



Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép és kitekintés 2026-2028

Készült a Költségvetési Tanács Titkársága megbízásából

Készítették:

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


.....
Dr. Palócz Éva Mária
Kopint-Tárki
Konjunktúrakutató Intézet Zrt
vezérigazgató



Budapest, 2025. április 15.

Készült a KVT/20-3/2025 szerződés alapján

Dr. Palócz Éva Mária

vezérigazgató

KOPINT-TÁRKI
Konjunktúrakutatási Intézet Zrt.
1112 Budapest, Budaörsi út. 45.
1518 Budapest, Pf. 71.
Telefon: 309-2695
Fax: 309-2647
E-mail: info@kopint-tarki.hu
www.kopint-tarki.hu

Tartalom

Összefoglaló	4
Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki középtávú prognózisa	8
1. Világgazdasági feltételek jelenleg és rövid-közép távon	9
2. Magyar makrogazdasági kitekintés	17
2.1. Makrogazdasági folyamatok 2024-ben	17
2.2. Hazai és nemzetközi előrejelzők a középtávú növekedési kilátásokról	21
2.3. A GDP és komponensei	23
2.4. A GDP termelési oldala	27
2.5. A GDP felhasználási oldala	35
2.6. Foglalkoztatottság, munkanélküliség	43
2.7. A fizetési mérleg alakulása és a nettó export változásának összetevői	45
3. Államháztartás	48
3.1. A 2024. évi költségvetés	48
3.2. Államadósság, 2024	49
3.3. A 2025. évi költségvetés	51
3.4. Kitekintés 2006-2028-ra – államháztartási deficit	54
4. Infláció	58
4.1. A 2024. évi infláció	58
4.2. A magyar infláció nemzetközi összehasonlításban	59
4.3. A 2025. évi várható infláció	60
4.4. Kitekintés 2026-28-ra	61
5. Kamatok, árfolyam	62
5.1. Jegybanki kamatok	62
5.2. Árfolyam	63
5.3. Vállalati és lakossági kamatok	64
Hivatkozások	67

Összefoglaló

Tanulmányunk elkészítésének időpontjában éppen a korábban biztosnak hitt világgazdasági rendszer, a globális termelési láncok és a pénzpiacok összeomlása zajlik. Az amerikai elnök irracionális és drasztikus vámemelései, majd azok visszavonása, illetve a visszavonás visszavonása és módosítása körüli kaotikus folyamatoknak vagyunk a szemtanúi.

Ilyen körülmények között nehéz többéves kitekintést nyújtani, miközben még a következő nap eseményeit sem ismerjük, amelyek netán több évre alapvetően meghatározzák a világgazdasági folyamatoknak és benne a magyar gazdaság várható trendjének az alakulását.

Mint ahogy a világban egyetlen szakértő sem tudja, ez a tanulmány sem képes előre jelezni, mi fog történni a gazdaságokban ennek a globális káosznak a feltételei között. A világgazdasági fejezetben áttekintjük a világkereskedelem és a nemzetközi feltételek főbb jellemzőit, amelyek némi fogódzót nyújthatnak.

Az elemzésben a magyar gazdaság belső folyamatainak vizsgálatára fókuszáltunk, azonban az előrejelzésekben figyelembe vettük azt az implicit feltételezést, hogy a nemzetközi körülmények az előrejelzési horizonton már bizonyosan nem lesznek ugyanolyanok, mint április 1. előtt. A világgazdasági turbulenciák egy olyan kis, nyitott, a világgazdasági folyamatoktól erősen függő, magas államadóssággal rendelkező sérülékeny gazdaságot különösen érzékenyen érinthetnek.

.-.-.-

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

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

években, változatlan gazdaságpolitika mellett a gazdasági növekedés feltehetően 3% alatt maradhat. Ebben az európai uniós támogatás hiánya a döntő tényező, ezért abban az esetben, ha a támogatás mégis megérkezne, akkor a növekedés 4% fölé emelkedhetne. A GDP komponenseinek a középtávú alakulása is ennek a tényezőnek a függvénye.

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

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

Az erőteljes nominális **kereseti** dinamika és a 4%-ot sem elérő infláció miatt a nettó **reálkeresettömeg** növekedési üteme az utolsó negyedévben is magas marad, habár már némileg eltávolodott a korábbi, 10% közeli szinttől. A háztartások óvatossága lassan oldódik, csak, amit mutat, hogy **vásárolt fogyasztás** növekedési üteme valamelyest tovább gyorsult, 5,5%-ra, miközben a háztartások nettó pénzügyi megtakarításainak összege jelentősen csökkent, mindenekelőtt a hitelfelvételi aktivitás megugrása miatt. A **teljes magánfogyasztás** viszont lényegesen lassabban, 3,8%-kal nőtt az utolsó negyedévben, míg az egész éves növekedés 3,5%-os volt.

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

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

A **foglalkoztatottak** száma éves összehasonlításban a tavalyi első félévben még tovább emelkedett, ezt követően azonban stagnálásra, majd az utolsó negyedévben 0,5%-os csökkenésére került sor. 2024 átlagában lényegében szinten maradt a foglalkoztatottság, és

ugyanaz igaz az **elsődleges** hazai munkapiacra foglalkoztatottak számát illetően. Eközben azonban az inaktivitásból az aktivitásba áramlás folytatódott, és emiatt a munkanélküliek száma nőtt 2024-ben, a **munkanélküliségi rátával** együtt. Az aktívák számának emelkedése ugyanakkor csökkenésbe fordult az utolsó negyedévben, és a csökkenés december-februárban is folytatódott. Ez a munkanélküliségi ráta mérséklődésében is tükröződött. A továbbra is meglévő, sőt a jövőben várhatóan erősödő munkapiaci bizonytalanságokra figyelmeztető jel, hogy a *teljes munkaidőben* foglalkoztatottak száma a tavalyi utolsó negyedévben is tovább csökkent. Az idei évben a foglalkoztatás hozzávetőleges stagnálására számítunk.

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

Az **államháztartás hiánya** 2024-ben, amelyet a költségvetési törvény a GDP 2,9%-ában határozott meg, 4,9% lett. A pénzforgalmi és az eredményszámla (ESA) hiánya a szokásosnál kisebb eltérést mutatott: az előbbi 4.002, az utóbbi 4096 milliárd forint lett. A pénzforgalmi hiányban a bevételi oldalon elsősorban az ÁFA-bevételek 1.000 milliárd forintos elmaradása, a kiadási oldalon főként a kamatfizetések túllépése játszott szerepet. 2015-ben a törvény 3,7%-os hiányt ír elő, egy mára teljesen érvényét veszített makrogazdasági feltételrendszerben. Az ÁFA bevételek 2025-ben is túltervezetnek tűnnek (még a vártnál magasabb infláció mellett is). 2025-ben **4,5%-os** ESA hiányt várunk. 2026-ban még hasonló deficitet várunk, 2027-től viszont elkezdődhet a hiány leépítése, és 2028-ban esély lehet arra, hogy a 3% körüli szintre csökkenjen.

Az **államadósság** rátáját 2024. végére – technikai műveletekkel – sikerült a GDP 73,5%-ára leszorítani. 2025 és 2026 végére 74% körüli adósságrátát várunk, 2028-ra azonban 71,5%-ra, sőt akár az alá is mérséklődhet.

2024-ben a **fogyasztói árindex** – az előző évi 17,6% után - 3,7%-ra mérséklődött, ezen belül viszont az utolsó negyedévben már határozott gyorsulásnak indult, ami 2025 elején is folytatódott, különösen az élelmiszerek terén. Igaz, az év egészében a szolgáltatások ára emelkedett a legnagyobb mértékben. A gyorsan emelkedő élelmiszer-árindex láttán, a kormány az árrésstop bevezetéséről döntött, amely az 1 milliárd forint éves árbevétel feletti kereskedelmi cégek számára, 30 termékfajtára, 10%-ban korlátozta az árrést (ami nem a nyereség, hanem a működési költséget fedezi). Feltételezhető, hogy az árrésstop az árstophoz hasonló eredménnyel fog járni, amelynek szintén nem sikerült megfékezni az élelmiszerárak viharos emelkedését 2022-ben. Emellett az árrésstop elsősorban a

hazai tulajdonú közepes méretű (éppencsak 1 milliárd forint feletti forgalmú) kereskedőket hozza kezelhetetlen helyzetbe, ahol a pénzügyi tartalékok alacsonyabbak és a forgalmazott termékek köre szűkebb. 2025-ben **5,2-os** fogyasztói árindexet várunk. A következő évekre nehéz előrejelzést adni, mivel a hazai infláció erősen függ a nemzetközi piacok árszintjétől. Nem zárjuk ki azonban a csökkenő tendenciát.

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

A forint euró-**árfolyama** 2024 szeptembere óta 400 forint körül ingadozott. A trumpi vámemelés bejelentése azonban egycsapásra a 410 forint felé lökte az árfolyamot. A további kilátások beláthatatlanok, de a tendenciák inkább a gyengülés irányába mutatnak. Nehéz megítélni, hogy a forintnak az elmúlt 15 évben folyamatosan gyengülő euró-árfolyamának trendjét sikerül-e megállítani. E téren a kilátások nem igazán biztatóak, kedvező világpiaci trendek esetén azonban gyengülés mértékét jelentősen mérsékelni lehet.

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

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

Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki középtávú prognózisa

(éves változás, százalék)

	Tényadat			Előrejelzés			
	2023	2024	2024	2025	2026	2027	2028
			IV. né.				
GDP-aggregátumok reálnövekedése							
GDP összesen	-0,8	0,5	0,4	1,5	2,9	2,3	2,6
Belföldi felhasználás	-5,4	-0,1	0,9	2,7	3,4	2,5	2,6
Magánfogyasztás	-0,3	3,5	3,8	3,7	3,7	2,9	2,9
Közösségi fogyasztás	3,2	-3,9	-1,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-7,7	-11,1	-10,5	0,4	4,0	3,7	3,5
Bruttó felhalmozás összesen	-16,7	-6,5	-4,5	1,4	4,0	2,4	3,0
Export	1,7	-3,0	-3,3	0,9	3,7	3,0	3,0
Import	-3,4	-4,0	-3,1	2,4	4,4	3,3	3,0
Ipari termelés	-5,5	-4,0	-3,2	0,5	4,0	3,5	3,5
Fogyasztói árindex	17,6	3,7	3,8	5,2	3,5	3,2	3,0
Foglalkoztatás, jövedelmek							
Foglalkoztatottak számának növekedése ^a	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,3	0,2	0,2
Munkanélküliségi ráta ^a	4,1	4,5	4,4	4,4	4,0	3,8	3,7
Bruttó nominális keresetek ^b	14,2	13,2	11,9	8,9	8,2	6,5	6,1
Nettó reálkeresetek	-2,9	9,2	7,8	3,5	4,5	3,2	3,0
Megtakarítási ráta a GDP %-ában ^c	6,8	6,6	6,6	6,2	6,3	6,3	6,3
Folyó fizetési és tökemérleg a GDP %-ában	1,2	2,6	2,4 ^d	1,5	0,5		
Államháztartás							
Államháztartási egyenleg, a GDP %-ában	-6,7	-4,9	-8,4	-4,5	-4,5	3,5	3,0
Bruttó államadósság, a GDP %-ában	73,0	73,5	73,5	74,0	74,0	73,0	71,5
Rövidtávú hozam (3 hó), időszak vége	6,23	5,10	5,10	6,0	5,7	5,3	5,0
Hosszút. hozam (10 év), időszak vége	5,86	6,55	6,55	7,0	6,5	5,9	5,0
Nemzetközi feltételek							
Nemzetközi kereskedelem volumene	0,4			2,7	3,0		
Brent olajár (\$/hordó, időszaki átlag)	82,5	80,5	74,6	76	78		
GDP-változás az eurózónában, %	0,4	0,9	1,2	0,8	1,4		
GDP-vált. az új EU-tagországokban, %	0,8	1,9		2,6	2,8		
Forint/euró, időszaki átlag	382	395	407	410	415	415	415
Dollár/euró, időszaki átlag	1,08	1,08	1,07	1,06	1,06	1,06	1,06

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

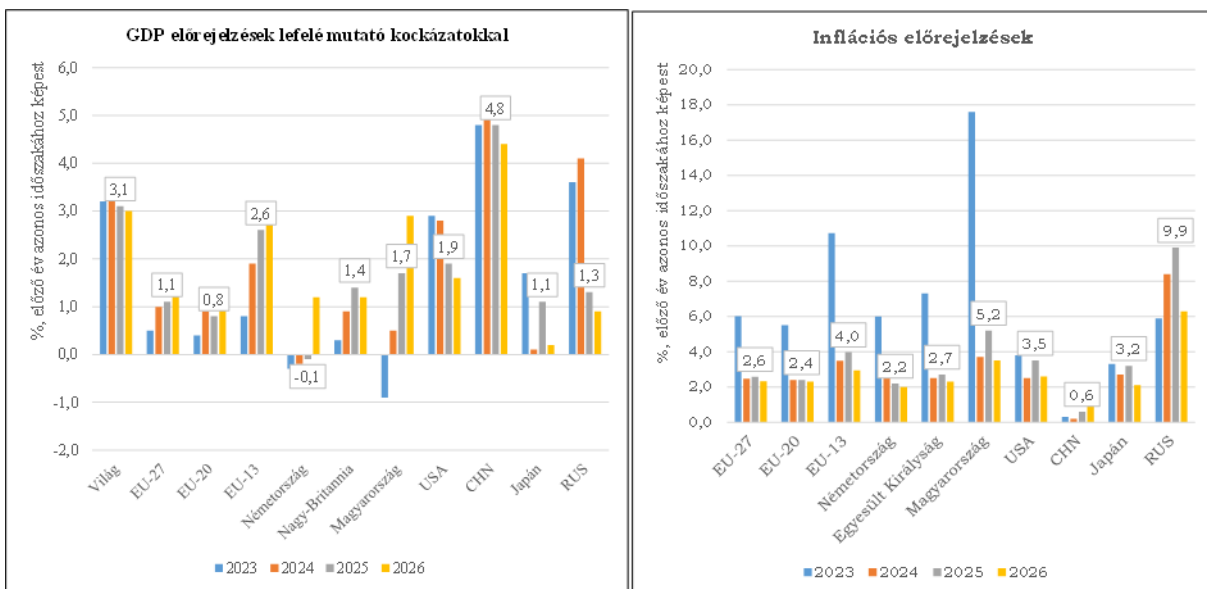
b az összes munkáltató adatai alapján

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

d MNB által közölt szezonálisan kiigazított adat

1. Világgazdasági feltételek jelenleg és rövid-közép távon

A nemzetközi gazdaság helyzetére az általános bizonytalanság és a lefelé mutató kockázatok erősödése jellemző. Az OECD¹ legfrissebb jelentése szerint a **globális növekedés** tavaly még 3,2% volt, ami részben az USA robusztus növekedésének, részben néhány feltörekvő ország (pl. India, de még Kína is) jó teljesítményének volt betudható. 2025-re a kilátások már kevésbé jók. A növekedéslassulás egyik fő oka az amerikai kereskedelempolitika okozta bizonytalanság, ami már önmagában is fékezi a befektetői hajlandóságot és visszafogja a fogyasztást. Ebben a bizonytalanságokkal terhes időszakban az OECD 3,1%-ra mérsékelte idei előrejelzését és 3%-ra 2026. évi prognózisát, de a Trump által április elején bejelentett vámintézkedések növekedést fékező és inflációt erősítő hatása nagyobb is lehet, ugyan a vámintézkedések gazdasági hatásai egyelőre nem igazán számszerűsíthetők, de maga az intézkedések kiszámíthatatlansága is olyan bizonytalanságot generál a vállalkozások körében, ami fékezi a növekedést. Ebben a környezetben a monetáris politika lazítása mérséklődhet, hiszen a globális bizonytalanságok, a vámháború eszkalálódása mind költségnövelő hatásúak, és az infláció újra erőre kaphat. Az infláció mérséklődése lassulni fog, azonban itt is nagyok a kockázatok, mivel a vámháború költséghatásai még nem becsülhetők meg.



A **világkereskedelem** jövőbeli alakulása az amerikai választások óta nagyon bizonytalanná vált. Az április elején bevezetett általános importvámok a legpesszimistább várakozásokat igazolták, hiszen szinte minden országgal szemben legalább 10%-os vámot léptettek életbe. Az Európai Unió sem maradt ki a vámközből: a 20%-os általános importvám mellett bizonyos termékkategóriákra, például acélra és gépjárművekre 25%-os külön vámok is érvényesek. Bár ez utóbbi vámtételek végső soron az európai és a kelet-ázsiai márkatulajdonosokat sújtják, a vámok azonban a mexikói leányvállalatot érinthetik közvetlenül, ahol ezeket a járműveket összeszerelik. A vámok bizonyos esetekben történő átmeneti felfüggesztése, sem könnyít a helyzeten, mert az amerikai kormány döntései továbbra is kiszámíthatatlanok. A legfrissebb hírek szerint a népszerű

¹ OECD Economic Outlook Interim Report, March 2025, https://www.oecd.org/en/publications/oecd-economic-outlook-interim-report-march-2025_89af4857-en.html

elektronikai termékeket kiveszik a Kínára kivetett 125%-os és a többi országra kivetett 10%-os alapvámok hatálya alól, illetve Trump a vámok bilaterális újratárgyalásának lehetőségét is kilátásba helyezte, de mindennek a kimenetele egyelőre nem látható előre. A kivetett vámtételek meglehetősen magasak, rengeteg az ismeretlen tényező, és az amerikai fogyasztókon, importőrökön, a külföldi beszállítókon és fogyasztókon is múlik, hogy milyen következményei lesznek a megemelt vámok integrálásának világkereskedelmi rendszerre.

Ami *Európát illeti*, egyes ágazatokat rendkívül érzékenyen érintenek a vámok, ilyen például a gyógyszeripar, mivel összeurópai szinten az export közel fele az USA-ba megy. Itt azonban alacsonyak a helyettesítési lehetőségek, s a kereslet rugalmatlan. Az európai járműipart érintő hatások elsősorban közvetett módon jelentkeznek, mivel a közvetlen beszállítás viszonylag alacsonynak mondható. Bár az is igaz, hogy az Európából exportált járműipari késztermékek elsősorban nem a tömegtermelés eredményei, hanem olyan, felsőkategóriás járművek, amelyek magasabb áron is értékesíthetők. A nagyobb tételben beszállított európai márkák már eleve az USA-ban, vagy Mexikóban készülnek, így az első körös hatások ott keletkeznek, de értelemszerűen végül az európai márkatulajdonos szenved el profitsökkenés formájában a megemelt vámok következményeit. Ez azonban már második körös hatás, és az európai gazdaságot elsősorban az elmaradó beruházásokon keresztül érintheti, ami természetesen vezethet a későbbiekben kapacitásleépítésekhez kontinensünkön. Az európai keresletet azonban várhatóan közvetlenül nem érinti, így az elszenvedett veszteségek is rövid távon várhatóan nem lesznek jelentősek.

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

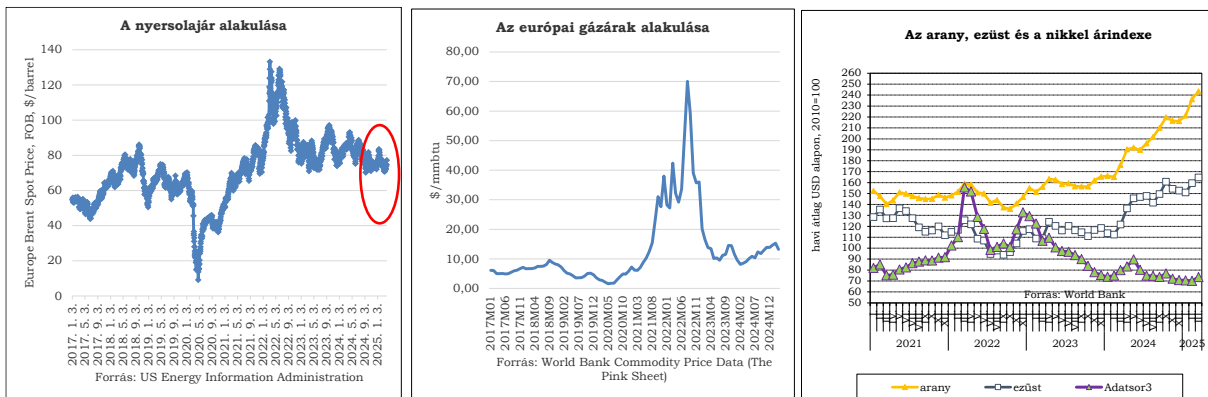
Így nem csoda, hogy a befektetők a biztonságosabbnak ítélt eszközök felé fordulnak. Bár a vámok bevezetése előtt még jellemző volt egyfajta készletfelhalmozás, a jövőben a kereskedelmi volumen mérséklődése várható. A világ gazdaság valószínűleg alkalmazkodni fog az új körülményekhez, de a Trump-adminisztráció kiszámíthatatlansága továbbra is jelentős kockázatot jelent, amely a beruházások visszafogásán keresztül makroszinten is éreztetheti hatását.

A Világbank² legfrissebb adatai szerint idén márciusban az **energiahordozók** indexe 95,07-tel nagyjából a tavaly decemberi szintre ment vissza a január-február havi emelkedést követően, és 9,16 ponttal volt alacsonyabb a tavaly márciusi értéknél. A **nem**

² World Bank Commodity Prices, April 2025,
<https://thedocs.worldbank.org/en/doc/18675f1d1639c7a34d463f59263ba0a2-0050012025/related/CMO-Pink-Sheet-April-2025.pdf>

energiahordozó nyersanyagok esetében a tavaly augusztusban megindult áremelkedés idén februárig folytatódott, aztán márciusban mérséklődni kezdtek az árak, de termékcsoportonként eltérő trendek jellemzőek.

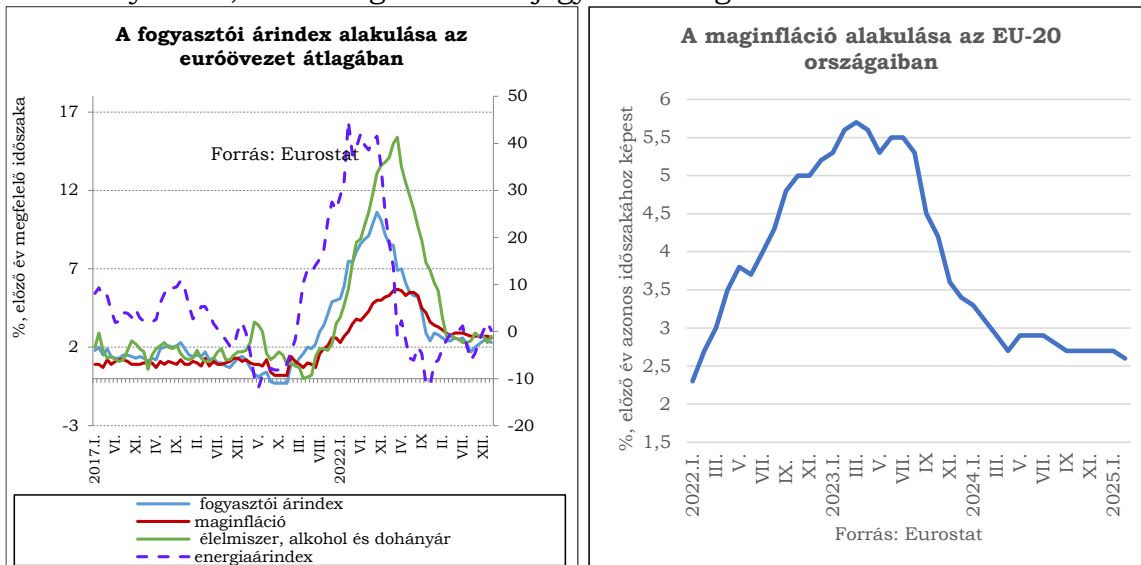
A **Brent nyersolaj** első negyedévi átlaga 76 dollár körül alakult, valamivel a tavalyi 80 dolláros hordónkénti éves átlag alatt, azóta lejjebb mentek az árak. A piacra különböző tényezők hatnak: az a tény, hogy az OPEC+ várhatóan kitart májusi kitermelés-növelési terve mellett, valamint, hogy az amerikai nyersolajkészletek a vártnál jóval nagyobb mértékben nőttek, illetve a globális keresletre vonatkozó előrejelzések romlottak, csökkentőleg hat az árakra. Trump különböző bejelentései a piacokon hektikus mozgásokat eredményeztek. A bejelentett konkrét vámintézkedések hatására újra csökkenni kezdtek az árak, mivel a befektetők a növekedés lassulásától és az olajkereslet csökkenésétől tartanak. Összességében a piacok hektikusak maradnak és az olajár éves átlagban 70-78 dollár körül alakulhat. A jelenlegi határidős jegyzések 62-64 dollár körül, tehát jóval a tavalyi átlag alatt mozognak.



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

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

Az infláció mérséklődésével párhuzamosan a **monetáris lazítás** elvileg folytatódhatna, de – ahogy korábban jeleztük – e téren is nagy a bizonytalanság. Az amerikai alapkamat tavaly december közepe óta 4,25-4,50%-os sávban mozog. Legutóbbi, márciusi kamatdöntő ülésen sem változtatott az alapkamaton a *FED*. Viszont – elsősorban a vártnál nagyobb mértékű amerikai vámintézkedések miatt – módosította gazdasági előrejelzéseit: így lassúbb növekedést és magasabb inflációt vár a jegybank az idei és a következő évre is, és a munkanélküliség emelkedésétől is tart. Ez a párosítás nem kedvező hír, s ebből az is következik, hogy óvatosabb lesz a kamatkiigazításokkal. A sok bizonytalanság miatt az amerikai jegybank egyelőre kivár, amit megtehet, hiszen a munkaerőpiac még jó helyzetben van és a kamatok még mindig magasak, tehát jövőbeli korrekciókra van mozgástere. Az infláció emelkedése elsősorban a vámok miatt következik be, s a magasabb infláció a kereslet csökkenését és a növekedés lassulását eredményezheti, és ez megnehezíti a jegybank dolgát.



Az *EKB* március 6-án – az idén immár másodszor – 25 bázisponttal csökkentette a három irányadó kamatlábat. Az indoklás szerint az infláció a szakértői várakozásoknak megfelelően alakul és egyre közelebb kerül a jegybank célértékhez. A gyenge gazdasági kilátások további kamatcsökkentéseket tennének szükségessé, ugyanakkor az inflációval kapcsolatos bizonytalanságok óvatosabbá tehetik az európai jegybankot. A helyzetet nehezíti, hogy – előre tekintve – az amerikai vámok az infláció erősödését és a növekedés lelassulását hozhatják magukkal, a német költségek hosszabb távon ugyan gyorsíthatja majd a növekedést, de lökést adhat az inflációnak is.

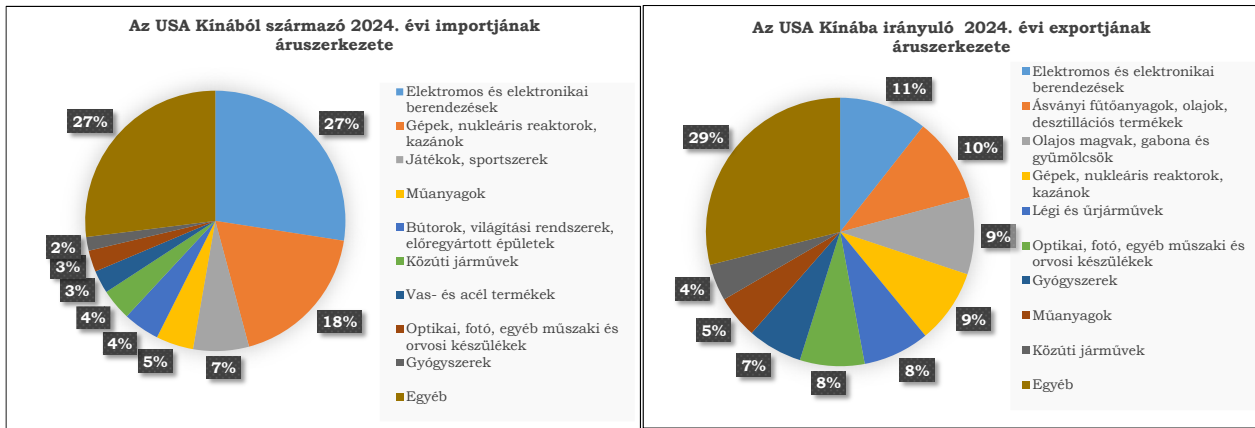
Tavaly az **euró dollárárfolyama** éves átlagban 1,08 EUR/USD-t tett ki. Az idei éves átlag ugyan ennél alacsonyabb, 1,06 EUR/USD, de a tavaly évről és az idén év eleji gyengülés után az euró erősödni kezdett. Ez szemmel láthatóan tudatos amerikai politika következménye. Hogy ez mennyire lesz tartós, azt egyelőre nehéz megmondani, mint, ahogy az amerikai gazdaságpolitika kiszámíthatatlansága miatt is nehéz bármiféle előrejelzést tenni. Trump hivatalba lépésével egy teljesen kaotikus pénzügyi és gazdasági környezet alakult ki az egész világon, és az euró devizatartalék szerepe erősödni kezdett. Így az idei évre árfolyamprognózist adni elég nehéz: egyelőre az euró további erősödése látszik, de, hogy ez mennyiben lesz tartós folyamat, az nagyjából az amerikai gazdaságpolitika újabb fordulatainak múlik. Amennyiben a befektetők úgy ítélik meg, hogy az EU pénzügyi biztonságosabb, kiszámíthatóbb alternatívát jelentenek az amerikai

piacokhoz képest, akkor bekövetkezhet egy tartós elfordulás a dollártól, ami erősítheti az eurót.

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

Kína az egyetlen olyan ország, amelynek gazdasági növekedésére vonatkozó tavaly decemberi előrejelzését az OECD szakértői csapata március közepén közzétett elemzésében felfelé korrigálta. Meglátásuk szerint 2024-ben a különféle kormányzati intézkedéscsomagok támogatásával, a magánfogyasztás és az export kiemelkedően intenzív növekedése révén sikerült teljesíteni a GDP előirányzott 5%-os bővülését, de sem az idén sem jövőre nem fogják elérni ezt az ütemet. 2025-re 4,8, míg 2026-ra csupán 4,4 százalékos növekedést prognosztizálnak. A kínai kormány továbbra is felfűszerezza az 5%-os növekedés elérését, ezért 2025-ben a gazdaság élénkítése érdekében a költségvetési hiányt a GDP 3%-áról 4%-ára emelik. Kína továbbra is a technológiai önellátásra és az innovációra fókuszál, különösen a mesterséges intelligencia, a félvezetők és a jövő egyéb iparágai, így például a zöld technológiák terén. Március közepén egy, a *lakossági fogyasztás élénkítését célzó átfogó akciótervet* is meghirdettek. Az USA részéről megnyilvánuló protekcionista intézkedéseknek az ipari termelésre gyakorolt kedvezőtlen hatásait egy, a *külföldi beruházásokat ösztönző cselekvési terv* meghirdetésével kívánják ellensúlyozni. A kormány ígéretet tett arra, hogy valamennyi vállalkozást, tehát hazait és külföldit, államit és magánt egyenlő elbánásban részesít és eltörli a külföldi vállalkozások kínai kölcsönökhöz való hozzáférését korlátozó rendelkezéseit.

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



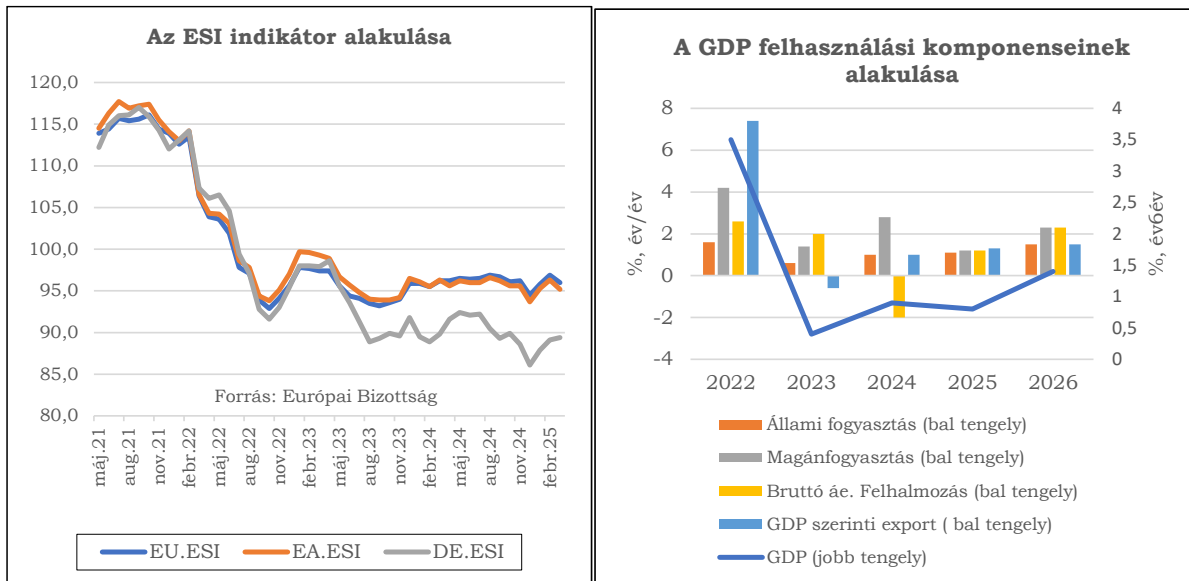
Az USA és Kína egymással folytatott kereskedelmének áruszerkezetét vizsgálva megállapíthatjuk, hogy Kína exportjának döntő hányadát a fejlett ipari országokéra jellemző termékcsoporthoz tartozó termékek dominálják, míg az USA-éban előkelő helyet foglalnak el a nyers- és fűtőanyagok, valamint a mezőgazdasági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

Kína már jó ideje készül az amerikai vámok változására, s ezért erősíti a BRICS-országokkal fenntartott kapcsolatait, illetve tárgyalásokat folytat a csendes-óceáni térség országai szabadkereskedelmi társulásához (Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership – CPTPP) való csatlakozásról.

Az **euróövezet gazdasága** továbbra is mérsékelt teljesítményt mutat. Az ESI indikátor ugyan minimálisan javult, de 2021-2022-höz képest még mindig nagyon alacsony szinten mozog. A feldolgozóipari termelés zsugorodása valamelyest lassult, de az igazi élénkülés jelei még nem látszanak. Németországban két év zsugorodás után, még idén sem várható a GDP növekedése; Ausztriában az idei évre is visszaesést várnak, így már három éve folyamatosan csökken a GDP. A geopolitikai kockázatok és a kereskedelempolitikai feszültségek Európa szerte bizonytalanná teszik a vállalkozásokat, fékezik a beruházási tevékenységet. Egyes ágazatokban, mint például az autógyártás terén komoly válság bontakozott ki, leépítések, gyárbezárások várhatók. Mindez a fogyasztói bizalmat is alássa, így a magánfogyasztás a tavalyi 2,8%-os bővülés után az idén legfeljebb 1,2%-kal nő az euróövezetben. Ezt a feltevést erősíti meg a kiskereskedelmi forgalom alakulása is, amely az év elején csökkenni kezdtek, s a fogyasztói várakozások is igen pesszimisták. A szolgáltató szektor továbbra is dinamikus növekedést mutat, azonban a tavaly második félévhez képest veszített lendületéből.

Az állami beruházások bővítése némi lendületet adhat a konjunktúrának, de összességében 0,8%-nál nagyobb növekedésre az idei évben az EU-20 esetében sem számíthatunk, s jövőre is csupán 1,4%-os GDP bővülés várható. Az Európai Unió egésze esetében hasonlókat mondhatunk: a tavalyi 1% után az idén 1,1%-os, jövőre 1,5%-os GDP bővülés várható. Ezekben a prognózisokban azonban jelentős bizonytalanság van, a lefelé mutató kockázatok nagyok, mivel a Trump-féle vámintézkedések hatásai egyelőre csak nehezen jelezhetők előre. A növekedés egyik hajtórugója az idén a védelmi kiadások

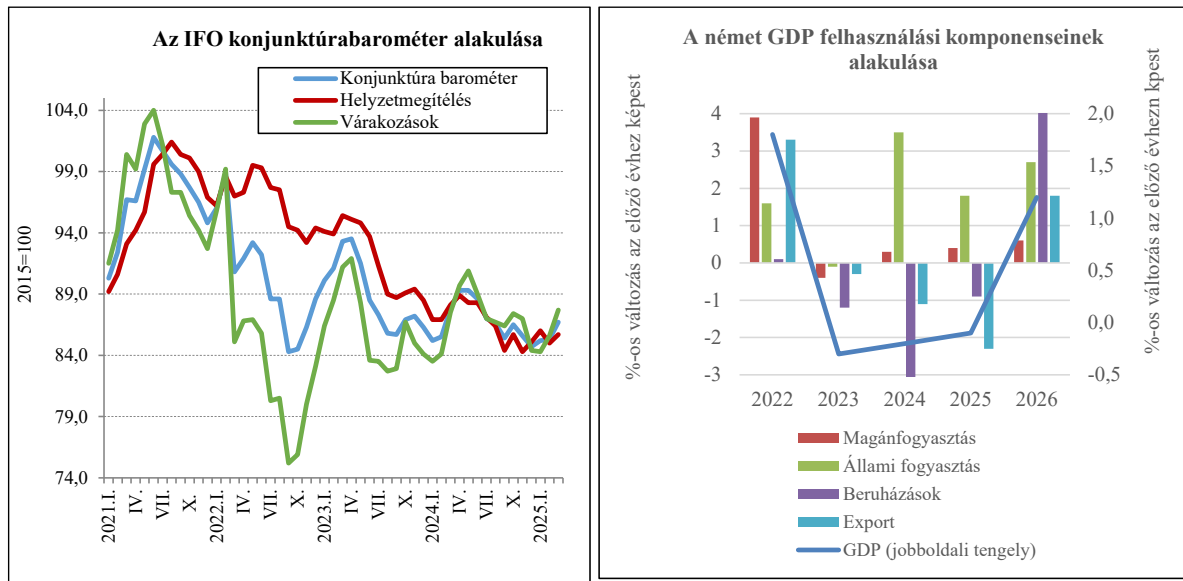
emelkedése lehet. A védelmi kiadások bővítésének finanszírozása azonban akkor, amikor számos ország magas költségvetési hiányokkal küzd, nehéznek bizonyulhat.



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

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

A **német** gazdaság 2023 után, tavaly is zsugorodott, a GDP újabb 0,2%-kal mérséklődött. A jelenlegi kilátások is meglehetősen vegyesek. Ugyan az adósságfék feloldásával és a költségvetési kiadások bővítésével a növekedésnek lökést lehet adni, de ez az idén még nem lesz érezhető. A német gazdaság olyan strukturális problémáktól szenved, amelyek rövidtávon nehezen orvosolhatók. A bejelentett amerikai vámok sújtani fogják a német exportot, s tovább fékezik a gazdasági növekedést. A német exportőrök már tavaly is jelentős piaci részesedéseket veszítettek, s ez a folyamat az idén tovább folytatódhat. Az amerikai gazdasági és kereskedelempolitika okozta bizonytalanság már önmagában fékezi a befektetőket. Így az idei évre -0,1%-os GDP lassulás várható, míg jövőre a német GDP – elsősorban a magánfogyasztás és a beruházási tevékenység élénkülése következtében – kicsivel 1 % fölé emelkedhet. Az autóipar válságát a tervezett beruházásélénkítő intézkedések rövidtávon nemigen tudják ellensúlyozni, hiszen a tervezett 500 milliárd eurós beruházási keret 10 évre elnyújtva, fokozatosan fejti majd ki hatását.



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

Az amerikai kereskedelmi háború nem közvetlenül érinti az új EU-tagállamokat, hiszen az amerikai export részesedése sehol sem éri el az 5%-ot, a teljes régió átlagában pedig alig 3%. Ennek részleges kiesése nemzetgazdasági szinten nem okoz különösebb gondot, bár egyes szektorokban zavarok keletkezhetnek, különösen, ha egy ágazat exportjában az átlagosnál jóval nagyobb az amerikai részesedés. Az indirekt, másodkörös hatások azonban sokkal inkább érzékelhetők lehetnek, mivel a kelet-európai régió számára is fontos nyugat-európai országok jellemzően nagyobb kitettséggel rendelkeznek. Németország esetében például az USA részesedése az áruexportból 10%-os, Olaszországban 11%-ról beszélhetünk, Franciaországban pedig 8%-ról.

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

2. Magyar makrogazdasági kitekintés

2.1. Makrogazdasági folyamatok 2024-ben

A tavalyi negyedik negyedévben a magyar gazdaság ismét képes volt egy szerény növekedést produkálni – a harmadik negyedévi zsugorodást követően – mind év/éves alapon (0,4%), mind pedig az előző negyedévhez képest (0,6%). Ez kedvező fejlemény, ugyanakkor nem jelentett valóban minőségi változást: sem a növekedési tényezők, sem pedig a növekedést hátráltató tényezők nem változtak érdemben a harmadik negyedévhez képest, csupán a kétféle tényezők relatív súlyában történt némi elmozdulás, az előbbiek javára.

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

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

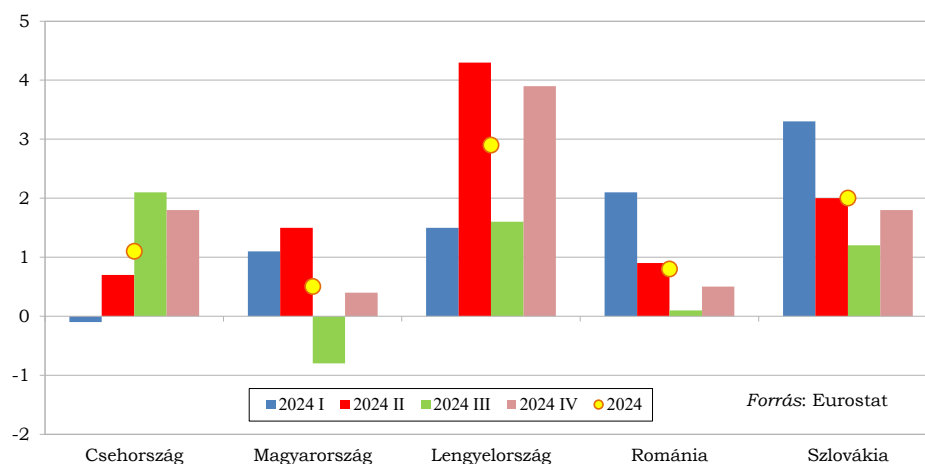
A fentiek együttes hatására a teljes **belföldi felhasználás** az utolsó negyedévben is csak 0,9%-kal nőtt – valójában a készletváltozás tompító hatása nélkül az állóeszköz-beruházások súlyos visszaesése a negyedik negyedévben is csökkenésbe fordította volna a belföldi felhasználást, a megelőző két negyedévhez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

A *termelési oldalon* – ahogy az előző negyedévben is – kizárólag a szolgáltatási ágazat hozzáadott értéke tudott pozitív növekedést felmutatni, miközben az időjárás-sújtotta mezőgazdasággal együtt az ipar és az építőipar is tovább zsugorodott. A nemzetközi keresleti viszonyok továbbra is lesújtóak a magyar ipar, és azon belül is a kiemelt jelentőségű autógyártás, illetőleg az akkumulátorgyártás számára. Ugyanakkor az ipar belföldi értékesítése is végtelennek tűnő mélyrepülésben van, amely a jelek szerint addig folytatódhat, amíg a beruházások esése tart.

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

Összességében a tavalyi éves növekedési ráta határozottan elmaradt *valamennyi* térségbeli országban mért növekedési ütemtől. Lengyelországban, Szlovákiában és főként Romániában nőtt a GDP tavaly, Csehországban pedig a csökkenés mértéke kevesebb mint fele volt a magyarországinak. Az utolsó negyedévben a magyar volt az egyetlen gazdaság, ahol a GDP stagnált, az összes többi térségbeli országban kisebb-nagyobb növekedést mértek éves alapon.

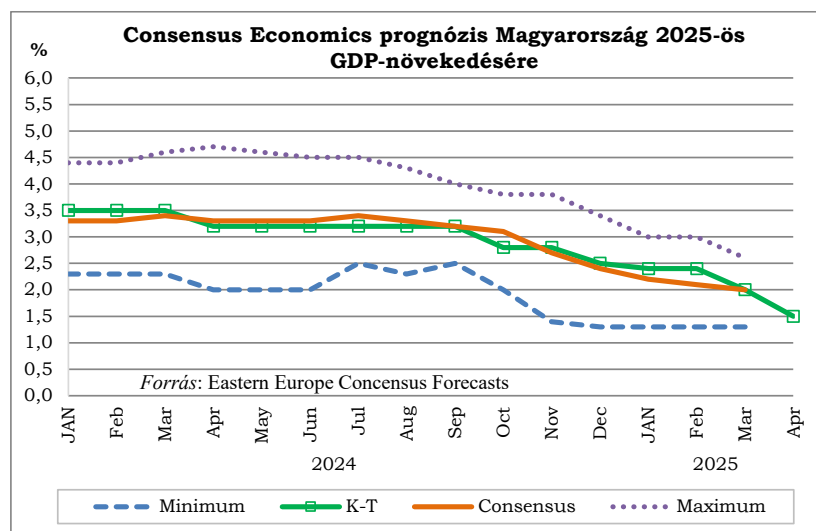
A GDP év/éves növekedési rátái 2024 negyedéveiben (%)



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

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

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



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

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

Ami a **2026-2028-es** időszakot illeti, feltevésünk szerint **jövőre** egyrészt folytatódik a belföldi kereslet élénkülése, másrészt a külgazdasági helyzet is várhatóan javul: az európai gazdaság feltételezett konjunkturális élénkülése egybeeshet a három ipari óriásberuházást követően aktivált ipari kapacitások fokozatos felfuttatásával. A magánfogyasztás jövő évi növekedési üteme hozzávetőlegesen az idei szinten maradhat, a háztartási beruházások erősödése, illetőleg a pénzügyi megtakarítások mérséklődése mellett. Mivel a külgazdasági élénkülés közepette a vállalatok a belföldi és külső kereslet együttes erősödését érzélik, a beruházások végre elmozdulhatnak a holtpontról, még ha az állami beruházások növekedésbe fordulása nem is valószínű.

Am átütő dinamizmusra 2026-ban sem számítunk – a növekedés üteme várakozásunk szerint nem éri el a 3%-ot. *Ezt követően* pedig a növekedés üteme feltevésünk szerint mérséklődni fog. Egyrészt a választást követően a hangulatjavító intézkedések kifutásával a háztartások fogyasztása várhatóan lassul. Másrészt a német gazdaságpolitikai fordulat ellenére kérdéses, hogy az európai, ezen belül a német gazdaság milyen mértékig képes tartós növekedést produkálni a továbbra is magas energiaköltségek és az erősödő kínai verseny mellett – még ha feltesszük is, hogy az amerikai politika kiszámíthatatlansága és a fokozódó amerikai-kínai szembenállás nem fojtja meg teljesen az európai növekedési potenciált. (Korábban már jeleztük, hogy a magyar gazdaságfejlesztési stratégia ebből a szempontból különös kockázatokat hordoz magában: az a cél, hogy kiemelt termelési-kereskedelmi csomópontként szolgáljunk egy éppen szétesőben levő kelet-nyugati együttműködési rendszert, folyamatos veszélyt jelenthet a magyar ipar fejlődési lehetőségeire nézve.)

Az említett kockázatokra és korlátokra való tekintettel arra számítunk, hogy a külső kereslet növekedési üteme lassulni fog **2027-2028** folyamán, a magyar export dinamikájával egyetemben. A belföldi kereslet eleve sem átütő lendülete szintén lanyhulni fog, habár a beruházások növekedése jó esetben 3%-ot meghaladó ütemben folytatódik. Ugyanakkor arra számítunk, hogy a háztartások fogyasztása ekkorra már reagálni fog a jövedelembővülés lassulására. **2027-re** a GDP-növekedés üteme 2,5% körüli szintre süllyedhet, a belföldi felhasználás lanyhulásával párhuzamosan. Habár 2026 után az export dinamikája is lassul, feltevésünk szerint az import hozzávetőlegesen leköveti ezt a lassulást, így a nettó export a növekedés szempontjából nagyjából semleges lesz 2027-2028 folyamán.

2.2. Hazai és nemzetközi előrejelzők a középtávú növekedési kilátásokról

Az alábbiakban röviden összevetjük a Kopint-Tárki növekedési előrejelzését néhány befolyásos nemzetközi szervezet, a magyar kormány és az MNB előrejelzésével, illetőleg két előrejelzői felmérésre adott válaszok átlagával.

A magyar GDP jövőbeli növekedésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedési ráta, %)

	OECD ^a	EU Bizottság ^b	S&P ^c	Kormány ^d	MNB ^e	Consensus Economics ^f	Kopint-Tárki
2025	2,1	1,8	1,5	2,5	1,9-2,9	2,0	1,5
2026	2,9	3,1	2,5	4,1	3,7-4,7	3,3	2,9
2027	n.a.	n.a.	2,3	n.a.	2,8-3,8	n.a.	2,3
2028	n.a.	n.a.	2,4	n.a.	n.a.	n.a.	2,6

a <https://www.oecd.org/economy/hungary-economic-snapshot/>

b https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-surveillance-eu-economies/hungary/economic-forecast-hungary_en

c <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3352216>

d <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20250331/rosszabb-gdp-novekedessel-szamol-2025-re-a-kormany-megjott-a-friss-prognozis-751347>

e Inflációs jelentés, 2025 március. <https://www.mnb.hu/letoltes/hun-ir-digitalis-29.pdf>

f Eastern Europe Consensus Forecast, March 2025

Amint a fenti táblából kitűnik, a 2025-ös növekedést illetően a véleménykülönbség számottevő: az előrejelzések 1,5% és 2,9% között szóródik. A Kopint-Tárki aktuális előrejelzése pillanatnyilag alacsonyabb, mint az itt kiemelt prognózisok mediánértéke, ugyanakkor a többi előrejelző növekedési becslése is trendszerűen csökken.

Ami a 2026-os évet illeti, itt a kép annyiban polarizáltabb, hogy kormányzati, illetőleg az MNB-prognózist leszámítva az előrejelzések (vagy az előrejelzői konszenzus) nem vagy csak minimálisan emelkedik 3% fölé. Ez észlelhetően szemben áll a kormány 4,1%-os becslésével, illetőleg az MNB 4,7%-os *felső* becslésével. Abban nincs különbség, hogy mindegyik előrejelzés a növekedés kisebb-nagyobb fokú gyorsulását várja jövőre. A mértéket illetően az OECD és a Kopint-Tárki a legkonzervatívabb. 2027-re vonatkozóan már csak kevés szervezet nyilvánít véleményt, ezek mindegyike némi lassulásra számít, amit – a Kopint-Tárki és az S&P becslése szerint – némi élénkülés követhet 2028-ban.

Ha a Kopint-Tárkinak a főbb GDP-komponensekre vonatkozó előrejelzését az OECD és az MNB megfelelő számaival vetjük össze, az idei évet illetően látható, hogy míg az OECD és különösen a Kopint-Tárki szerint a külkereskedelem negatívan fog hozzájárulni az idei növekedéshez – miközben az áru- és szolgáltatásexport növekedési kilátásait illetően az OECD jóval optimistább, mint a Kopint-Tárki – addig az MNB szerint a nettó export hozzávetőlegesen semleges lesz. Másfelől az MNB a beruházások csökkenését valószínűsíti az idén (ha az előrejelzés középtérét vesszük), a másik két előrejelzővel szemben, amely inkább stagnálásra számít. (Megjegyzendő, hogy az OECD előrejelzése még a 2024 negyedik negyedévi részletes GDP-adatok publikálása előtt készült.)

**A növekedés fő komponensei az OECD, az MNB és a Kopint-Tárki előrejelzésében
(éves növekedési ráta, %)**

		GDP	Háztartások fogyasztási kiadásai	Beruházások	Export	Import
2025	OECD	2,1	4,1	0,0	3,7	4,3
	MNB	1,9-2,9	4,5-5,3	(-2,2)-0,8	0,6-2,6	0,5-2,5
	Kopint-Tárki	1,5	4,0-4,3	0,3	0,9	2,4
2026	OECD	2,9	3,5	4,9	4,6	5,1
	MNB	3,7-4,7	3,8-4,8	3,0-5,8	7,1-8,9	6,0-8,0
	Kopint-Tárki	2,9	4,0-4,3	4,0	3,7	4,4
2027	OECD	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	MNB	2,8-3,8	2,9-3,9	2,5-5,5	5,3-7,1	4,9-6,9
	Kopint-Tárki	3,0	3,0	3,7	2,9	3,0

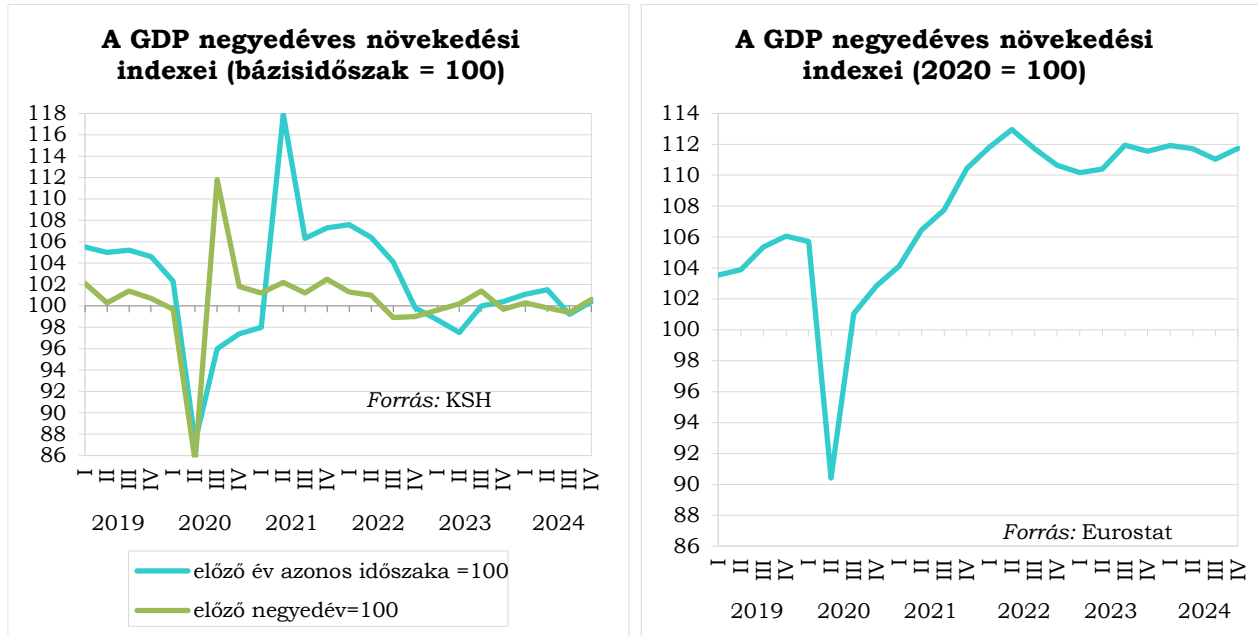
Források: lásd az előző táblát

2026-re vonatkozóan viszont az MNB esetében a növekedési előrejelzés elsősorban a nettó exportra vonatkozó várakozása miatt optimistább, mint a OECD vagy a Kopint-Tárki esetében. Az MNB az export nagyon erős (7-9%-os) fellendülését várja jövőre, annak ellenére, hogy az eurózána növekedési ütemére vonatkozóan az MNB némileg pesszimistább a Kopint-Tárkinál. Az OECD-nek a jövő évi vásárolt fogyasztásra vonatkozó várakozása meglehetősen visszafogott, ugyanakkor a beruházások meglehetősen erőteljes fellendülésére számít 2026-ban.

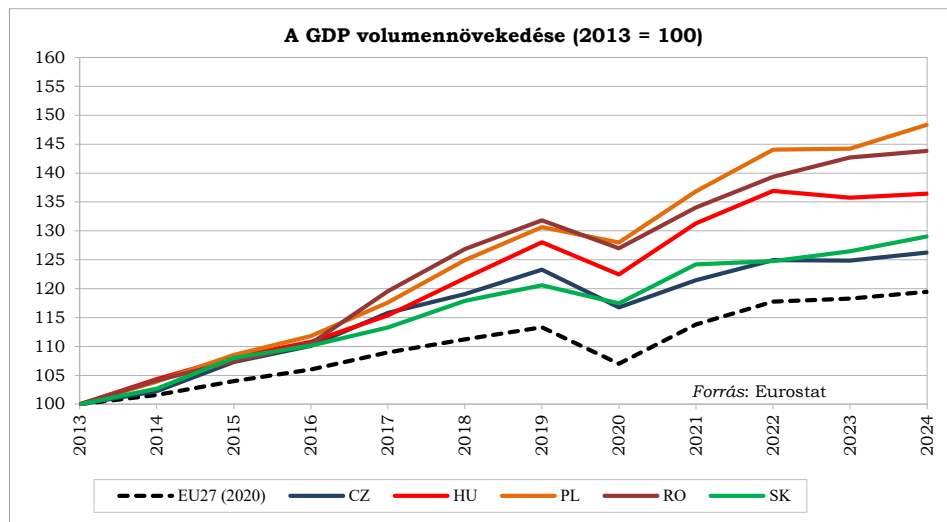
A rákövetkező évet illetően az MNB az összes fő komponensnél erősebb dinamikát vár, mint a Kopint-Tárki. Így egyebek mellett a Kopint-Tárki azzal számol, hogy a nettó export lényegében semleges lesz a növekedés szempontjából, az MNB szerint viszont – a jövő évinél mérsékeltebb, de még mindig erőteljes exportnövekedés mellett – a nettó export növekedési hozzájárulása némileg pozitív lesz.

2.3. A GDP és komponensei

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



E nagyon halvány GDP-növekedési ütemmel (ismét) Magyarországé volt a legrosszabb növekedési teljesítmény tavaly a térség országai között: a másik négy országban mezőny a romániai 0,8%-os és a lengyelországi 2,9%-os ütem között szóródott.



Ha az összes EU-tagállammal vetjük össze, a 2024. évi magyar gazdasági dinamika a hatodik legrosszabb volt, de a negyedik negyedévi ütemnél már csak három uniós tagállam teljesített még rosszabbul.

A **felhasználási oldalon** a **belföldi felhasználás** növekedési üteme kissé gyorsult a harmadik negyedévihez képest, ám továbbra sem érte el az 1%-ot. Másfelől a **nettó**

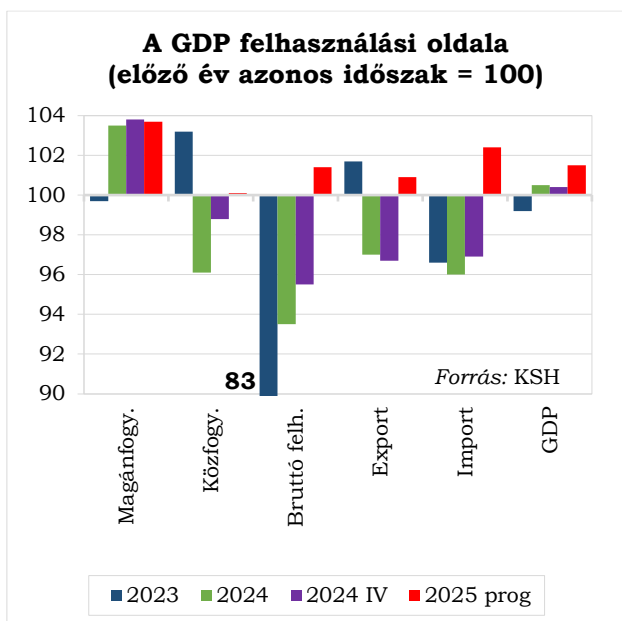
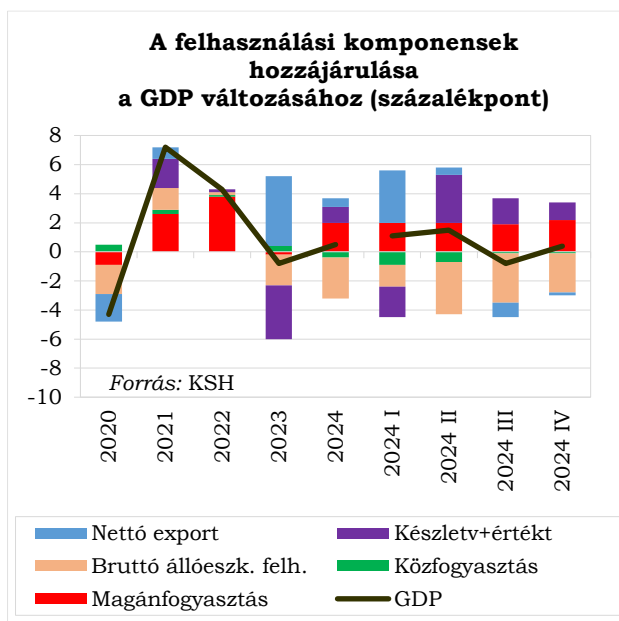
export növekedési hozzájárulása az utolsó negyedévben is negatív volt, habár a lehúzó hatás mértéke mérséklődött, főképp az importcsökkenés érezhető gyorsulása miatt.

A belföldi felhasználás legnagyobb komponensénél, a *háztartások fogyasztási kiadásainál* további gyorsulást mért a KSH (a harmadik negyedévi 5,3%-ról 5,5%-ra emelkedett a növekedési index). Ez azt jelenti, hogy a háztartások fogyasztói viselkedése fokozatosan ugyan, de igazodik az erőteljes jövedelembővülés viszonyaihoz. A reálkereseti indexszel összevetve a vásárolt fogyasztás üteme továbbra is aránylag mérsékelt, ám a növekedési ütemek közti rés szűkülése azt jelzi, hogy a tavalyi év egészére jellemző óvatos attitűd lazulóban van. Az állam által nyújtott természetbeni juttatások volumene folyamatosan és erőteljesen zsugorodott tavaly, így a **háztartások tényleges fogyasztása** még a negyedik negyedévben is csak 3,8%-os volt.

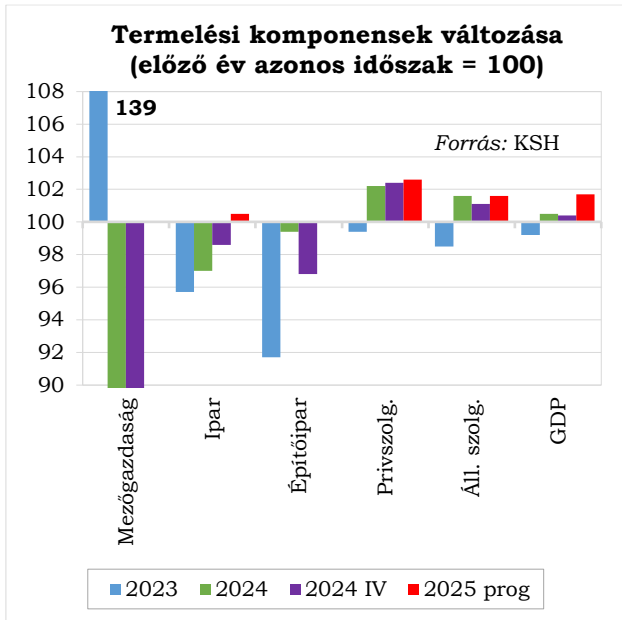
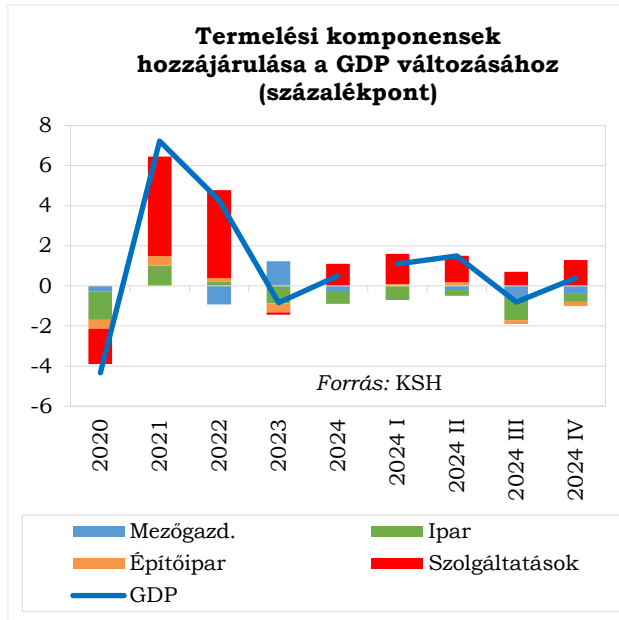
Emellett a belföldi felhasználás másik zászlóshajója, a **bruttó állóeszköz-felhalmozás** csökkenésének üteme alig mérséklődött, és az utolsó negyedévben is meghaladta a 10%-ot. A vállalati szektor beruházásainak csökkenése még gyorsult is. A fő ok ezúttal nem a feldolgozóipari beruházások folytatódó,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

Mindeközben a **nettó áru- és szolgáltatásexport** növekedéshez való negatív hozzájárulása a harmadik negyedévi 1%-pontról 0,2%-ra mérséklődött. Ez úgy volt lehetséges, hogy a belföldi felhasználás kismértékű dinamizálódása *ellenére* nemcsak az export, hanem az import csökkenése is gyorsult az utolsó negyedévben – feltehetően átmenetileg.

Az **egész tavalyi évet** illetően a belföldi felhasználásnak az utolsó negyedévben, illetőleg az azt megelőző két negyedévben végbement nagyon vérszegény növekedése együttesen se tudta ellensúlyozni az év első negyedében mért visszaesést – ez utóbbi abból adódott,



hogy az első negyedévben a készletváltozás még nem tompította, hanem ellenkezőleg, megfejtette az állóeszköz-felhalmozás zsugorodásának negatív hatását. Így 2024-ben a belföldi felhasználás stagnált (0,1%-kal csökkent). A másik oldalon viszont a nettó export negatív hozzájárulása az év második felében nem tette semmissé az év első felében (azon belül is főleg az év első negyedévében) mért erős pozitív növekedési hozzájárulását. (Ez utóbbi tisztán a meredek importcsökkenés eredménye volt.)



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

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

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

2025-ben csak korlátozott konjunkturális javulást várunk 2024-hez képest, és e korlátozott javulás perspektívája is egyre bizonytalanabbá válik a vámháború kirobbanása és a geopolitikai helyzet további elmérgesedése közepette. A *belföldi felhasználást* illetően egyrészt feltesszük, hogy a **beruházások** tavaly látott drasztikus

esése véget ér, habár érdemi növekedésnek egyelőre nem látszanak a feltételei. A **háztartások fogyasztási kiadásaira** egyfelől fékezően hathat a 2024-ben nagyon erőteljes reálkereset-emelkedés mérséklődése, másfelől viszont élénkítő hatásúak lehetnek egyes kormányzati adó- és egyéb intézkedése, valamint tovább oldódhat a tavaly látott óvatos fogyasztói magatartás. Így a vásárolt fogyasztás némi – a reálkeresetéhez képest enyhébb – lassulása mellett a teljes magánfogyasztás dinamikája minimálisan gyorsulhat is az idén 2024-hez képest, feltéve, hogy a tavaly látott kivételesen szélesre nyílt rés a vásárolt és a teljes háztartási fogyasztás növekedési üteme között az idén összébb zárul. Összességében a *belföldi felhasználás* éves növekedése meghaladhatja a 2,5%-ot 2025-ben, feltéve, hogy a készletváltozás az idén még tovább támogatja a növekedést.

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

A *termelési oldalon* a tavalyinál magasabb növekedési ütemet az segítheti – a szolgáltatások dinamikájának némi erősödése mellett – hogy az ipar is újból beléphet a növekedési támogató komponensek közé. Ám ide több megjegyzés is kívánczik. Egyrészt az ipar hajtóereje jó esetben is nagyon szerény lesz – éves átlagban 0,5%-os ipari növekedéssel számolunk – és ennek bekövetkezése is bizonytalan lenne a három óriásberuházás (BMW, BYD és CATL) év vége felé várható üzembe helyezése nélkül. Másrészt ezt az igencsak visszafogott perspektívát is veszélybe sodorják az április elején meghirdetett amerikai vámok, amely a kereskedelmi háború további eszkalálódásának a veszélyét is magában hordja.

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

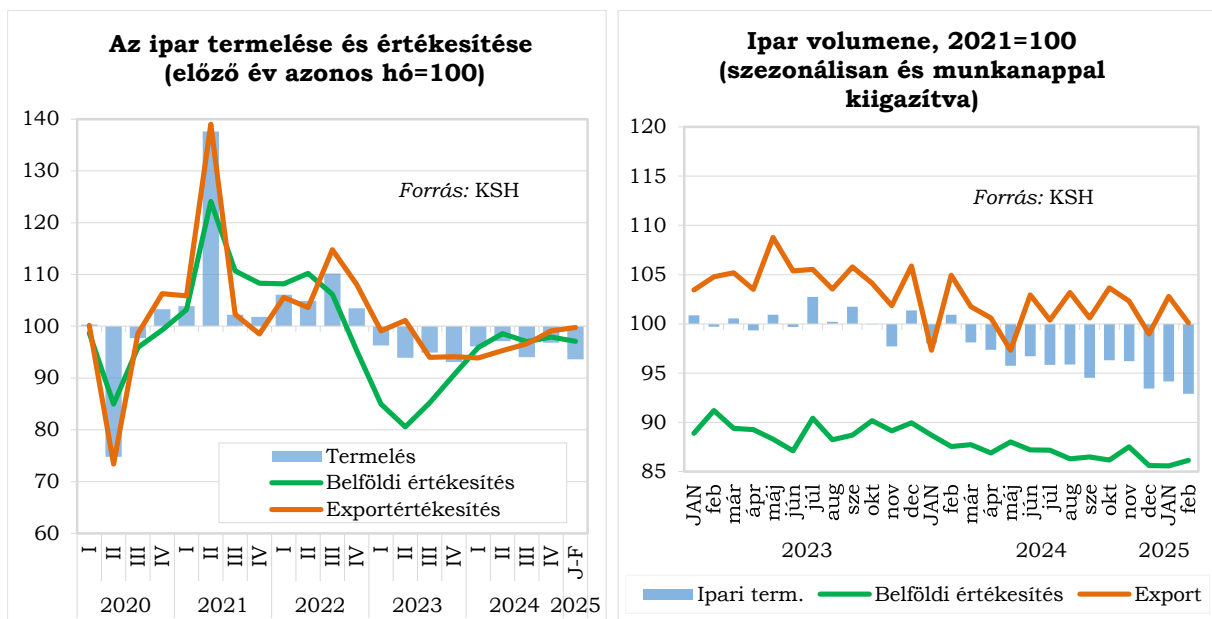
2.4. A GDP termelési oldala

2.4.1. Ipar

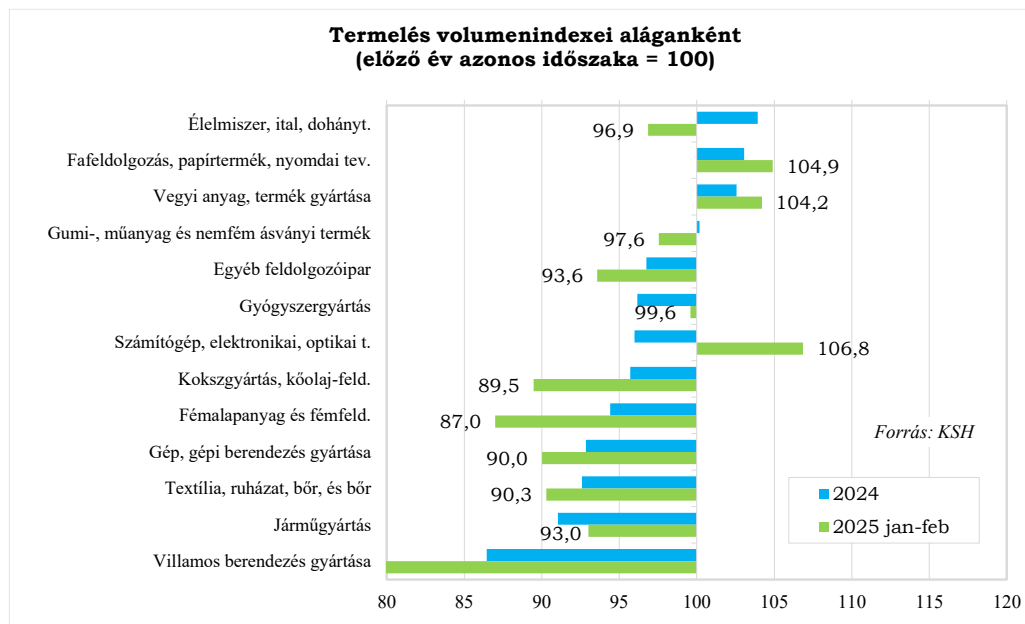
A tavalyi év elejére jellemző reményekkel ellentétben az ipar visszaesése 2023 után 2024-ben is folytatódott. Éves átlagban a termelés 4%-kal zsugorodott, miközben a belföldi és exportértékesítés egyaránt csökkent. A külgazdasági feltételek mindvégig kedvezőtlenek maradtak, eközben pedig a belföldi kereslet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

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

Ágazati bontásban egyértelmű, hogy tavaly az *akkumulátorgyártás* tetemes visszaesése volt a legfőbb lehúzó erő az iparban: a villamosgép-ágazat kibocsátása mintegy 14%-kal csökkent éves összevetésben. A szezonálisan kiigazított adatok alapján idén januárban az ágazat havi termelése utoljára 2021-ben látott szintre esett vissza. Ezt követi a járműgyártás (9%-os esés 2024-ben), valamint a fontosabb alágak közül a gép-berendezés gyártás (kb. 7%-os visszaeséssel). A feldolgozóipari ágak kevesebb mint egyharmadánál mértek növekedést tavaly – köztük van a 2023. évi kedvező termés által is megtámasztott élelmiszeripar, valamint a 2022-2023-ban súlyos visszaesést elszenvedett vegyipar is. Az utolsó negyedévben, illetőleg idén januárban a növekedést produkáló iparágak közé bekerült az elektronikai ipar is, mintegy két éven át tartó visszaesés után. Ez egyben az a feldolgozóipari alág (és talán még a gyógyszeripar), amelynek a kilátásai a szezonálisan kiigazított adatokból kirajzolódó újabb tendenciák alapján kedvezőnek mondhatóak – feltéve persze, hogy a kibontakozó kereskedelmi háború nem borít mindent.



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

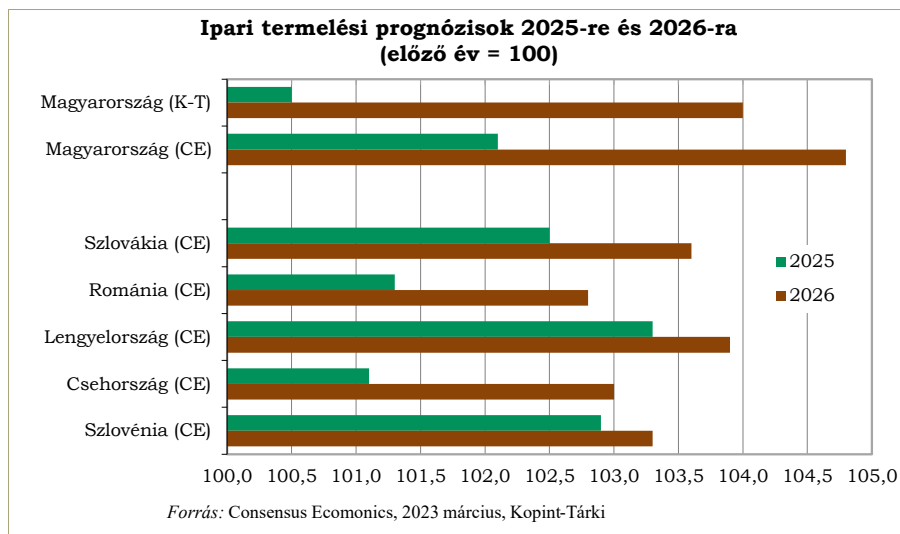


Az elmúlt hónapokban az elemzők jellemzően a idei év második felére vagy utolsó harmadára tették a várható fellendülés kezdetét. Egyelőre mi is ezzel számolunk: noha jelenleg kevés előjelét látni egy jövőbeli fellendülésnek, és az újabb fejlemények fényében ennek mértéke kérdéses, a három nagy gyártóüzem (BMW, BYD, CATL) beindulása az év végén bizonyosan generál valamekkora emelkedést. Ezzel együtt pillanatnyilag az ipari termelés **nagyon csekély, 0,5% körüli bővülésével számolunk 2025-ben**. A Trump-adminisztráció szinte naponta változó vámintézkedései miatt még azt sem könnyű megállapítani, hogy ehhez az előrejelzéshez inkább pozitív vagy negatív kockázatok kapcsolódnak-e nagyobb mértékben. De valószínűleg inkább az utóbbi, mivel a prognózis nem csak azt feltételezi, hogy a kereskedelem- és geopolitikai eskaláció ellenére nem történik változás az említett új üzemek beindulásának ütemezése terén, hanem azt is, hogy már az év végére várt élénkülést megelőzően nem következik be az ipari aktivitás újabb beomlása a romló világgazdasági feltételek, a vámháború diszruptív hatása miatt.

2026-ban az ipari növekedés élénkülésére (4% körüli) számítunk, ugyanakkor a német gazdaságot tartósan sújtó problémák, illetőleg a vámháborús helyzet tartós fennmaradása, illetve az ezzel függő kiszámíthatatlanság miatt itt is jelentős a negatív kockázat. Megjegyzendő, hogy míg az idei évet illetően az előrejelzői konszenzus – márciusi állapot szerint – egyelőre még lényegesen derülátóbb a Kopint-Tárkinál, addig a 2026-os élénkülést illetően a várakozások közti különbség már nem annyira látványos. Megjegyzendő emellett, hogy a jövő évi előrejelzésünk – ahogy az ezzel kapcsolatos

előrejelzői konszenzus is – a térség más országaihoz képest erőteljesebb ipari növekedést vetít előre, a fennálló bizonytalanságok ellenére.

Az **ezt követő két év során** az ipari növekedés érezhető (bár nem drasztikus) lassulására számítunk. A tartós növekedést egyfelől akadályozza az európai, és különösen a német ipar megromlott ár-versenyképessége, valamint az európai cégek relatív lemaradása az európai ipar számára kulcsfontosságú területen, az autóipari átállásban. Ehhez járul az európai akkumulátoripar jövőjének bizonytalanná válása a Northvolt csődje után. Ugyanakkor az is igaz, hogy a német adósságfék eltörlése és az előkészület alatt álló, több évre szóló németországi infrastrukturális-hadiipari beruházási terv bizonyos mértékig a magyar iparra is ösztönzően hathat. középtávon.

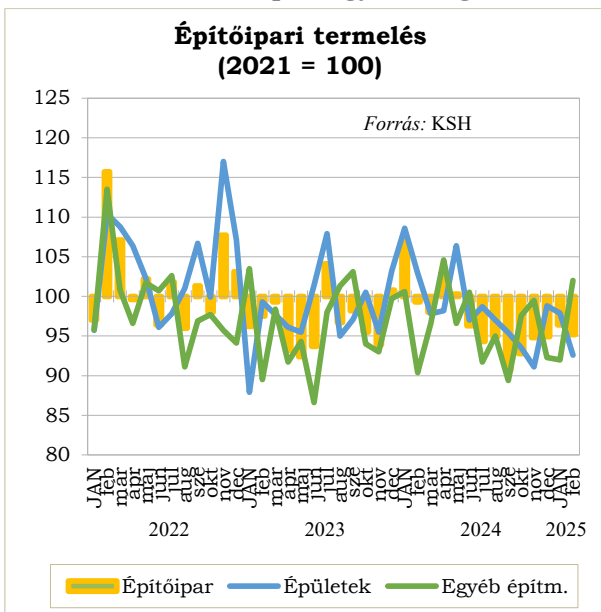
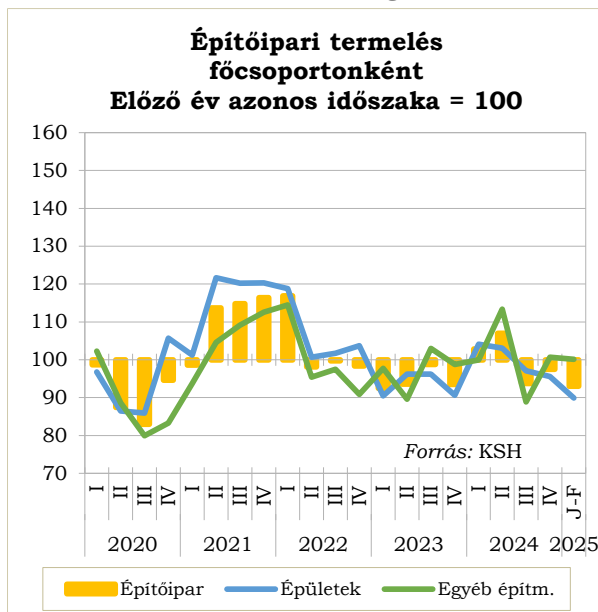


2.4.2. Építőipar

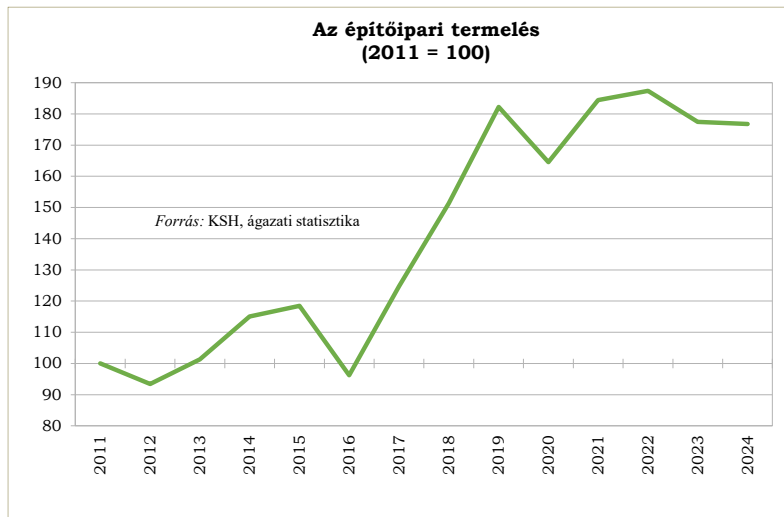
A 2023. évi folyamatos visszaesés után az építőipar a tavalyi év első felében átmenetileg némi lendületet kapott, ám ezt ismét gyengülés követte a második felévben. Így összességében *2024-ben* az építőipari kibocsátás 0,4%-kal csökkent. Bár az első félévi növekedés részben a bázisidőszak különösen alacsony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

Az *idei első két hónap* átlagában az év/éves visszaesés 7%-os volt, súlyosabb, mint tavaly bármelyik negyedévben. Ezúttal a csökkenés a magasépítésnek volt betudható, miközben a mélyépítés kibocsátása – egy feltehetően átmeneti februári megugrás miatt – stagnált a két hónap átlagában. A havi ingadozásra hajlamos magasépítésnél a meredek esés részben a magas bázisnak tudható be, de a szezonálisan kiigazított adatok sem utalnak javulásra. A mélyépítésben viszont a szezonálisan kiigazított volumen is megugrott februárban, de kérdés, hogy ennek lesz-e folytatása. A *rendelésállomány* az épületek építésénél februárban is alacsonyabb volt, mint egy évvel korábban, míg a mélyépítésnél továbbra is magasabb – kérdés, hogy ettől tud-e majd nőni a főcsoport kibocsátása 2025-ben (tavaly nem tudott, a bővülő rendelésállomány ellenére). Az *iBuild* adatbázis szerint a tavalyi negyedik negyedévben egyetlen jelentős projekt (mohácsi Duna-híd) miatt megugrott a mélyépítésben a *megkezdett* építési projektek volumene – ennek élénkítő hatása kérdéses, főként, hogy a megelőző negyedévekben a mélyépítésben megkezdett projektek volumene nagyon alacsony volt. A magasépítésben az aktivitáskezdesi mutató egyedül a *társasházi lakások* építése terén ad okot a derűlátásra, ám az egész lakásépítési szegmensnek a súlya az épületek építésében nem meghatározó, önmagában nem tud lendületet adni a főcsoportnak.

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



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



Jelenleg **az építőipar hozzávetőleges stagnálásával** számolunk az idén. Az **ezt követő években** az építőipari aktivitás bizonyos fokú élénkülésére számítunk – 4-5% körüli növekedéssel – ugyanakkor ezzel kapcsolatban is komoly bizonytalanságok vannak. Az ágazat, különösen a mélyépítés, erősen függ az állami kereslettől. Nincs garancia arra, hogy az állami beruházások jövő évtől nem csökkennek tovább, habár a csökkenés üteme mindenesetre mérséklődhet. A lakásépítési aktivitás feltételezhetően erősödni fog 2026-ban, és talán a rákövetkező években is. 2026-tól az ipar – és feltehetőleg az ipari beruházások – élénkülése az építési beruházásoknak is némi lendületet adhat. De ha a fiskális kényszerek 2026-2028-ban is további beruházásvisszafogásokat kényszerítenek ki, beleértve az egyelőre amúgy sem kimondottan átütő lakáspiac-élénkítő lépések kivezetését is, vagy pl. ha az ipari kapacitásbővítéseket az egyre éleződő kereskedelem- és geopolitikai konfrontációk megakasztják, akkor az építőipari növekedés is jelentéktelenné lassulhat.

2.4.3. Lakásépítés, lakáspiac

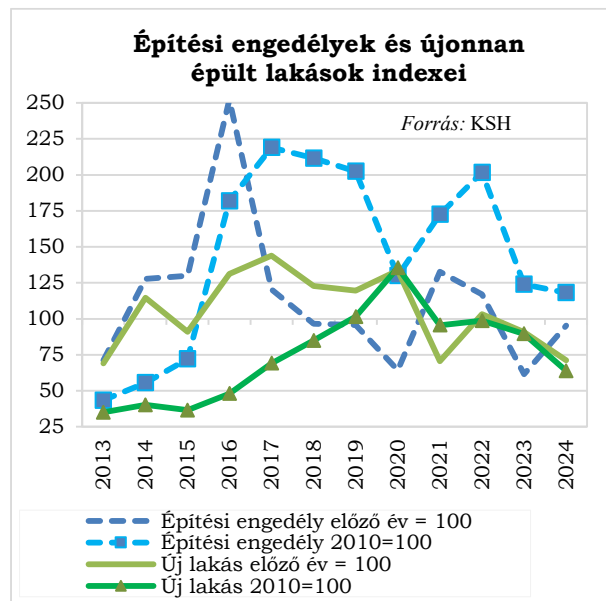
2024-ben folytatódott az *újonnan épült lakások* számának visszaesése, ráadásul az esés üteme meglehetősen tetemes, 29%-os volt. A visszaesés egyaránt kiterjedt a természetes személyek és a vállalkozások által épített lakásokra, illetőleg a családi házakra és a többlakásos épületekre. A tavalyi év során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

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

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

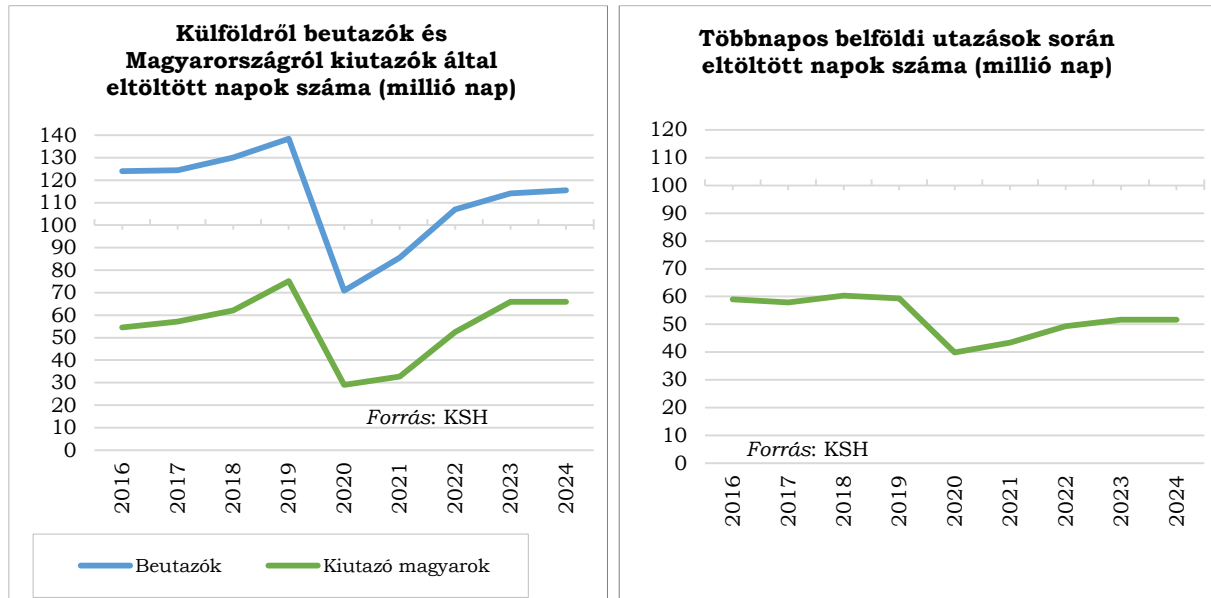
A háztartási reáljövedelmek folytatódó emelkedésével párosulva az említett intézkedések az újlakás-keresletre is élénkítően hathatnak. Így idén emelkedésnek indulhat az építési engedélykérelmek/bejelentések száma. Az épített lakások számát illetően azonban a pozitív fordulat későbbre várható: **idén**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

2026-tól kezdve az épített lakások számának bővülése élénkülhet, habár kérdéses, hogy az élénkülés mennyire fog kitartani a rákövetkező években. Nem világos, hogy a közelmúltban bejelentett, részben az ingatlanpiac élénkítését is célzó támogatások (az önkéntes nyugdíjpénztári megtakarítások átirányításának a lehetőségével karöltve) mennyire maradnak meg a választásokat követően. Az elmúlt szűk évtized során a lakásépítési engedélykérelmek/bejelentések száma nem változott trendszerűen, hanem csak egy sávon belül ingadozott, újabb jelentős külső stimulus nélkül a lakásépítési aktivitás is inkább iránytalanul ingadozni fog, tartós növekedés helyett.

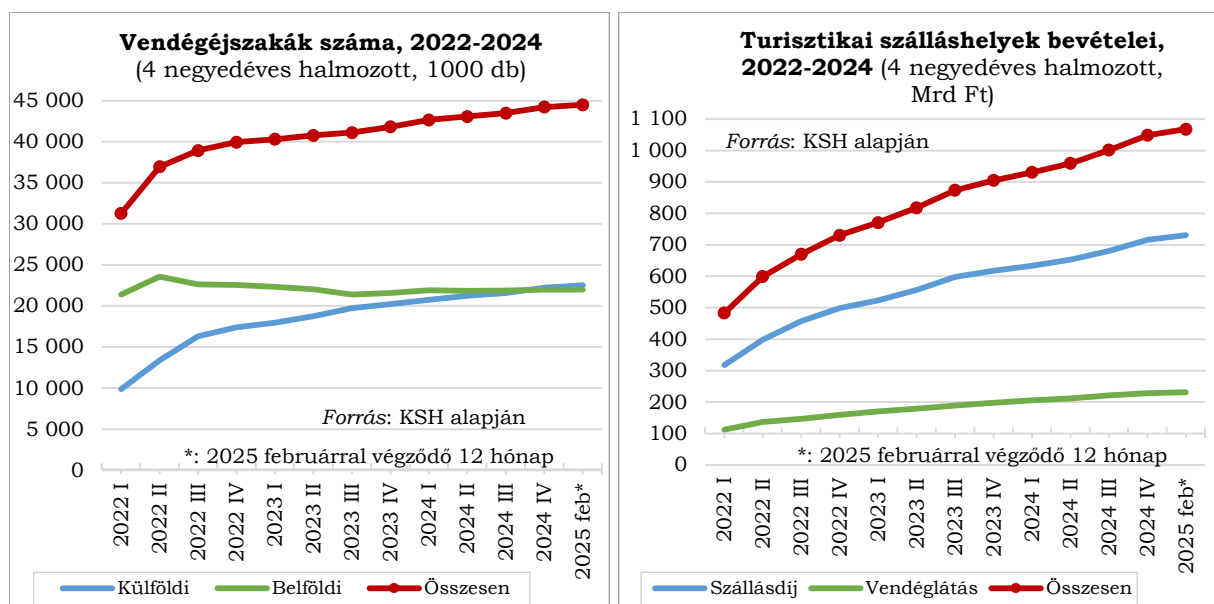


2.4.4. Turizmus

Az idegenforgalom korábbi mérsékelt fejlődése 2024-ben szinte stagnálásba fordult. A KSH adatai alapján a beutazó külföldiek által Magyarországon eltöltött napok száma csupán 1%-kal nőtt tavaly, miközben a magyarok esetében akár a többnapos belföldi utazások, akár a külföldi utak során eltöltött napok száma a 2023-as szinten maradt, holott a 2020-as sokk előtti szinteket még egyik esetben sem sikerült újra elérni.

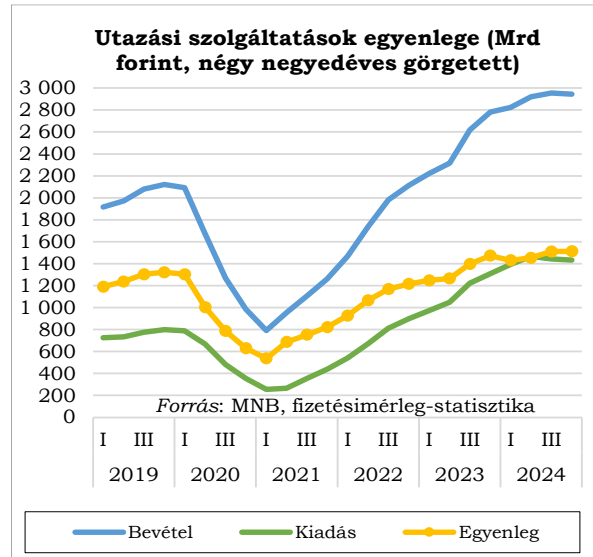


A szálláshely-adatok által sugallt kép annyiban kedvezőbb, hogy ez utóbbiak szerint a külföldi vendégéjszakák száma számottevően emelkedett 2024-ben (10%-kal). Eközben a belföldi vendégéjszakák száma mindössze 2%-kal tudott nőni, ami nem mond igazán ellent a belföldi turisztikai utazásokra vonatkozó statisztika által jelzett stagnálásnak. A tavaly végbement reálkereset-emelkedés egyelőre nem eredményezte a hazai lakosság turisztikai keresletének élénkülését, holott általában véve a lakosság fogyasztási kereslet számottevően bővült 2024-ben.



A *folyó fizetési mérleg* turizmushoz kapcsolódó tételének (a szolgáltatásmérlegen belül az „utazás” tétel) bevételi és kiadási oldalának számai is több-kevésbé megerősítik a fent vázolt képet. Forintban mérve mind a bevételek, mind a kiadások növekedése lelassult 2024-ben, és a növekedés üteme mindkét esetben csak kevéssel múlta felül a belföldi, illetőleg a külföldi üdüléshez kapcsolódó éves áremelkedést. A **turisztikai mérleg** többlete nominálisan mindössze 2,6%-kal volt magasabb, mint 2023-ban, ami még az éves fogyasztói árindex mértékét sem éri el.

Az előttünk álló négy évben a háztartási jövedelmek aránylag stabil, bár korántsem viharos ütemű bővülését várjuk: ez elvben növelően hat a magyarországi turisztikai keresletre. Ugyanakkor a tavalyi év, illetőleg az idei első két hónapban a belföldi vendégéjszakák számának csökkenéséről tudósító adatok arra figyelmeztetnek, hogy ez az összefüggés nem feltétlenül érvényesül automatikusan, különösen nem az általános bizonytalanság körülményei közt.



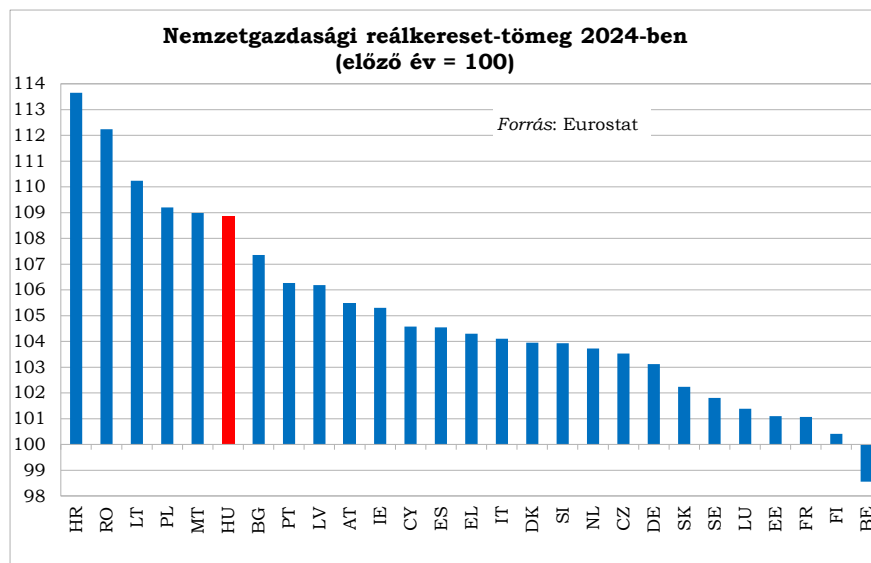
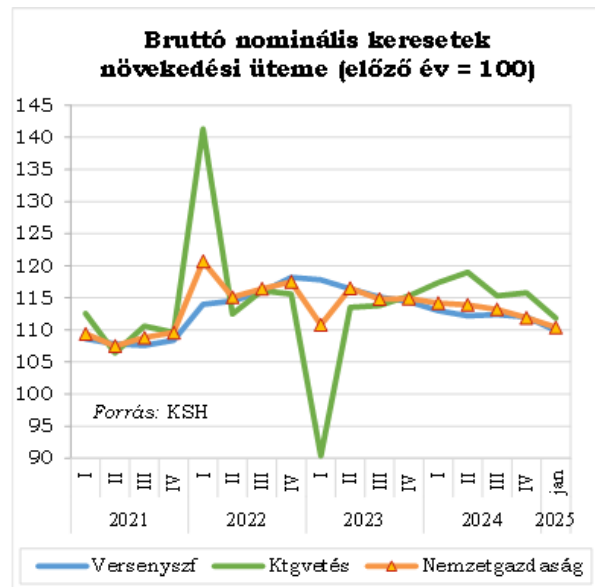
2.5. A GDP felhasználási oldala

2.5.1. A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai

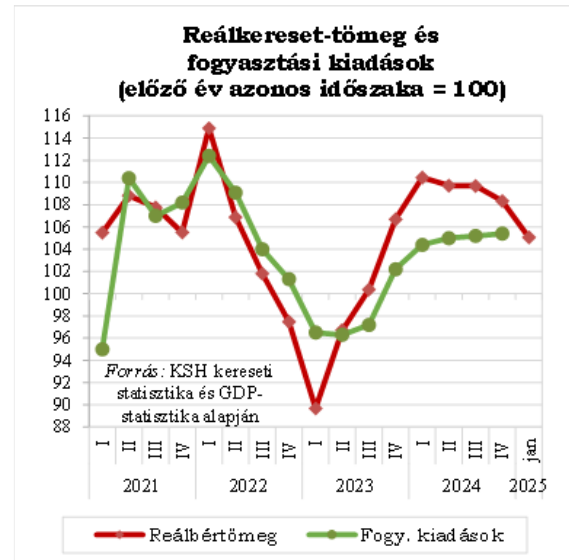
A **nominális átlagkereset** 2024 egészében 13,2%-kal nőtt, 3,7%-os éves infláció mellett, aminek következtében a reálkeresetek a szóban forgó periódusban tetemesen, 9,2%-kal emelkedtek. A *medián*kereset reálértékének növekedési üteme ennél is gyorsabb volt, több mint 2%-ponttal. Mivel az alkalmazotti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

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

Ha az összehasonlíthatóság kedvéért az Eurostat által közölt, a nemzetiszámla-statisztikából vett bruttó kereseti adaton és a harmonizált árindexen alapuló reálkereset-tömeg változást vesszük, akkor kiderül, hogy tavaly egy tagállam kivételével (Észtország) az EU-ban nőtt a reálkereset-tömeg 2023-ban, és Magyarországon a növekedés jócskán meghaladta az uniós átlagot (habár négy kelet-európai új tagállam még nagyobb növekedést produkált). Igaz, a megelőző évben kiugró volt a reálkereset-tömeg hazai csökkenése is.

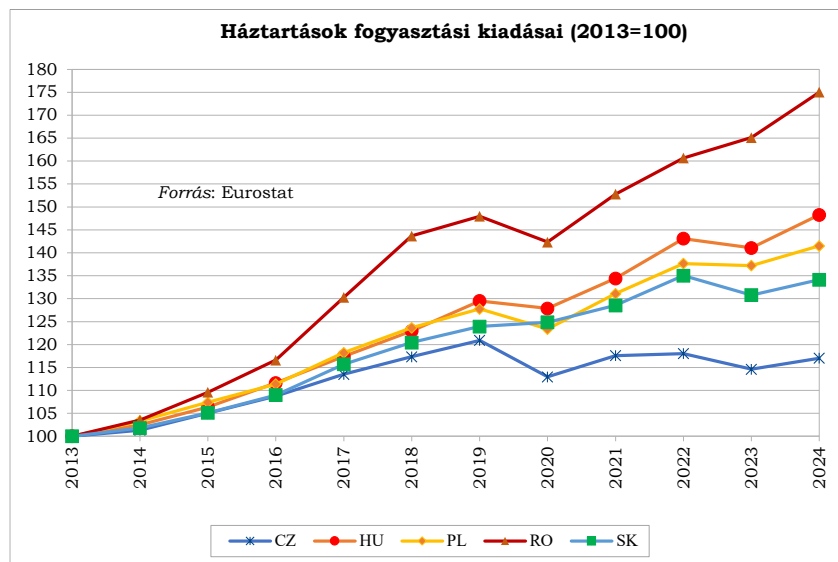


A tavalyi év folyamán a **háztartások fogyasztási kiadásainak** bővülése ugyan számottevő volt – éves átlagban 5,1%-ra rúgott – mégis elmaradt a reálkereset-tömeg viharos emelkedésétől. (A háztartások által a kormányzattól kapott természetbeni társadalmi szolgáltatások erős visszaesése miatt a *teljes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



Az év végére azonban ez az óvatosság láthatólag oldódott: a negyedik negyedévre a keresettömeg és a fogyasztás dinamikája közötti rés összeszűkült, a fogyasztási kiadások némileg tovább gyorsuló emelkedése mellett. (Ugyanakkor a negyedéves sektorszámlelt adatai alapján a háztartások állóeszköz-beruházásainak volumene az utolsó negyedévben is csökkent.)

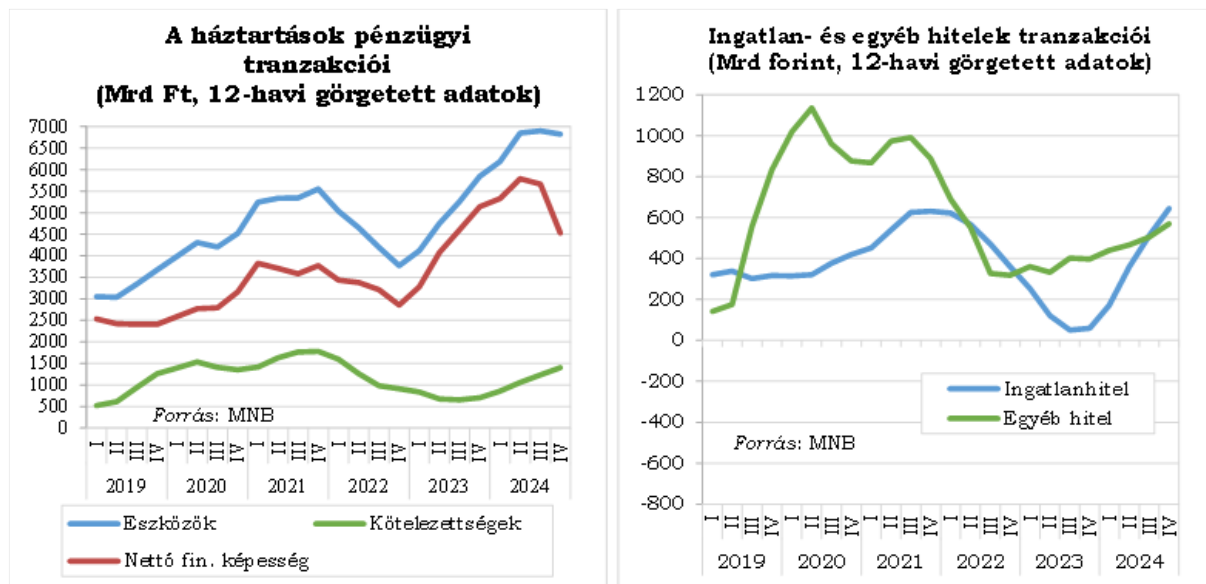
Korábban láttuk, hogy a reálkeresettömeg Magyarországon látott emelkedése az átlagosnál erőteljesebb, de nem kivételes a régióban. Nagyjából ugyanez elmondható a fogyasztási kiadások tavaly mért bővülését tekintve is: csak Romániában volt erőteljesebb a növekedés. Ugyanakkor a magyarországi fogyasztásbővülés a 2023. évi visszaesés korrekciója volt, míg Romániában a korábbi ütemes növekedés folytatódott a meredekebb ütemben.



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

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

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



Várakozásunk szerint **2026-ban** a reálkereset-emelkedés élénkebb lesz, mint az idén, a mérséklődő infláció, illetőleg a választásokkal összefüggő kormányzati lépések (fegyverpénz) miatt. Ezzel együtt a háztartások fogyasztási kereslete tovább bővül, de nem feltétlenül fog gyorsulni az idei évhez képest. Vagyis az idei évvel ellentétben jövőre a fogyasztásnövekedés üteme valamelyest elmaradhat a reálkeresetek dinamikájától, a pénzügyi megtakarítási ráta némi emelkedésével párhuzamosan. Az ezt követő két évben a fogyasztás eleve nem viharos bővülése számottevően lassulhat.

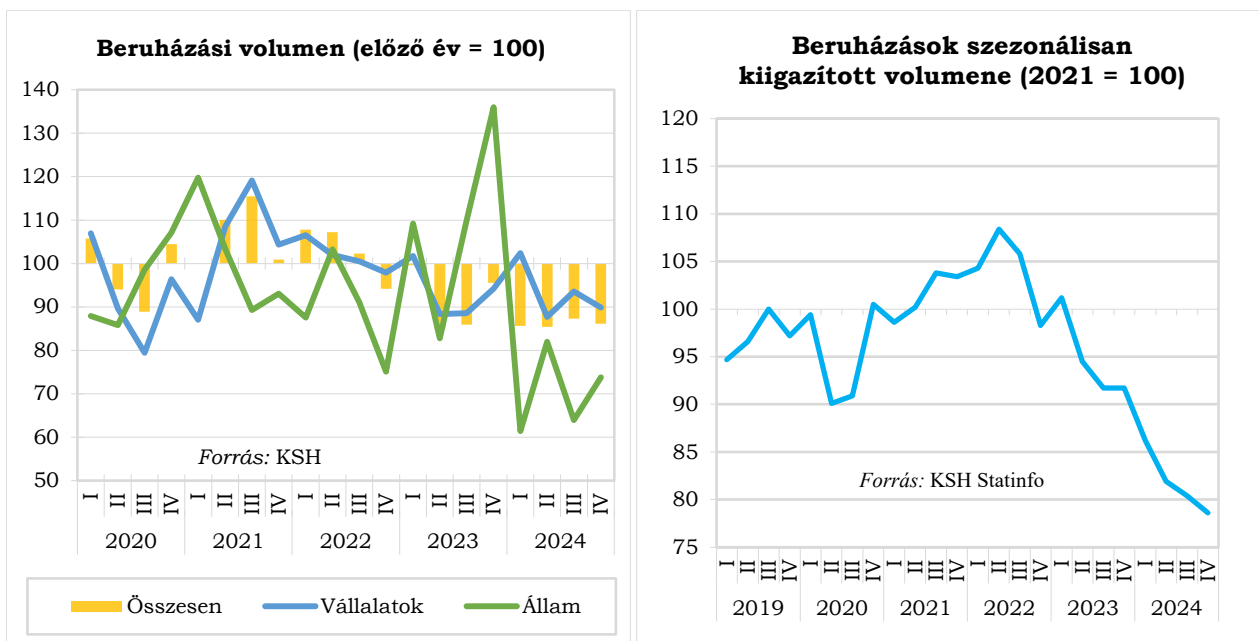
2.5.2. Beruházások

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

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

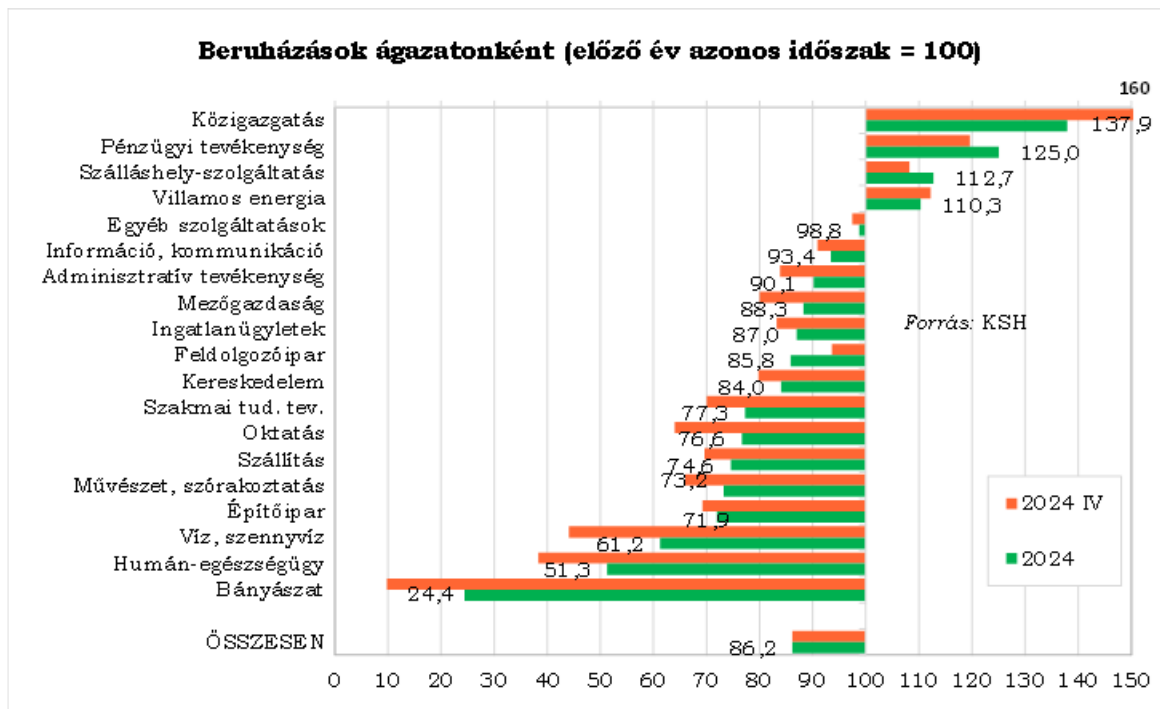
A versenyszféra beruházásainak zsugorodásáért a legnagyobb mértékben a *feldolgozóipari* beruházások 14% körüli visszaesése felelős, legalábbis az *egész év* viszonylatában. A külgazdasági keresleti viszonyok – és főként a keresleti kilátások – vártnál sokkal kedvezőtlenebb alakulása nyomán a vállalatok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

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

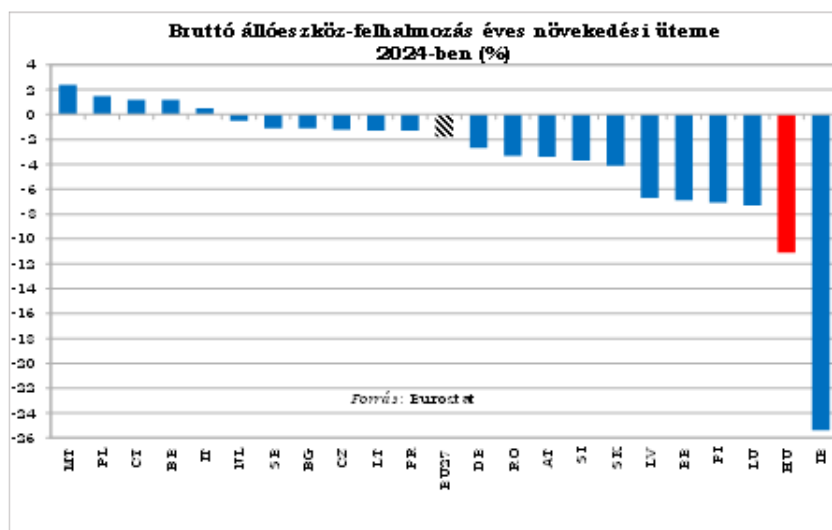


lefeleződésével, illetőleg az oktatási beruházások erőteljes, esésével ellentétben a közigazgatási beruházások meredeken emelkedtek tavaly.

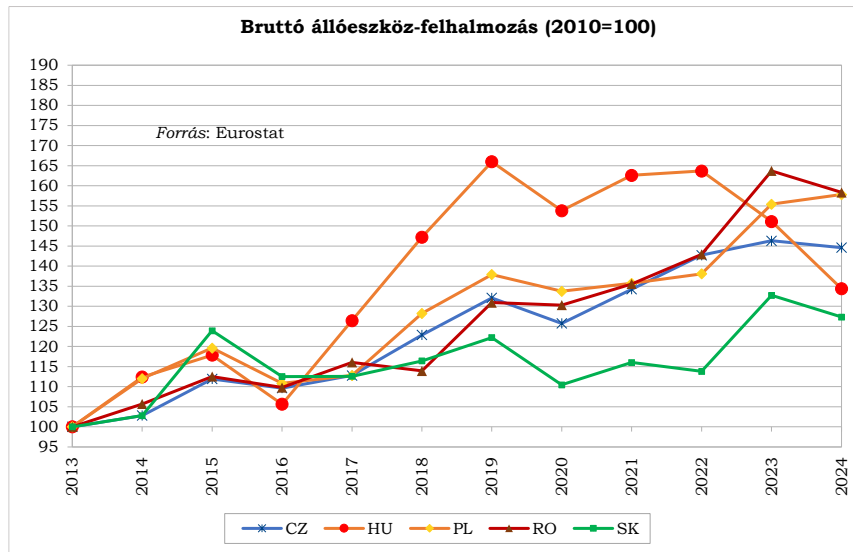
Összességében 2024-ben a nemzetgazdasági ágak nagy többségében beruházás-csökkenést mértek. A közigazgatáson felül egyrészt az állami megrendelésektől függő energetikai ágazatban, másrészt két csekély súlyú ágazatban, a szálláshely-vendéglátásban, valamint a pénzügyi tevékenységeknél nőttek a beruházások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



A nemzetgazdasági beruházások mintegy 14%-os esése 2024-ben valamivel súlyosabb, mint a GDP-statisztika szerinti bruttó állóeszköz-felhalmozás kb. 11%-os csökkenése. Az utóbbi ütem *uniós összevetésben* éppúgy kiugróan kedvezőtlen – csupán Írország



produkált még nagyobb visszaesést tavaly a beruházások terén – mint ahogy már 2023-ban is az volt.



Tény, hogy 2024-ben már a kelet-európai új tagállamok többségében – a szűkebb régióon belül pedig Csehországban, Romániában és Szlovákiában is – csökkentek a beruházások, a csökkenés mértéke a magyarországi közelébe sem jön, különösen, ha arról nem is beszélve, hogy Magyarországon az állóeszköz-felhalmozás volumenének 2023-2024-es *halmozott* visszaesése párját ritkító.

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

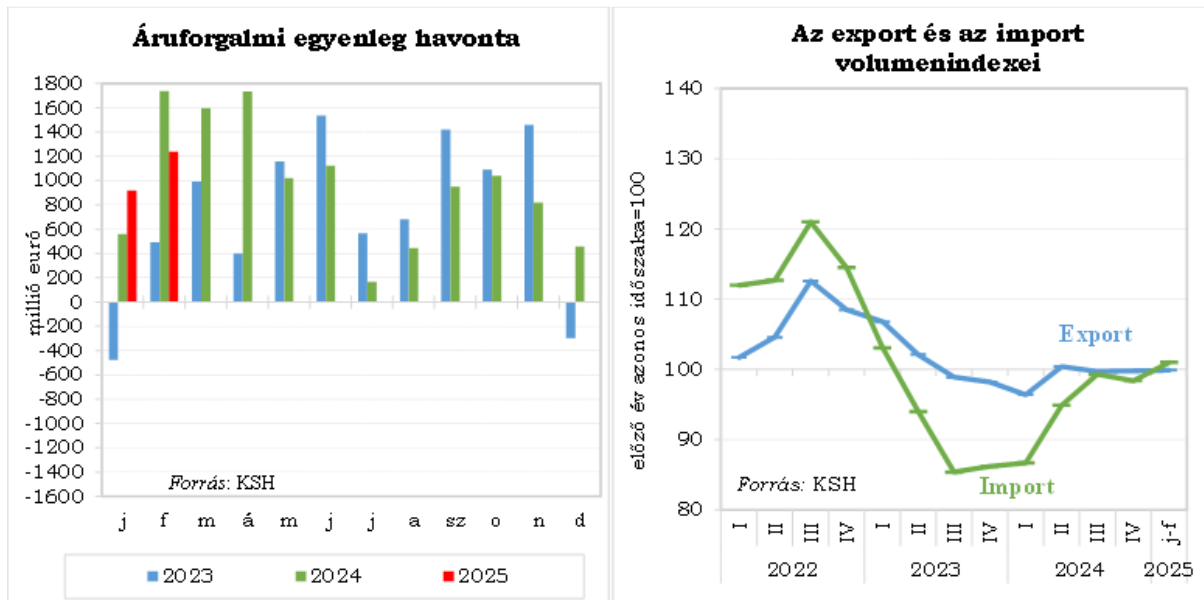
2026-ban a gazdasági növekedést várakozásunk szerint már a külső kereslet is húzni fogja, ha nem is látványosan. Ennek következtében – és mert a háztartások is növelhetik beruházásaikat – a beruházások idei stagnálása jövőre érzékelhető növekedésbe fordulhat. Az állami szektortól feltehetőleg nemigen lehet majd többet remélni, mint hogy 2026-tól kezdve már ne csökkenjenek tovább az állami beruházások. Feltevésünk szerint 2027-2028-ban a beruházások bővülése folytatódhat, habár a növekedési ütem fokozatos lassulása mellett.

2.5.3. Külkereskedelem

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

Ez egyrészt azt jelenti, hogy a nettó export összességében kedvező alakulására kedvezőtlen okból – az exportnál gyorsabban zsugorodó import miatt – került sor. Másrészt az év második felében a belföldi kereslet lassú és egyenetlen erősödése miatt a nettó export már romlásnak indult, mivel az export esetében jóformán semmilyen trendszerű javulás nem volt felfedezhető. Ez nem sok jót ígér az idei évre vonatkozólag.

2025 január-február átlagában ráadásul az import csekély növekedésbe fordult,

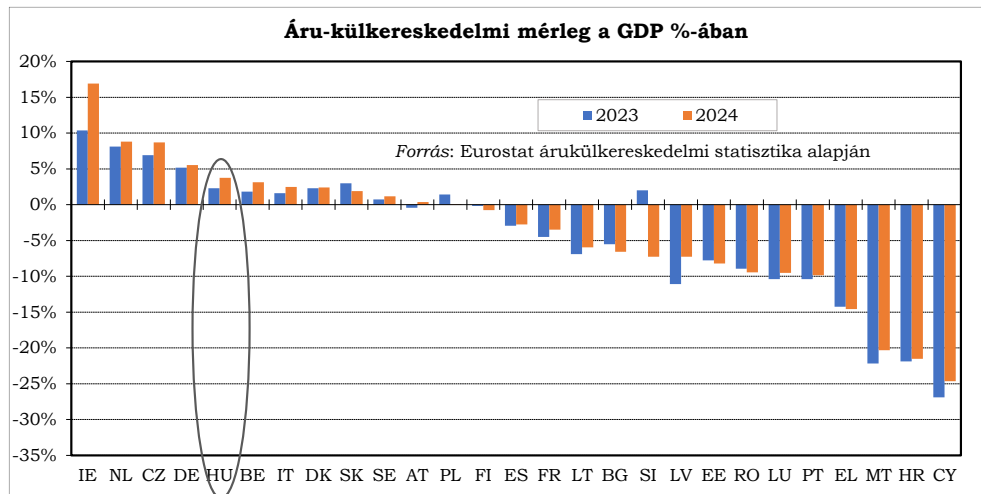


miközben az export volumene stagnált. Ennek következtében az első két hónap euróban mért halmozott külkereskedelmi többlete mintegy 6%-kal elmaradt a tavalyi azonos időszak során mért többlettől.

A drasztikus 2023. évi látványos javulás után tavaly visszafogottabb mértékben nőtt a külkereskedelmi többlet. Ám ez a visszafogott javulás is nagyobb volt, mint az EU-tagállamok többségében, továbbá az Eurostat adatai szerint az áru-külkereskedelmi mérleg GDP-hez viszonyított aránya is ötödik legmagasabb volt az uniós mezőnyben tavaly. A képet csak az árnyalja, hogy – mint láttuk – a javulás nem a dinamikus export, hanem a visszaeső import generálta.

Régiós összevetésben is kedvező volt a magyarországi ráta 2024. évi alakulása, különösen mivel Csehország kivételével a fennmaradó három országban mérséklődött a többlet, vagy fokozódott a hiány az előző évihez képest. De aligha véletlen, hogy a GDP-arányos külkereskedelmi mérlegnek a térségen egészen kiugró *halmozott javulása*

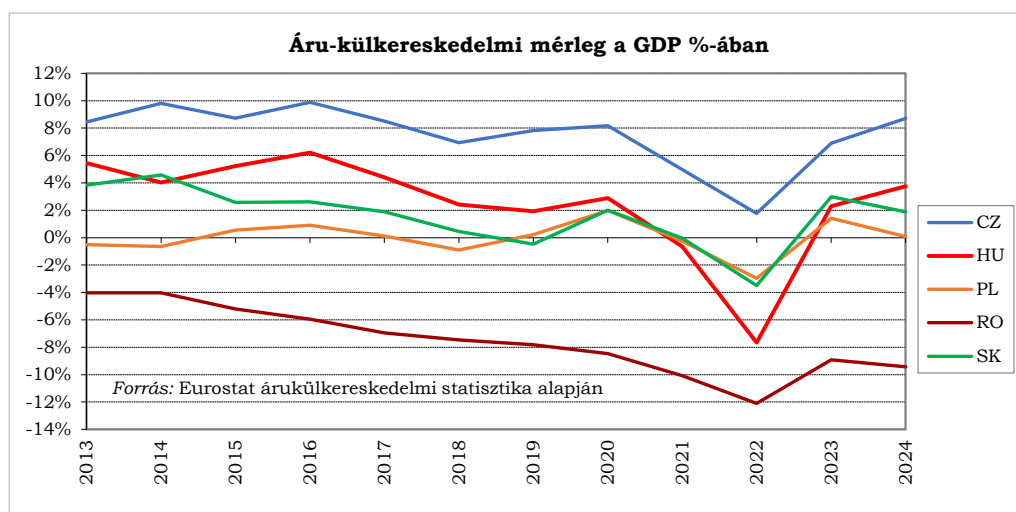
Magyarországon egybeesett a beruházások kiugró mértékű halmozott visszaesésével ugyanebben a kétéves periódusban.



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

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

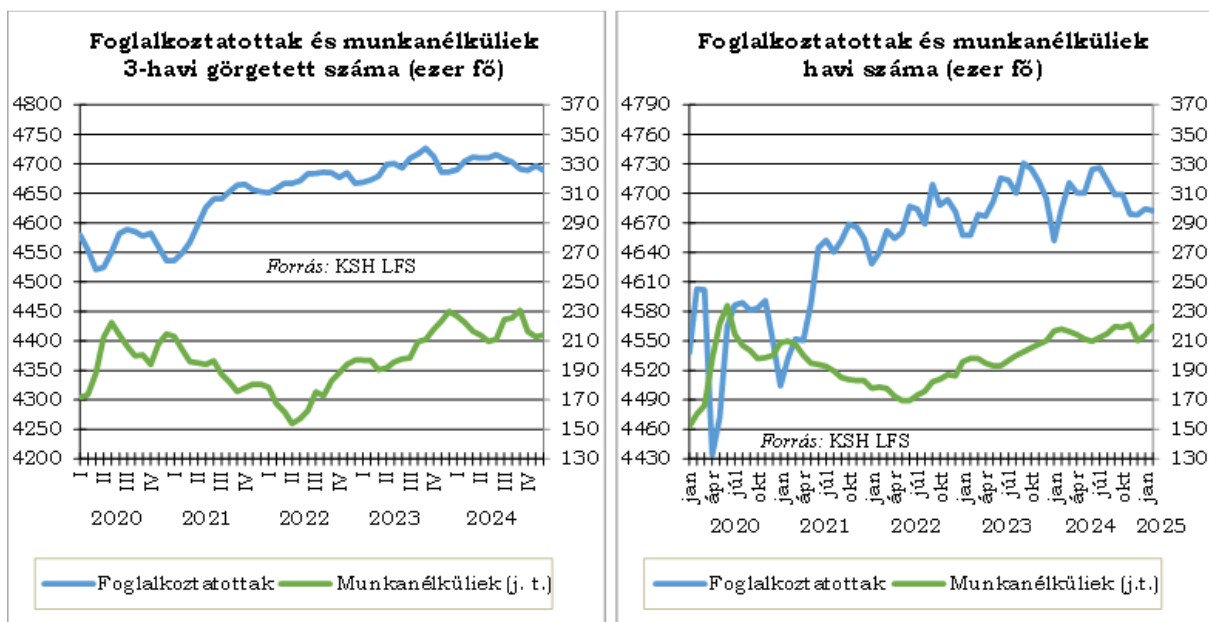
Ezt követően az export és import dinamikája közti rés fokozatosan összezárulhat. 2026-ban a (nem minden optimizmustól mentesen) feltételezett világgazdasági élénkülés némi lendületet ad az exportnak, így annak növekedési üteme az ideinél közelebb kerülhet az egyébként szintén tovább erősödő importéhoz. 2027-2028-ban viszont már mind az export, mind pedig az import lendülete mérséklődhet. Ezekben az években a külkereskedelmi többlet nagyon szerény mértékben tovább nőhet.



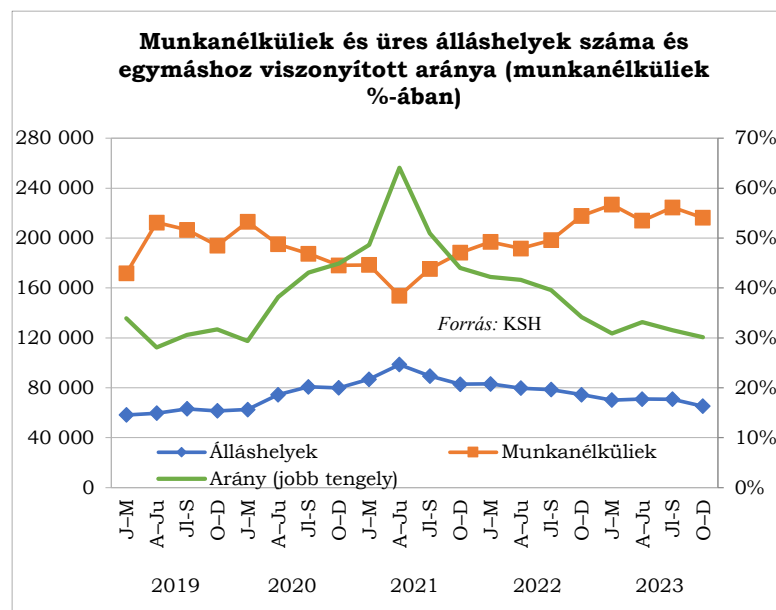
2.6. Foglalkoztatottság, munkanélküliség

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

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



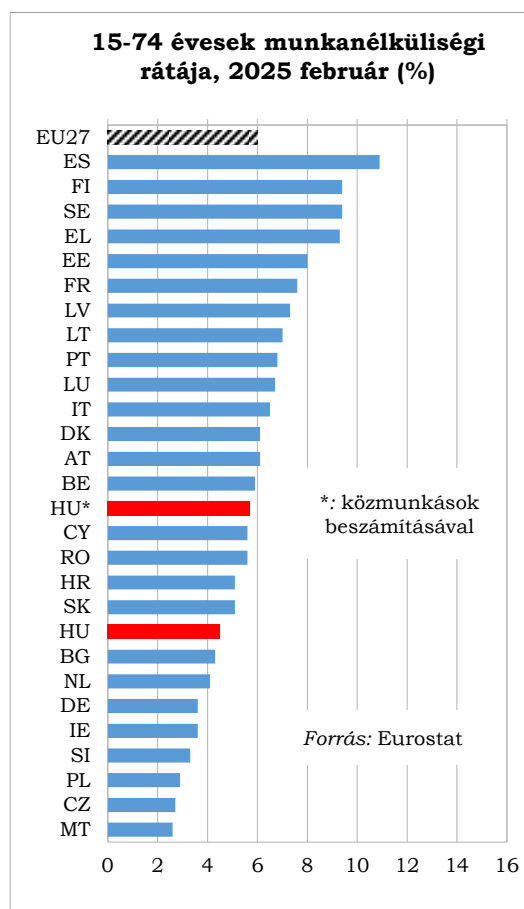
A munkanélküliek számának a korábbinál magasabb szinten ingadozása mellett az *üres álláshelyek* száma lassan tovább csökken, így az **álláshelyeknek a munkanélküliek számához viszonyított százalékos aránya** is mérséklődött 2024 utolsó negyedévére. Mindehhez adalék, hogy a *kereseti statisztika* szerint a *teljes munkaidejű* alkalmazottak száma folyamatosan – bár kismértékben – csökkent tavaly, noha a részmunkaidősök számának emelkedése miatt az állományi létszám még mindig nő év/éves alapon.



Megjegyzendő, hogy európai uniós összevetésben a munkanélküliség tekintetében a magyar pozíció a tavaly végbement emelkedés ellenére jónak mondható, legalábbis ha a magyar módszertannak megfelelően nem vesszük számításba a közmunkásokat. Amennyiben a nemzetközi módszertannak megfelelően a munkanélküliek körébe beleszámoljuk a közfoglalkoztatottakat, akkor az idei februári állapot szerint a magyar munkanélküliség pontosan az uniós mezőny közepén helyezkedik el.

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

2026-2028 folyamán a gazdasági élénkülés közepette a munkanélküliség ismét 4%-alá süllyedhet, de a foglalkoztatás növekedése jó eséllyel alig lesz megkülönböztethető a stagnálástól. A foglalkoztatás további bővülését gátolja a megmaradt munkapiaci kínálat korlátossága.

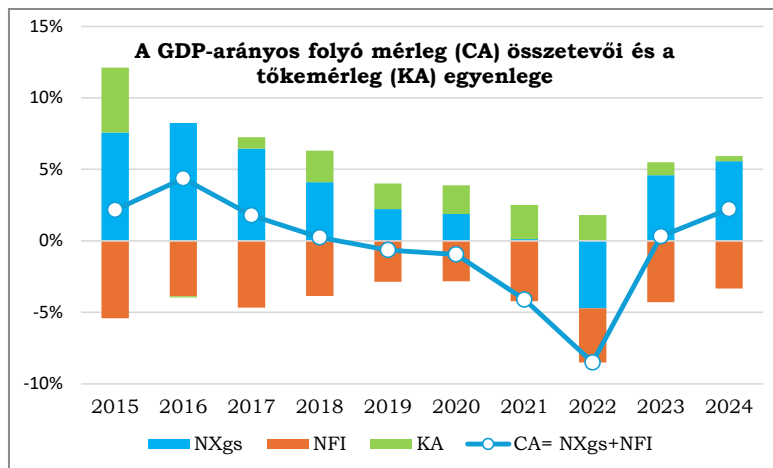


2.7. A fizetési mérleg alakulása és a nettó export változásának összetevői

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

A folyó, a tőke- és a pénzügyi mérleg alakulása

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

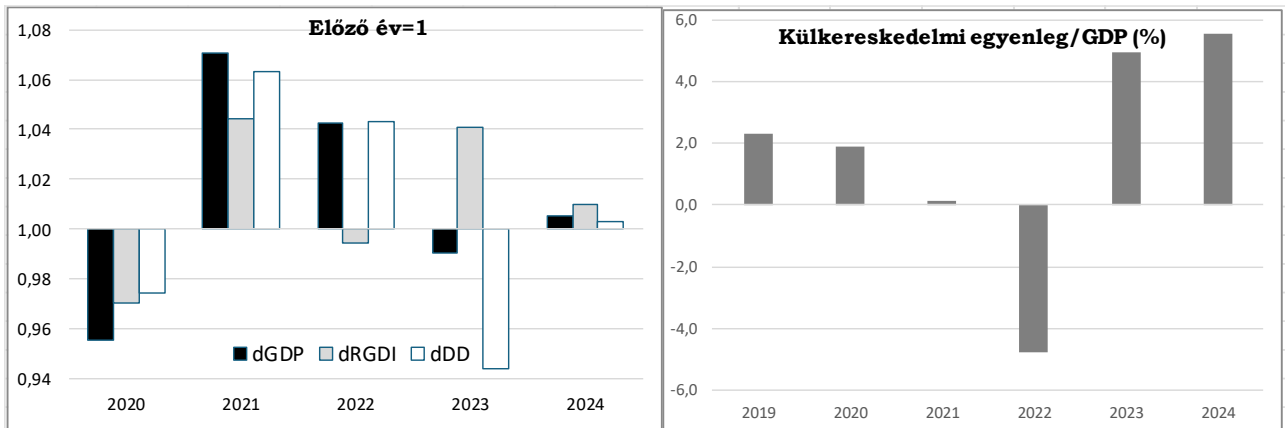


Az ábrán zöld oszlopok jelölik a tőkemérleg egyenlegét (KA), amelynek hagyományosan meghatározó részét képezik az EU-ból érkező, beruházási célú nettó tőketranszferek. 2021 óta (amikor az a GDP 2,4%-án állt) folyamatosan csökken a tőkemérleg többlete, 2024-re pedig mélypontjára, a GDP 0,4%-ára esett.

Számos jogos kérdés vetődik fel azzal kapcsolatban, hogy vajon értelmes, a gazdaság fejlődését érdemben segítő célokra használták-e fel az EU-forrásokat, egy azonban bizonyos: az ország deviza-finanszírozásához jelentősen, mégpedig ingyenesen járultak

hozzá. Azokban az években, amelyekben a folyó mérleg többletet mutatott, a devizatartalékokat növelve, a nettó devizaadósságot csökkentették, azokban pedig, amelyekben deficit mutatkozott, hozzájárultak a hiány finanszírozásához. Amint a fenti ábrán látható, ez a finanszírozási forrás 2024-re gyakorlatilag megszűnt.

A GDP-arányos nettó export évek közötti változásának makrogazdasági háttere



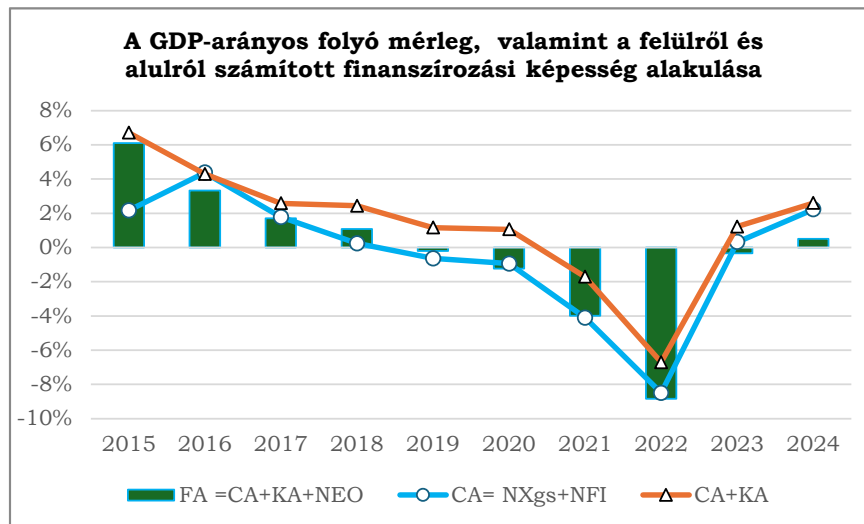
Jelmagyarázat: dGDP, dRGDI, dDD: a GDP, az RGDI és a belföldi felhasználás volumenének éves változása.

Forrás: KSH

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

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

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



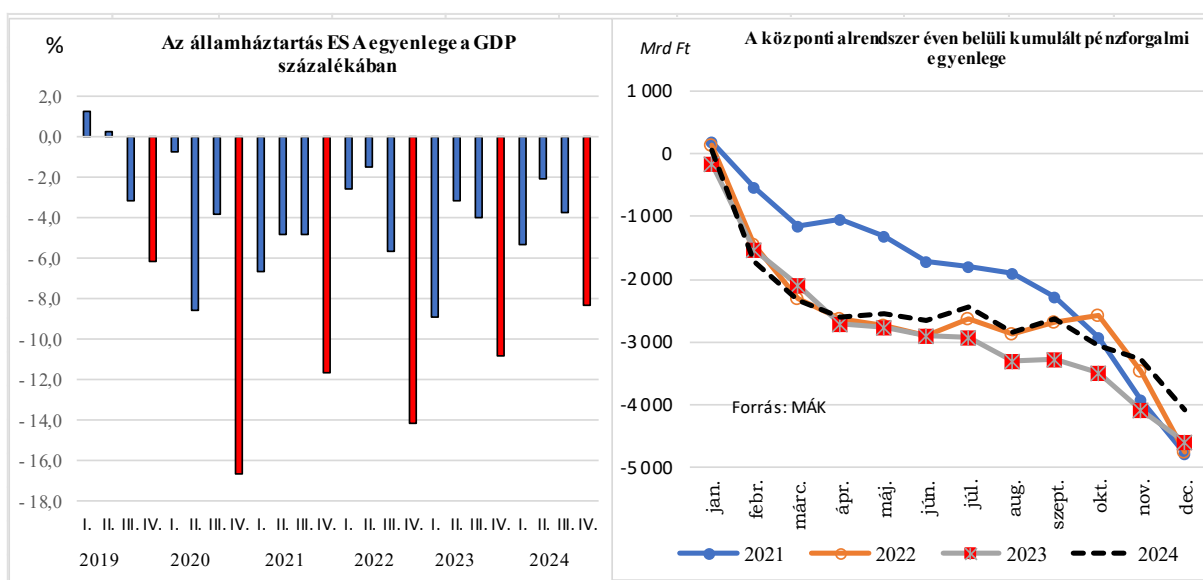
Ami a kilátásokat illeti, 2025-ben a folyó fizetési mérleg GDP-arányos többlete 1-1,5%-ra mérséklődhet, és ezt várhatóan alig haladja meg a folyó és tőkemérleg együttes aktívuma. 2026-ban a választásokhoz kapcsolódó állami költekezés mindkét egyenleget deficitbe fordíthatja. A Trump-adminisztráció által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

3. Államháztartás

3.1. A 2024. évi költségvetés

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

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



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

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

A *lakosság befizetései* ezzel szemben a tervezettnél megfelelően alakultak (4.863 milliárd forint), ami 12%-os emelkedést jelent. Az év végi havi bevételek azonban

már jóval kevésbé haladták meg az előző évit (a decemberi növekedés csak 6,5% volt).

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

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

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

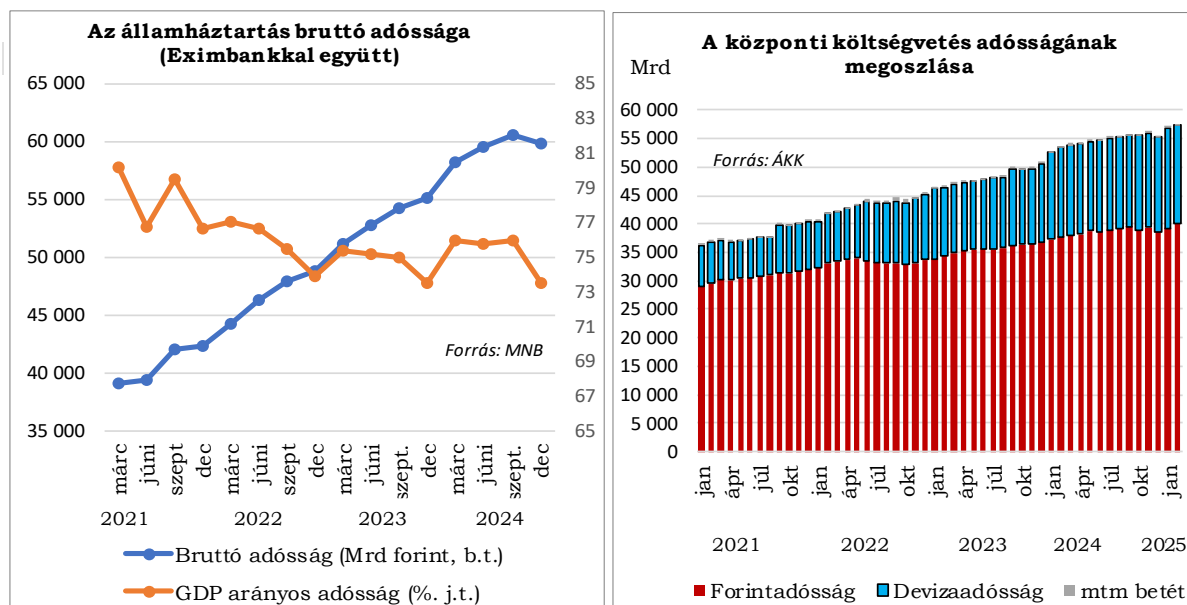
Az *Uniós Programok* kiadásai (1.516 milliárd forint) csupán a 42%-át tették ki a tervezettnak, és az előző évitől is 1.300 milliárd forinttal elmaradtak. Az alacsony adat az európai uniós programok előfinanszírozásának befékezéséről tanúskodik, ami a támogatások odaítélésének egyre fogyatkozó esélyének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

A magyar államháztartás 2024. évi mérlegét ma még nem lehetséges összehasonlítani a *több EU-országgal*, mivel az éves mérlegek még nem állnak rendelkezésre az Eurostat adatbázisában. A negyedéves deficitszámok 2024. harmadik negyedév végéig már megvannak ugyan, ebből azonban – a költségvetési folyamatok éven belüli erős ciklikussága miatt – félrevezető lenne következtetéseket levonni.

3.2. Államadósság, 2024

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

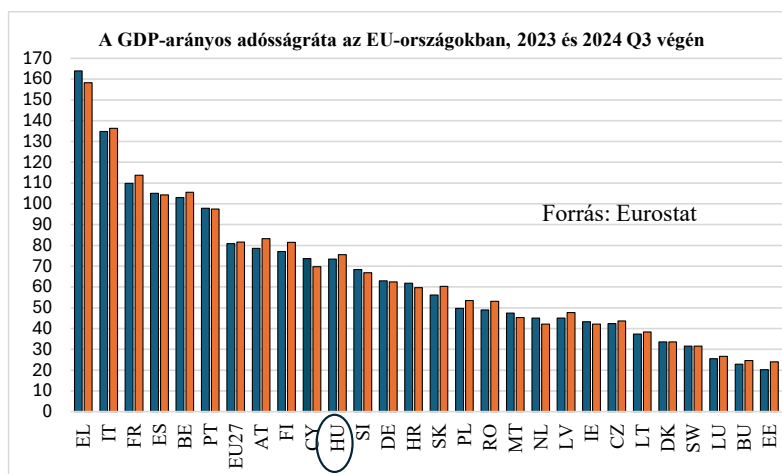
Az adósságrátát tehát a 2024. szeptemberi 75,6%-ról az év végére 73,5%-ra sikerült lenyomni, az MNB adatai szerint. A pénzügyi számlák **negyedéves** adatai szerint az államadósság december végi összege (59.875 milliárd forint) 733 milliárd forinttal volt alacsonyabb, mint szeptemberben (60.608 milliárd). Ugyanakkor, az MNB „Központi kormányzat által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok tulajdonosi szektor bontásban” **havi** statisztikája szerint a csökkenés főként decemberben történt, amikor elsősorban az MNB-vel (782 milliárd) és a külfölddel szemben fennálló tartozás összege csökkent (918 milliárd), míg a többi tulajdonosi szektorral szemben fennálló tartozás összege, a korábbi hónapokhoz hasonlóan emelkedett. Az MNB „Nem rezidensek tulajdonában lévő” **napi** értékpapír-statisztika pedig arról számol be, hogy a *külföldiek* tulajdonában álló állampapírok állománya 2024. december 23. és 30. közötti egyetlen munkanap alatt 226 milliárd forinttal csökkent, majd január 2-án 714 milliárd forinttal emelkedett. A többi szektorról nem áll rendelkezésre napi adat.



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

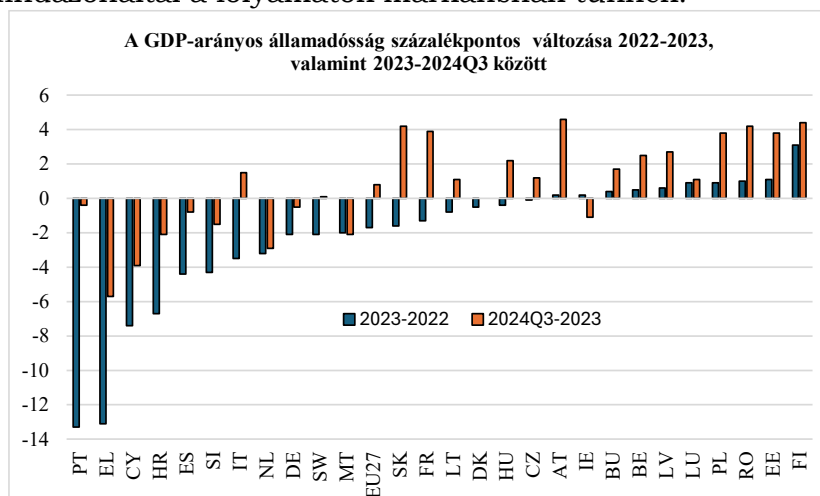
3.2.1. A magyar államadósság EU-s összehasonlításban

A GDP-arányos államadósság előzetes adatai az EU27-re az Eurostat adatbázisában a 2024 harmadik negyedévi állapotra vonatkozóan állnak rendelkezésre. Noha az évközi államadósság-állomány is mutat némi szezonalitást (az időarányos deficittelem párhuzamosan), ezért megfelelő óvatossággal kell kezelni, mégis érdemes röviden áttekinteni az államadósság állását az EU-országokban 2024 harmadik negyed-évének végén.



A kép változatos. Mint a fenti ábra mutatja, az országok nagyobb részében (17 országban a 27-ből) 2024 első háromnegyed évében emelkedett a GDP-arányos államadósság. Ez változást jelent a 2023. évi fiskális folyamatokhoz képest, amelyeket a következő ábra plasztikusabban mutat meg. Hangsúlyozni kell, az adatok előzetes

és évközi jellegét, mivel a helyzet az év végén változhat (amint az a magyar esetben láttuk). Mindazonáltal a folyamatok markánsnak tűnnek.



A fenti ábrából kitűnik, hogy míg 2023-ban határozott adósságcsökkentési folyamat zajlott az EU legtöbb országában, és az EU átlagában 1,7%-kal alacsonyabb volt az adósságráta, mint az előző évben, addig 2024 első háromnegyed évében az EU-átlag 0,8%-kal emelkedett. Számos országban igen jelentősen, 4 százalékpont körüli ütemben nőtt a GDP-arányos adósság, és még azokban az országokban, amelyekben csökkentést mértek, ez jóval kisebb mértékű volt, mint 2023-ban. Végleges eredményt csak az évvégi adatok fognak mutatni, mindenesetre, az évközi adatokból is az adósság nem mindenhol jelentős, de egyértelmű elengedésének a folyamata olvasható ki. Ez természetesen nem független az EU-ban a lassú gazdasági növekedés problémájától, amely egyfelől csökkenti a költségvetési bevételeket, másfelől növeli a fiskális kiadásokat a gazdasági növekedés élénkítése céljából.

3.3. A 2025. évi költségvetés

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

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

A várhatóan alacsonyabb tényleges gazdasági növekedés rontja a költségvetés teljesítésének az esélyét, mivel az az adóbevételek tervezettél alacsonyabb növekedésével járhat. A feltételezettnél magasabb infláció hatása összetett: a növekvő ÁFA bevételek javíthatják, a magasabb nyugdíjkiadások pedig ronthatják az egyenleget, hogy csak a két legfontosabb tételt említsük. Ami a nyugdíjkiadásokat illeti, a 13. havi nyugdíjon keresztül az állam megtakaríthat pár tízmilliárd forintot, mivel az az év elején megállapított nyugdíjra vonatkozik. A feltételezettnél gyengébb árfolyam az állami beruházások költségeit növelheti meg, mivel azok importvonzata magas.

A költségvetési törvény 2025-re 4.200 forint pénzforgalmi hiányt tervez. A feltételezett 87 ezer milliárd körüli folyó áras GDP mellett ez 4,8%-os pénzforgalmi hiánynak felel meg. Paradox módon, a költségvetési tervben szereplőnél alacsonyabb gazdasági növekedés és magasabb GDP-deflátor hatása nagyjából kiegyenlítheti egymást a nominális GDP összegét tekintve, ami hiányráta nevezőjében szerepel. Ha a GDP növekedés 3,4% és a deflátor 4%, amint az a költségvetési törvényben áll, az 87 ezer milliárd körüli folyó áras GDP-t eredményez. Hasonló eredmény adódik, ha a GDP növekedés csupán 1,5-2 százalék, a GDP deflátor viszont 6%. Az ESA híd (a pénzforgalmi és az ESA hiány közötti eltérés) 1,1 százalékpont a költségvetési törvényben, ami reális feltételezés. A kormány 3,7%-os ESA deficit-várakozása a 4,8%-os pénzforgalmi hiányon alapul, amelyet az 1,1 százalékpontos ESA híd mérsékel.

2025. első három hónapjában a központi költségvetés pénzforgalmi hiánya 2.500 milliárd forintot tett ki, ami a tervezett pénzforgalmi hiány 62%-a. A hiány-túllépés jórészt abból származott, hogy a kamatkiadások kimagasló összeget tettek ki az év első két hónapjában (1.038 milliárd forint), különösen februárban. Ez az ESA hiányban jóval kisebb mértékben jelenik majd meg, mivel az állampapírok után járó hozamok egy részét az eredményszemléletű könyvelés *időarányosan* 2024-ben már elszámolta. Ez a magyarázata a pénzforgalmi és az eredményszemléletű deficit közötti jelentős eltérésnek.

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

Az ÁFA befizetések továbbra is a bevételek gyenge láncszemét képezik, amint az tavaly és tavalyelőtt is történt. A fogyasztást terhelő adók terén a kormány 2025-ben 10%-ot meghaladó emelkedést tervez, az ÁFA bevételek a tavalyi 10 ezer milliárdról 2025-ben mintegy 11 ezer milliárd forintra emelkednének. Ez nincs összhangban a feltételezett fogyasztás-növekedéssel és a fogyasztói árindexszel. A költségvetési törvényben szereplő 3,9%-os háztartási fogyasztás-növekedés és a 3,2%-os infláció együttesen 7,2%-os ÁFA-bevétel-emelkedést indokolna. Valójában 10%-os ÁFA-bevétel-növekedéshez, 3,9%-os fogyasztás-bővülés mellett, 6%-os

infláció tartozna. Még akkor is, ha tudjuk, hogy a nettó ÁFA bevétel a visszautalások összegtől is függ. Ha az export növekedése elmarad a költségvetési tervben várt 3,6%-tól (ahogyan az nagy valószínűséggel várható), akkor kevesebb ÁFA visszatérítési igény érkezik.

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

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

További kérdés, hogy vajon az állam tudni fogja-e tartani a *Szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok* és az állami beruházásokkal kapcsolatos egyéb tételek kiadásainak tervét. A *Szakmai fejezeti kezelésű* tétel tervezett kiadásai 2025-ben nominálisan 6%-kal haladják meg az előző évit, azaz reálértékben nagyjából szinten maradnak. Az első két hónapban itt nem volt túllépés, sőt az időarányosnál valamivel alacsonyabb kiadási szint jelentkezett. Ugyanakkor az „Állami vagyonnal kapcsolatos kiadások” és az „Állami beruházások” soron a 2025. évi *tervezett* kiadások az előző évinek a felét sem érik el: 2024-ben a két tétel együtt 1.607 milliárd forint (tény), 2025-ben 688 milliárd forint (tervezett). Az első két hónapban ennek a kiadási tervzetnek a 27%-a teljesült. Az év hátralévő részében ezen kiadások további túllépése várható, mivel a tervzet az állami beruházások olyan mértékű zsugorodását eredményezné, amely ellentmondásban van a kormány optimista gazdasági növekedési várakozásaival és az állami beruházások újraindításának bejelentésével.

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

A fentiek miatt fenntartjuk a 2025. évi költségvetési eredményszemléletű hiányának a **4,5%-os** előrejelzését.

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

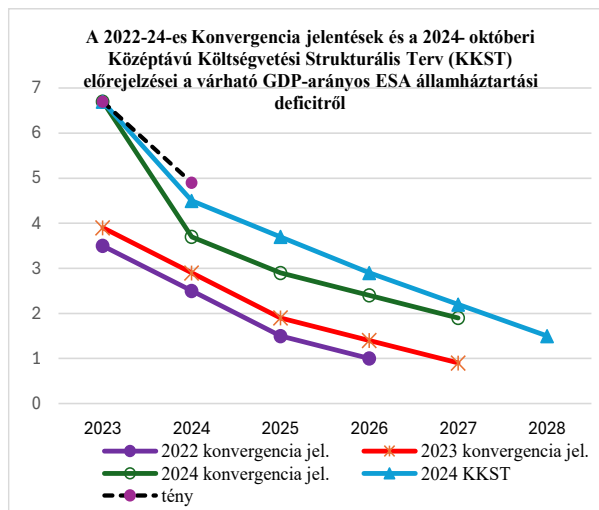
A kormány 2025. április EDP jelentése 2025. végére 64,3 ezer milliárd forint folyó áras bruttó államadóssággal számol. Ez 87 ezer milliárd forint GDP-vel számolva 73,1%-os GDP-arányos adósságrátát eredményez. Mivel azonban feltételezésünk szerint a pénzforgalmi hiány 0,7-0,8 százalékponttal magasabb lesz, így az adósságráta inkább **74% lehet**. Ez azonban monetáris politikai eszközökkel mérsékelhető az év végi adósságráta csökkenő mértékét biztosítandó.

3.4. Kitekintés 2006-2028-ra – államháztartási deficit

Mielőtt bemutatnánk a nemzetközi és a magyar előrejelzéseket a következő évek államháztartási hiány-rátájára, érdemes áttekinteni az elmúlt évek Konvergencia-jelentéseiben a kormány által megjelölt deficit-pálya teljesülését. Amint a mellékelt ábra mutatja, a kormány várakozásai nagyon messze voltak a tényadattól, még abban az évben is, amire az előrejelzés vonatkozott.

Két évre, 2023-ra és 2024-re van tényadatunk. A 2022. áprilisi konvergencia-jelentés 2023-ra még 3,5%-os, a 2023. évi jelentés 4%-os hiányt várt, míg a tényadat 6,7% lett.

2024-re a 2022. áprilisi jelentés még 2,5%-os hiányt várt, a 2024. áprilisi 3%-ot, a 2024. áprilisi 3,7%-ot, a 2024. októberi Középtávú Költségvetési Strukturális Terv (KKST) pedig 4,5%-ot. Mint ismeretes a tényadat 4,9% lett.



Kétségtelen, hogy a kormány által vártnál magasabb GDP-arányos hiány azért is alakult ki, mert a GDP növekedésének az előrejelzései is túlságosan optimista feltételezésen alapultak.

3.4.1. Az előrejelzések összehasonlítása

Ami a kormány és a független előrejelzők prognózisait illeti, a magyar kormány és a nemzetközi és hazai intézmények előrejelzése mind az idei évre, mind a középtávú kitekintésben számottevően különbözik. Lényegében minden független előrejelző a kormánynál magasabb deficitet vár, nem csak 2025-re, hanem a következő évekre is. A 2026. évi eltérés különösen nagy, lényegében egyetlen intézmény sem vár a kormányhoz hasonló optimista fiskális pályát.

A magyar államháztartás várható GDP-arányos ESA hiányára vonatkozó előrejelzések

	2025	2026	2027	2028
Magyar kormány KKST (2024. okt)	3,7	2,9	2,2	1,5
MNB (2025. ápr)	3,5-4,5	3,2-4,2	2,9-3,9	
IMF (2024. okt)	4,6	3,5	3,0	
Európai Bizottság (2024. nov.)	4,6	4,1		
OECD (2024. dec.)	4,3	3,8		
Consensus Economics mean (2025. márc.)	4,5	4,1		
Focus Economics (2025. márc)	4,4	4,0		
Standard & Poors (2024. április 11)	4,5	4,0	3,5	3,2

Megjegyzendő, hogy a Nemzetgazdasági Minisztérium februári közlése szerint³ a 2026. évi hiánycél máris 3,5%-ra emelkedett, a táblázatban közölt 2,9%-kal szemben. Ebből nem következik feltétlenül, de mindenképpen felveti annak a lehetőségét, hogy a további évek hiányszámai is hasonlóképpen emelkedni fognak.

A Consensus Economics és a Focus Economics két olyan intézmény, amely 25-33 előrejelző kutató műhely és befektetési tanácsadó havi előrejelzéseit gyűjti össze és átlagolja. Előnye, hogy az előrejelzések havonta frissülnek, és tükrözik az előrejelzők várakozásainak a havi elmozdulásait is.

A mintegy 25, elsősorban külföldi előrejelző intézmény prognózisát összegző/átlagoló Consensus Economics⁴, illetve a 33 résztvevőt magában foglaló FocusEconomics⁵ 2025 márciusában *2025-re 4,5, illetve 4,4% 2026-ra pedig 4,1, illetve 4,0%-os GDP-arányos államháztartási hiányt vár* Magyarországon. Ezek az értékek az előrejelzések medián átlagai. Az előrejelzések 2025-re a Consensusnál 4,0% és 5,0% között ingadoznak, a FocusEconomics-nál pedig 3,7%, és 5,0% között. 2026-ra a megfelelő értékek a Consensusnál 3,0, illetve 5,0%, a Focus Economics-nál 3,5% és 4,9%. A hasonlóság nem véletlen, hiszen több előrejelző mindkét felmérésben részt vesz. A felmérésekből levonható következtetés témánk szempontjából az, hogy az általános szakértői megítélés 2025-ben 4,4-4,5, 2026-ban pedig 4,0-4,2% körüli költségvetési hiányt vár Magyarországon, ami mindkét évben meghaladja a kormány előrejelzését.

A Kopint-Tárki mind **2025-re**, mind **2026-ra 4,5%-os** GDP-arányos államháztartási hiányt valószínűsít. Az előbbi, mint láttuk, beleillik az előrejelzői konszenzusba, a 2026. évi némileg meghaladja azt, az előrejelzések felső értékéhez van közelebb. A némileg pesszimistább jövő évi prognózisunk elsősorban azon alapul, hogy a gyermekes anyák adókedvezménye jelentős mértékben meg fogja terhelni a költségvetést (a GDP 0,7%-a), s ennek a plusz kiadásnak a fedezésére nem állnak rendelkezésére tartalékok a költségvetésben. Lehetne forrást találni azoknak az államháztartási kiadási tételeknek a csökkentésével, amelyekre a magyar állam lényegesen többet költ, mint a régiós országok, ehhez azonban a költségvetés szerkezetének olyan átalakítására lenne szükség, amelyet a kormány bizonyára nem vállal, különösen egy választási évben.

A forrásszűkét az is magyarázza, hogy a magyar költségvetésből és az infrastruktúra fejlesztésekből nagyon hiányoznak az *európai uniós támogatások*. Az előző EU-költségvetési ciklus alatt a magyar gazdaságba hozzávetőleg 12 ezer milliárd forintnyi EU-támogatás áramlott be, amely számos fontos és szükséges infrastrukturális fejlesztést tett lehetővé. Ma már biztosra vehető, hogy az új tervezési ciklusban a 2021-27 közötti időszakra már megítélt 10,2 milliárd eurónyi támogatást követően nem érkezik be a maradék mintegy 21 milliárd eurós támogatás (sőt, esetleg még ez a támogatás is kérdésessé válik), akkor ezek jelentős részét egyéb forrásból kell fedezni. Márpedig ezt csak hitelből lehet, ami újabb kamat-terheket indukál.

³ <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20250227/emeli-a-deficitcelt-a-kormany-35-os-koltsegvetesi-hiany-tervez-2026-ra-744307>

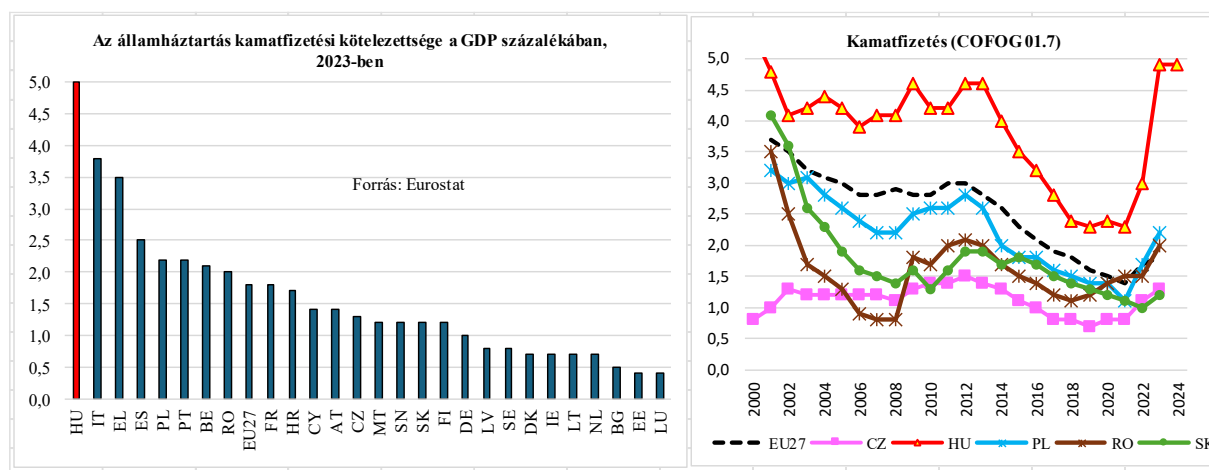
⁴ <https://www.consensuseconomics.com/>

⁵ <https://www.focus-economics.com/>

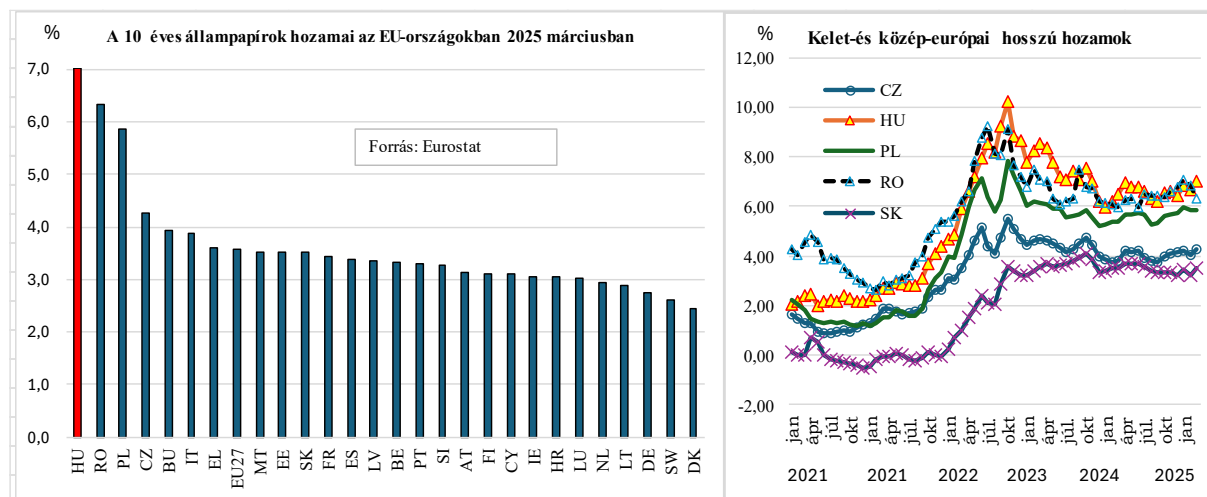
3.4.2. Kamatfizetés, állampapírpiazi hozamok

További kihívás a következő évekre a GDP-arányos kamatfizetések magas aránya a magyar költségvetésben. A kamatfizetési kötelezettség a 2010-es második felében folyamatosan csökkent Magyarországon, a GDP 4 százalékáról (2014-ben) a 2,2%-ára (2019-ben). Ezt az államadósság rátájának a csökkenése tette lehetővé, mivel az adósságállomány kevésbé nőtt, mint a nominális GDP. Emellett a hozamok is alacsonyok voltak.

2022 azonban fordulópontot jelentett ebben a folyamatban, mivel a kamatfizetési kötelezettség a GDP 3%-ára, majd 2023-ban a 4,9%-ára ugrott fel. Ezzel Magyarországon 2023-ban (és 2024-ben is) az EU-ban messze a legmagasabb volt a kamatteher a GDP arányában, annak ellenére, hogy, mint a 3.2.1. pontban láttuk, nem nálunk a legmagasabb az adósságráta. A magas kamatfizetési kötelezettséget elsősorban a magyar államadósság után fizetett magas hozamok okozzák.



A 10 éves, ún. maastrichti kritérium szerinti magyar állampapírpiazi hozamok 2022 őszén érték el a zenitet, 10%-ot meghaladó hozam mellett. 2024 nyaráig a hozamok csökkentek, jelentős ingadozások mellett, azóta azonban ismét emelkedésnek indultak és 2025 márciusára a legmagasabb szintet (7,04%) érték el az EU-ban. Még a román hozamok mutatnak megközelítően magas szintet.



Ma még nehezen megállapítható, hogy ez a tendencia a jövőben milyen mértékben folytatódik. Az biztosra vehető, hogy amennyiben a Trump amerikai elnök által keltett világpiaci káosz és bizonytalanság nem oldódik, akkor az elsősorban az olyan sebezhető, magas államadóssággal és nem pozitív növekedési kilátásokkal rendelkező, kis nyitott gazdaságokat fogják sújtani, mint Magyarország. Ez az állampapírpiaci hozamok további emelkedésének valószínűségére utal, legalábbis 2025 folyamán. A további kilátások nehezen előrejelezhetőek, de inkább a negatív tartományban várhatóak. Erre a kormányzati terveknek és stratégiának fel kell készülnie.

Baljós jeleket küld ehhez a Standard and Poor's április közepi döntése, amely a magyar államadósság besorolását meghagyta ugyan a BBB-kategóriában, de az eddigi stabilról negatívra változtatta a kilátást. Az S&P a leminősítés kilátásba helyezését azzal indokolta, hogy a magyar gazdaság növekedési kilátásait gyengének, az inflációt azonban emelkedő tendenciájúnak ítélte meg. Aggasztónak látja a parlamenti választások előtti időszakban a további költségvetési lazítás várható hatásait, ami tovább emeli a már eleve magas magyar adósságrátát. Negatív tényezőnek ítélte a hitelminősítő, hogy Magyarország nem jut hozzá az EU-támogatásokhoz.

Amennyiben ősszel az S&P leminősíti a magyar államadósság besorolását, akkor a befektetésre nem ajánlott kategóriába kerülhet, ami beláthatatlan következményekkel járhat a magyar államadósság finanszírozási költségeire. Különös tekintettel arra, hogy a magyar állampapírpiaci hozamok már ma is a legmagasabbak az Unióban. Noha a magyar kormány az utóbbi időben elsősorban kínai hitelekre kívánt támaszkodni, amelyet közvetlenül nem sújt az S&P besorolása, közvetve mindenképpen érezteti a hatását.

Fontos szempont, hogy a magyar államadósság a legmagasabb az eurózónán kívül országok között, amelyeket felett nincsen az eurózána védernyője.

A másik két hitelminősítő, a Moody's és a Fitch még nem nyilatkozott a magyar államadósság besorolásáról, de a korábbi tapasztalatok azt mutatják, hogy a három fő hitelminősítő besorolása nem szokott nagyon elszakadni egymástól.

Az előrejelzési horizonton tehát nem csak a költségvetési szigor betartása, azaz a költségvetési egyenleg csökkentése a döntő tényező, hanem az államadósság finanszírozási költségeinek a mérséklése is. A kettő csak együtt járhat: amennyiben sikerül az államháztartási deficitet és az államadósság emelkedését csökkenteni, a befektetők által elvárt hozamok is lejjebb mehetnek.

Az S&P fiskális pályája (3.4.1. pont táblázat) reálisnak ítéltető meg, és megfelel a Kopint-Tárki várakozásainak, azzal a különbséggel, hogy mostani előrejelzésünk a 2026. évi államháztartási hiányt magasabbak (4,5%), a 2028. évit azonban alacsonyabbnak ítéltjük meg. Látszik arra esélyt, hogy 2028-ra a deficit a 3% alatti tartományba kerüljön.

4. Infláció

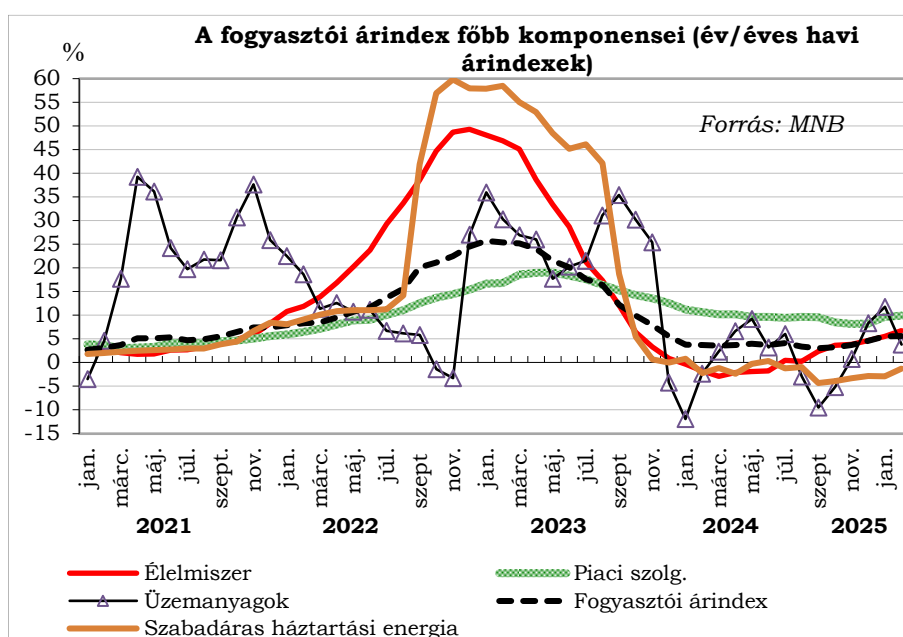
4.1. A 2024. évi infláció

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

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

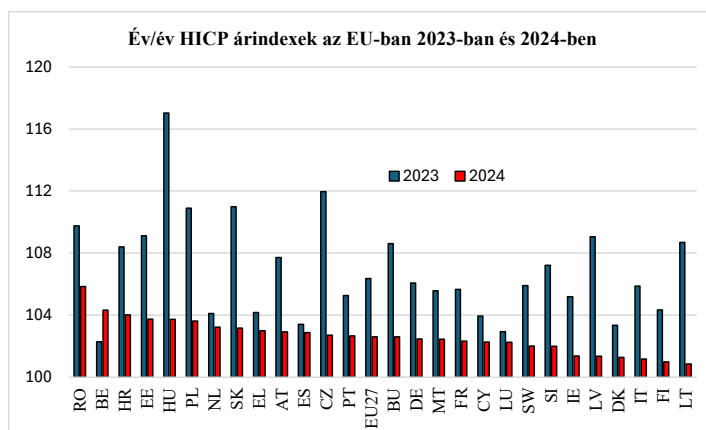
Az átlagosnál valamivel magasabb ütemben emelkedett az élvezeti cikkek, a ruházkodási termékek ára. Az üzemanyagoké, jelentős ingadozás mellett, éves átlagban csak 0,4%-kal emelkedett. A szabadáras háztartási energia éves átlagára viszont 1,8%-kal csökkent. Mivel itt az árindex maga a volumenindex, ez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

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



4.2. A magyar infláció nemzetközi összehasonlításban

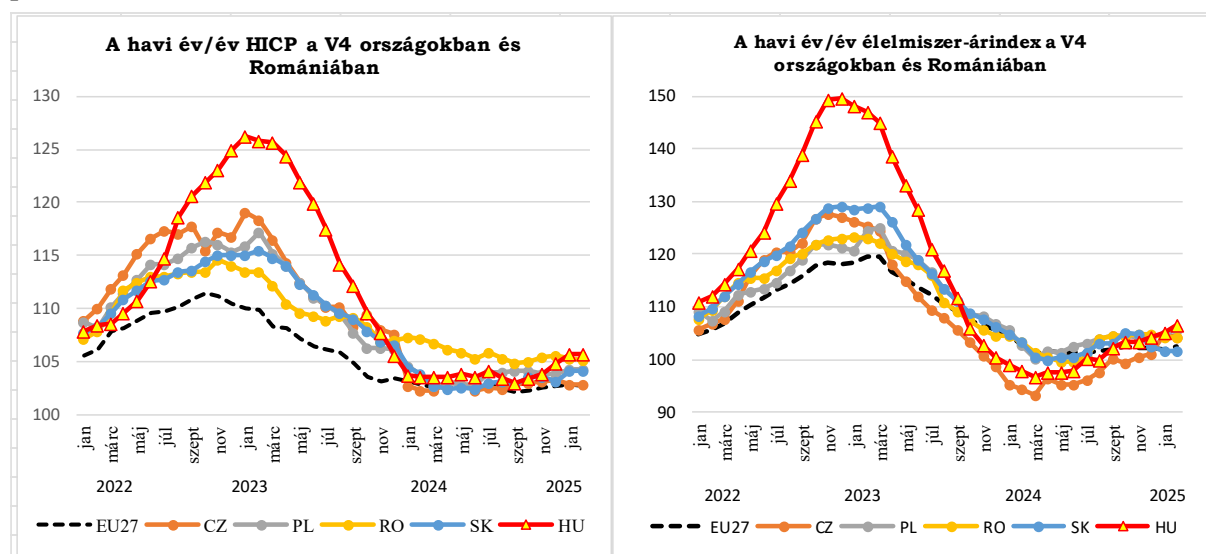
2024-ben a 3,7%-os magyar fogyasztói árindex az EU-országok rangsorában a 4-5. helyet foglalta el, Észtországgal megosztva. Az ábrán az országok a 2024. évi árindex alapján vannak sorba rendezve. A 2023-as és 2024-es árindexet összesítve továbbra is Magyarország áll az élen, 21%-ot meghaladó összesített árindex-szel, Románia a második helyen áll, amelyet Csehország követ.



Továbbra is jellemző, hogy a lista elején elsősorban közép-kelet-európai országok állnak (kivéve Belgiumot, ahol a 2023. évi infláció mindössze 2,3%, és Hollandiát, ahol 4%) volt.

A 2024. évi infláció mértékét az előző évi áremelkedés, azaz a bázishatás is befolyásolta. Ebben a megközelítésben a 2024. évi 3,7%-os magyar árindex kifejezetten kedvezőtlen, mivel ez az emelkedés az előző évi kimagasló árindexre rakódik rá. A lista végén álló 6 országban a 2024. évi árindex 2% alatt maradt, holott ezekben az országokban a 2023. évi emelkedés is 10% alatti volt.

Az év/év fogyasztói árindexek havi lefutása azt mutatja, hogy a magyar havi árindexek 2024 folyamán is jórészt a régiós (és az EU-) átlag felett voltak, kivéve Romániát, ahol viszont a 2023. évi áremelkedés volt mérsékelt. Az élelmiszer árindex 2024-ben a régióban az alsó-középső mezőnyben helyezkedett el. A 2025 első kéthavi magas árindex azonban nem volt jellemző a régió többi országában: Szlovákiában például 2% alatt maradt.



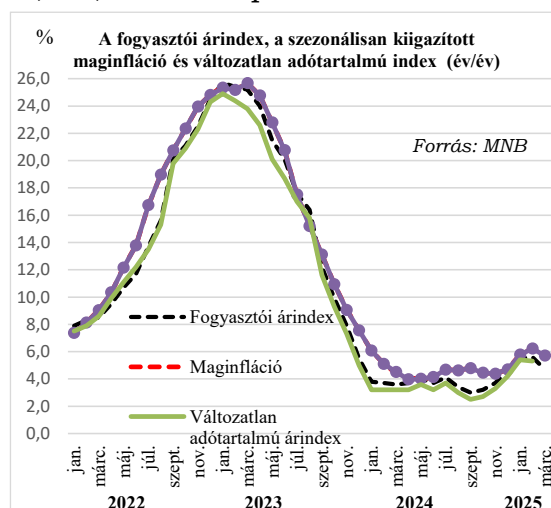
4.3. A 2025. évi várható infláció

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

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

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

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



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

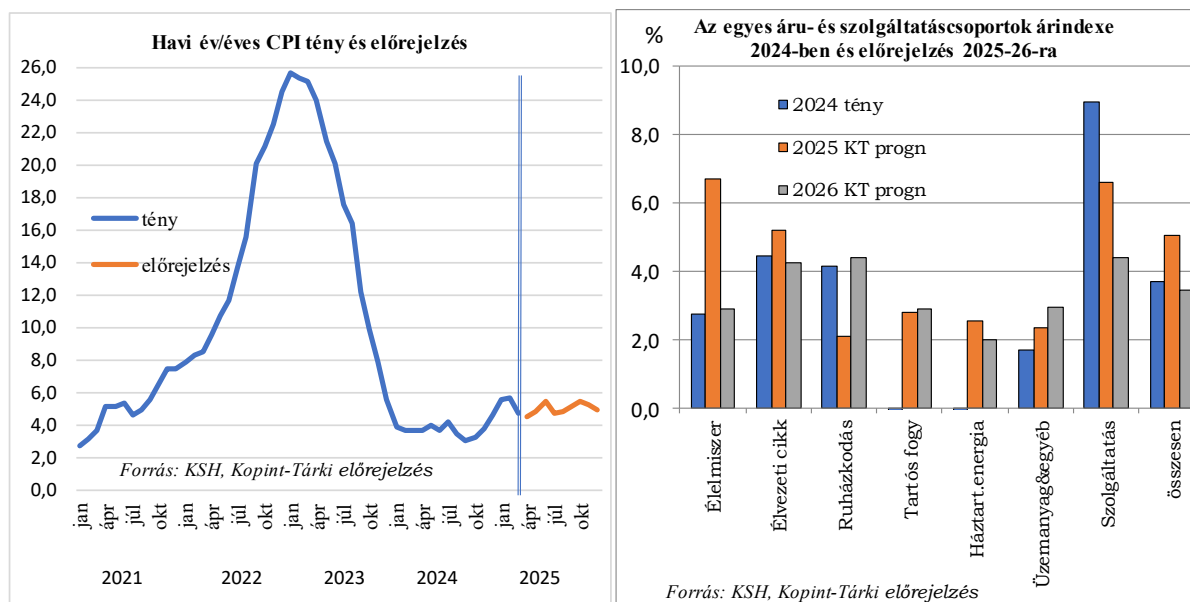
Az intézkedés hatására a márciusi év/év fogyasztói árindex 4,7%-ra esett vissza. A hó/hó élelmiszerárak stagnáltak, ami azt mutatja, hogy az árcsökkentés hatását más élelmiszeripari termékek áremelkedése kiegyenlítette. A további hatást ma még nehéz megítélni, mivel annak hatálya sem világos: eredetileg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

lenyomásának az árcsökkentő hatása. Az éves árindex tehát nem csökken, hanem emelkedik. Ha viszont az ÁRS akár az év végéig fennmarad, akkor az árak visszapattanása pont a választások előtt történik meg.

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

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

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



4.4. Kitekintés 2026-28-ra

Az elmúlt évtizedek gazdaságtörténeti evidenciái bizonyítják, hogy a magyar gazdaság különösen érzékeny az inflációs impulzusokra. Az árak „felfelé” ragadósak. Minden hatósági adóemelés rögtön és tartósan beépül az árakba, ezért, ha kivezetésre is kerül, nem áll vissza az eredeti helyzet.

Ennyiben az inflációs várakozások szorosan összefüggenek a fiskális pályával. Ha a költségvetési kiigazítás adóemelésekkel valósul meg, akkor az inflációs nyomás fennmarad. A 2022. évi rekordinflációval kapcsolatban nem vonatkoztathatunk el attól a tényről, hogy a kormány éppen akkor emelte meg jelentősen a kiskereskedelmi különadót, amikor az infláció már markánsan megindult felelé. Miközben az árstopokról nem tudjuk bizonyítani, csak vélelmezni, hogy inkább fűtötte, mint hűtötte az inflációt, a kiskereskedelmi különadó emelésének negatív hatása egyértelmű.

A fentiek miatt a 2026-28 időszakban lassan csökkenő fogyasztói árindexre számítunk, de 2027-re elérheti a 3%-ot.

5. Kamatok, árfolyam

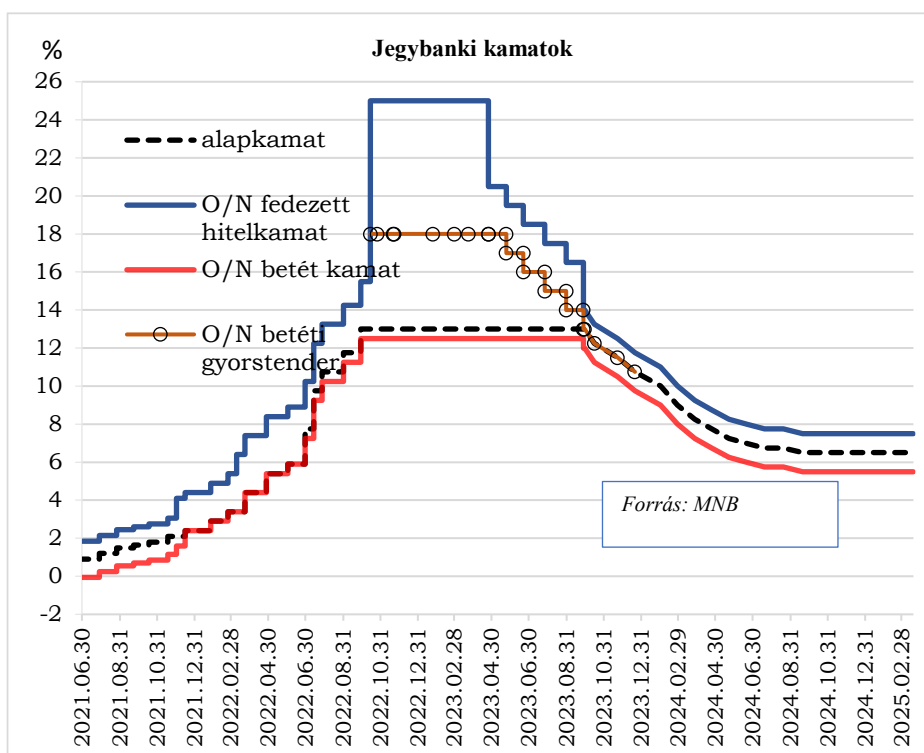
5.1. Jegybanki kamatok

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

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

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

A 2025. évi kilátásokat is ez a két tényező fogja meghatározni. Az árfolyam tendenciák inkább a gyengülés irányába mutatnak, akár jelentős ingadozások mellett, különösen az amerikai vámintézkedések miatt felfordult világ gazdasági körülmények között. Az év első felében bizonyosan a 6,5 százalékos alapkamat maradhat fent, mivel az infláció az első hónapokban magas marad, és az árfolyam gyengülése prognosztizálható. Korábban a második félévben a kamatcsökkentést nem tartottuk kizártnak, 2025 áprilisára azonban ennek az esélye minimálisra csökkent.



5.2. Árfolyam

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

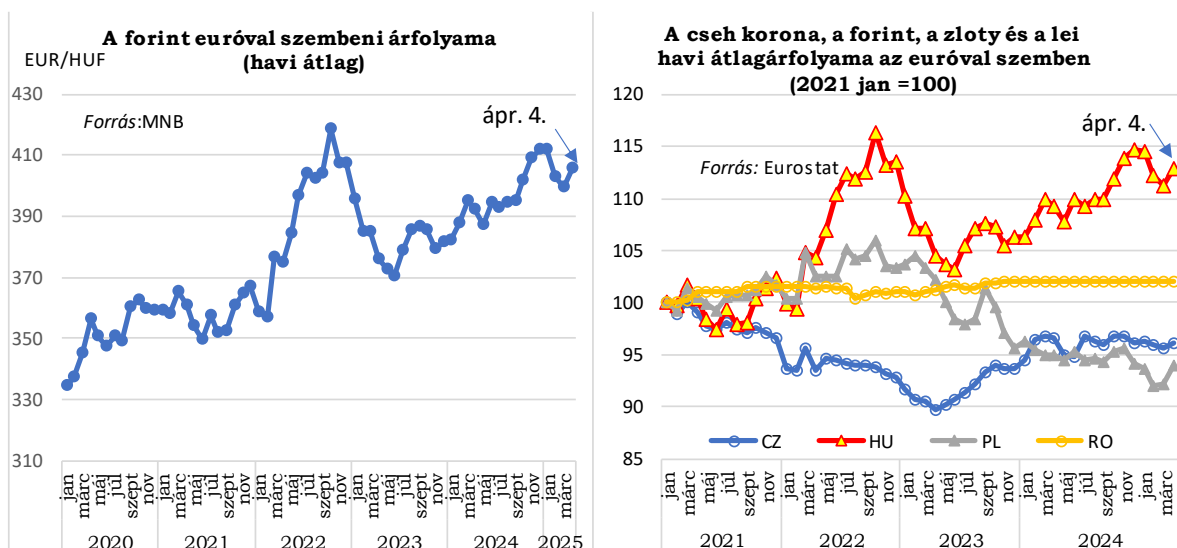
Ezzel szemben 2024 decemberében és 2025 januárjában a forint viharos mértékben gyengült, jócskán 410 forint/euró fölé. Ezt februárban előbb csak enyhe, majd márciusban határozott korrekció követte, a forint havi átlagárfolyama – váratlanul – visszaesett 400 forint/euró alá. Ez meglepő fordulatnak számít,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

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

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

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

Középtávon a forint árfolyamának a gyengülése várható, ahogyan az az elmúlt években is történt. Ebben fontos szerepet játszik az európai támogatások hiánya, ami befékezte a devizabeáramlást, ezzel növelte a magyar gazdaság deviza iránti keresletét.



5.3. Vállalati és lakossági kamatok

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

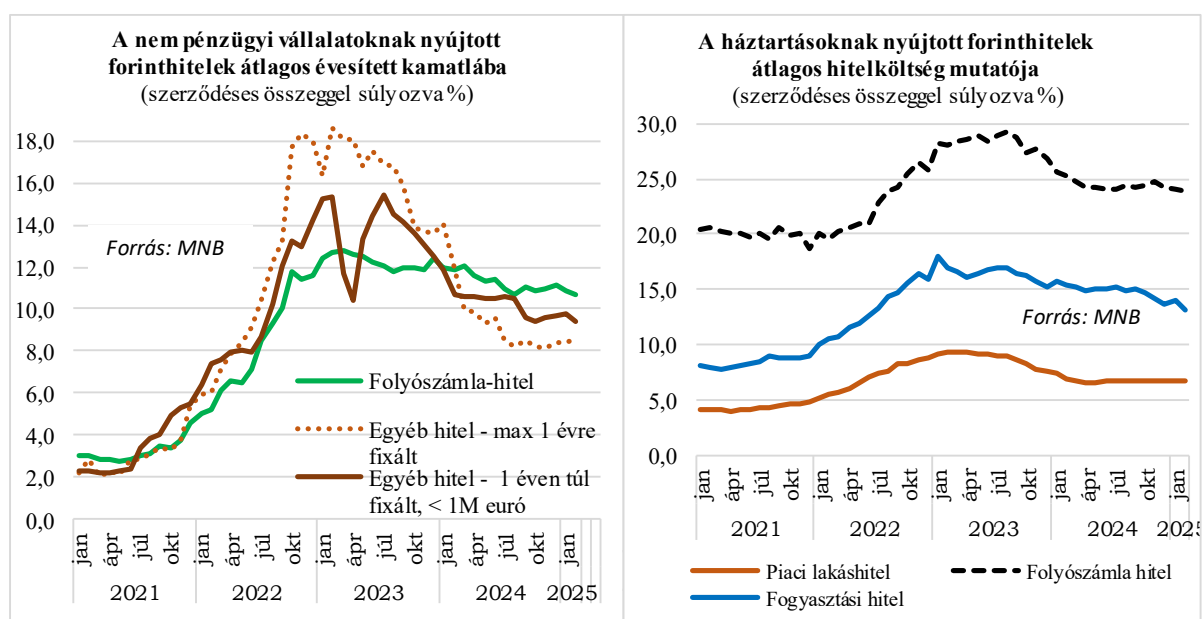
A forgóeszköz-finanszírozás szempontjából lényeges **vállalati folyószámlahitelek** kamata a 2024. első félévi csökkenést követően, az év második fele óta 11% körül stagnál. 2023. október 9-től a bankok önkéntes kamatplafont vezettek be, amelynek értelmében 2024. január 1-től 10% alá kellett volna csökkennie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

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

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

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

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



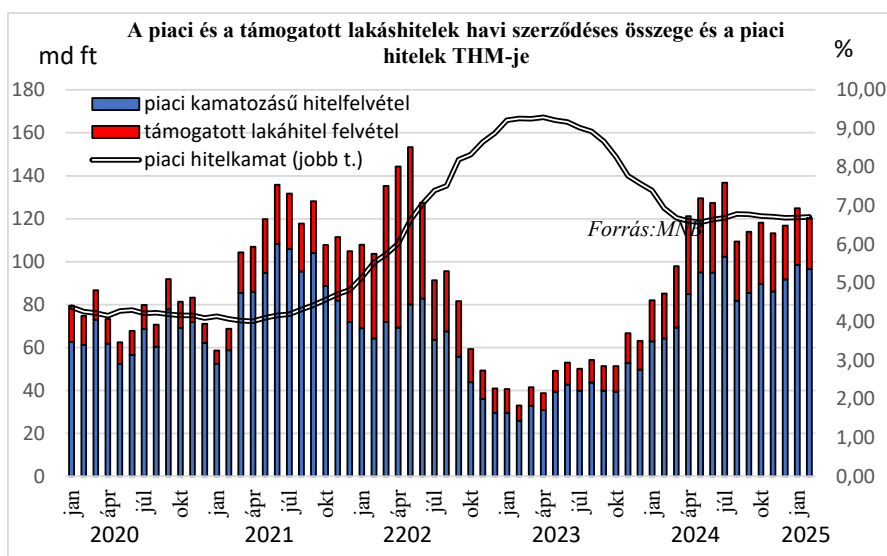
5.3.1. Lakáshitelek

A piaci lakáshitelek átlagos hitelköltség mutatója (THM) 2024-ben a januári 7,4%-ról februárra 6,94%-ra csökkent, és lényegében ezen a 6,7-6,9% közötti sávban ingadozik azóta is. Itt tehát megvalósult a bankok önkéntes korlátozása, miszerint 2023. október 9 után az új lakáshitelek hitelköltségmutatója ne haladja meg a 8,5, 2024. január 1-jétől pedig a 7,3%-ot. Ezzel egyidejűleg csökkent a támogatott lakáshitelek hitelköltsége is, ahol a költségek zömét az állam viseli: a 2023 év eleji 13,23%-ról 2024 decemberére 7,98%-ra, majd 2025 februárban 8,14%-ra emelkedett.

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

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

A lakáshitel kamatok csökkentésétől a kormány a lakásépítések élénkülését és a lakhatási helyzet javítását várja. A 10% körüli kamatok mellett ugyanis a lakosság érdeklődése a lakáshitelek iránt erősen csökkent. A lakáscélú hitelfelvétel 2023-ban érte el a mélypontját: mind a piaci, mind a támogatott hitelfelvétel durván az előző évi felére esett vissza. 2024-ben azonban határozott élénkülés volt tapasztalható: a piaci kamatozású hitelek felvétele az előző évinek több mint a duplájára (468 milliárdról 1.008 milliárd forintra), a támogatott hitelfelvétel pedig a másfélszeresére (126,5 milliárdról 344 milliárd forintra) emelkedett. 2025 első 2 hónapjában a piaci lakáshitelfelvétel összege tovább emelkedett, a támogatott hiteleké enyhén csökkent.



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

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

A további kilátásokat a háztartások rendelkezésre álló jövedelme, a lakossági bizalom, az infláció és a kamatok alakulása fogja meghatározni. A következő években a nominális keresetek további emelkedésére számítunk. Ha az infláció (és a kamatlábak) az előrejelzési horizonton csökkenő tendenciát mutatnak, akkor van esély a lakáshitelek növekedésére. A lakásépítési hajlandóság azonban csak lassan térhet vissza.

Hivatkozások

European Commission (2024): European Economic Forecast – Autumn 2024.
https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/european-economic-forecast-autumn-2024_en

Eurostat Database, Economy and Finance
<https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/data/database>

IMF (2024) World Economic Outlook – 2024 October
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2024/October>

KSH (2025): EDP jelentés. A kormányzati szektor egyenlege 2024. év és 2024. II. negyedév. (2025. április 1.)
<https://www.ksh.hu/gyorstajekoztatok/krm/krm2412.html>

Magyarország Kormánya (2022): Magyarország Konvergencia Programja 2022-26
<https://cdn.kormany.hu/uploads/document/2/23/232/232a01c58973bda360d1071eaa42804fef1cc1fa.pdf>

Magyarország Kormánya (2023): Magyarország Konvergencia Programja 2023-27
<https://kormany.hu/dokumentumtar/magyarorszag-konvergencia-programja-2023-2027>

Magyarország Kormánya (2024): Magyarország Konvergencia Programja 2024-28
<https://cdn.kormany.hu/uploads/sheets/d/d0/d01/d01083d8c20e7821fa71edad692e996.pdf>

Magyarország Kormánya (2025): Magyarország Középtávú Költségvetési-Strukturális Terve https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/db036be5-0631-4471-8228-90907a05332e_hu?filename=national_medium-term_fiscal_structural_plan_hungary_hu.pdf&prefLang=en

MNB (2025): Inflációs jelentés 2025. március
<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/inflacios-jelentes>

OECD (2024): Economic Outlook, Volume 2024 Issue 2 (4. December)
https://www.oecd.org/en/publications/oecd-economic-outlook-volume-2024-issue-2_d8814e8b-en.html

Standard& Poor's (2025): Hungary Outlook Revised To Negative From Stable On Fiscal And External Risks; 'BBB-/A-3' Ratings Affirmed. 2025. április 11.
<https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3352216>