú hitelezés eleinte erőteljes bővülése, majd a programokhoz köthető kivárás miatti lassulása jellemzi. A rövid távú kilátások szerint a lakásárak emelkedése valószínű, míg a kínálati oldali alkalmazkodás csak középtávon mérsékelheti az árnyomást.



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 REÁLNOVEKEDESE										
GDP összesen	4,1	5,6	5,1	-4,3	7,2	4,2	-0,8	0,6	0,4	2,5
Belföldi felhasználás	5,6	7,3	7,3	-2,2	6,8	4,4	-8,1	-1,8	1,6	3,3
Magánfogyasztás	4,9	4,1	4,7	-1,8	4,8	7,0	-1,5	4,9	3,1	3,7
Közösségi fogyasztás	3,8	4,3	9,6	4,2	2,1	0,6	3,8	-4,2	2,0	2,0
Bruttó felhalmozás	8,2	17,1	12,2	-7,7	13,1	0,6	-23,5	-15,8	-2,8	2,7
ebből: állóeszköz- felhalmozás	19,7	16,4	12,7	-7,6	5,9	-0,4	-6,7	-9,9	-4,8	3,0
Export ^a	6,5	5,0	5,5	-6,1	8,2	10,7	17,4	-0,9	-0,8	2,4
Import ^a	8,4	7,0	8,2	-3,6	7,7	10,9	8,3	-3,9	0,3	3,4
TERMELÉSI INDEXEK										
Mezőgazdasági kibocsátás (bruttó)	-4,1	2,6	-0,1	-2,4	-1,1	-16,5	25,6	-3,7	-9,0	0,0
Ipari termelés	4,6	3,5	5,6	-6,0	9,5	6,1	-5,5	-4,1	-1,7	3,0
Kiskereskedelmi forgalom volumene	5,6	6,7	6,3	-0,1	3,7	5,0	-7,7	2,8	2,8	3,9
FOGLALKOZTATÁS, JÖVEDELMEK										
Foglalkoztatottak száma	1,5	1,3	0,8	-0,9	0,7	1,3	0,6	0,0	-0,5	0,1
Munkanélküliségi ráta (15-74 éves népesség)	4,0	3,6	3,3	4,1	4,1	3,6	4,1	4,5	4,5	4,4
Bruttó nominális keresetek ^b	12,9	11,3	11,9	9,0	8,7	17,6	14,0	13,2	8,8	9,5
Nettó reálkeresetek ^b	10,3	8,3	8,4	5,7	3,1	3,2	-3,1	9,0	4,2	6,1
ÁRAK, ÁRFOLYAMOK, KAMATOK										
Fogyasztói árindex	2,4	2,8	3,4	3,3	5,1	14,5	17,6	3,7	4,7	3,9
Forint/euró árfolyam (éves átlag)	309	319	325	351	359	391	382	395	400	405
Dollár/euró árfolyam (éves átlag)	1,13	1,18	1,12	1,14	1,18	1,05	1,08	1,08	1,13	1,13
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	6,5
FIZETÉSI MÉRLEG										
Folyó fizetési és tökemérleg a GDP %-ában	2,6	2,4	1,2	0,9	-2,1	-7,5	1,1	1,8	2,0	1,0
ÁLLAMHÁZTARTÁS										
Államháztartás egyenlege, a GDP %-ában	-2,5	-2,0	-2,0	-7,5	-7,1	-6,2	-6,7	-5,0	-4,8	-4,8
Bruttó államadósság, a GDP %-ában ^c	72,0	68,8	65,0	78,7	76,2	74,1	73,2	73,5	75,5	75,0

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