



# Konjunktúrajelentés

A világgazdaság és a magyar gazdaság helyzete  
és kilátásai 2026 tavaszán

**2026/1**

Lezárva: 2026. április 16.

**A jelentést készítették:**

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

**Szerkesztette:**

Nagy Katalin  
Palócz Éva

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

ISSN: 0865-7645

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

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

[www.kopint-tarki.hu](http://www.kopint-tarki.hu)

[info@kopint-tarki.hu](mailto:info@kopint-tarki.hu)

# Tartalom

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Összefoglaló.....</b>  | <b>5</b>  |
| Nemzetközi gazdaság.....  | 5         |
| A magyar gazdaság.....  | 8         |
| <b>    Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa .....</b>            | <b>11</b> |
| <b>I. A világgazdaság.....</b>  | <b>12</b> |
| 1.1. Világkereskedelem .....  | 13        |
| 1.2. Energiahordozók.....   | 16        |
| 1.3. Nem energiahordozó nyersanyagok.....                                       | 17        |
| 1.4. Monetáris politika .....   | 19        |
| 1.5. Az Európai Unió nemzetközi környezete .....                                | 21        |
| 1.6. Az Európai Unió gazdasága .....  | 24        |
| 1.7. Közép-kelet-európai új EU-tagállamok.....                                  | 27        |
| <b>II. Magyar gazdaság.....</b>   | <b>32</b> |
| Bevezetés .....   | 32        |
| 2.1. Makrogazdasági helyzetkép .....  | 33        |
| A GDP összetevőit érintő revíziók hatása a 2023. és 2024. évi adatokra: .....   | 37        |
| 2.2. A GDP és komponensei .....   | 39        |
| 2.3. A GDP termelési oldala.....  | 42        |
| 2.3.1. Ipar .....   | 42        |
| 2.3.2. Építőipar .....  | 44        |
| 2.3.3. Lakásépítés .....  | 45        |
| 2.4. A GDP felhasználási oldala .....   | 46        |
| 2.4.1. A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai .....               | 46        |
| 2.4.2. Beruházások .....  | 48        |
| 2.4.3. Külkereskedelem .....  | 49        |
| 2.5. A fizetési mérleg alakulása 2025-ben.....                                  | 50        |
| 2.6. Foglalkoztatottság, munkanélküliség.....                                   | 52        |
| 2.7. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok .....                           | 53        |
| 2.7.1. Államháztartási folyamatok .....   | 53        |
| 2.7.2. Infláció .....   | 57        |
| 2.7.3. Jegybanki kamatok .....  | 60        |
| 2.7.4. Árfolyam.....  | 61        |
| 2.7.5. Állampapírpiazi hozamok .....  | 62        |
| 2.7.6. Vállalati és lakossági kamatok.....                                      | 63        |
| <b>Gazdasági jelzőszámok 2018-2025-re, előrejelzés 2026-ra és 2027-re .....</b> | <b>66</b> |



## Összefoglaló

### Nemzetközi gazdaság

A **világgazdasági kilátások** meglehetősen borúsak. Az iráni háború, a tartós energiaválság veszélye minden korábbi prognózist felülírt. Az IMF arra hívta fel a figyelmet, hogy a világ ma jóval kevésbé felkészült egy komolyabb gazdasági visszaesés kezelésére, mint a koronavírus-járvány előtt volt. A pandémia és az ukrajnai háború után a legtöbb kormány gazdaságpolitikai mozgástere beszűkült, miközben az államadósság szintje érdemben sehol sem csökkent. A különböző nagyhatalmi feszültségek pedig megnehezítik a válságkezeléshez elengedhetetlen nemzetközi együttműködést. Az energiaválság a már legyőzöttnek hitt inflációt újraélesztheti, ami viszont a monetáris politika újabb szigorodását hozhatja magával. A bizonytalanság, a konfliktusok kimenetelének kiszámíthatatlansága a növekedési előrejelzések lefelé fordulásával jár majd együtt. Az OECD előrejelzése szerint az idén 2,9%-os jövőre 3%-os globális növekedés várható. Ez az előrejelzés azonban azon alapul, hogy az iráni háború gyorsan véget ér, az energiaárak megnyugszanak, a szállítási láncok helyreállnak. Mindennek azonban a jelenlegi információk birtokában egyre csökken az esélye. A védelmi kiadások mindenütt tervezett növelése ugyan hozzájárulhat a globális növekedéshez, de egyben együtt jár majd az egyes országok adósságállományának emelkedésével is, újabb kockázatok jelentve a jövő szempontjából.

Jelenleg a világgazdaságot egyszerre jellemezi a geopolitikai bizonytalanság és az alkalmazkodási kényszer. A **világkereskedelemben** nem a kereslet összeomlása, hanem a szállítási útvonalak, a biztosítási feltételek és a szabályozási környezet romlása okoz sokkot, különösen a Hormuzi-szoros körüli feszültségek miatt, ami megemeli a logisztikai költségeket és visszafogja a kereskedelem bővülését.

A **Brent nyersolaj** árára vonatkozóan jelenleg nehéz, szinte lehetetlen megbízható prognózist adni. A közel-keleti konfliktus eszkalálódása, az Iránnal folytatott háború, a végkifejlet bizonytalanságai, a Hormuzi-szoros lezárása az egekig hajtották fel az árakat. A piacok idegesek, minden változásra nagy kilengésekkel reagálnak, egyre nagyobb a félelem, hogy olajhiány következik be beláthatatlan következményekkel. Ugyanolyan esélye van annak, hogy a konfliktus elülésével csökkennek az árak, mint annak, hogy még jó ideig marad a magas olajár.

Ugyanez jellemző a **gázárakra** is. Az Egyesült Államok és Irán között két hétre megkötött tűzszünet hatására a gázárak meredek zuhanásba kezdtek, az újabb blokádnak viszont felfelé lökte az árakat. Normál esetben a Hormuzi-szoron halad át a világ kőolaj- és LNG-forgalmának mintegy ötöde. A különböző spekulatív szereplők hektikus pozícióváltásai pedig csak fokozzák az európai gázpiac volatilitását. A helyzetet nehezíti, hogy az európai gáztárolók 30%-on vannak, s a Bizottság arra szólította fel a tagállamokat, hogy a szokásosnál korábban kezdjék meg a feltöltést, ami szintén felnyomja az árakat.

A **nem energiahordozó nyersanyagok** piacán szintén a logisztikai és kínálati kockázatok dominálnak: a műtrágya, az ipari fémek és bizonyos élelmiszerek ára nem klasszikus keresleti boom, hanem szűk keresztmetszetek és geopolitikai kockázatok miatt mozdul el kedvezőtlen irányba.

Várhatóan a korábban megindult **monetáris lazítás** a világ vezető jegybankjainál megtorpan. A közel-keleti események minden korábbi forgatókönyvet felülírnak. Az energiaárak emelkedése, az olaj- és gázellátási zavaroktól való félelem, a műtrágya- és

egyedülálló nyersanyagok esetében fellépő szállítási zavarok a Hormuzi-szoros lezárása következtében az árakat közvetlenül és közvetetten is felfelé nyomják. Növekvő inflációs nyomás, romló növekedési kilátások, fokozódó eladósodás feltételei között lavíroznak a jegybankok, amelyek egyelőre inkább kivárnak, és nem kötelezik el magukat semmilyen kamatpálya mellett. A legnagyobb problémát számukra is a bizonytalanság jelenti. A **FED** márciusi kamatdöntésén nem nyúlt kamatokhoz. Kommunikációjában a FED monetáris testülete jelezte, hogy a vártnál erősebb infláció és a munkaerőpiaci adatok befolyásolhatják a következő döntést. Az **EKB** 2025 júniusa óta nem nyúlt a kamatokhoz, s nem kötelezte el magát semmilyen kamatpálya mellett. A legközelebbi kamatdöntés áprilisban várható, de most már vannak olyan hangok, amelyek szigorításra utalnak, különösen, ha az energiaárak drágulása tartósnak bizonyul, s hatással lesz a középtávú inflációs várakozásokra és a bérek alakulására.

Az **euro** márciusban valamelyest gyengült, majd április elején ismét erősödött, jelenleg 1,16-1,17 EUR/USD az árfolyam. A nemzetközi események és különösen az energiaár alakulása jelentősen mozgatják az árfolyamot. Az EKB és a FED kamatdöntései is jelentősen befolyásolják az árfolyam alakulását, a piacok most főleg az EKB döntésére várnak. A várakozások szerint marad a viszonylag erős euró, s a hektikus mozgások sem kizártak.

Az **Európai Unió nemzetközi környezete** szokás szerint vegyes képet mutat. Az ideiglenesre vonatkozó növekedési kilátásokat az iráni háború és az energiaválság jelentősen rontotta, a prognózisokat lefelé korrigálták, s mindenütt lassabb növekedés várható tavalyihoz képest. Így az *Egyesült Államok* növekedése is lassabb lesz az idén, mint tavaly, sőt az OECD előrejelzése szerint jövőre 2% alá, 1,7%-ra mérséklődik. Sok jel arra, mutat, hogy a tavaly elindított kereskedelmi protekcionizmus elsősorban az amerikai gazdaságra hat negatívan vissza. *Japánban* a tavaly megindult élénkülés alábbhagyott. Az idén az export alig bővül, a beruházásokat elsősorban a belső kereslet fűti. Az infláció is mérséklődni kezdett, ezt a folyamatot azonban az energiaválság megtörte, ami továbbra is monetáris szigorítást indokol. Így *Japánban* mind az idén, mind jövőre – a tavalyinál lassabb – 1% alatti növekedés várható. Az *Egyesült Királyságban* továbbra is a lanyha növekedés jellemző, és a prognózisidőszakban sem lehet nagyobb élénkülésre számítani. Az expanzív fiskális politika különböző infrastrukturális beruházások elindításával igyekezik pozitív impulzusokat adni a konjunktúrának, azonban csak mérsékelt eredmények tapasztalhatók. A külső környezet rosszabbodása, az energiaválság a brit gazdaságra is fékező hatással van. Így az idén a tavalyinál lassabb, 0,7%-os GDP bővülés várható.

2026 **Kínában** egy új, immár a 15. ötéves terv nyitóéve: a növekedés 4,5% körül alakulhat az idén, némi lassulás várható jövőre. A terv egyik legfontosabb üzenete, hogy már nem a gyors, hanem a minőségi, reziliens növekedés a cél. A fő hangsúly a stabilitáson, az ellenállóképességen és a fenntarthatóságon van. Fontos célkitűzés a technológiai önellátás elérése, a nyugati technológiától való függőség felszámolása a félvezetők, a mesterséges intelligencia térnyeréséhez kapcsolódó ágazatok, a kvantumtechnológia és az ún. zöld ipar területén. Kína a jövőben nemcsak gyártó, hanem technológiai versenytárs és szabványalkotó kíván lenni. A Hormuzi szoros lezárása az energiahordozók árának ugrásszerű emelkedése és energiaellátási gondok mellett a kínai termékek exportja számára is óriási logisztikai kockázatot hordoz.

2025 második felében mérsékelt növekedés volt jellemző az **euróövezetben**, az év egészében az **EU-21** GDP-je 1,4%-kal bővült. Ebben a rendkívül dinamikus ír növekedés mutatók játszottak szerepet, amelyek mögött a gyógyszeripari és technológiai cégek aktivitása húzódott meg. Az idei év kezdetben pozitívabb kilátásait az iráni háború kitörése és az annak következtében fellépő energiasokk jelentősen rontotta. Az ESI indikátor javuló trendje megtört, az év további részében várható trend azon múlik, hogy mennyire sikerül az iráni konfliktus megoldása, mennyire húzódik el válság, meddig akadályozza a Hormuzi-szoros blokkolása az áruszállításokat, milyen hiányjelenségek lépnek fel a piacokon, illetve az olaj- és gázáremelkedések mennyire lesznek tartósak, s mennyire épülnek be az árakba. Ennek következtében a korábbi előrejelzésünket lefelé korrigáltuk: az idei évre az euróövezet GDP-jének növekedését 0,9%-ra jelezzük előre, míg jövőre 1,2%-os bővülést várunk. Az idén az export élénkülése némi lendületet mutathat, mivel az amerikai vámintézkedések már nem jelentenek olyan fékezőerőt, mint tavaly. Ugyanakkor a magánfogyasztás valamelyest lassabb ütemben bővül, mint korábban. A beruházások alakulására az expanzív fiskális intézkedések pozitívan hatnak, a külpiazi környezet bizonytalanságai azonban tompítják ezt a hatást, így nem csoda, hogy összességében a beruházások sokkal lassabban bővülnek az idén, mint tavaly. Az állami fogyasztás változatlanul élénk marad. Az idei évben a különböző infrastrukturális fejlesztések és a védelmi kiadások bővítése miatt a legtöbb országban az államháztartási hiány bővülni fog.

**Németország** gazdasági kilátásait az energiaválság, a közel-keleti konfliktus következményei jelentősen rontották. A tavalyi 0,2%-os mininövekedés után az idei évre sem várható sokkal jobb gazdasági teljesítmény. A vezető német intézetek legfrissebb tavaszi prognózisa az idei évre 0,6%-os és jövőre is csak 0,9%-os növekedést jelez előre, lefelé korrigálva év eleji prognózisukat. Az energiasokk negatív hatásait az expanzív fiskális politika valamelyest kompenzálni tudja, enélkül újra negatív lenne a növekedés. A kiadások főleg a védelmi ipar, a környezetvédelem és az infrastruktúra fejlesztése terén fejtik hatásukat. A feldolgozóipari vállalatok helyzete továbbra sem rózsás, amit az IFO index legutóbbi esése is jól mutat. A bizonytalanság változatlanul visszafogja a magánberuházásokat, és az amerikai vámok, valamint a szállítási szűk keresztmetszetek következtében az export az idén is visszaesik. Mindez most már a munkaerőpiacon is érezteti hatását. A foglalkoztatás visszaesése várható az idén, s jövőre is csak mérsékelt javulás lehetséges.

Ezzel párhuzamosan a **közép-kelet-európai régió** összességében mérsékelt, de differenciált növekedést mutat, ahol Lengyelország és Csehország a belső kereslet és beruházások révén húzza felfelé a teljesítményt, míg Románia és Szlovákia gyengébben szerepel. Bulgáriában az euró bevezetésével kilencre bővült az euróövezethez tartozó közép-kelet-európai országok száma, ugyanakkor azonban régióon belüli strukturális különbségek továbbra is meghatározóak.

## A magyar gazdaság

2025 negyedik negyedévében a **GDP** 0,8%-kal bővült – ahogy az előző negyedévben is – az előző negyedévhez képest viszont csak 0,1%-kal emelkedett – hasonlóan az előző negyedévhez. Az egész év átlagában a GDP növekedési üteme 0,5% volt, vagyis az éves átlagos növekedés lassult 2024-hez képest. A *termelési oldalon* az ipari visszaesés folytatódott, ráadásul a növekedés támaszául szolgáló szolgáltatási ág a korábbinál is visszafogott ütemben bővült az utolsó negyedévben. A mezőgazdaság visszaesése végülis nem volt drámai 2025-ben, az (alacsony bázisról történő és féloldalal) építőipari növekedés pedig gyorsult az év végén. A *felhasználási oldalon* az állóeszköz-felhalmozás csökkenésének üteme minimálisra szelődött, bár a feldolgozóipari beruházások továbbra is zsugorodnak. A GDP-növekedés fő húzóereje, a *magánfogyasztás* gyorsult az év vége felé, habár az ütem még most is aránylag visszafogottnak mondható a jó ütemű reálkereset-emelkedés közepette. A belföldi felhasználás összességében gyorsult a negyedik negyedévben. Eközben viszont a nettó export negatív hozzájárulása a gazdasági növekedéshez jóval erőteljesebbé vált, a korábbinál gyorsabb ütemben csökkenő áruexport és az ezzel egyidejűleg zavartalanul bővülő áruimport együttes hatására.

A negyedik negyedévben a nominális keresetekkel párhuzamosan a nettó reálkereset növekedés üteme gyorsult – habár a 2024-ben látott ütemektől továbbra is jócskán elmaradt. A *magánfogyasztás* növekedési üteme 2,9%-ra gyorsult, de ez még mindig viszonylag szerénynek tűnik a reálkereseti dinamikához képest – sőt az év előrehaladtával már a teljes hozzáférhető jövedelem dinamikájához képest is. A kormányzati szja-könnyítések fogyasztást ösztönző hatása sem a tavalyi utolsó negyedévben, sem pedig (a monstre fegyverpénz-kifizetéssel együtt) az idei első két hónapban nem volt átütő, a jelenleg ismert kiskereskedelmi adatok tanúsága szerint.

De ezzel együtt valószínűsíthető, hogy *a fogyasztási dinamika érezhetően gyorsulni fog az idén*. A külpiazi környezet továbbra sem ösztönzi a vállalati szektort a beruházási aktivitás fokozására, és az iráni háborúnak a termelési láncokra gyakorolt hatása tovább ronthatja a helyzetet. Eközben viszont a jó esetben már az idei év második felében meginduló EU-források bizonyos mértékű pezsgést eredményezhet a belföldi orientációjú ágazatokban, ami a beruházási aktivitásra is kihathat. Ezért jelenleg a *belföldi felhasználás* dinamikájának az erősödését várjuk az idén. Eközben viszont sem a külkereskedelmi statisztika eddig ismert havi adatai, sem pedig a Hormuzi-szorosban kialakult helyzet nem sok jót ígér az exportteljesítmény vonatkozásában, vagyis a külkereskedelem várhatóan 2026-ban is jelentős mértékben lehúzhatja a növekedést. A Kopint-Tárki **2%-os GDP-növekedést** vár az idei évre, negatív kockázatokkal.

Az **ipar** visszaesése a negyedik negyedévben is folytatódott. Az idei első két hónap két hónap adata – 2%-ra mérséklődő csökkenési ütem – legfeljebb csekély javulást vetít előre: az ipari ágak túlnyomó részében továbbra is tart a visszaesés, habár két fontos ágazat, az elektronikai ipar és a villamosgép-ipar (benne az akkumulátorgyártással) egy ideje érdemben növekszik. A nagy autó- és akkumulátor-ipari kapacitások megjelenése egyelőre nem fejtenek ki jól látható élénkítő hatást az ipari teljesítményre. Az egyre feszültebb, immár a termelési láncokat fenyegető geopolitikai konfliktusok árnyékában csupán minimális, az alacsony bázis által támogatott növekedés képzelhető a közeljövőben. A 2025-es évi 3,2%-os csökkenés után az idén az ipari termelés 1-1,5 százalékkal bővízhet – szerencsés esetben.

Az **építőipar** kibocsátása a negyedik negyedévben 5%-ot meghaladó ütemben bővült, de ez a magasépítés erőteljesebb növekedése és a mélyépítés zsugorodásával párosult. Az idei év első két hónapjában viszont már mindkét főcsoportban számottevően csökkent a teljesítmény. A kereslethiány továbbra is fennáll az építőipar legtöbb szegmensében, és immár likviditási problémákkal is párosul. Az iBuild-adatbázis felmérésének eredményéből legfeljebb a lakásépítésben és -felújításban várható bizonyos fokú fellendülés, az Otthon Start és az otthonfelújítási programnak köszönhetően. Ennek nyomán lehetséges, hogy a tavalyi újabb erőteljes csökkenés után az idén az **épített lakások** száma növekedésnek indul. Ugyanakkor az építőipar idei kilátásaival kapcsolatos legfőbb megfontolásunk, hogy az EU-val fennálló kapcsolatok javulása és számos uniós építési projekt beindítása nyomán már az idei év második felében komoly élénkülésre kerülhet sor az építőiparban. Így jelenleg **5%-ot meghaladó építőipari növekedéssel** számolunk 2026-ban.

A 2024-hez képest érdemben lelassult bruttó nominális **kereseti** dinamika és a magasabb infláció miatt a nettó **reálkeresettömeg** növekedési üteme alacsonyabb volt tavaly, mint a megelőző évben. Ezzel együtt a harmadik és negyedik negyedévben reálkereset-emelkedés erősödött, a csökkenő infláció és az adócsökkentő intézkedéseknek a *nettó* keresetekre gyakorolt hatása következtében. A **magánfogyasztás** csak részben követte le ezt az erősödést – a negyedik negyedévben a fogyasztási dinamika 2,9%-ra gyorsult, továbbra is elmaradva a reálkereseti dinamikától, és az év végére már a háztartások teljes hozzáférhető jövedelmének növekedési ütemétől is. Az MNB adatai szerint a háztartások nettó pénzügyi megtakarításainak összege tovább csökkent, a GDP-arányos megtakarítási ráta a 2024-es 6,7%-ról tavaly 4,6%-ra süllyedt.

A nemzetgazdasági **beruházások** a negyedik negyedévben is tovább zsugorodtak, ugyanakkor az esés üteme 1,3%-ra mérséklődött. Az állami beruházások ebben a negyedévben kissé bővültek – nagyon alacsony bázisról – és néhány fontos belpiaci orientációjú ágazatban is növekedést mértek. Ezzel szemben tovább estek a feldolgozóipari beruházások. Az idei évet illetően jelenleg feltesszük, hogy – az eddigi trendeket felülírva – az év második felében lehetővé válik egy sor eddig jegelt uniós projekt elindítása, és *már ebben az évben számottevő fellendülést eredményez*, akár 5%-hoz közelítő éves beruházásnövekedéssel.

A külkereskedelmi mérleg adatai szerint az **áru-külkereskedelem** mérlege az idei év első nyolc hónapjában nagyon ingadozóan javult, ezt követően viszont monoton romlott az előző évihez képest. E romlás az idei első két hónapban is folytatódott, a számottevő cserearány-javulás ellenére. a volumenváltozás adatai lesújtó képet mutatnak. Az exportvolumen dinamikája negyedévről negyedévre romlott tavaly, és idén január-februárban, miközben az import növekedési üteme a tavalyi év közepétől fogva folyamatosan gyorsult. Az exportkilátásokat – a jelenlegi trenden túl – beárnyékolja a világkereskedelemnek a háborúból következő nagyon törékeny állapota.

A **foglalkoztatottak** száma éves összehasonlításban 0,7%-kal csökkent 2025-ben, ám ezen belül a negyedik negyedévben a csökkenés üteme 1%-os, december-februárban pedig már 1,4%-os volt. Az **elsődleges** hazai munkapiacra foglalkoztatottak számának csökkenése még erőteljesebb volt, miközben a közfoglalkoztatotti létszám – és immár a külföldön dolgozók száma is – markánsan emelkedik. Eközben a **munkanélküliségi ráta** stabil maradt az év végéig, de december-februárban 4,9%-ra ugrott fel. Az **idén** a foglalkoztatottak számának csökkenésére számítunk, miközben a munkanélküliség éves átlagban megközelítheti az 5%-ot.

Az **államháztartás hiánya** már az első 3 hónapban elérte az egész évre tervezett deficit 82%-át. Részletes adatok csak januárra, kevésbé részletes adatok februárra állnak rendelkezésre. Ezekből azonban nem olvasható ki a hiánytúllépés tételes oka. A bevételek lényegében a terv szerint alakultak. Akárhogyan is, a költségvetés már a 2025 júniusi elfogadása utáni hónapokban elvesztette az érvényességét, mivel nem reális reálgazdasági feltételezéseken és kiadási terveken alapult. Az új kormány új költségvetést fog készíteni, amelyben át kell tekinteni és alapjaiban átalakítani a kiadások szerkezetét, a felesleges, pazarló kiadásokat ki kell iktatni. Az első háromhavi óriási deficit alapján azonban, még a legészszerűbb gazdálkodás mellett sem látszik esély arra, hogy a 2026-os évet 6%-os államháztartási hiány alatt lehet tartani, sőt ezt meghaladó deficit sem zárható ki. A hitelminősítők eddigi visszafogott reagálása az első háromhavi óriáshiányra azonban biztató, amennyiben a kormány a gazdasági stabilitás helyreállítását megalapozó tervet dolgoz ki.

A **fogyasztói árindex** az első három hónapban mindössze 1,8% volt, ami jócskán elmaradt az elemzői várakozásoktól. Ebben azonban szerepet játszott az elfojtott infláció, az árrésstopok és a védett üzemanyagár. Az árrésstop májusban feltételezésünk szerint megszűnik, ez számításaink szerint 0,5-0,6%-kal emelheti az éves inflációt. Kérdés, hogy hogyan dönt a kormány az üzemanyag hatósági árának a megváltoztatásáról vagy megszüntetéséről. A döntéstől függően ez 0,5-0,8%-kal növelheti az árindexet. A mezőgazdasági és ipari termelői és építőipari árak alakulása visszafogott áremelkedésre utal. Mindent egybevetve, 2026-ra **3,5% körüli** fogyasztói árindexet jelzünk előre.

A MNB Monetáris Tanácsa a 2026 februári ülésén 25 bázisponttal csökkentette a jegybanki **alapkamatot**, 6,25%-ra. Márciusban azonban a ciklus folytatása, az iráni háború miatt kialakult világgazdasági turbulencia matt, megakadt. A továbbra is erős geopolitikai feszültségek, és az ezzel kapcsolatos inflációs bizonytalanság miatt az év első felében nem tartunk valószínűnek további kamatcsökkentést.

A pénzpiac kifejezetten pozitívan fogadta a választás eredményét. A forint **árfolyama** már a választás előtt folyamatosan erősödött, mivel a befektetők beárazták a választás eredményét, majd a választás után ugrásszerűen javult az árfolyam, 370 forint alá. Hasonlóképpen az állampapírpiazi hozamok is valamennyi lejáraton csökkentek. Április közepére a 01 éves állampapír hozama 6,14%-ra esett vissza.

2025-ben a **vállalati és lakossági hitelpiacot** mérsékelt állománybővülés, magas kamatkörnyezet és a támogatott konstrukciók erősödő szerepe jellemezte, miközben a növekedés szerkezete elsősorban likviditási és rövid lejáratú finanszírozási igényekhez kapcsolódott. A lakáshitelpiac élénkülése döntően az Otthon Start Programhoz köthető, amely a támogatott hitelek arányának jelentős növekedése mellett csökkentette az átlagos ügyfélkamatot. 2026 elején a hitelkereslet élénkülése folytatódott, de továbbra is szegmentált maradt: a vállalati beruházási célú hitelezésben nem látszik érdemi fordulat, miközben a lakossági oldalon a fogyasztási hitelek és a támogatott lakáshitelek dominanciája – az Otthon Start Program hatásával együtt – fennmaradt.

## Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa

(éves változás, százalék)

|   |       |      | Tényadatok       |                  |                  |                  |                   | Előrejelzés  |              |              |
|---|-------|------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|
|   | 2024  | 2025 | 2025             |                  |                  |                  | 2026              | 2026         |              | 2027         |
|   |       |      | I. né.           | II. né.          | III. né.         | IV. né.          | I. né.            | 2026<br>jan. | 2026<br>ápr. | 2026<br>ápr. |
| <b>GDP-aggregátumok reálnövekedése</b>              |       |      |                  |                  |                  |                  |                   |              |              |              |
| GDP összesen  | 0,7   | 0,5  | 0,0              | 0,3              | 0,8              | 0,8              |                   | 2,0          | <b>2,0</b>   | <b>2,5</b>   |
| Belföldi felhasználás                               | 0,0   | 2,3  | 2,0              | 1,5              | 2,5              | 3,2              |                   | 2,9          | <b>3,7</b>   | <b>3,2</b>   |
| Magánfogyasztás                                     | 6,4   | 2,9  | 3,3              | 2,1              | 2,9              | 2,9              |                   | 3,4          | <b>3,5</b>   | <b>2,8</b>   |
| Közösségi fogyasztás                                | -6,0  | 3,2  | -3,2             | 6,8              | -0,3             | 8,9              |                   | 0,5          | <b>0,5</b>   | <b>0,5</b>   |
| Bruttó állóeszköz-felhalmozás                       | -8,6  | -2,8 | -4,2             | -4,9             | -2,4             | -0,2             |                   | 2,5          | <b>4,7</b>   | <b>5,5</b>   |
| Bruttó felhalmozás összesen                         | -11,4 | 0,5  | 2,0              | -5,5             | 3,7              | 1,3              |                   | 2,5          | <b>4,7</b>   | <b>5,5</b>   |
| Export  | -0,5  | -1,1 | -0,9             | -1,0             | -0,7             | -1,7             |                   | 1,5          | <b>0,6</b>   | <b>2,1</b>   |
| Import  | -1,4  | 1,2  | 1,0              | 1,2              | 3,7              | 3,1              |                   | 2,6          | <b>2,6</b>   | <b>3,0</b>   |
| <b>Ipari termelés</b>                               | -4,1  | -3,2 | -3,7             | -4,1             | -2,3             | -2,6             | -2,0 <sup>e</sup> | 2,3          | <b>1,3</b>   | <b>3,0</b>   |
| <b>Fogyasztói árindex</b>                           | 3,7   | 4,4  | 5,3              | 4,4              | 4,3              | 3,8              | 1,8               | 3,7          | <b>3,5</b>   | <b>3,7</b>   |
| <b>Foglalkoztatás, jövedelmek</b>                   |       |      |                  |                  |                  |                  |                   |              |              |              |
| Foglalkoztatottak számának növekedése <sup>a</sup>  | 0,0   | -0,7 | 0,0              | -1,0             | -0,6             | -1,0             | -1,4 <sup>f</sup> | 0,1          | <b>-0,7</b>  | <b>0,1</b>   |
| Foglalkoztatási ráta <sup>a</sup>                   | 65,1  | 65,2 | 65,3             | 65,1             | 65,4             | 65,0             | 64,8 <sup>f</sup> | 65,4         | <b>65,3</b>  | <b>66,0</b>  |
| Munkanélküliségi ráta <sup>a</sup>                  | 4,5   | 4,4  | 4,3              | 4,5              | 4,5              | 4,4              | 4,9 <sup>f</sup>  | 4,5          | <b>4,8</b>   | <b>4,5</b>   |
| Termékegységre jutó bérköltség <sup>b</sup>         | 9,3   | 9,7  | 7,0              | 7,0              | 7,2              | 9,7              |                   | 3,0          | <b>4,3</b>   |              |
| Bruttó nominális keresetek <sup>c</sup>             | 13,2  | 9,0  | 9,2              | 9,1              | 9,1              | 8,7              | 26,3 <sup>g</sup> | 9,3          | <b>9,2</b>   | <b>7,0</b>   |
| Nettó reálkeresetek <sup>c</sup>                    | 9,0   | 4,8  | 3,6              | 4,3              | 5,0              | 6,0              | 25,4 <sup>g</sup> | 5,3          | <b>6,0</b>   | <b>3,4</b>   |
| Megtakarítási ráta a GDP %-ában <sup>d</sup>        | 6,7   | 4,6  | 6,2              | 5,3              | 5,0              | 4,6              |                   | 4,6          | <b>4,4</b>   | <b>4,0</b>   |
| <b>Folyó fizetési és tökemérleg</b><br>a GDP %-ában | 2,1   | 2,1  | 1,4 <sup>h</sup> | 2,6 <sup>h</sup> | 2,5 <sup>h</sup> | 2,0 <sup>h</sup> |                   | 1,0          | <b>1,5</b>   | <b>1,0</b>   |
| <b>Államháztartás</b>                               |       |      |                  |                  |                  |                  |                   |              |              |              |
| Államháztartási egyenleg, a GDP %-ában              | -5,1  | -4,7 | -5,9             | 0,4              | -4,7             | -8,3             |                   | -4,8         | <b>-6,0</b>  | <b>-4,8</b>  |
| Bruttó államadósság, a GDP %-ában                   | 73,5  | 74,3 | 75,3             | 76,0             | 75,0             | 74,6             |                   | 75,0         | <b>75,5</b>  | <b>75,0</b>  |
| Rövidtávú hozam (3 hó), időszak vége                | 5,10  | 6,04 | 6,20             | 5,95             | 6,10             | 6,04             | 6,39              | 6,0          | <b>6,5</b>   | <b>6,0</b>   |
| Hosszút. hozam (10 év), időszak vége                | 6,55  | 6,79 | 7,21             | 7,04             | 6,80             | 6,79             | 7,17              | 6,8          | <b>7,3</b>   | <b>6,8</b>   |
| <b>Nemzetközi feltételek</b>                        |       |      |                  |                  |                  |                  |                   |              |              |              |
| Nemzetközi kereskedelem volumene                    |       |      |                  |                  |                  |                  |                   | 2,3          | <b>2,8</b>   | <b>3,8</b>   |
| Brent olajár (\$/hordó, időszaki átlag)             | 80,5  | 69,1 | 75,8             | 68,0             | 69,0             | 63,6             | 80,2              | 63,0         |              |              |
| GDP-változás az eurózónában, %                      | 0,9   | 1,4  | 1,4              | 1,4              | 1,4              | 1,4              |                   | 1,2          | <b>0,9</b>   | <b>1,2</b>   |
| GDP-vált. az új EU-tagországokban, %                | 2,1   | 2,4  |                  |                  |                  | 2,2              |                   | 2,4          | <b>2,6</b>   | <b>2,7</b>   |
| Forint/euró, időszaki átlag                         | 395   | 398  | 405              | 404              | 396              | 386              | 384               | 403          | <b>370</b>   | <b>370</b>   |
| Dollár/euró, időszaki átlag                         | 1,08  | 1,13 | 1,05             | 1,13             | 1,17             | 1,16             | 1,17              | 1,16         | <b>1,16</b>  | <b>1,14</b>  |

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

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

c Az összes munkáltató adatai alapján

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

e Január-február

f December-február

g Január

h MNB által közölt szezonálisan kiigazított adat

## I. A világgazdaság

A világgazdasági kilátások meglehetősen borúsak. Az iráni háború, a tartós energiaválság veszélye minden korábbi prognózist felülírt. Az IMF arra hívta fel a figyelmet, hogy a világ ma jóval kevésbé felkészült egy komolyabb gazdasági visszaesés kezelésére, mint a koronavírus-járvány előtt volt. A pandémia és az ukrajnai háború után a legtöbb kormány gazdaságpolitikai mozgásteret beszűkült, miközben az államadósság szintje érdemben sehol sem csökkent. A különböző nagyhatalmi feszültségek pedig megnehezítik a válságkezeléshez elengedhetetlen nemzetközi együttműködést. Az energiaválság a már legyőzöttnek hitt inflációt újraélesztheti, ami viszont a monetáris politika újabb szigorodását hozhatja magával. A bizonytalanság, a konfliktusok kimenetelének kiszámíthatatlansága a növekedési előrejelzések lefelé fordulásával jár majd együtt. További probléma, hogy a károk egy része megtörtént: így például Katar LNG üzemét iráni dróntámadás érte, az okozott károk helyreállítása akár két-háromévet vehet igénybe. A műtrágyagyártáshoz szükséges alapanyagok egy része a Hormuzi-szoroson keresztül érkezik, mivel ezek nem jöttek a tavaszi vetésekhez szükséges műtrágya nem áll rendelkezésre, ez az élelmiszerárak alakulásában fog lecsapódni. A Katart ért támadások miatt a héliumhiány léphet fel a piacon, ami viszont a chipgyártáshoz nélkülözhetetlen. Így látszik, hogy még egy tartós békekötés esetén is számtalan olyan probléma merül fel, amelyek megoldása időt vesz igénybe. A pénzpiacok volatilitása jelentősen megnőtt, a finanszírozás feltételei szigorodtak, a monetáris lazítás megtorpant. Az amerikai vámok a legfelsőbb bíróság döntése alapján valamelyest csökkentek ugyan különösen Brazília, Kína és India vonatkozásában, azonban az effektív vámtarifák így is jóval magasabbak maradtak, mint 2025 előtt. Az OECD előrejelzése szerint az idén 2,9%-os jövőre 3%-os globális növekedés várható. Ez az előrejelzés azonban azon alapszik, hogy az iráni háború gyorsan véget ér, az energiaárak megnyugszanak, a szállítási láncok helyreállnak. Mindennek azonban a jelenlegi információk birtokában egyre csökken az esélye. A védelmi kiadások mindenütt tervezett növelése ugyan hozzájárulhat a globális növekedéshez, de egyben együtt jár majd az egyes országok adósságállományának emelkedésével is, újabb kockázatok jelentve a jövő szempontjából.

■ 2024 ■ 2025 ■ 2026 ■ 2027

■ 2024 ■ 2025 ■ 2026 ■ 2027

## 1.1. Világkereskedelem

A világkereskedelem elmúlt hetekben tapasztalt alakulása leginkább úgy írható le, mint egy hirtelen sokk, ami a világgazdaság szervezetének egyik fontos ütőerét érte. A helyzet eltér a korábbi években tapasztalt sokkoktól, mert nem a végső kereslet omlott össze, hanem a kereskedelem működési feltételeinek rendkívül gyors romlása zajlott le. A Hormuzi-szoros körüli konfliktus, a szállítási és biztosítási kockázatok megugrása, a konténer- és légi kapacitások részleges kiesése, valamint a geopolitikailag motivált szabályozási szűkítések együttesen olyan környezetet hoznak létre, ahol a kereskedelem alaplogikája – vagyis a specializáció és az összehangolt, ismétlődő tranzitok rendszere – nem szűnik meg, csak jóval drágábban, nagyobb veszteséggel és nagyobb bizonytalansági prémiummal képes csak működni.

A Hormuz-kérdés azért különösen fontos, mert jól példázza, hogy a világkereskedelemben az „ellátásbiztonság” nem kizárólag termelési probléma, hanem legalább ennyire logisztikai és kockázatkezelési kérdés. Az üzleti értelemben vett működőképesség ugyanis már jóval azelőtt elveszhet, hogy egy útvonalat formálisan le is zárnának: ha a szállítási biztosítás elérhetetlenné vagy túl drágává válik, ha geopolitikai okok miatt a kockázat beárazhatatlan lesz, akkor a szoros lényegében használhatatlanná válik. Ilyenkor pedig a hálózat egészében jelentkezik a késés, a torlódás és a kapacitáshiány, majd a felhasználási oldalon nem sokkal ezután az inputhiány.

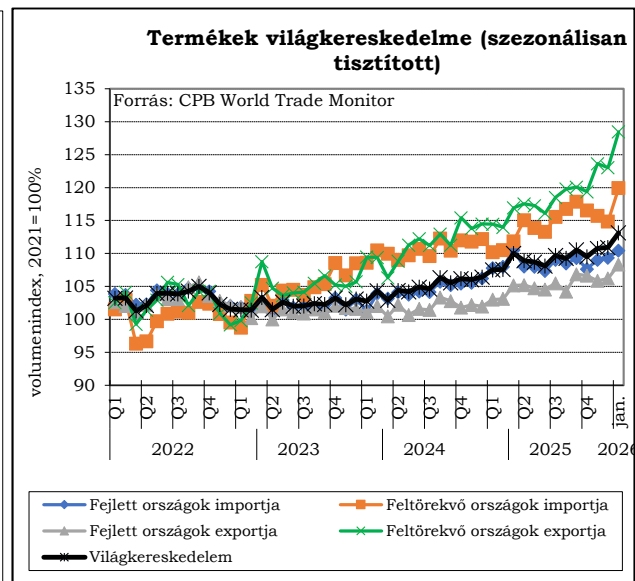
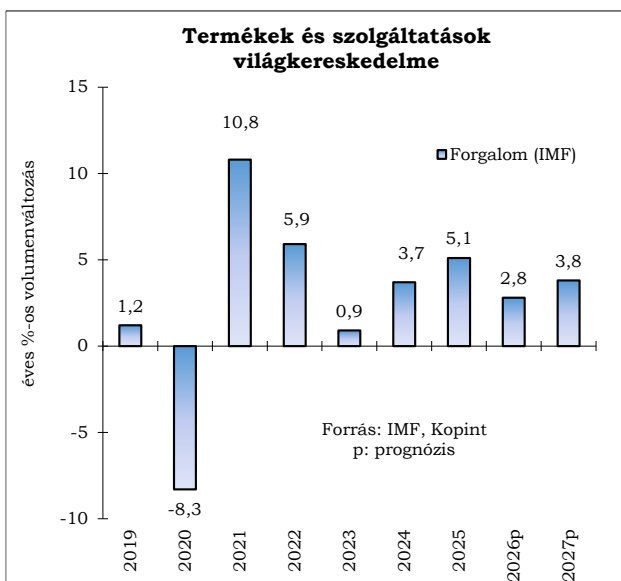
A késések önmagukban biztonsági készletépítést indukálhatnak, ami átmenetileg akár a rendelési volumen felhúzását is okozhatja. A tartós, makroszinten is érezhető gazdasági kár ott kezdődik, amikor a késésből strukturális kapacitáskorlát lesz: ha a fordulódók romlása egyre fokozódó torlódást generál, emiatt a szolgáltatók kapacitást vonnak ki, vagy ha a partnerek olyan mértékben bizonytalanodnak el, hogy a megrendelő egyszerűen nem meri vállalni a tranzakciót. Mindez óriási ársokkot okoz a logisztikai szolgáltatásokban – rendkívüli díjak, a pótdíjak, a konténerek kényszer-kirakása távoli kikötőkben és a költségek átterhelése. Itt a volumenre ható mechanizmus tipikusan nem az, hogy „nincs áru”, hanem az, hogy a kereskedelem tranzakciós költsége és kockázata olyan mértékben emelkedik, hogy a vállalatok egy része elhalasztja, áttereli vagy egyszerűen lemondja az ügyletet.

A Hormuz körüli zavarok egyik nem (feltehetően nem szándékos) következménye, hogy Kína várhatóan Oroszország felé mélyíti az energiapartnerséget, mivel az öbölmenti térségből nem tudja beszerezni a szükséges energiahordozókat. Ráadásul az új növekedési célok teljesítéséhez Kínának egyre több energiára van szüksége. A világ más országaiban a konfliktus jelentős költségemelkedést generál. Az Európai Unió számára is fontos szállítók az arab országok. Bár pontos adat nem érhető el a térség országainak az EU-val való szállítói kapcsolatairól, az tudható, hogy 2022-ben az energiahordozók terén EU-s végső felhasználás 8%-a érkezett az Egyesült Arab Emírségekből és Szaúd-Arábiából. Ez a kitettség időközben az orosz energiahordozókról való leválás miatt jó eséllyel magasabb, amihez a többi országból származó inputokat is hozzá kell számolni, így nem kizárt, hogy a kitettség meghaladja akár a 15%-ot. A volumen szempontjából ez azért kritikus, mert a magasabb költségek egy ponton túl már nem csak átrendezik a kereskedelmet, hanem keresletet is rombolnak, különösen ott, ahol a fogyasztó és a vállalat árérzékeny, illetve ahol a magas energiaár az energiaintenzív termelést fogja vissza.

A Covid, az ukrajnai háború és a Vörös-tenger térségében 2023 óta fennálló kockázatok után a szereplők sokkal gyorsabban váltanak útvonalat, átrakodási helyet és szállítási módot, mint egy évtizeddel ezelőtt. Ez a rugalmasság fontos támasz lehet idén a várható volumen szempontjából, mert a kereskedelem egy része nem vész el, csak „új pályára áll”, és ezzel a rendszer képes tompítani a sokkot. Ugyanakkor ez a tompítás nem ingyen van, mert a hosszabb útvonalak, és a szárazföldi szakaszok bevonása a hatékonyság romlásával jár, ami a kereskedelem növekedési ütemét fékezheti, a környezeti terhelés pedig jelentősen emelkedhet, aminek költségét csak később fogjuk tapasztalni.

A világkereskedelem szempontjából egy másik meghatározó tényező, hogy az Nvidia leállította a Kínába irányuló chipexportot. Rövid távon az ilyen helyzet készletfelhalmozást vált ki, mert az eladók igyekeznek még a szigorítás előtt szállítani. Középtávon azonban a kereskedelem részben helyettesítő csatornába terelődik, részben pedig a termelés és a beszállítói láncok regionalizálódnak, ami a globális árumozgás intenzitását mérsékelheti akkor is, ha a végtermék-fogyasztás nem zuhan.

Ebbe a képbe illeszkedik a WTO körüli feszültség és reformkényszer is. Ha a multilaterális szabályalkotás és vitarendezés tartósan gyengül, akkor a kereskedelem egyre inkább bilaterális alkukra támaszkodik. Ez önmagában is volumen-fékező tényező, mert a vállalatok számára nem a vám mértéke a legnagyobb ellenség, hanem a bizonytalanság: ha nem világos, hogy jövő hónapban ugyanazzal a szabállyal lehet-e exportálni, ugyanazzal a tanúsítvánnyal lehet-e importálni, vagy ugyanaz a beszállító tiltólistára kerül-e, akkor a kereskedelmi tranzakciók egy része még csak a tárgyalási szakaszig sem jut el.



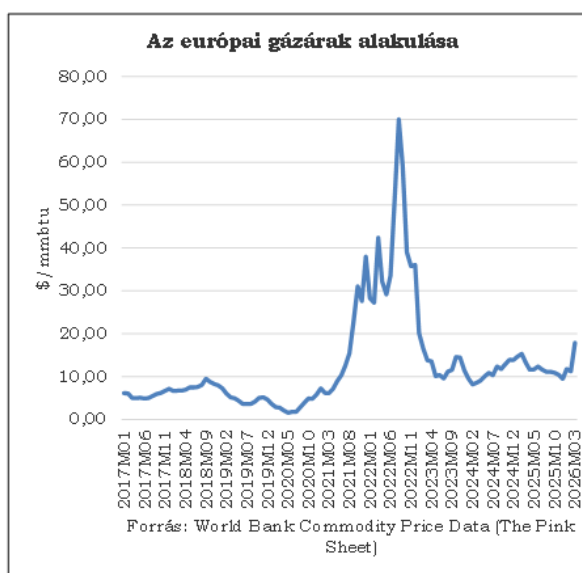
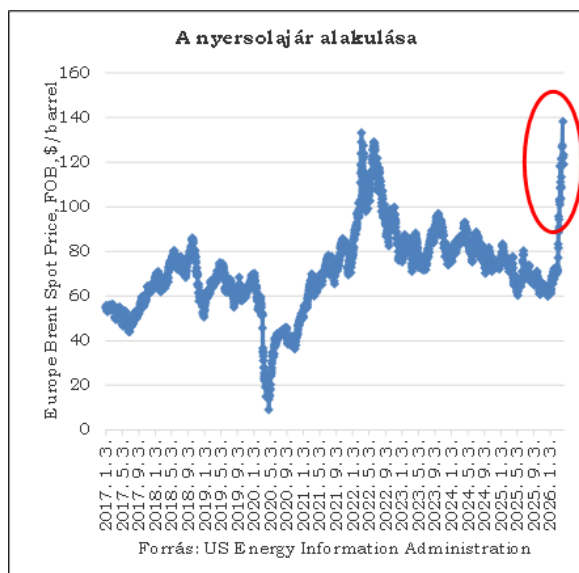
Mindeközben elkezdődött a USMCA háromoldalú felülvizsgálata. A háttérben itt nem csupán a megállapodás technikai módosítása áll, hanem a kínai tartalom, a szabályok szigorítása és az ellátási láncok biztonságának kérdése. Ennek európai megfelelője a „Made in Europe” iparpolitikai irányelv, ami célja szerint kevesebb kitétséget, nagyobb kontrollt, több regionális tartalmat jelent majd. Mindez rövid távon szintén növeli a bizonytalanságot, mert a kereskedelmi szabályok átírása, a felülvizsgálati folyamat és a vámokkal kapcsolatos alkuk eleve visszafogják a beruházási és rendelési hajlandóságot addig, amíg a vállalatok nem látják a végső keretrendszert.

Európa számára a csomag üzenete azért különösen hangsúlyos, mert az energiapiaci sokkokból az EU-ban nagyobb valószínűséggel lesz tartós versenyképességi probléma, mint az USA-ban vagy éppen Kínában. A WTO modellje is arra figyelmeztet, hogy tartósan magas energiaárak mellett az európai exportteljesítmény különösen sérülékeny, az inputköltségek pedig gyorsan emelkednek. Ilyen helyzetben a világkereskedelem idei volumene szempontjából nemcsak az a kérdés, hogy a szállítás mennyibe kerül, hanem az is, hogy az EU képes-e fenntartani a termelési oldalt, amely az exportkínálat és a belső beszállítói láncok alapja. A „Made in Europe” megközelítés kiterjesztése megbízható partnerekre ugyanakkor arra utal, hogy az EU (kontra)szelektív módon igyekszik újraszervezni a függőségeket. Ez a világkereskedelem idei volumenét úgy érintheti, hogy az EU-ban és az EU körüli értékláncokban átmenetileg nő a „súrlódás”, miközben a volumen nem feltétlenül zuhan, inkább a növekedési ütem tompul és a relációk átrendeződnek.

## 1.2. Energiahordozók

A **Brent nyersolaj** árára vonatkozóan jelenleg nehéz, szinte lehetetlen megbízható prognózist adni. A közel-keleti konfliktus eszkalálódása, az Iránnal folytatott háború, a végkifejlet bizonytalanságai, a Hormuzi-szoros lezárása az egekig hajtották fel az árakat. Március végén 120 dollár felett volt a hordónként olajár, április elején a tényleges fizikai piaci árak időnként a 150 dollárt is elérték. A határidős árak április első hetében 109-110 dollár között mozogtak. Április 8-án megjött a fordulat: Trump tűzszünetet javasolt, és a Hormuzi-szoros megnyitását, amitől az olajár zuhanni kezdett, s a határidős árak 94-95 dollárra estek. Ettől kitört a bizakodás a piacon: US Energy Information Administration szerint az olajár az év utolsó negyedére 70 dollár körüli szintre megy vissza, és az év egészében egy 74 dolláros átlag várható. Az orosz előrejelzések már nem ennyire optimisták: szerintük a békemegállapodás felé közeledés hasznos, de az olcsó olaj időszaka lejárt. Ez a helyzet – az olajexportra rászoruló orosz gazdaság számára – nagyon előnyös lenne. A tűzszünet azonban törekeny lábakon áll, s nem sokáig tartott, s először Irán zárta le újra a szobán forgó útvonalat, majd az USA blokkolta az iráni hajók közlekedését. Április 14-én az amerikai blokádnak hírére esni kezdtek az árak, jelenleg 100 dollár alatt mozognak, de hogy ez meddig tart, nem tudni, de az olajhiánytól való félelem újra felnyomhatja az árakat.

Az OPEC legfrissebb jelentése szerint az Irán elleni háború következtében idén márciusban drámaian visszaesett a kőolajtermelés az öböl menti arab exportőröknél. A szervezet össztermelése havi összevetésben 27 százalékkal, napi 28,7 millió hordóról 20,8 millióra zuhant. A legnagyobb visszaesést Irak szenvedte el. Irán kőolajtermelése csak mérsékelten csökkent, de az április eleji béketárgyalás kudarcra után kivetett amerikai blokádnak most már számára is megakadályozza az exportot. Tehát piacok idegesek, minden változásra nagy kilengésekkel reagálnak, egyre nagyobb a félelem, hogy olajhiány következik be beláthatatlan következményekkel. Ugyanolyan esélye van annak, hogy a konfliktus elülésével csökkennek az árak, mint annak, hogy még jó ideig marad a magas olajár.



Az IEA legfrissebb áprilisi jelentése szerint az idén az olajkereslet napi 80 ezer hordóval lesz kevesebb, mint tavaly volt. A 2026 második negyedére előrejelzett napi 1,5 millió hordós csökkenés a Covid-19 miatti üzemanyag-fogyasztás visszaesése óta a legnagyobb mértékű csökkenés lenne. A globális olajkínálat pedig márciusban 10,1 millió hordóval 97 millió

hordóra zuhant, mivel a közel-keleti energiainfrastruktúra elleni folyamatos támadások és a Hormuzi-szoroson átkelő tartályhajók mozgásának folyamatos korlátozása a történelem legnagyobb zavarához vezetett.

Ugyanez jellemző a **gázárakra** is. A Hormuzi-szoros szinte teljes lezárása globális energiaválságot váltott ki, és az egekbe lökte az üzemanyagárakat. Normál esetben ezen a csatornán halad át a világ kőolaj- és LNG-forgalmának (cseppfolyósított földgáz) mintegy ötöde. Az Egyesült Államok és Irán között két hétre megkötött tűzszünet hatására a gázárak meredek zuhanásba kezdtek, a tűzszünet kudarca azonban ismét megbolygatta az árakat. A hedge fundok és más spekulatív szereplők hektikus pozícióváltásai csak fokozzák az európai gázpiac volatilitását. A helyzetet nehezíti, hogy az európai gáztározók 30%-on vannak, a Bizottság arra szólította fel a tagállamokat, hogy a szokásosnál korábban kezdjék meg a feltöltést, ami szintén felnyomja az árakat. Ehhez még hozzájárul a Hormuzi-szoros újabb blokádja, ami újra fellökte az árakat.

### 1.3. Nem energiahordozó nyersanyagok

2026-ban a **nem-energiáhozó nyersanyagok** világpiacát idén egyszerre húzza két, egymással részben ellentétes erő: az egyik oldalon a geopolitikai feszültségek által felerősített kínálati és logisztikai kockázatok, a másikon a keresleti oldal egyenetlensége és a tavalyi készletezési hullám kifulladására. Tavaly a vámháborús környezet készletezési hullámot váltott ki, ami átmenetileg felverte több nyersanyag árát, de mára ez a pánikszerű felhalmozás érezhetően alábbhagyott, miközben a kereslet sok szegmensben lanyhulni kezdett. Ezzel párhuzamosan a Közel-Kelet körüli konfliktus a Hormuzi-szoroson keresztül olyan szűk keresztmetszetté vált, amelynek hatása messze túlterjed az energiahordozókon, és közvetlenül átárazza a műtrágya-, élelmiszer- és több ipari ellátási lánc kockázati prémiumát is. Idén ezért a nyersanyagpiaci áralakulásban sok esetben nem a globális konjunktúra a mértékadó, hanem az, hogy mennyire működőképesek a szállítási útvonalak.

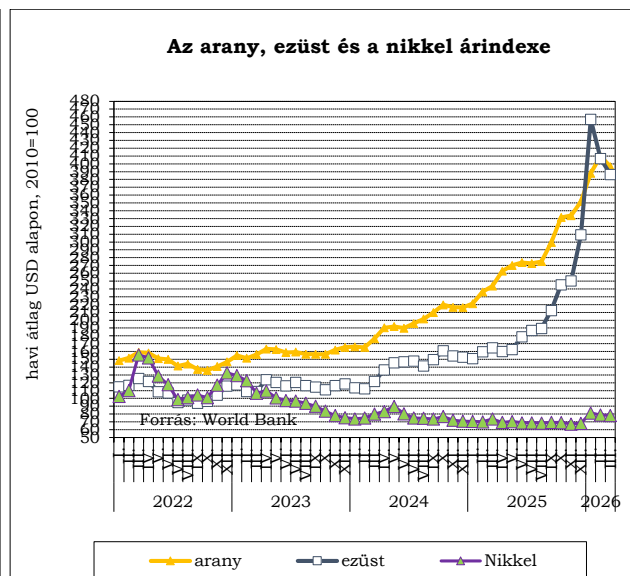
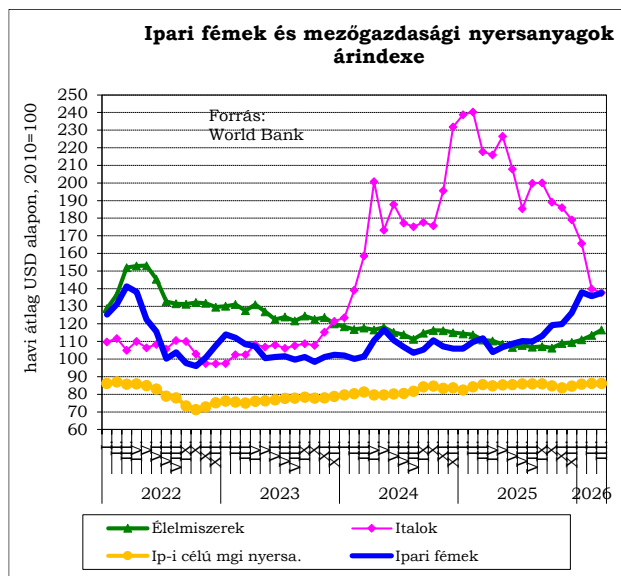
Az *élelmiszerek* piacán a jelenlegi energia- és műtrágyasokk ellenére a nemzetközi élelmiszer opciós árak egyelőre csak mérsékelten mozdultak el felfelé, mivel az elmúlt évben a jó termésátlag, így jelentős gabonakészletek kerültek be a rendszerbe. A világgazdaság ezzel azonban inkább csak időt nyert, és nem az ellenállóképesség jelentős javulásáról van szó, mert az inputár-sokk tipikusan késleltetve, a következő betakarítások és a készletek apadása felől gyűrűzik be a fogyasztói árakba, különösen akkor, ha a műtrágya-ellátás tartósan szűkül. A Hormuzi-szorosnál az is látszik, hogy a kereskedelem nem áll le teljesen, Irán például korlátozott számú, gabonát és agrárárut szállító hajót átengedett.

A *kakaó* jó példája annak, milyen gyorsan fordulhat a hangulat: két év rekorddöntés után az ár meredeken esni kezdett, és ma nagyjából feleannyi, mint egy évvel korábban, részben a kedvezőbb időjárás, részben az olcsóbb inputok és a spekulatív tőke kivonulása miatt. A ghánai helyzet ugyanakkor azt is megmutatja, hogy a magas világpiaci ár sem feltétlenül jelent fenntartható kínálatot, mert az előregedő ültetvények, a gyenge infrastruktúra és a termelői árak adminisztratív változtatása beruházás-visszafogást vagy a csempészet fokozódását vonhatja maga után.

A *műtrágya* idén a teljes nem-energiáhozó nyersanyagkomplexum egyik legfontosabb szűk keresztmetszete. A Közel-Kelet egyszerre nagy termelő és kritikus logisztikai üvegnyak, miközben a Hormuzi-szoros fizikai akadálya olyan típusú sokk, amit a piac nehezen tud gyorsan megkerülni. A szoros az energiahordozók mellett a globális karbamidexport (a műtrágya és egyéb ipari termékek egyik fontos alkotóeleme) nagyjából 35 százalékát engedi

át, és a kénexport (amely a foszfátműtrágyák egyik kulcsinputja) szintén jelentős részben ehhez a folyosóhoz kötődik. A feszültség gyorsan beárazódott: a közel-keleti kitermelésű nyersanyagok ára rövid idő alatt látványosan megugrott. Az időzítés ráadásul rendkívül rossz, hiszen Európában és az északi féltekén épp a tavaszi szezon környékén jelenik meg a zavar, amikor a gazdák vásárolnak és döntenek a felhasznált mennyiségről. A műtrágyapiac kevésbé rugalmas, mint a gabonapiac: nitrogénhez gáz kell, foszfáthoz kén és ásványi inputok, és ezeket nem lehet egyik hónapról a másikra új földrajzi térségekben pótolni, ezért idén a kínálati sokk tartósabb nyomot hagyhat.

Az *ipari fémeknél* idén kettős kép rajzolódik ki: összességében a kereslet szerkezete vegyes, miközben több részpiacot inkább kínálati zavarok és adminisztrációs intézkedések mozgatnak, mintsem klasszikus túlfűtöttség. A globális fémkereslet zömét jelenleg India és Délkelet-Ázsia adja, míg Európára és Amerikára lanyhább kereslet jellemző, Kína pedig inkább szinten tartja vagy enyhén csökkentti igényét, ami idén általános fékezőerő lehet a piacon. Ezzel szemben a réz ára hónapról hónapra rekordokat dönt, ami valószínűleg nem egy keresleti hullám eredménye, hanem ellátási problémákra, sztrájkokra és a vámkockázattól fűtött piaci hangulatra vezethető vissza. A nikkel esetében a kép kissé más: az elektromos autóiipari kereslet szűkülése korábban erősen lejjebb tolt az árakat, de most Indonézia kvóta- és engedélypolitikája feszesebb kínálat irányába mutat, és egyes nagy bányáknál kifejezetten meredek termelési korlátokat szabtak. Az alumínium esetében a közel-keleti zavarok közvetlenebbül csapódnak le: az autógyártók pánikszerűen igyekeznek biztosítani a beszállítást, miközben a régiós termelés és a tengeri fuvarozás akadozása egyszerre szűkíti az elérhető mennyiséget és megemeli a regionális prémiumokat, ami idén a feldolgozóipari költségeken keresztül gyorsabban „fut át” a reálgazdaságba.

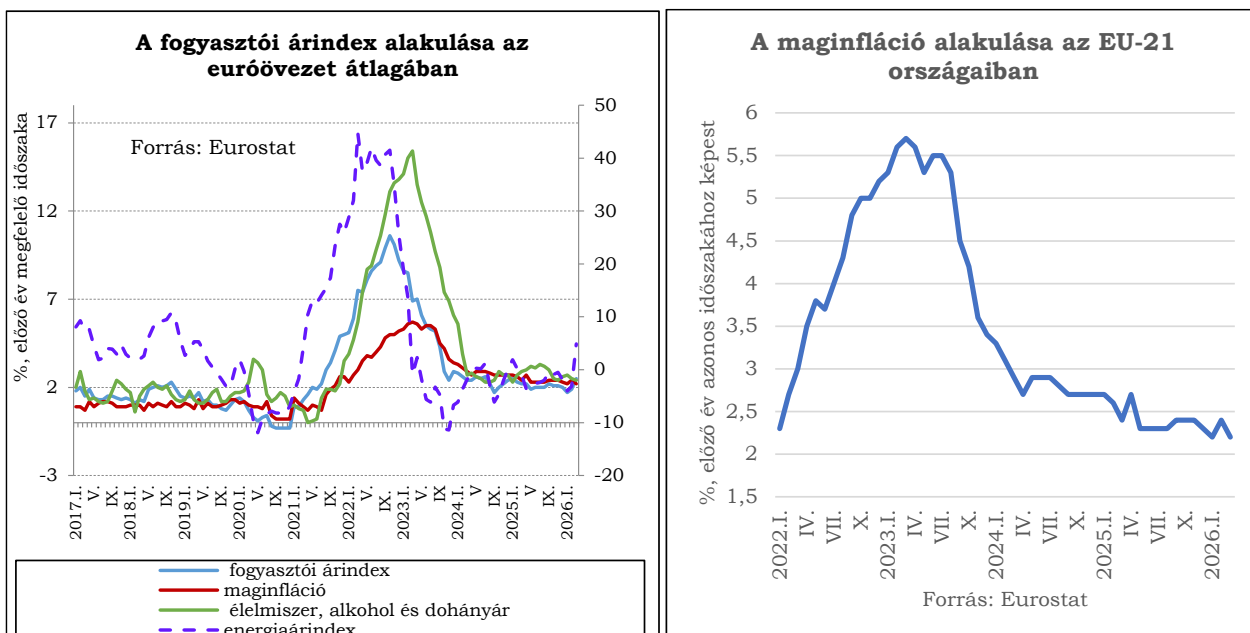


Az *arany* idén egyre inkább olyan eszközzé vált, amelynek árát nem egyetlen stabil fundamentum, hanem egymásra rakódó sokkok mozgatják. A nemesfémek árai 2025-ben erősen emelkedtek, majd 2026 elején a mozgás lassult, végül hirtelen és nagy kilengésekkel korrigált, ami klasszikus spekulatív túlfűtöttségre utal, különösen az ezüst esetében. A geopolitikai stressz időközben erősödött, ami átformálta a befektetők ezüstpiaci stratégiáját, és többen is inkább aranyhoz és dollárhoz menekültek.

## 1.4. Monetáris politika

Várhatóan megtorpan a korábban megindult monetáris lazítás a világ vezető jegybankjainál. A közel-keleti események minden korábbi forgatókönyvet felülírnak. Az energiaárak emelkedése, az olaj- és gázellátási zavaroktól való félelem, a műtrágya- és egyes egyéb nyersanyagok esetében fellépő szállítási zavarok a Hormuzi-szoros lezárása következtében az árakat közvetlenül és közvetetten is felfelé nyomják. Növekvő inflációs nyomás, romló növekedési kilátások, fokozódó eladósodás feltételei között lavíroznak a jegybankok, amelyek egyelőre inkább kivárnak, és nem kötelezik el magukat semmilyen kamatpálya mellett. A legnagyobb problémát számukra is a bizonytalanság jelenti.

Az USA-ban nagyot romlott áprilisban a fogyasztói bizalom, megugrottak az inflációs várakozások, mivel a márciusi inflációs ráta 3,3%-ra ugrott a februári 2,4%-ossal szemben. A maginfláció is emelkedett. Míg az iráni háború előttig egy lassú, de stabil dezinflációt tapasztalhattunk az USA-ban, ezt Trump amerikai elnök idején Iránnal szembeni akciója teljesen felborította. A következő hónapokban tovább gyorsulhat az infláció, mivel az energiaárak mellett a műtrágyaárak emelkedése, a speciális nyersanyagok hiánya miatt felfelé szökő árak a gazdaság egyre nagyobb részébe gyűrűzhetnek be. A **FED** márciusi kamatdöntésén nem nyúlt kamatokhoz, így azok továbbra is a 3,50-3,75%-os sávban mozognak. Kommunikációjában a FED monetáris testülete jelezte, hogy a vártnál erősebb infláció és a munkaerőpiaci adatok befolyásolhatják a következő döntést. Március közepén még megvolt a remény, hogy az iráni konfliktust gyorsan rendezni lehet, és az amerikai növekedési előrejelzések is 2,3%-os GDP bővülést jeleztek előre. Azóta azonban romlott a helyzet, látszik, hogy a konfliktus nehezebben lesz megoldható és súlyosabb gazdasági következményekkel és magasabb inflációval fog járni, s az amerikai növekedés lassúbb lesz a vártnál, mind az idén, mind jövőre, így nehezebb előrejelezni a következő kamatdöntést, de újabb monetáris lazítás nem várható.



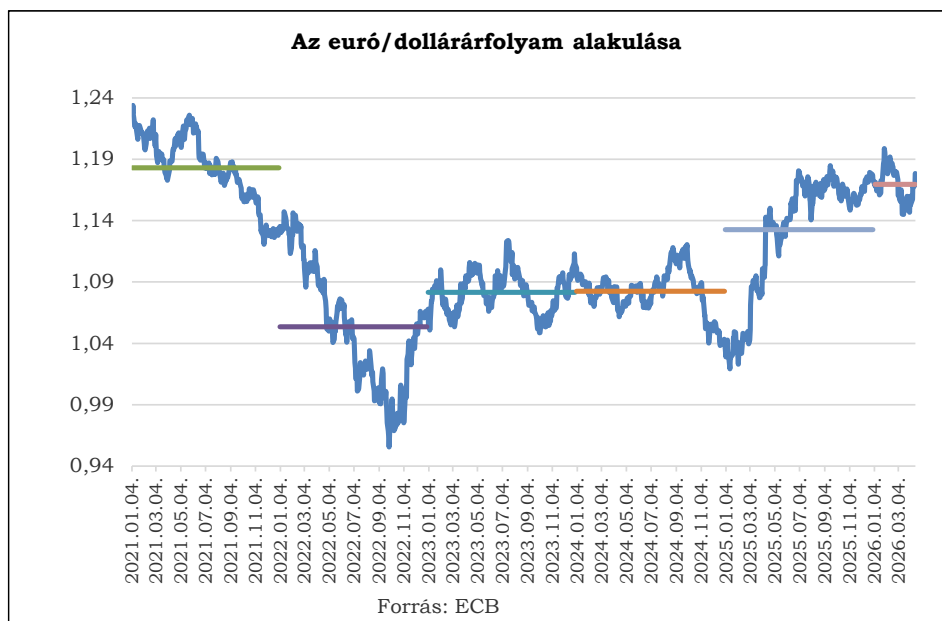
Az **EKB** 2025 júniusa óta nem nyúlt a kamatokhoz, az irányadó kamat jelenleg 2%-on van, s nem kötelezte el magát semmilyen kamatpálya mellett. A legközelebbi kamatdöntés áprilisban várható, de most már vannak olyan hangok, amelyek szigorodásra utalnak, különösen, ha az energiaárak drágulása tartósnak bizonyul, s

hatással lesz a középtávú inflációs várakozásokra és a bérek alakulására. A jelenlegi előrejelzések arra számítanak, hogy apró lépésekben ugyan, de megindul az irányadó kamatok emelése, és több lépésben 2,75%-ra kúszhat vissza 2027-re a kamatláb. Ezzel a reálkamatok csökkenését is ellensúlyozni lehet. A jelenlegi geopolitikai feszültségek és bizonytalanságok közepette az európai bankok nem fognak lazítani a finanszírozási feltételeken, sőt inkább szigorítanak azon.

Március kamatdöntő ülésén a **brit jegybank** is változatlanul hagyta a kamatokat, noha a februári ülésen már a közelgő kamatcsökkentés előszelét jelezték. Jelenleg az infláció 3%-on áll, a közel-keleti konfliktus élesedése, az energia- és egyéb nyersanyagárak emelkedése, az általános politikai bizonytalanság mind óvatosságra készíti a brit jegybankot. Az inflációs várakozások felfelé mutatnak, s a brit jegybank ez év harmadik negyedévére – a magasabb energiaárak közvetlen hatásaként – már 3,5%-os inflációs rátával számol, s többkörös hatásokat vetít előre. A válság hatására a növekedési kilátások is rosszabbodnak.

A **Bank of Japan** márciusi ülésén szintén változatlanul hagyta az irányadó kamatlábat, az most 0,75%-on áll. A döntés a FED hasonló szellemű döntését követően született.

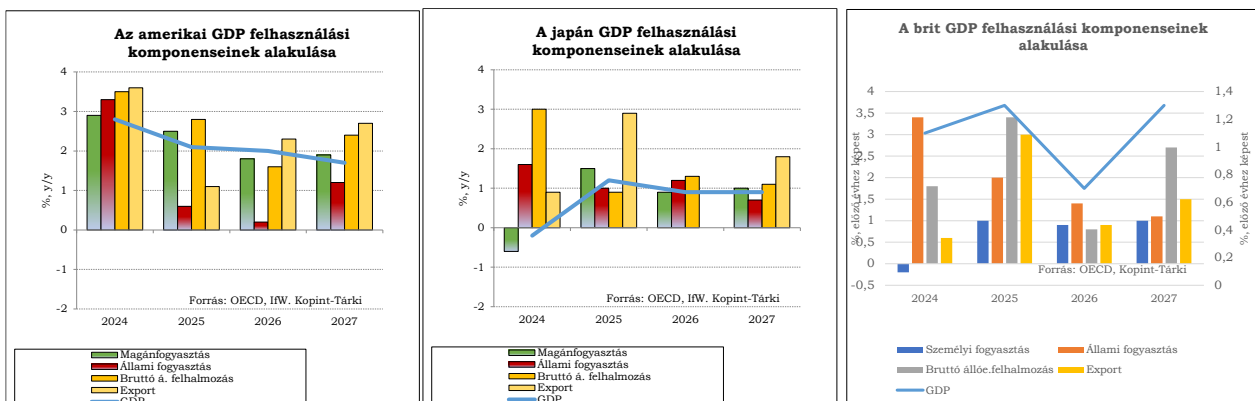
Az **euro** márciusban valamelyest gyengült, majd április elején ismét erősödött, jelenleg 1,16-1,17 EUR/USD az árfolyam. A nemzetközi események és különösen az energiaár alakulása jelentősen mozgatják az árfolyamot. Az USA-ból érkező kedvezőtlen hírek: gyengébb növekedés a várthoz képest, az infláció meredek erősödése márciusban mind gyengítették a dollárt. Az EKB és a FED kamatdöntései is jelentősen befolyásolják az árfolyam alakulását, a piacok most főleg az EKB döntésére várnak. A várakozások szerint marad a viszonylag erős euró, s a hektikus mozgások sem kizártak.



## 1.5. Az Európai Unió nemzetközi környezete

A vámok és az iráni konfliktus hatására az *Egyesült Államok* növekedése is lassúbb lesz az idén, mint tavaly, sőt az OECD előrejelzése szerint jövőre 2% alá, 1,7%-ra mérséklődik. Sok jel arra, mutat, hogy a tavaly elindított kereskedelmi protekcionizmus elsősorban az amerikai gazdaságra hat vissza negatívan. Az iráni konfliktus, a Hormuzi-szoros lezárása további negatív hatásokat jelentenek. Amennyiben a Hormuzi-szoros lezárása még hónapokig eltart az egész világ, így az USA is könnyen recesszióba süllyedhet. Az USA-ban is emelkedik az infláció, a mesterséges intelligencia alkalmazását segítő beruházások valamelyest ösztönzik a növekedést. Az amerikai feldolgozóipari és szolgáltatóipari adatok egyesítésével képzett kompozit BMI értéke 50,3 pontra süllyedt márciusban a februári 51,9 pontról, s a gazdasági teljesítmény növekedése 2023 szeptembere óta nem volt ilyen gyenge, mint az idén. Az idei inflációs előrejelzések 4% feletti áremelkedést jósolnak az USA-ban, ami az amerikai jegybankot is óvatosságra készíti. Az amerikai termelői infláció márciusban 4% lett az előző havi 3,4% után. A termelői maginfláció 3,8% volt az előző havi 3,9%-ot követően. Várhatóan az idén is újabb vámintézkedésekre kerül sor, tehát Trump nem adja fel protekcionista politikáját. A munkaerőpiacról vegyes jelzések érkeznek: a kereslet mérséklődni látszik.

Tavaly évvégén a *japán gazdaság* élénkülést mutatott. Míg a magánfogyasztás – a vásárlóerő csökkenése következtében – alig bővült, addig a beruházások élénkülést mutattak. Az idén az export alig bővül, a beruházásokat elsősorban a belső kereslet fűti. Az infláció mérséklődni kezdett, ezt a folyamatot azonban az energiaválság megtörte, ami továbbra is monetáris szigorítást tesz szükségessé. Összességében mind az idén, mind jövőre – a tavalyinál lassúbb – 1% alatti növekedés várható Japánban.

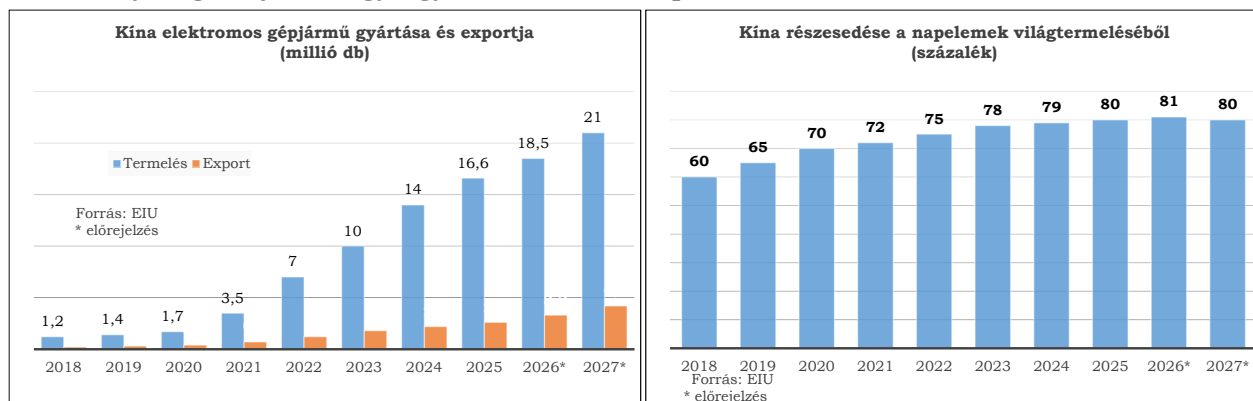


Az *Egyesült Királyságban* továbbra is a lanya növekedés jellemző, és a prognózisidőszakban sem lehet nagyobb élénkülésre számítani. Az expanzív fiskális politika különböző infrastrukturális beruházások elindításával igyekszik pozitív impulzusokat adni a konjunktúrának, azonban csak mérsékelt eredmények tapasztalhatók. A külső környezet rosszabbodása, az energiaválság a brit gazdaságra fékező hatással van. Így az idén a tavalyinál lassúbb, 0,7%-os GDP bővülés várható. Mind a beruházások, mind a személyi fogyasztás csak nagyon mérsékeltén nő.

## A kínai gazdaság

Bár a hivatalos kínai gazdasági növekedési előirányzat erre az évre 4,5-5,0 százalék a nemzetközi szervezetek előrejelzései ennél valamivel óvatosabbak. Az OECD idén március végén megjelent elemzésében szerint a kínai GDP 2026-ban 4,4, 2027-ben 4,3 %-kal fog nőni. Hasonló számokkal találkozhatunk más nemzetközi szervezetek elemzéseiben is. A rövid távú gazdaságpolitikai intézkedések ugyan képesek mérsékelni a lassulást, a hosszabb távú trendeket alapvetően strukturális tényezők határozzák meg. Ez a kettősség – rövid távú stabilitás és középtávú lassulás – a legtöbb nemzetközi intézmény elemzésében közös elemként jelenik meg. Az OECD előrejelzése szerint Kína folyó fizetési mérlege középtávon mérsékelt többletet mutat, amely a GDP mintegy 1,7–1,8%-a körül stabilizálódhat 2026–2027-ben, ami arra utal, hogy a kínai gazdaság továbbra is exportorientált marad, ugyanakkor a korábbi évtizedek jelentős többleteihez képest kiegyensúlyozottabb külső pozíció alakul ki.

Kína gazdasági és társadalmi fejlődésére vonatkozó előirányzatokat a minden év márciusában összeülő ún. „Two Sessions” ülésen határozzák meg. Az idei rendezvények különös jelentőségét az adta meg, hogy 2026 egy új, immár a 15. ötéves terv nyitóéve, ezért ezúttal hosszabb távú stratégiák ismertetésére is sor került. A terv egyik legfontosabb üzenete, hogy *már nem a gyors, hanem a minőségi, reziliens növekedés a cél*. A fő hangsúly a stabilitáson, az ellenállóképességen és a fenntarthatóságon van. Az eddiginél aktívabb globális beágyazódás a cél, aminek kulcseleme, hogy egyre több hagyományos ipari kapacitást igyekeznek kihelyezni, elsősorban a délkelet-ázsiai térségbe. Ezzel az a céljuk, hogy Kína ne elsősorban exportőr, hanem a regionális termelési rendszerek szervezője legyen. Fontos célkitűzésük a technológiai önellátás elérése, a nyugati technológiától való függőség felszámolása a félvezetők, a mesterséges intelligencia térnyeréséhez kapcsolódó ágazatok, a kvantumtechnológia és az ún. zöld ipar területén. Kína a jövőben nemcsak gyártó, hanem technológiai versenytárs és szabványalkotó kíván lenni. Különös jelentőséggel bír, hogy Kína globális vezető szerepre tör a zöld átmenetben, vagyis a zöld energia, az elektromobilitás és a megújuló infrastruktúra területén. Az utóbbi évek eredményei igazolják, hogy egyáltalán nem alaptalan ez a célkitűzés.



A 2026-os „Two Sessions” alapján Kína globális gazdasági stratégiája jelentős hatással van az EU és különösen a középkelet európai régió gazdasági szerkezetére. A régió számára a kínai jelenlét egyszerre jelent lehetőséget az ipari fejlődésre és kockázatot a technológiai függőség szempontjából. A jövő kulcskérdése, hogy a középkelet európai országok képesek lesznek-e aktív szereplőként, nem pedig passzív befogadóként részt venni ebben az átalakuló globális gazdasági rendszerben. Fontos kérdés, hogy miként

hatnak a kínai gazdaságra a jelenleg folyamatban lévő háborús konfliktusok. A lényeg, hogy ezek nem azonos mértékben és több csatornán keresztül hatnak Kína energiaellátására, külkereskedelmére, pénzügyi rendszerére és geopolitikai helyzetére.

Az orosz-ukrán háborúnak sokáig inkább kedvező hatásai voltak a kínai gazdaságra. A szankciók miatt Oroszországból a kínai importőrök a világpiacinál jóval olcsóbban tudtak nyersanyagokat és energiahordozókat beszerezni, és a nyugati cégek kivonulása következtében óriási méreteket öltött a kínai szolgáltatók és exportőrök előretörése az orosz piacon. Ez különösen a gépjárművek és az elektronikai termékek piacán, valamint a belkereskedelem, a vendéglátás és az idegenforgalmi szolgáltatások terén volt érzékelhető. A nyugati országok részéről azonban egyre több másodlagos szankció érvényesül, ami a kínai bankok finanszírozási hajlandóságát gyengíti és logisztikai zavarok is egyre gyakoribbak. Az iráni konfliktus Kína esetében is nagy kockázat: egyrészt energiaellátási problémákkal fenyeget (Kína kőolajimportjának kb. 13%-a származik Iránból), másrészt hatalmas, több mint 100 milliárd USD értékben vannak beruházásai a légitámadások által veszélyeztetett perzsa infrastruktúrában és energia szektorban. *A Hormuzi-szoros lezárása az energiahordozók árának ugrásszerű emelkedése mellett a kínai termékek exportja számára is óriási logisztikai kockázatot hordoz.*

Venezuelában, s esély van rá, hogy Kubában is a konfliktusok súlyos következménnyel járnak az ottani kínai befektetések helyzetére, s sok milliárd dollárnyi hitel határidőre történő visszafizetése válhat esélytelenné.

A Kína–Tajvan kapcsolat az egyik legérdekesebb paradoxon a világgazdaságban: nagyon erős gazdasági integráció + nagyon magas politikai feszültség egyszerre. A két gazdaság között hatalmas a forgalom: több mint 300 milliárd USD/év. Tajvan számára Kína kulcspiac, exportja 25-30%-a megy Kinába/Hongkongba. Kína számára viszont Tajvan inkább kritikus technológiai beszállító, nem fő értékesítési piac, hiszen Tajvan a világ vezető chipgyártója, s Kína – egyelőre – erősen rá van utalva a tajvani félvezetőkre. A kereskedelem mellett igen jelentősek a működőtőke kapcsolatok is. Több tízezer tajvani cég működik Kínában, s kínai hivatalos statisztikák szerint 1991-2024 között 210 milliárd USD tajvani működőtőke került befektetésre az országban. Bár napjainkban merül fel az „egy Kína doktrína” megvalósításának gondolata, ebben a közvetlenül érintett felek egyike sem érdekelt.

**A kínai gazdaság fontosabb mutatóinak alakulása**

|   | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025* | 2026** | 2027** |
|---|------|------|------|------|-------|--------|--------|
| A GDP növekedése (az előző év %-ában)                           | 8,4  | 3,1  | 5,4  | 5,0  | 5,0   | 4,4    | 4,3    |
| Infláció (a fogyasztói árindex az előző évhez képest, %)        | 0,8  | 1,9  | 0,3  | 0,2  | -0,2  | 1,3    | 1,1    |
| Áru és szolgáltatás export alakulása (az előző évhez képest, %) | 15,7 | -3,8 | 4,1  | 16,8 | 8,6   | 3,4    | 4,5    |
| Áru és szolgáltatás import alakulása (az előző évhez képest, %) | 7,6  | -6,5 | 8,8  | 5,0  | 0,1   | 2,5    | 3,1    |
| A folyó fizetési mérleg egyenlege (a GDP %-ában)                | 3,1  | 2,5  | 1,4  | 2,3  | 1,6   | 1,7    | 1,8    |

\*= becslés, \*\*= előrejelzés

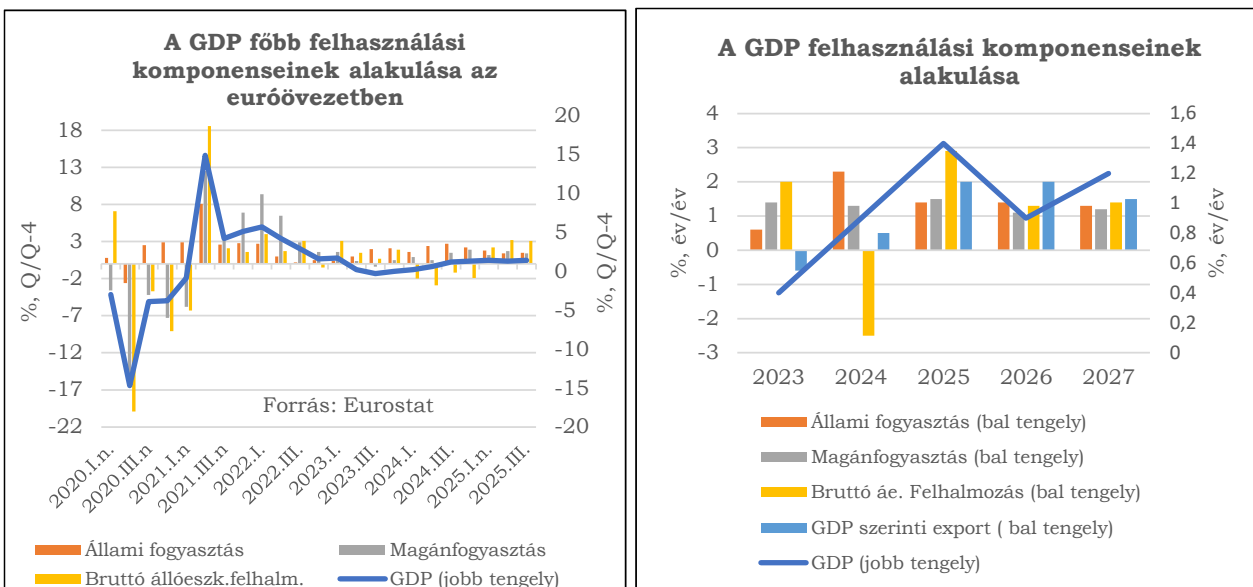
Forrás: OECD Economic Outlook Data Explorer

## 1.6. Az Európai Unió gazdasága

### Az euróövezetben az idén az év elején vártnál alacsonyabb növekedés várható

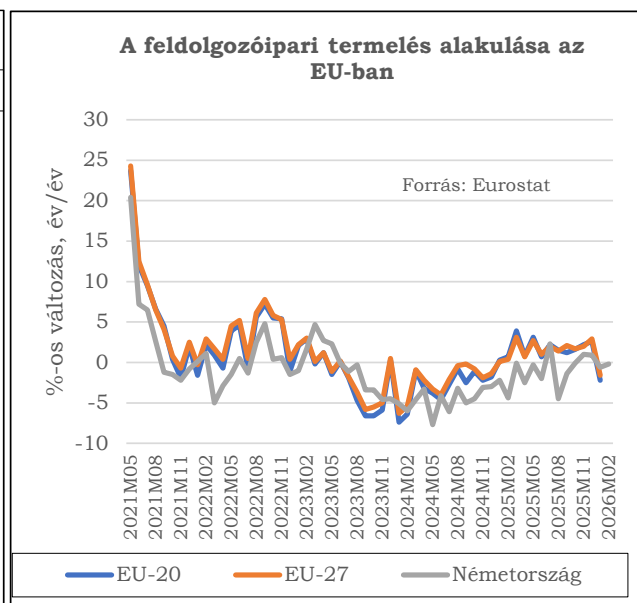
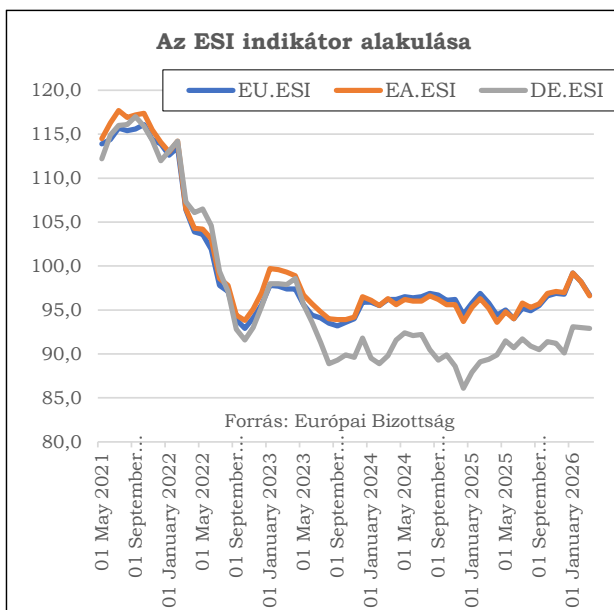
2025 második felében mérsékelt növekedés volt jellemző, az év egészében az EU-21 GDP-je 1,4%-kal bővült. Ebben a rendkívül dinamikus ír növekedés mutatók játszottak szerepet, amelyek mögött a gyógyszeripari és technológiai cégek aktivitása húzódott meg. Ezek a multinacionális cégek az amerikai importvámok hírére előrehozott szállításokkal reagáltak. A 12,3%-os ír GDP bővülés felfelé húzó hatását a csupán 0,2%-os német növekedés erőteljesen csökkentette. Az idei év kezdetben pozitívabb kilátásait az iráni háború kitörése és az annak következtében fellépő energiasokk jelentősen rontotta. Az ESI indikátor javuló trendje megtört, az igazi hatások majd csak az április adatokban mutatkoznak meg. Az év további részében várható trend azon múlik, hogy mennyire sikerül az iráni konfliktus megoldása, mennyire húzódik el válság, meddig akadályozza a Hormuzi-szoros blokkolása az áruszállításokat, milyen hiányjelenségek lépnek fel a piacokon, illetve az olaj- és gázáremelkedések mennyire lesznek tartósak, s mennyire épülnek be az árakba. A felsoroltakból is látszik, hogy nagy a bizonytalanság, s egyelőre nem tudni, hogy egy egyre mélyülő válság felé tartunk-e, vagy csak rövidtávú nehézségekkel nézünk szembe.

Ennek következtében a korábbi előrejelzésünket lefelé korrigáltuk: az idei évre az euróövezet GDP növekedését 0,9%-ra jelezzük előre, míg jövőre 1,2%-os bővülést várunk. Németország nélkül az euróövezet GDP-je az idén 1,2%-kal bővíthat. Így az EU-21 gazdasági teljesítménye nagyban függ attól, hogy a német gazdaság mennyire szedi össze magát. Az idén az export élénkülése némi lendületet mutathat, mivel az amerikai vámintézkedések már nem jelentenek olyan fékezőerőt, mint tavaly. Ugyanakkor a magánfogyasztás valamelyest lassabb ütemben bővül, mint korábban. A beruházások alakulására az expanzív fiskális intézkedések pozitívan hatnak, a külpiazi környezet bizonytalanságai azonban tompítják ezt a hatást, így nem csoda, hogy összességében a beruházások sokkal lassabban bővülnek, mint tavaly. Az állami fogyasztás változatlanul élénk marad.



A jelenleg prognózisokban a lefelé mutató kockázatok dominálnak. A geopolitikai kockázatok fokozódására nagy az esély. A kilátások bizonytalanok, ami fékezi a beruházókat. Az európai-amerikai kapcsolatok rosszabbodása szintén nem kedvez a növekedésnek. Az orosz-ukrán konfliktus megoldása nem látszik, ami mind gazdasági, mind politikai feszültségeket hoz magával. Rövidtávon a legnagyobb kockázatot az energiaválság jelenti, ami termelési fennakadásokat, ellátási zavarokat okozhat. Nemcsak az energiaárak emelkedését, hanem általában az infláció felgyorsulását és a monetáris politika újbóli szigorodását hozhatja magával. Európára megint a tűzoltás jellemző, miközben a versenyképességi és strukturális problémák megoldása csak nagyon lassan halad előre. A jelenlegi helyzetben nemcsak a konjunktúraindikátorok, hanem a feldolgozóipari kibocsátás trendje is lefelé mutat. Míg az év elején még abból indultunk ki, hogy a tavalyi utolsó negyedben megindult élénkülés, ha lassan is de folytatódni fog, az energiaválság és az iráni konfliktus elhúzódása, és beláthatatlan kimenetele ezeket a várakozásokat felülírta. A háború gyors befejeződése egy pozitívabb scenáriót tenne lehetővé, azonban egyelőre nem lehet előre jelezni, hogy bekövetkezik-e egy fordulat.

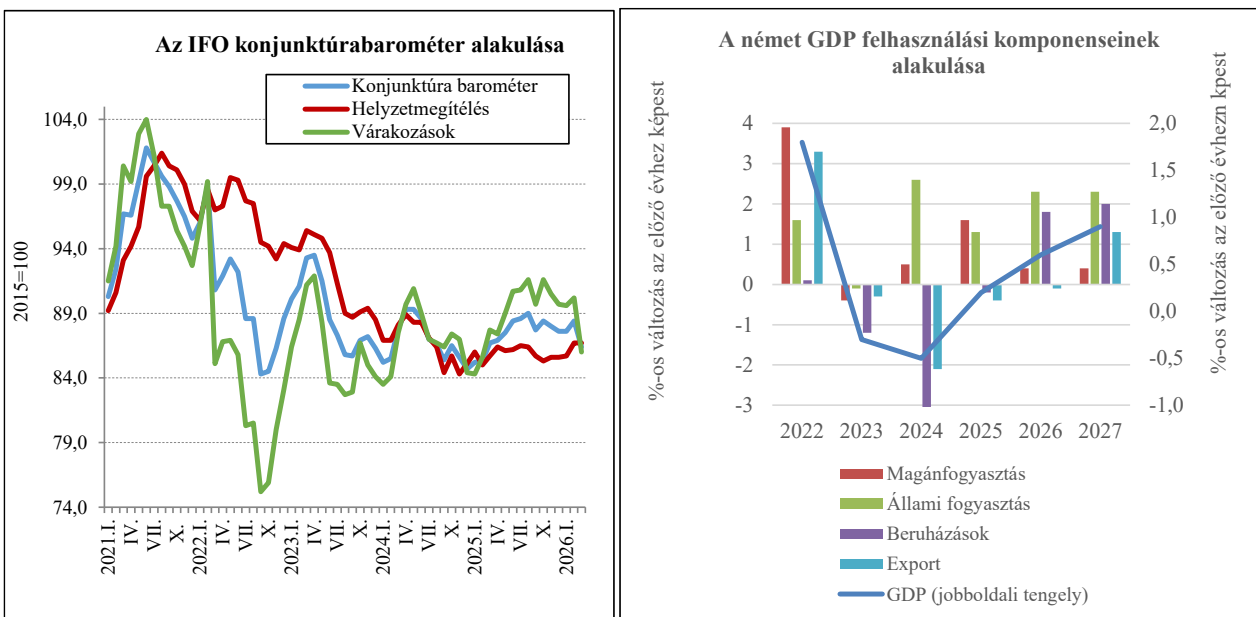
Az idei évben a különböző infrastrukturális fejlesztések és a védelmi kiadások bővítése miatt a legtöbb országban az államháztartási hiány bővülni fog. A “NextGenerationEU” (NGEU) program keretében megvalósított kiadások az idén is a konjunktúra élénkítése irányába hatnak. Ugyanakkor a Helyreállítási Alap – az NGEU egyik fő eleme – az idén lezáródik. Augusztusig az egyes országoknak alapvető mérföldköveket kell teljesíteniük ahhoz, hogy az évvégig még lehívassák a forrásokat. Miután becslések szerint még mintegy az EU GDP-jének 0,6%-a körüli összeg van szabadon, az érintett országok igyekezni fognak ezeket megfelelő projektekkel lefedni. Szó van róla, hogy esetleg 2027 végéig meghosszabbítanák a források felhasználási idejét, vagy a maradvány pénzeket egyéb kohéziós alapokba csoportosítanák át, azonban ennek a kimenetele egyelőre nem világos. Így abból indulhatunk ki, hogy ez a hatás jövőre már mérsékeltebben lesz érezhető.



## Németország

Németország gazdasági kilátásait az energiaválság, a közel-keleti konfliktus következményei jelentősen rontották. A tavalyi 0,2%-os mininövekedés után az idei évre sem várható sokkal élénkebb növekedés. A vezető német intézetek legfrissebb tavaszi prognózisa az idei évre 0,6%-os és jövőre is csak 0,9%-os növekedést jelez előre, lefelé korrigálva év eleji prognózisukat. Becslések szerint az idei energiaválság 2023-ban és 2027-ben is mintegy 3 százalékponttal csökkenti a gazdasági teljesítményt. A legnagyobb kockázatot az Izráel-Irán közötti konfliktus alakulása jelenti. Az energiasokk negatív hatásait az expanzív fiskális politika valamelyest kompenzálni tudja, enélkül újra negatív lenne a növekedés. A kiadások főleg a védelmi ipar, a környezetvédelem és az infrastruktúra fejlesztése terén fejtik hatásukat. A feldolgozóipari vállalatok helyzete azonban továbbra sem rózsás, amit az IFO index legutóbbi esése is jól mutat. A bizonytalanság továbbra is nagyon visszafogja a magánberuházásokat, és az amerikai vámok, valamint a szállítási szűk keresztmetszetek következtében az export az idén is visszaesik. Mindez most már a munkaerőpiacon is érezteti hatását. A foglalkoztatás visszaesése várható az idén, s jövőre is csak mérsékelt javulás lehetséges. Ennek következtében az idén a magánfogyasztás is csak mérsékeltén bővül, az inflációs várakozások erősödése, a foglalkoztatási kilátások körüli bizonytalanság óvatosabbá teszi a fogyasztókat. Az energiasokk következtében megemelkedő költségeket a vállalatok tovább hárítják, így az infláció gyorsulni fog, 2026 második negyedében 2,9%-ra emelkedhet, és éves átlagban is e körül mozoghat. Ez a hatás várhatóan jövőre is megmarad, ami a maginfláció emelkedését is magával hozza. Az inflációs nyomás erősödése következtében a kamatok újra elindulhatnak felfelé, a finanszírozási feltételek rosszabbodása várható. Az expanzív finanszírozási politika következtében az államháztartási deficit a GDP a GDP %-ban a 2025. évi 2,7%-ról az idén 3,7%-ra emelkedik, s 2027-ben 4,2%-ra tovább nő.

A legnagyobb kockázatot az iráni háború alakulása jelenti, a tartós energiaár-sokk és a folyamatos bizonytalanság még lejjebb nyomhatja a német növekedést.



## 1.7. Közép-kelet-európai új EU-tagállamok

Térségünk 2025 utolsó negyedévében 2,2%-kal bővült, ami az elmúlt évek fényében jó eredménynek számít. Tavaly így az új EU tagállamok 2,4%-kal nőttek, ami meghaladja a régi tagállamok átlagát. Január elsejétől az eurózóna újabb taggal bővült és a bolgár levát végérvényesen leváltotta az euró. Bulgária elkötelezett volt az euró bevezetése mellett valószínűleg hamarabb is be tudta volna vezetni, ha a pandémia nem akadályozza meg. *Bulgária* euróbevezetését alapvetően az tette lehetővé, hogy már 1997-től egy IMF által támogatott valutatanács-rendszerben működött, amely a levát előbb a német márkához, majd az euróhoz rögzítette, és ezzel a korábbi bankválságot és hiperinflációs epizódot követően hiteles nominális horgonyt teremtett az infláció letörésére és a makro-stabilizációra. Ennek nyomán a következő évtizedben végrehajtott strukturális reformok és a reálgazdasági alkalmazkodás (különösen az EU-csatlakozás 2007-ben, amely erősítette a kereskedelmi és tőkepiaci integrációt) érdemben támogatta a konvergenciát, bár az ország továbbra is a legszegényebb tagállam. A folyamat intézményi alapja az volt, hogy az ország 2020-ban beléphetett az ERM II-be, ami gyakorlatilag előkészítette a teljes monetáris integrációt. Bár 2022-ben a bolgár infláció az euróvezeti átlag fölé emelkedett, ezt nagyrészt kínálati tényezők (például az orosz energiamportnak való nagyobb kitettség, és az orosz importról való leválás) magyarázták, miközben a valutatanács eleve erősen korlátozta az önálló monetáris reakciót. Fontos politikagazdaságtani tényező volt az is, hogy a valutatanács miatt a monetáris kondíciókat Bulgária de facto Frankfurtból importálta. A pénzügyi integráció mélyülése (banki szabályozási környezet, végső hitelezői háttér, tartalékráta csökkenése) és az ennek nyomán erősödő befektetői bizalom is olyan „kísérő” feltételrendszert teremtett, amely támogatta a zökkenőmentes átállást. Nem meglepő tehát, hogy a bolgár GDP 3%-kal nőtt 2025 utolsó negyedévében és 3,1%-kal 2025 egészében, már előre beárzva az euró bevezetését.

A régiós növekedés az utolsó negyedéven a tagállamokban meglehetősen egyenlőtlenül oszlott el. *Románia* az egyetlen ország, ahol zsugorodott a gazdaság az utolsó negyedévben és az éves növekedés is csupán 0,7% volt. A román magánfogyasztás továbbra is gyenge, mert a fiskális szigorítások jelentősen visszafogták a reáljövedelmek növekedését, és az állami beruházások is lelassultak. Makacsul magas infláció miatt pedig a jegybanknak kevés tere volt a kamatcsökkentésre, így a monetáris politika már hosszabb ideje szigorú. Öröm az ürömben azonban, hogy a fiskális konszolidáció sikeres, a befektetői bizalom lassan visszatér Romániába.

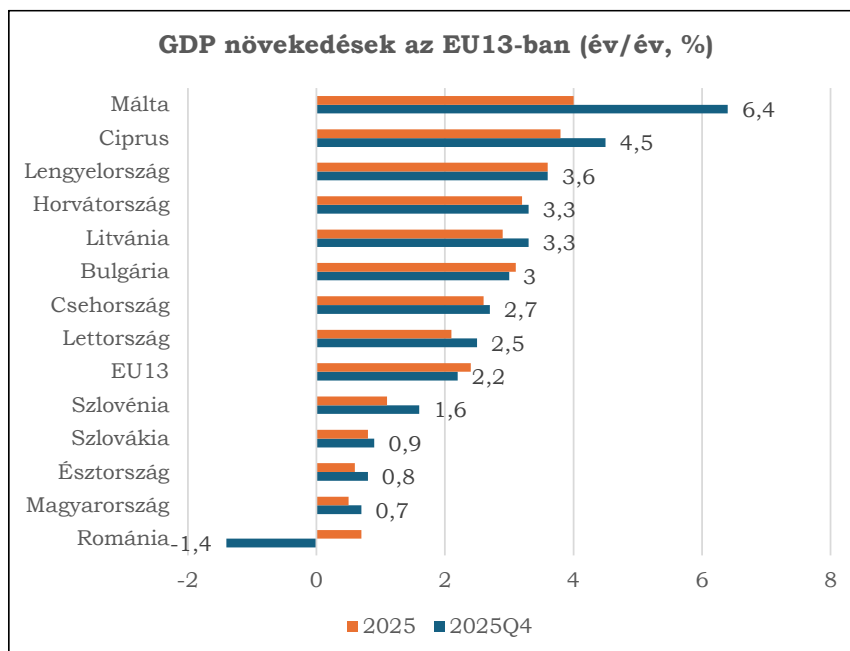
Hasonló a helyzet *Szlovákiában* is, ahol az éves növekedés mindössze 0,8% volt (az utolsó negyedév 0,9%). A magánfogyasztás csak mérsékelten nőtt, amit a konszolidációs intézkedések, a magas bizonytalanság és a 2025-ben év elején bevezetett áfaemelés is fékezett. Közben az exportorientált gazdaságot a gyenge külső kereslet és a lassan magához térő német ipar húzta vissza, így 2025-ben sok év után először a nettó export összességében negatívan járulhat hozzá a növekedéshez (tarifák/kereskedelmi feszültségek hatásával).

Ezzel szemben *Csehország* a 2,6%-os éves növekedéssel 2 év után újra a növekedés útjára lépett. A növekedés fő motorja a háztartási fogyasztás volt, amelyet a kedvező munkaerőpiac, az alacsonyabb infláció és a javuló fogyasztói hangulat is támogatott. Ehhez az is hozzájárult, hogy a régióban Csehország volt az egyetlen, ahol alacsony maradt az infláció: 2025 áprilisában 1,8% körüli adatot érdemes kiemelni, ami a legtöbb

környező ország cél feletti inflációjához képest kedvezőbb reáljövedelmi és bizalmi környezetet teremtett. A defláció és a stabilabb helyzet a monetáris oldalon is segített, mivel 2025 elejére a jegybank 3,25%-ra vitte le a rátát, miközben több régiós jegybanknál a lazítás csak később és szűkebb mozgástérrel jöhetett szóba, ami összességében támogatta a belföldi keresletet.

A beruházási kép a régióban sok helyen gyenge és „vegyes” volt, de Csehországban (Lengyelországgal együtt) az beruházási dinamika inkább javuló, ami plusz támaszt adhatott a fogyasztás mellé. Végül, bár a külső környezet (különösen a német konjunktúra, bizonytalanság) fékezte a külkereskedelmet és a magánberuházásokat, a cseh gazdaság 2025 első felében meglepően erős és ellenálló maradt, amiben feltehetően nagy szerepe van az elmúlt két évben elhalasztott fogyasztásnak és beruházásoknak is.

Lengyelországban a növekedés 3,6% volt, ami a máltai és a ciprusi GDP ráták után a legmagasabb a térségben. A növekedés gerincét a belső kereslet adta: 2025 második negyedévében is a hazai kereslet (magánfogyasztás és beruházás) vitte a lendületet, miközben a GDP 0,8%-kal nőtt negyedéves alapon és 3,4%-kal éves összevetésben. A háztartási fogyasztás továbbra is a legerősebb, a háztartások a megtakarítás helyett inkább fogyasztanak, még lassuló reálbér-növekedés mellett is, ami stabil támaszt ad a belföldi keresletnek, igaz a rontja az ellenállóképességet. Emellett a másik nagy különbség a régió többi tagállamához képest a beruházások ereje volt: az állóeszköz beruházások kifejezetten robusztusak, 2026-ra pedig még dinamikusabbak lehetnek, döntően a Helyreállítási Alap (RRF) hatékony forrásfelhasználása miatt. Mindez azért számított sokat, 2025 első felében a régióban a beruházási teljesítmény sok országban gyenge vagy visszaeső volt, így ahol a fogyasztás mellé erős beruházási láb is társult, ott könnyebben alakult ki átlag feletti növekedés.



## Gazdasági növekedés az Európai Unió tagországaiban

(A GDP százalékos változása az előző évhez viszonyítva)

|                                   | Súly         | 2020        | 2021       | 2022       | 2023        | 2024       | 2025       | 2026*      | 2027*      |
|-----------------------------------|--------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| Németország                       | 23,8         | -4,1        | 3,9        | 1,8        | -0,9        | -0,5       | 0,2        | 0,6        | 0,9        |
| Franciaország                     | 15,8         | -7,4        | 6,9        | 2,7        | 1,4         | 1,2        | 0,8        | 0,9        | 1,0        |
| Olaszország                       | 12,0         | -8,9        | 8,9        | 4,8        | 1,0         | 0,7        | 0,5        | 0,5        | 0,8        |
| Hollandia                         | 6,3          | -3,9        | 6,3        | 5,0        | -0,6        | 1,1        | 1,8        | 1,3        | 1,2        |
| Belgium                           | 3,4          | -4,8        | 6,3        | 4,0        | 1,7         | 1,1        | 1,0        | 0,8        | 1,1        |
| Luxemburg                         | 0,5          | -0,5        | 6,9        | -1,1       | 0,1         | 0,4        | 0,6        | 1,5        | 1,6        |
| Írország                          | 3,4          | 7,2         | 16,3       | 7,5        | -2,5        | 2,6        | 12,3       | -0,7       | 1,3        |
| Görögország                       | 1,3          | -9,2        | 8,7        | 5,5        | 2,1         | 2,1        | 2,1        | 2,1        | 1,9        |
| Spanyolország                     | 9,0          | -10,9       | 6,7        | 6,4        | 2,5         | 3,5        | 2,8        | 2,1        | 1,9        |
| Portugália                        | 1,6          | -8,2        | 5,6        | 7,0        | 3,1         | 2,1        | 1,9        | 2,0        | 1,9        |
| Ausztria                          | 2,7          | -6,3        | 4,9        | 5,3        | -0,8        | -0,7       | 0,6        | 0,9        | 1,3        |
| Finnország                        | 1,5          | -2,5        | 2,7        | 0,8        | -1,3        | 0,4        | 0,2        | 0,9        | 1,2        |
| Észtország                        | 0,2          | -2,9        | 8,3        | -1,2       | -2,7        | -0,1       | 0,6        | 2,1        | 2,4        |
| Szlovákia                         | 0,7          | -2,6        | 5,7        | 0,5        | 2,1         | 1,9        | 0,8        | 1,2        | 1,8        |
| Szlovénia                         | 0,4          | -4,1        | 8,4        | 2,7        | 2,4         | 1,7        | 1,1        | 2,3        | 2,3        |
| Ciprus                            | 0,2          | -3,2        | 11,4       | 8,3        | 3,6         | 3,9        | 3,8        | 5,6        | 5,2        |
| Málta                             | 0,1          | -3,5        | 13,3       | 2,6        | 10,6        | 7,0        | 4,0        | 4,0        | 3,5        |
| Lettország                        | 0,2          | -3,5        | 6,9        | 1,9        | -0,9        | 0,0        | 2,1        | 1,9        | 2,2        |
| Litvánia                          | 0,4          | 0,0         | 6,4        | 2,5        | 0,7         | 3,0        | 2,9        | 2,5        | 2,5        |
| Horvátország                      | 0,5          | -8,3        | 12,6       | 7,3        | 3,8         | 3,8        | 3,2        | 2,5        | 2,5        |
| Bulgária                          | 0,6          | -3,1        | 7,8        | 4,1        | 1,7         | 3,4        | 3,1        | 2,7        | 2,6        |
| <b>Euróóóna</b>                   | <b>84,7</b>  | <b>-6,0</b> | <b>6,4</b> | <b>3,6</b> | <b>0,4</b>  | <b>0,9</b> | <b>1,4</b> | <b>0,9</b> | <b>1,2</b> |
| Dánia                             | 2,2          | -1,8        | 6,5        | 0,4        | 0,6         | 3,5        | 2,9        | 2,6        | 1,9        |
| Svédország                        | 3,2          | -1,9        | 5,2        | 1,3        | -0,2        | 0,9        | 1,5        | 2,2        | 2,0        |
| <b>Magyarország</b>               | <b>1,2</b>   | <b>-4,3</b> | <b>7,2</b> | <b>4,2</b> | <b>-0,8</b> | <b>0,6</b> | <b>0,5</b> | <b>2,0</b> | <b>2,5</b> |
| Csehország                        | 1,8          | -5,3        | 4,0        | 2,8        | 0,0         | 1,3        | 2,6        | 2,3        | 2,5        |
| Lengyelország                     | 4,9          | -2,0        | 6,9        | 5,3        | 0,2         | 3,0        | 3,6        | 3,6        | 3,2        |
| Románia                           | 2,0          | -3,6        | 5,6        | 4,2        | 2,3         | 0,9        | 0,7        | 1,1        | 2,3        |
| <b>EU-14</b>                      | <b>86,7</b>  | <b>-5,7</b> | <b>6,4</b> | <b>3,5</b> | <b>0,4</b>  | <b>0,9</b> | <b>1,4</b> | <b>1,0</b> | <b>1,2</b> |
| <b>Új EU-13</b>                   | <b>13,3</b>  | <b>-3,3</b> | <b>6,7</b> | <b>4,1</b> | <b>0,9</b>  | <b>2,1</b> | <b>2,4</b> | <b>2,6</b> | <b>2,7</b> |
| <b>EU-27</b>                      | <b>100,0</b> | <b>-5,6</b> | <b>6,4</b> | <b>3,5</b> | <b>0,4</b>  | <b>1,1</b> | <b>1,5</b> | <b>1,2</b> | <b>1,4</b> |
| <b><i>Emlékeztető tételek</i></b> |              |             |            |            |             |            |            |            |            |
| USA                               |              | -2,2        | 5,8        | 2,5        | 2,9         | 2,8        | 2,1        | 2,0        | 1,7        |
| Japán                             |              | -4,3        | 2,6        | 0,9        | 1,4         | -0,2       | 1,2        | 0,9        | 0,9        |
| Egyesült Királyság                |              | -11,0       | 8,7        | 4,8        | 0,3         | 1,1        | 1,3        | 0,7        | 1,3        |
| Kína                              |              | 2,0         | 8,4        | 3,1        | 5,4         | 5,0        | 5,0        | 4,4        | 4,3        |
| Oroszország                       |              | -3,0        | 5,6        | -1,2       | 3,6         | 4,1        | 1,0        | 0,6        | 0,8        |
| <b><i>Délkelet-Európa</i></b>     |              |             |            |            |             |            |            |            |            |
| Szerbia                           |              | -0,9        | 6,7        | 2,7        | 3,7         | 4,0        | 2,2        | 3,3        | 4,2        |
| Törökország                       |              | 1,8         | 9,0        | 5,4        | 5,0         | 3,3        | 3,6        | 3,4        | 3,8        |

\* A Kopint-Tárki előrejelzése.

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

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

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

## Az infláció alakulása az Európai Unió tagországaiban

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

|  | Súly         | 2020       | 2021       | 2022        | 2023        | 2024       | 2025*      | 2026*      | 2027*      |
|--|--------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| Németország                            | 24,0         | 0,4        | 3,2        | 8,7         | 6,0         | 2,5        | 2,3        | 2,8        | 3,1        |
| Franciaország                          | 16,0         | 0,5        | 2,1        | 5,9         | 5,7         | 2,3        | 0,9        | 2,1        | 1,9        |
| Olaszország                            | 13,4         | -0,2       | 2,0        | 8,7         | 5,9         | 1,1        | 1,6        | 2,7        | 2,6        |
| Hollandia                              | 5,2          | 1,1        | 2,8        | 11,6        | 4,1         | 3,2        | 3,0        | 2,8        | 2,5        |
| Belgium                                | 3,4          | 0,4        | 3,2        | 10,3        | 2,3         | 4,3        | 3,0        | 3,2        | 2,7        |
| Luxemburg                              | 0,3          | 0,0        | 3,5        | 8,2         | 2,9         | 2,3        | 2,5        | 3,0        | 1,9        |
| Írország                               | 1,6          | -0,5       | 2,4        | 8,1         | 5,2         | 1,3        | 2,1        | 2,6        | 2,2        |
| Görögország                            | 1,7          | -1,3       | 0,6        | 9,3         | 4,2         | 3,0        | 2,9        | 3,2        | 2,6        |
| Spanyolország                          | 9,5          | -0,3       | 3,0        | 8,3         | 3,4         | 2,9        | 2,7        | 2,9        | 2,1        |
| Portugália                             | 1,9          | -0,1       | 0,9        | 8,1         | 5,3         | 2,7        | 2,2        | 2,7        | 2,0        |
| Ausztria                               | 2,6          | 1,4        | 2,8        | 8,6         | 7,7         | 2,9        | 3,6        | 2,5        | 2,2        |
| Finnország                             | 1,4          | 0,4        | 2,1        | 7,2         | 4,3         | 1,0        | 1,8        | 2,5        | 2,3        |
| Észtország                             | 0,2          | -0,6       | 4,5        | 19,4        | 9,1         | 3,7        | 4,8        | 3,4        | 2,6        |
| Szlovákia                              | 0,8          | 2,0        | 2,8        | 12,1        | 11,0        | 3,2        | 4,2        | 3,8        | 2,4        |
| Szlovénia                              | 0,4          | -0,3       | 2,0        | 9,3         | 7,2         | 2,0        | 2,5        | 2,2        | 2,2        |
| Ciprus                                 | 0,2          | -1,1       | 2,3        | 8,1         | 3,9         | 2,3        | 0,8        | 3,7        | 3,3        |
| Málta                                  | 0,1          | 0,8        | 0,7        | 6,1         | 5,6         | 2,4        | 2,4        | 1,9        | 2,0        |
| Lettország                             | 0,3          | 0,1        | 3,2        | 17,2        | 9,1         | 1,3        | 3,8        | 3,0        | 2,3        |
| Litvánia                               | 0,5          | 1,1        | 4,6        | 18,9        | 8,7         | 0,9        | 3,4        | 3,0        | 2,6        |
| Horvátország                           | 0,5          | 0,0        | 2,7        | 10,7        | 8,4         | 4,0        | 4,4        | 3,7        | 3,5        |
| Bulgária                               | 0,7          | 1,2        | 2,8        | 13,0        | 8,6         | 2,6        | 3,5        | 3,9        | 3,0        |
| <b>Eurózóna</b>                        | <b>84,8</b>  | <b>0,3</b> | <b>2,6</b> | <b>8,4</b>  | <b>5,5</b>  | <b>2,4</b> | <b>2,1</b> | <b>2,7</b> | <b>2,5</b> |
| Dánia                                  | 1,8          | 0,3        | 1,9        | 8,6         | 3,4         | 1,3        | 1,8        | 2,8        | 2,3        |
| Svédország                             | 2,8          | 0,7        | 2,7        | 8,1         | 5,9         | 2,0        | 2,6        | 2,3        | 2,1        |
| <b>Magyarország</b>                    | <b>1,1</b>   | <b>3,4</b> | <b>5,2</b> | <b>15,3</b> | <b>17,6</b> | <b>3,7</b> | <b>4,4</b> | <b>3,5</b> | <b>3,7</b> |
| Csehország                             | 1,7          | 3,3        | 3,3        | 14,8        | 12,0        | 2,7        | 2,3        | 2,2        | 2,1        |
| Lengyelország                          | 5,4          | 3,6        | 5,2        | 13,2        | 10,8        | 3,7        | 3,3        | 3,0        | 2,5        |
| Románia                                | 2,4          | 2,3        | 4,1        | 12,0        | 9,7         | 5,8        | 6,8        | 7,2        | 3,2        |
| <b>EU-14</b>                           | <b>85,7</b>  | <b>0,4</b> | <b>2,6</b> | <b>7,8</b>  | <b>5,3</b>  | <b>2,3</b> | <b>2,1</b> | <b>2,7</b> | <b>2,5</b> |
| <b>Új EU-13</b>                        | <b>14,3</b>  | <b>2,7</b> | <b>4,4</b> | <b>13,9</b> | <b>10,8</b> | <b>3,5</b> | <b>3,9</b> | <b>3,8</b> | <b>2,7</b> |
| <b>EU-27</b>                           | <b>100,0</b> | <b>0,7</b> | <b>2,9</b> | <b>9,2</b>  | <b>6,4</b>  | <b>2,6</b> | <b>2,5</b> | <b>2,8</b> | <b>2,5</b> |
| <b>Emlékeztető tételek<sup>a</sup></b> |              |            |            |             |             |            |            |            |            |
| USA                                    |              | 1,4        | 4,7        | 6,6         | 3,8         | 2,6        | 3,4        | 4,0        | 2,6        |
| Japán                                  |              | 0,0        | -0,3       | 2,5         | 3,3         | 2,7        | 3,2        | 2,4        | 1,9        |
| Egyesült Királyság                     |              | 0,8        | 2,6        | 9,1         | 7,3         | 3,7        | 3,4        | 4,0        | 2,6        |
| Kína                                   |              | 2,5        | 0,8        | 1,9         | 0,3         | 0,2        | -0,1       | 1,3        | 1,1        |
| Oroszország <sup>b</sup>               |              | 2,6        | 5,9        | 13,8        | 5,9         | 8,4        | 8,7        | 7,8        | 6,9        |
| <b>Délkelet-Európa</b>                 |              |            |            |             |             |            |            |            |            |
| Szerbia                                |              | 1,7        | 3,6        | 11,7        | 12,0        | 4,8        | 4,0        | 4,1        | 3,7        |
| Törökország                            |              | 12,3       | 17,8       | 72,3        | 53,9        | 58,5       | 34,9       | 27,4       | 19,8       |

a Nem harmonizált árindexek

b December/december

\* A Kopint-Tárki előrejelzése

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

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

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

## Munkanélküliség az Európai Unió tagországában

(a munkanélküliek aránya a teljes 15-74 éves munkaerő százalékában, Eurostat-féle harmonizált ráták)

|   | Súly         | 2020       | 2021       | 2022       | 2023       | 2024       | 2025*      | 2026*      | 2027*      |
|---|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Németország                                   | 19,8         | 3,6        | 3,6        | 3,1        | 3,1        | 3,4        | 3,8        | 3,7        | 3,7        |
| Franciaország                                 | 14,3         | 8,0        | 7,9        | 7,3        | 7,3        | 7,4        | 7,7        | 7,4        | 7,4        |
| Olaszország                                   | 11,6         | 9,3        | 9,5        | 8,1        | 7,7        | 6,5        | 6,1        | 6,0        | 6,1        |
| Hollandia                                     | 4,6          | 4,9        | 4,2        | 3,5        | 3,6        | 3,7        | 3,9        | 3,8        | 3,7        |
| Belgium                                       | 2,5          | 5,8        | 6,3        | 5,6        | 5,5        | 5,7        | 6,2        | 6,2        | 6,0        |
| Luxemburg                                     | 0,2          | 6,8        | 5,3        | 4,6        | 5,2        | 6,4        | 6,5        | 6,8        | 6,4        |
| Írország                                      | 1,3          | 5,9        | 6,2        | 4,5        | 4,3        | 4,3        | 4,7        | 4,8        | 4,5        |
| Görögország                                   | 2,2          | 17,6       | 14,7       | 12,5       | 11,1       | 10,1       | 8,9        | 8,7        | 8,4        |
| Spanyolország                                 | 11,3         | 15,5       | 14,9       | 13,0       | 12,2       | 11,4       | 10,5       | 10,2       | 9,5        |
| Portugália                                    | 2,4          | 7,1        | 6,7        | 6,2        | 6,5        | 6,5        | 6,0        | 5,9        | 5,7        |
| Ausztria                                      | 2,2          | 6,0        | 6,2        | 4,8        | 5,1        | 5,2        | 5,7        | 5,7        | 5,5        |
| Finnország                                    | 1,3          | 7,7        | 7,7        | 6,8        | 7,2        | 8,4        | 9,7        | 10,0       | 9,8        |
| Észtország                                    | 0,3          | 6,9        | 6,2        | 5,6        | 6,4        | 7,6        | 7,5        | 7,1        | 7,0        |
| Szlovákia                                     | 1,3          | 6,7        | 6,8        | 6,1        | 5,8        | 5,3        | 5,4        | 5,7        | 5,7        |
| Szlovénia                                     | 0,5          | 5,0        | 4,8        | 4,0        | 3,7        | 3,7        | 3,9        | 3,5        | 3,5        |
| Ciprus  | 0,2          | 7,6        | 7,2        | 6,3        | 5,8        | 4,9        | 4,4        | 4,5        | 4,3        |
| Málta   | 0,2          | 4,9        | 3,8        | 3,5        | 3,5        | 3,2        | 3,1        | 2,8        | 2,8        |
| Lettország                                    | 0,4          | 8,1        | 7,6        | 6,9        | 6,5        | 6,9        | 6,9        | 6,6        | 6,5        |
| Litvánia                                      | 0,7          | 8,5        | 7,1        | 6,0        | 6,9        | 7,1        | 6,9        | 6,8        | 6,8        |
| Horvátország                                  | 0,8          | 7,4        | 7,5        | 6,8        | 6,1        | 5,0        | 4,9        | 4,5        | 4,6        |
| Bulgária                                      | 1,4          | 6,1        | 5,2        | 4,2        | 4,3        | 4,2        | 3,5        | 3,7        | 3,8        |
| <b>Eurózóna<sup>c</sup></b>                   | <b>78,0</b>  | <b>7,9</b> | <b>7,7</b> | <b>6,7</b> | <b>6,5</b> | <b>6,3</b> | <b>6,3</b> | <b>6,3</b> | <b>6,1</b> |
| Dánia   | 1,5          | 5,6        | 5,1        | 4,5        | 5,1        | 6,2        | 6,4        | 6,1        | 6,0        |
| Svédország                                    | 2,6          | 8,5        | 8,9        | 7,5        | 7,7        | 8,4        | 8,8        | 8,0        | 7,5        |
| <b>Magyarország</b>                           | <b>2,2</b>   | <b>4,1</b> | <b>4,0</b> | <b>3,6</b> | <b>4,1</b> | <b>4,5</b> | <b>4,4</b> | <b>4,8</b> | <b>4,5</b> |
| Csehország                                    | 2,4          | 2,6        | 2,8        | 2,2        | 2,6        | 2,6        | 2,8        | 3,0        | 3,1        |
| Lengyelország                                 | 8,1          | 3,2        | 3,4        | 2,9        | 2,8        | 2,9        | 3,1        | 3,1        | 3,0        |
| Románia                                       | 3,8          | 6,1        | 5,6        | 5,6        | 5,6        | 5,4        | 6,1        | 5,8        | 5,6        |
| <b>EU-14</b>                                  | <b>77,6</b>  | <b>7,9</b> | <b>7,8</b> | <b>6,7</b> | <b>6,6</b> | <b>6,5</b> | <b>6,5</b> | <b>6,3</b> | <b>6,2</b> |
| <b>Új EU-13</b>                               | <b>22,4</b>  | <b>4,4</b> | <b>4,6</b> | <b>4,1</b> | <b>4,1</b> | <b>4,2</b> | <b>4,3</b> | <b>4,3</b> | <b>4,3</b> |
| <b>EU-27</b>                                  | <b>100,0</b> | <b>7,2</b> | <b>7,1</b> | <b>6,2</b> | <b>6,1</b> | <b>5,9</b> | <b>6,0</b> | <b>5,9</b> | <b>5,8</b> |
| <b><i>Emlékeztető tételek<sup>a</sup></i></b> |              |            |            |            |            |            |            |            |            |
| USA   |              | 8,1        | 5,4        | 3,6        | 3,6        | 4,0        | 4,3        | 4,4        | 4,4        |
| Japán   |              | 2,8        | 2,8        | 2,6        | 2,6        | 2,5        | 2,5        | 2,5        | 2,4        |
| Egyesült Királyság                            |              | 4,5        | 4,6        | 3,9        | 4,0        | 4,3        | 4,8        | 5,5        | 5,2        |
| Kína <sup>b</sup>                             |              | 3,6        | 4,0        | 4,2        | 4,2        | 5,2        | 5,0        | 5,0        | 5,0        |
| Oroszország <sup>d</sup>                      |              | 6,0        | 5,9        | 3,9        | 4,5        | 4,9        | 5,9        | 6,5        | 6,2        |
| <b><i>Délkelet-Európa</i></b>                 |              |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Szerbia <sup>e</sup>                          |              | 9,0        | 10,7       | 9,5        | 9,4        | 8,6        | 8,9        | 8,7        | 8,6        |
| Törökország                                   |              | 13,2       | 12,8       | 12,9       | 10,1       | 9,3        | 8,5        | 8,5        | 8,5        |

a nem harmonizált munkanélküliségi ráták

b városi munkanélküliség

c ILO, munkaerő-felmérés

d OECD statisztika, munkanélküliek aránya a 15-64 éves munkaerő százalékában

e Szerb Statisztikai Hivatal, munkanélküliek aránya a 15-64 éves munkaerő százalékában

\* A Kopint-Tárki előrejelzése

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

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

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

## II. Magyar gazdaság

### Bevezetés

Előző konjunktúrajelentésünkben 2026-ra 2%-os növekedést jeleztünk előre, lefelé mutató kockázatokkal. E mögött az a megfontolás állt, hogy a beruházások 3 éve tartó zuhanása megáll, sőt enyhe növekedésbe vált. 2025 végére a beruházások már olyan mélyre süllyedtek, hogy arra lehetett számítani, hogy a zuhanás már elérhette a mélypontját. Ezt támasztotta alá, hogy 2025 folyamán a beruházások csökkenése negyedévről-negyedévre mérséklődött, az utolsó negyedévben már csak 1,3% volt. A háztartások fogyasztásának a 3-3,5%-os bővülésére nagyjából lehetett számítani, különös tekintettel a választások előtti költségvetési osztogatások hatására.

Ez az előrejelzés azonban még a USA által Irán ellen indított katonai támadás előtt született. Az iráni háború drámai következménye a világ energia- és nyersanyag-ellátására, valamint ezen termékek árának gyors emelkedése új helyzetet teremtett. A háború miatti turbulens világgazdasági helyzet jelentősen rontja a magyar gazdaság növekedési kilátásait is, ami a 2%-os előrejelzés 1-1,5%-ra csökkentését indokolta volna.

A kormányváltás azonban új gazdaságpolitikai keretrendszert teremt. Az új feltételrendszernek vannak közép-hosszabb távú növekedés-ösztönző hatásai (a gazdaságirányítás szerkezetének átalakítása, a korrupció kiiktatása, a versenygazdaság körülményeinek a helyreállítása, az erőszakos állami beavatkozás és centralizáció mérséklése stb.) és rövid távú hatásai. Ami az idei évre vonatkozó hatásokat illeti, e téren a legfontosabb tényező az európai uniós támogatások beruházás-ösztönző hatása lehet, amely jelentős szerepet játszhat a lefagyott magyar gazdaság holtpontról való kimozdításában. E téren nagy a bizonytalanság, mivel a támogatás feltételeinek (az ún. szupermércföldköveknek) a teljesítése, a támogatás megítélésének az uniós procedúrája, valamint a projektek előkészítése (közbeszerzés) időt vesz igénybe. Főként az RRF (Újjáépítési és Ellenállóképességi Alap) forrásainak a felhasználása sürgető az idén, mivel ezt a programot 2026 augusztus végéig le kell bonyolítani és 2026 végéig elszámolni. Egyébként az összesen 10 milliárd eurónyi forrás (támogatás és alacsony kamatozású hitel) végképp elvész.

A hírek szerint létezhet olyan kompromisszumos megoldás is, amely a források felhasználását az MFB feltőkésítésével későbbre is lehetne halasztani. Ez pénzügyileg kedvező, ugyanakkor az idei évben nem fejtene ki pozitív hatást a gazdaság teljesítményére. A GDP-t ugyanis csak a ténylegesen elvégzett fejlesztések növelik. Az is kérdés, hogy milyen állapotban van a tervezett projektek előkészítése. Ezért az európai támogatási források felhasználásának növekedést generáló hatásával jórészt az utolsó negyedévben számoltunk. Emellett az sem zárható ki, hogy a magánszektor beruházási hajlandósága is erősödik a kormányváltás hatására, a gazdaságpolitika stabilitásába vetett bizalom javulása révén.

A 2%-os idei növekedési előrejelzésünk tehát lefelé és felfelé mutató kockázatokat egyaránt rejt magában. Amennyiben mégsem sikerül elérni idén az EU-s források felhasználását, és még az iráni háború is súlyosabbra fordul, akkor a növekedés alacsonyabb lehet. Nem zárható ki azonban az új gazdaságpolitika gyorsabb érvényesülésének a kedvező hatása, ami nagyobb növekedési ütemet eredményezhet.

## 2.1. Makrogazdasági helyzetkép

Mire a tavalyi negyedik negyedévre vonatkozó GDP-adatot publikálták, az elemzők már nemigen tápláltak illúziókat az év végi és éves növekedési teljesítményt illetően. Habár a revideált **éves növekedési szám – 0,5%** – valamivel még magasabb is volt, mint az előrejelzők körében tavaly decemberben mért konszenzus, egészében véve a GDP-adat alátámasztotta a borús összképet. Noha a harmadik és negyedik negyedévben egyaránt 0,8%-os volt az éves növekedési ütem, és a GDP szezonálisan kiigazított negyedéves volumene az év nagy részében megközelítette a 2022 második negyedévében mért korábbi csúcst, továbbra sem rajzolódott ki egy egyértelmű emelkedő trend. Mostanra kétségesse vált, hogy a gazdaság az idén rá tud-e állni egy új növekedési pályára.

A *felhasználási oldalon* a növekedés *szerkezete* az év végén sem változott jelentősen. Az elsődleges húzóerő a belföldi felhasználás. Ez azonban még mindig féloldalas, miután a magánfogyasztás érdemi növekedésével szemben a *beruházások* volumene még az év végén is minimálisan csökkent. A **háztartások fogyasztási kiadásának** év/éves dinamikája tavaly lassult a *reálkereset-emelkedés* lefékeződése nyomán, majd az éven belül nem gyorsult konzekvensen együtt a reálkeresetek (és a szektorszámlák szerint a hozzáférhető jövedelem) gyorsulásával. Az utolsó negyedévben a vásárolt fogyasztás és a tényleges magánfogyasztás is közel 2,9%-kal bővült, ami jelentősen elmarad a reálkereset-tömeg egyidejű emelkedésétől. Ebben valamelyest közrejátszhatott a munkapiac fokozatos lazulásából adódó bizonytalanság.

A **bruttó állóeszköz-felhalmozás** az utolsó negyedévben is csökkent, habár a csökkenés üteme már csak jelképes volt (-0,2%), és nem gyakorolt mérhető lehúzó hatást az össznövekedésre, noha nem is támogatta azt. A beruházás-statisztikai adatok szerint a vállalati szektor beruházásai, és ezen belül kiemelten a feldolgozóipari beruházások volumene továbbra is zsugorodik. A külpiazi orientációjú szektorok beruházási hajlandósága továbbra is alacsony, ami nem meglepő – a külgazdasági élénkülés vonatkozásában az összkép a legjobb esetben is vegyes. A *belföldi irányultságú* szektorok többségében (kereskedelem, építőipar, pénzügy) nőttek a beruházások az utolsó negyedévben, de ez – az állami beruházások némi bővülésével együtt – csak az összberuházások visszaesésének majdnem-stagnálásra való lefékezéséhez volt elegendő.

Ezzel együtt a magánfogyasztás számottevő bővülése a dinamikus közösségi fogyasztással és a növekedést ismét felfelé húzó készletekkel együtt – miközben az állóeszköz-felhalmozás már nem gátolta aktívan a növekedést – a teljes **belföldi felhasználás** dinamikája a negyedik negyedévben 3,2%-ra gyorsult. Ez több mint négy éve a leggyorsabb ütem. *Ennek ellenére* a GDP mindössze 0,8%-kal tudott nőni a negyedik negyedévben, mert közben a **nettó export 2021 óta nem látott mértékben húzta le az össznövekedés ütemét**. Az áruexport ugyan az egész évben csökkent, de a negyedik negyedévben a csökkenés üteme 2,6%-ra gyorsult, miközben az áruimport növekedési üteme csak kismértékben lassult, és továbbra is meghaladta a 3%-ot. Az áruexport és -import dinamikája közti negatív olló rekordméretűre nyílt, amit a szolgáltatásexport pillanatnyi növekedésbe fordulása távolról sem tudta ellensúlyozni.

Vagyis miközben a belföldi keresletet illetően jelenleg erősödést látunk – bár e tendencia sem mentes a bizonytalanságoktól – a külgazdasági teljesítmény éppenséggel romlani látszik, ami egy kis nyitott gazdaság esetében a legkevésbé sem biztató fejlemény. Az exportteljesítmény év végi romlása a jelek szerint az EU-ba irányuló exportnak (de nem

kizárólag az euróövezetbe irányuló exportnak) tudható be. Megjegyzendő, hogy az EU-ba, illetőleg az eurózónába irányuló áruimportnál nem figyelhető meg semmilyen negatív fordulat az év végén, ami magyarázhatná ezt a kellemetlen fordulatot.

A *termelési oldalon* a mezőgazdaság visszaesése jelentősen lassult, vagyis éves szinten – a kedvezőtlen időjárás ellenére – végül is csak minimálisan fogta vissza a növekedési ütemet. A második negyedévben a szolgáltatások mellett az építőipar is nőni tudott (jobban mondva azon belül a magasépítés, a nagyon alacsony bázisnak köszönhetően) – és a növekedési ütem gyorsult a negyedik negyedévben. A sokkal jelentősebb ipari tevékenység tovább zsugorodott, az iparstatisztika szerint a belföldi és az exportértékesítés egyaránt csökkent. A nemzetközi keresleti viszonyok továbbra is kedvezőtlenek maradtak, de a belföldi eladások dinamikája még az exportértékesítésnél is vigasztalanabb.

A **szolgáltatások** volumene tovább nőtt, de a némileg gyorsuló fogyasztási kiadások ellenére a szolgáltatások növekedési üteme érdemben (a harmadik negyedévi 2%-ról 1,2%-ra) *lassult* az utolsó negyedévben. A lassulás – kisebb-nagyobb mértékben – kiterjedt a szolgáltatási ágak nagy többségére, pl. a kereskedelemre, a turizmusra, az info-kommunikációs szektorra stb.

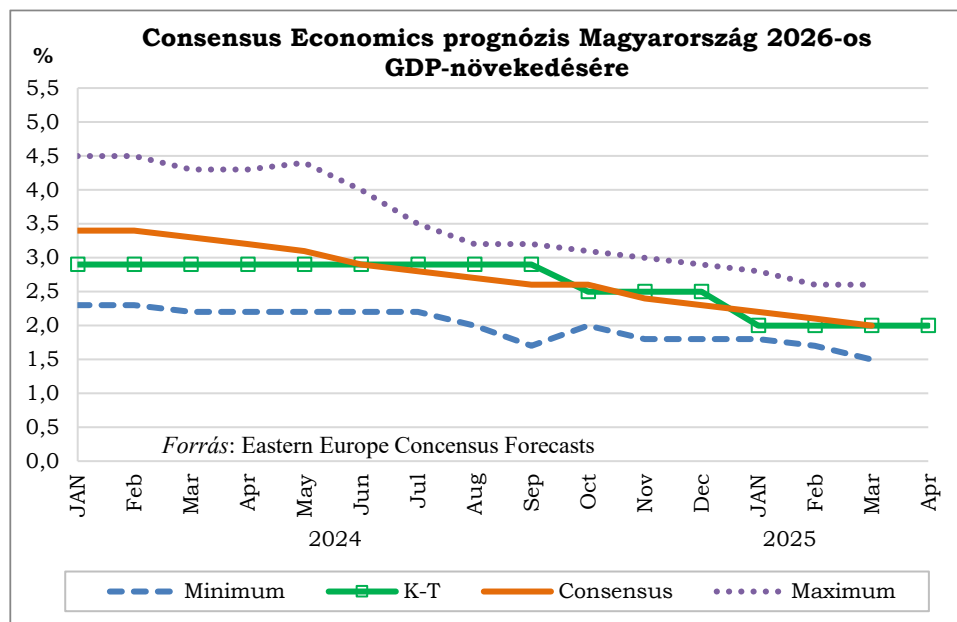
Az **idei évre** vonatkozó kilátásokat illetően az egyik fő tényező a jelenlegi fő növekedési húzóerőt, a *magánfogyasztást* támogató tényezők alakulása és hatásuk mértéke. Egyrészt élénkítő hatású a tavalyinál valamivel erőteljesebb minimálbér-emelés és a tavalyival megegyező mértékű bérminimum-emelés, miközben az idei évre várt infláció alacsonyabb a 2025. évinél. Másrészt drasztikus lökést ad az egész éves kereseti dinamikának a februárban kifizetett *fegyverpénz*, amelynek köszönhetően a januárra elszámolt bruttó keresetemelkedési ütem meghaladta a 26%-ot. Harmadszor, a családi adókedvezmény tavaly évközi és idei növelésének, valamint az adómentességek kiterjesztésének halmozott hatása is a nettó kereseteken keresztül lökést ad az idén a fogyasztásnak. Ez a hatás az első kéthavi kiskereskedelmi adatok alapján egyelőre nem elsőprő, de számottevő lesz, és a **tavalyinál gyorsabb fogyasztásnövekedést** valószínűsít.

Megjegyzendő ugyanakkor, hogy ezek konkrét intézkedésekhez kötött egyszeri hatások – tehát nem a gazdaság állapotából szervesen következő fogyasztást ösztönző tényezők. Az évek óta tartó stagnálásközeli állapot korlátozóan hat a vállalkozások béremelési hajlandóságára, és ennek tükröződése lehet a *foglalkoztatottak számának* gyorsuló csökkenése. Másrészt a súlyos fiskális feszültségek miatt lehetséges, hogy az új kormány az év második felében stabilizációs lépéseket tesz, és kérdés, hogy ezek hogyan hatnak majd a fogyasztási dinamikára.

A másik döntő tényező a *külső keresletet* kérdése, hiszen az új növekedési pályához kulcsfontosságú lenne a nemzetközi gazdasági konjunktúra javulása, a kereskedelempolitikai feszültségek enyhülése, és ennek nyomán az exportnövekedés egy új hulláma, aminek fél-egy éven belül történő bekövetkeztét immár évek óta hiába várják-remélik az elemzők. Az új autó- és akkumulátoripari kapacitások beindítása adhat lökést az ipari és exportteljesítménynek, de az általános külpiaci helyzet javulása nélkül ennek összgazdasági hatása korlátozott lehet. Márpedig ez utóbbit tekintve március előtt még optimista olvasatban is csak halvány javulást lehetett kiolvasni az adatokból – az ipari exportértékesítés január-februári átlagos volumene valamivel

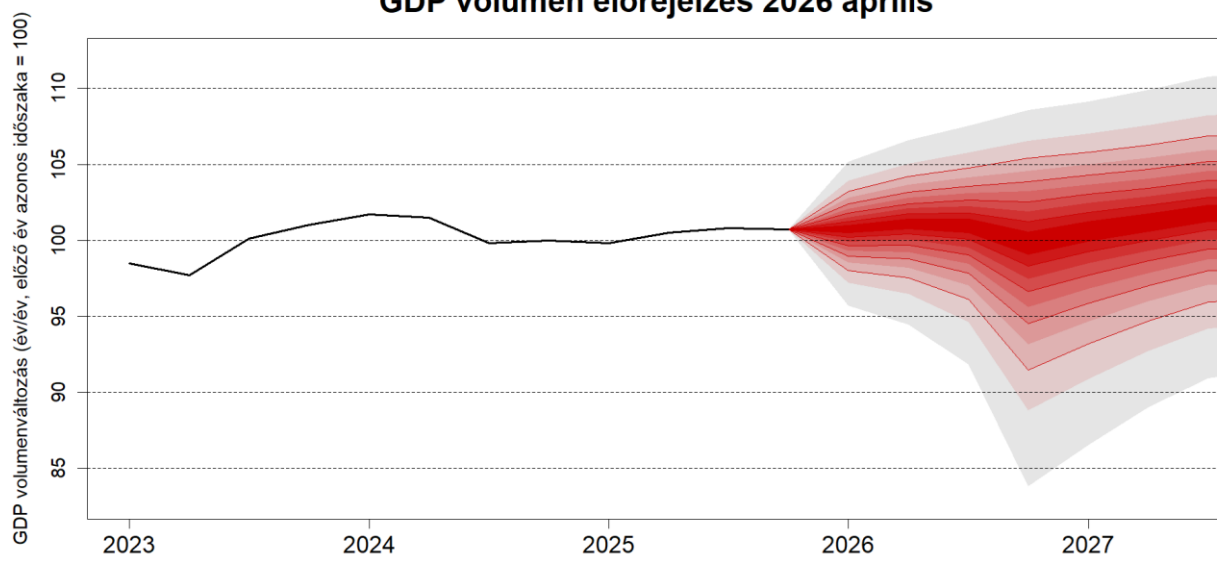
magasabb volt, mint 2025 bármelyik két egymást követő hónapjában, ugyanakkor a külkereskedelmi adatokban nem látunk hasonló reménykeltő tendenciát. Március óta pedig a helyzet kedvezőtlen irányba változott.

Az előbbi két pont figyelembevételével (inkább választási célzatú kormányzati intézkedése, mint a gazdaság belső dinamikájából fakadó kereset- és jövedelembővülés, illetve bizonytalan és egyre bizonytalanabb nemzetgazdasági kilátások) a *beruházások*, különösen az exportorientált beruházások közeljövőbeli fellendülését illetően sem tűnik indokoltnak a nagyfokú optimizmus.



A **Hormuzi-szoros** lezárását megelőzően – a fenti megfontolások alapján – reálisnak tartottunk egy mérsékelt, 2% körüli növekedési ütemet 2026-ben. A háború és a szoros lezárása miatt azonban immár jó esetben is több hónapon át tartó globális nyersanyagkínálati sokkra számíthatunk, amely drasztikus áremelkedésben, esetenként pedig effektív, a gazdasági tevékenységet szó szerint megakasztó hiányokban nyilvánulhat meg. Másrészt viszont a küszöbön álló **kormányváltás** korábban nemlétező lehetőségeket teremt, mindenekelőtt egy viszonylag gyorsan beindított *új beruházási hullámot*, az eddig befagyasztott EU-források segítségével. Bár e tekintetben nagyon sok a bizonytalanság, erre az új perspektívára tekintettel **mégsem szállítjuk le korábbi növekedési előrejelzésünket: a GDP szerencsés esetben 2%-kal bővülhet az idén.**

## GDP volumen előrejelzés 2026 április



## A GDP összetevőit érintő revíziók hatása a 2023. és 2024. évi adatokra:

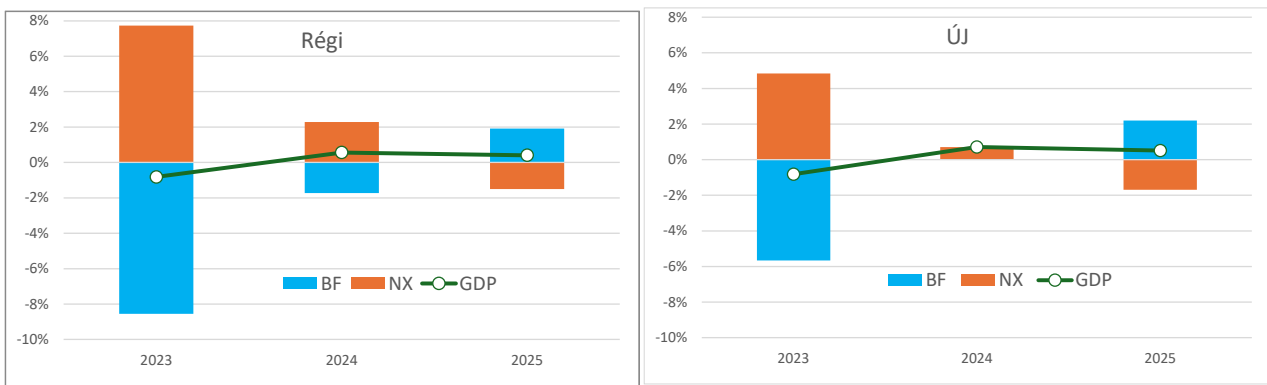
nagyobb a belföldi felhasználás növekedési hozzájárulása és kisebb a külkereskedelmi árveszteség

A KSH ez év áprilisának elején jelentősen revideálta a GDP 2023. és 2024. évi összetevőire vonatkozó, korábban közölt *volumen* (előző évi áron mért) adatokat. A folyó áron mért szintek alig változtak, és a GDP egészének volumenváltozását is csak 0,1 százalékponttal befolyásolták a revíziók. Ellenben számottevően módosultak egyes tételek deflátorai, s ezáltal két fontos metszeten is változott a képünk arról, hogy milyen folyamatok jellemezték a magyar gazdaságot a 2023 és 2025 között.

Az egyik fontos változás a belföldi felhasználás, illetve a nettó export (a változatlan áron mért külkereskedelmi egyenleg) növekedési hozzájárulását érinti. A másik: a külkereskedelmi árindexek felülvizsgálata jelentősen megváltoztatta az ország cserearányaira (s így külső árnyereségére, illetve -veszteségére, ezáltal a bruttó hazai reáljövedelem alakulására) vonatkozó korábbi ismereteinket.

Az alábbiakban két ábrapárral illusztráljuk a revíziók legfontosabb hatásait. Az első három ábra a belföldi felhasználás, illetve a nettó export hozzájárulását mutatja a GDP növekedéséhez. A második három ábra pedig a bruttó hazai reáljövedelem, vagyis a cserearányváltozással kiigazított GDP (az RGDI) és összetevőinek alakulását mutatja a friss adatok szerint.<sup>1</sup>

*A revíziók hatása a GDP volumenváltozáshoz való hozzájárulásokra: belföldi felhasználás vs. nettó export*



Jelölések: BF: a belföldi felhasználás növekedési hozzájárulása, NX: a nettó export növekedési hozzájárulása a GDP-hez (%-pont), GDP: a GDP reálváltozása (%)

Forrás (itt és a következő ábra): KSH alapján saját számítás

Amint az ábrákon látható, a revíziók hatására mind 2023-ben, mind 2024-ban jelentősen csökkent a belföldi felhasználás negatív, illetve a nettó export pozitív hozzájárulása a

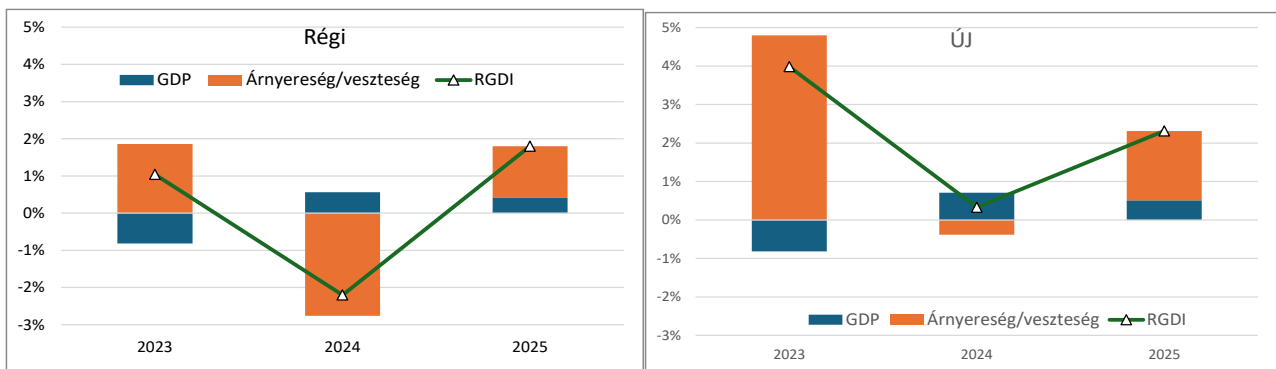
<sup>1</sup> Az RGDI (real gross domestic income) kategóriája nem része a hivatalos GDP-statisztikának, de része a nemzeti számlarendszernek (SNA, ESA), kiszámítására viszont nem létezik egységes formula. Mi az US Bureau of Economic Analysis módszerére, a „Command-basis GDP” meghatározásra támaszkodunk. Eszerint az RGDI változása= a GDP nominális változása/a belföldi felhasználás deflátorára.

gazdasági növekedéshez, miközben az utóbbi 2002-ben nem, 2023-ban minimálisan módosult.

A felülvizsgálat különösen erősen érintette a külkereskedelmi árindexeket, és számottevően változott a 2023. és 2023. évi. cserearánymutató (az export- és importárindex hányadosa). 2023-ban a korábban közölt 3%-os helyett 6%-os cserearányjavulás történt, 2024-ben pedig a korábbi adatok szerinti 2,4%-os cserearányromlással szemben a revideált adatok szerint lényegében nem változtak a cserearányok.

Ez természetesen módosította a cserearányhatással kiigazított GDP (az RGDI) alakulására vonatkozó képünket is. A korábban közölt információk alapján 2023 és 2025 között rendre 1, mínusz 2,2 és 1,8%-ra becsültük a bruttó hazai reáljövedelem változását, a módosult adatok alapján az RGDI növekedése rendre 4,0, 0,3 2,3%-ra változott. Az ábrán jól látható, hogy amíg a korábbi adatok 2024 és 2025 között nagyon jelentős különbséget jeleztek a GDP és az RGDI változása között, a revíziók ennek az eltérésnek a nagy részét eltüntették.

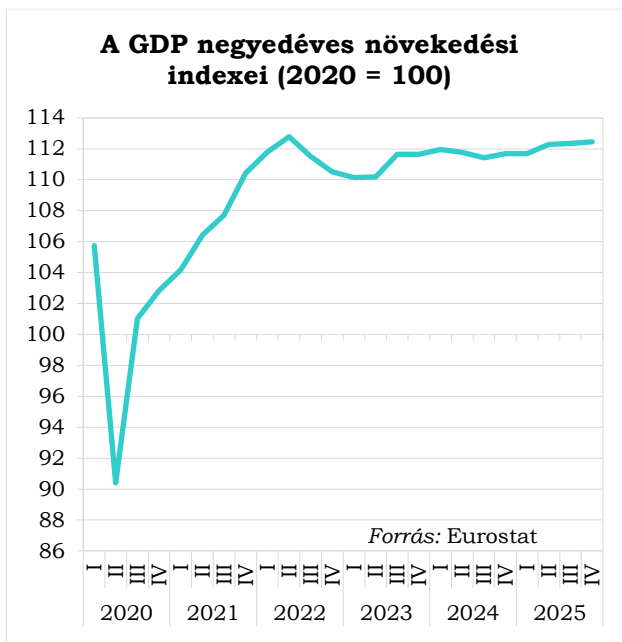
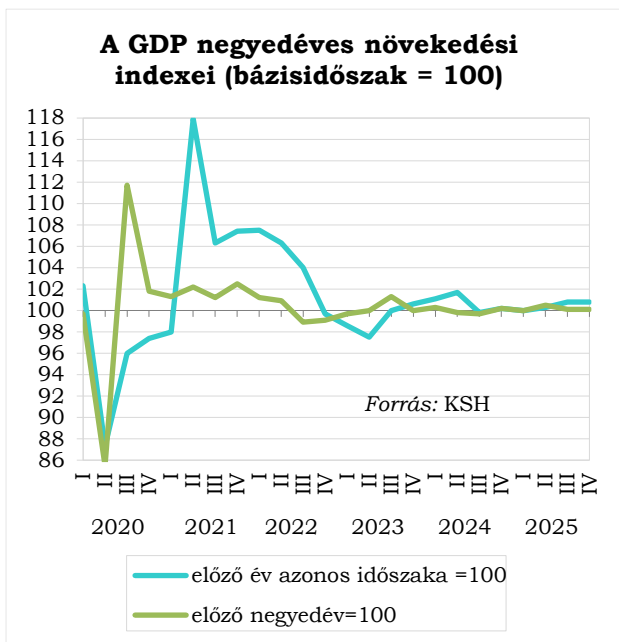
*A GDP volumenváltozás és a cserearányhatás hozzájárulása a bruttó hazai reáljövedelem (RGDI) változásához (százalékpont, illetve százalékos változás)*



A tavalyinál előreláthatóan jóval magasabb energiaárszint az idei évre a cserearányok romlását vetíti előre, ami várhatóan azzal jár, hogy az RGDI és GDP növekedése közötti 2025. évi reláció megfordul, sőt, a cserearányromlás mértéktől függően az RGDI csökkenése sem zárható ki.

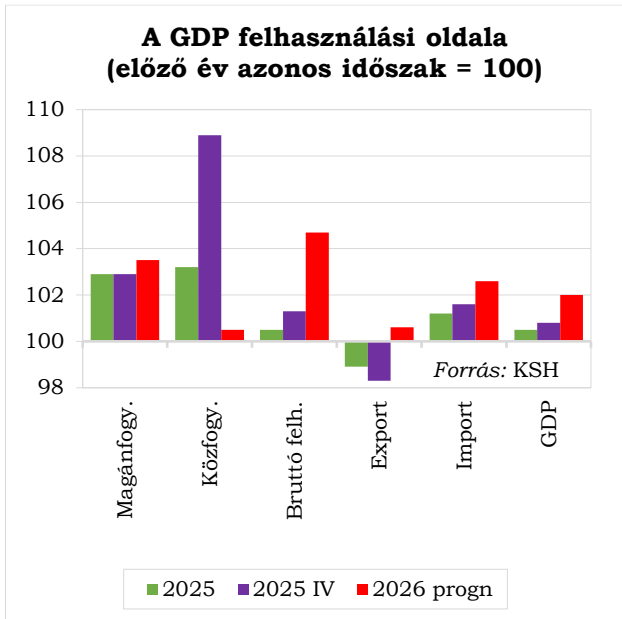
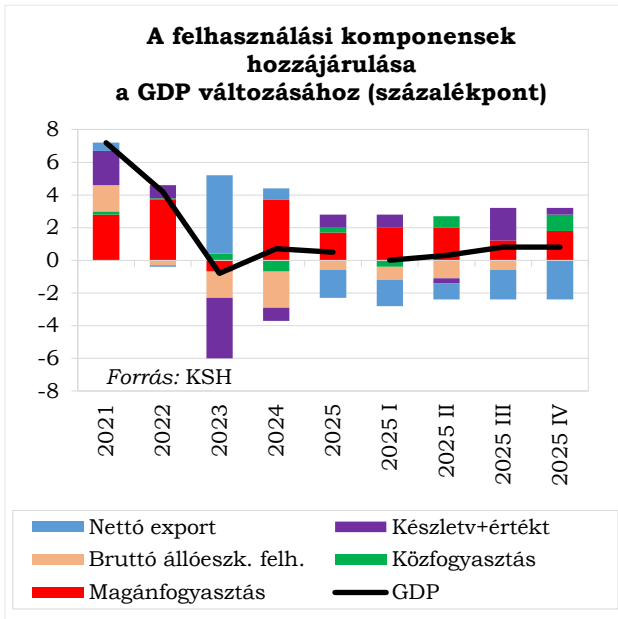
## 2.2. A GDP és komponensei

2025. negyedik negyedévében a GDP év/éves alapon 0,8%-kal bővült – a revideált adatok szerint ez megegyezik a harmadik negyedévi ütemmel. E növekedési ütemmel Magyarország még mindig az EU alsó harmadában foglal helyet. A *szezonálisan és naptárhatással kiigazított* növekedési ütem 0,7%-os volt éves összevetésben. Az előző negyedévhez képest a GDP volumene ugyanakkor csak 0,1%-kal bővült – ismét a harmadik negyedével megegyezően. Összességében **2025-ben** a magyar gazdasági teljesítmény 0,5%-kal nőtt, tehát kissé még lassult is a megelőző évhez viszonyítva. Ahogy azt a jobb oldali – fixbázisú – ábra mutatja, a negyedéves GDP-volumen egy paraszthajszállal a 2023-2024-es szint fölé emelkedett tavaly, de stabil emelkedő trendről továbbra sem beszélhetünk.



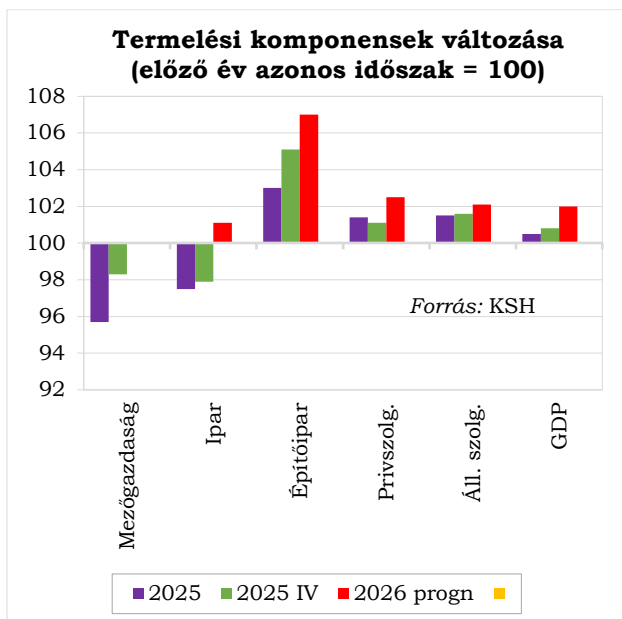
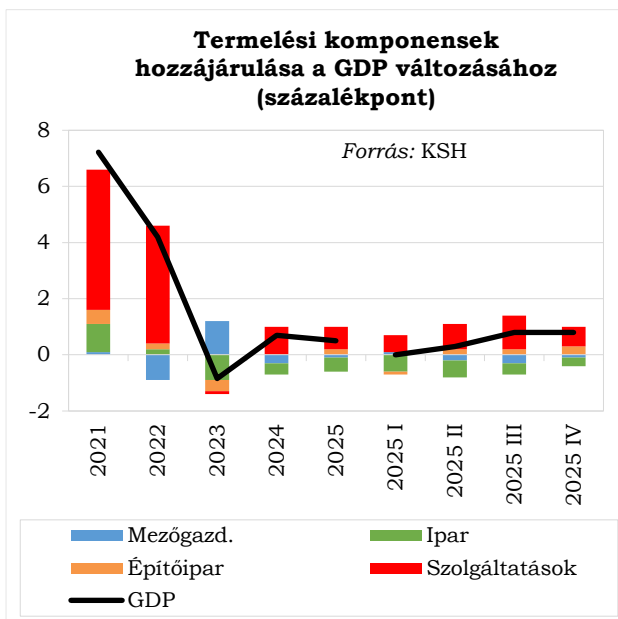
A **felhasználási oldalon** a **belföldi felhasználás** növekedési üteme felgyorsult, és több éves csúcspontot (3,2%) ért el. Ez részben a *magánfogyasztás* bizonyos fokú dinamizálódásának tudható be (a tavaly folyamatosan gyorsuló reálkereset-emelkedés alapján a 2,9%-os nem számít drasztikusnak). Továbbá 0,2%-ra lassult az *állóeszköz-felhalmozás* visszaesésének mértéke – az állami beruházások szerény bővülése mellett a belföldi irányultságú ágazatok többségében is emelkedtek a beruházások, miközben az exportorientált ágazatok (jelesül a feldolgozóipar) beruházásainak esése folytatódott. Ezenfelül a *készletváltozás* még a negyedik negyedévben is támogatta bizonyos fokig a növekedést. Ám a belföldi felhasználás gyorsulásához a legnagyobb mértékben a *közösségi fogyasztás* váratlan megugrása (8,9%) járult hozzá – e komponens volumene szeszélyesen és lényegében megjósolhatatlanul ingadozik, vagyis a belső kereslet gyorsulása ezúttal jelentős részben egyszeri tényezőknek köszönhető.

Ezzel egyidőben viszont a **nettó áru- és szolgáltatásexport** növekedéshez való negatív hozzájárulása 2021 óta nem látott mértéket öltött. Emögött a már eleve zsugorodó *áruexport* esésének év végi gyorsulása húzódik meg. Nemcsak hogy a külpiazi viszonyok év végi javulására vonatkozó korábbi remények bizonyultak csalókának, de egyelőre az új autó- és akkumulátoripari kapacitások részleges beindulása sem eredményezett statisztikailag látható javulást az exportteljesítményben.



A **termelési oldalon** a negyedik negyedévben is folytatódott az ipar mérsékelt ütemű visszaesése. Az iparstatisztika szerint a belföldi értékesítést szemlátomást érintetlenül hagyja a belföldi kereslet élénkülése – még úgy is, hogy a beruházások csökkenése hozzávetőleges stagnálásba váltott át. Eközben a továbbra is zilált külgazdasági viszonyok között az exportértékesítés visszaesése is folytatódott. Az építőiparban az utolsó negyedévben is nőtt a hozzáadott érték volumene, habár a növekedés csak a magasépítésre terjedt ki, és az iparági hangulat és a megrendelések alakulása fényében nem egyértelmű, hogy e növekedés mennyire tartós. Az utolsó negyedév pozitív fejleménye, hogy a mezőgazdaság visszaesésének üteme erőteljesen lassult, így éves szinten az ágazat teljesítményének csökkenése nem volt drasztikus.

A kisebb súlyú építőipar mellett ismét a **szolgáltatások** adják az elsődleges hajtóerőt a növekedéshez. Ám a szolgáltatások dinamikája lassult (az eleve mérsékelt 2%-ról 1,2%-ra) a negyedik negyedévben, és e lassulás viszonylag széles bázisú volt. Ez figyelemre méltó, mivel ezzel egyidőben a fogyasztási kereslet némileg erősödött.

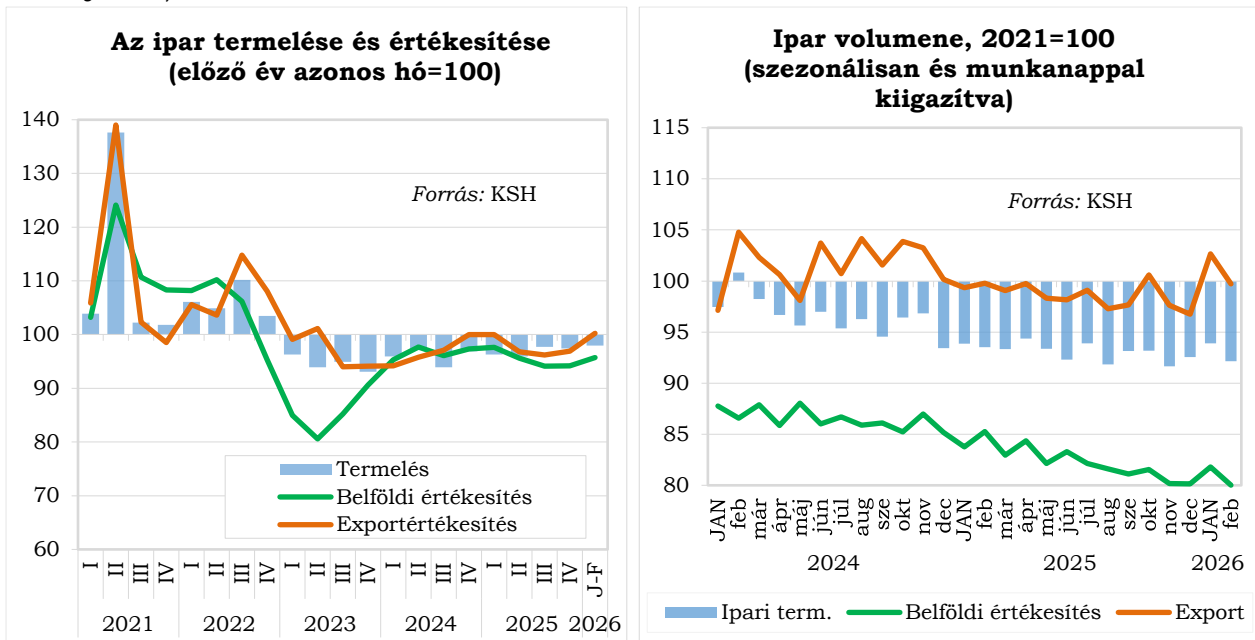


**2026-ban** különféle gyorsító és lassító tényezők egymást keresztező hatására számíthatunk, és nem könnyű megbecsülni, hogy ezek eredőjeképpen milyen mértékben tud javulni a magyarországi konjunktúra. A fogyasztási keresletet számos jövedelempolitikai intézkedés ösztönzi az idén (minimálbér-emelés, fegyverpénz, adókönyvitések és -mentességek), így a magánfogyasztás gyorsulása a gazdasági élénkülés irányába fog hatni. Ugyanakkor az eleve gyenge és csak lassan és ellentmondásosan erősödő külpiaci keresletre – valamint a globális nyersanyag-kínálatra komoly csapást mér az iráni háború és a Hormuzi-szoros lezárása, és ezt a magyar exportteljesítmény is bizonyára megérzi majd. A fentiek alapján jó okunk lenne szkeptikusan szemlélni a **beruházásokra** vonatkozó ideai kilátásokat. Ám április 12-ét követően új perspektívák nyíltak meg a gazdasági növekedés számára, **feltéve**, hogy az új kormány képes lesz gyorsan mozgósítani az eddig bennragadt uniós forrásokat, és még az idén erős lökést tud adni az állami beruházásoknak. Ez utóbbi a vállalati szektor egy részére is galvanizálóan hathat. Így összességében az immár nagyon borús külgazdasági helyzetben is lehetségesnek tartjuk a **2% körüli GDP-növekedést** 2026-ban. 2027-ben a növekedési ütem 2,5% körülire gyorsulhat.

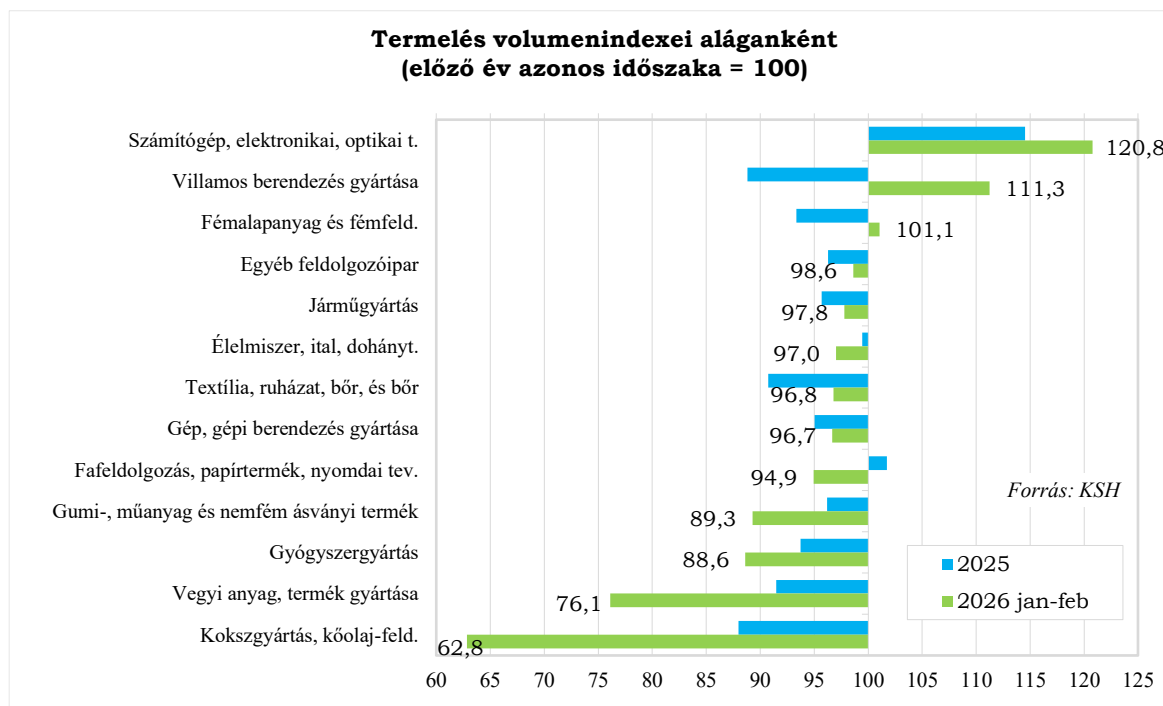
## 2.3. A GDP termelési oldala

### 2.3.1. Ipar

A tavalyi év folyamán az ipar visszaesése folytatódott, habár az év vége felé az esés üteme némileg mérséklődött. Az utolsó negyedévben a termelés 2,6%-kal zsugorodott, miközben a belföldi és exportértékesítés egyaránt csökkent. Az idei első két hónap adatai sem jeleznek éles irányváltást: január-februárban a termelés volumene 2%-kal maradt el az egy évvel korábbitól. A szezonálisan és munkanappal kiigazított havi volumenek pedig a csökkenés stagnálásba váltását sejtetik, de növekedésbe fordulásról egyelőre nem beszélhetünk. Az exportértékesítés esetében az első két hónap átlagos volumene valamivel a tavalyi évben megszokott havi volumenek fölé emelkedett – ez némileg reménykeltő – ugyanakkor a belföldi felhasználás egyelőre képtelen volt tartósan elmozdulni az abszolút mélypontról. Emiatt éves összevetésben az idei első két hónapban az exportértékesítés 0,2%-kal nőtt (ehhez a februárban egyel több munkanap is hozzájárult), a belföldi értékesítés több mint 4%-kal csökkent.



Ágazati bontásban egyértelműen az akkumulátorgyártást is magában foglaló *villamosgépipar* visszaesése volt a legfőbb leűző erő az iparban 2025-ben: habár az év második felében az ágazat teljesítménye már javulni kezdett, éves átlagban mintegy 11%-kal csökkent. Az alacsony bázisnak köszönhetően idén január-februárban az ágazat év/éves növekedési üteme 11%-os volt, de ezen belül maga az akkumulátorgyártás kibocsátása 27%-kal nőtt. A legnagyobb súlyú hazai iparág, a járműgyártás visszaesése tavaly lassult 2024-hez képest, és – ha optimistán feltételezzük az újonnan felépült kapacitások folytatódó felfuttatását – idén már növekedés is elképzelhető. Ami az idei évet illeti, az első két hónap átlagában mért 2%-os kibocsátáscsökkenés azért figyelemre méltó, mert közben két kiemelt ágazatban – az elektronikai iparban és az említett villamosgép-iparban – dinamikus növekedést mértek. Ugyanakkor az említett két iparágat (és a jelképes ütemben bővülő fémipart) leszámítva a visszaesés általános, és számos iparágban kifejezetten mély volt még az idei első két hónapban is. A vegyipar kibocsátása pl. 24%-kal zsugorodott.



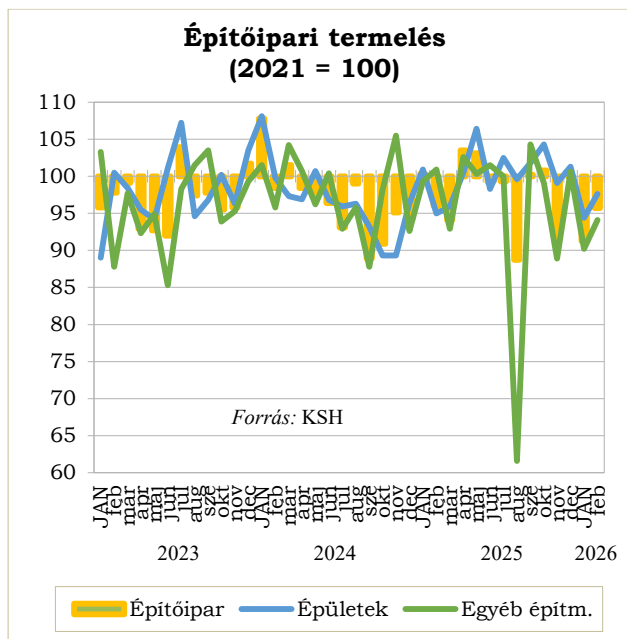
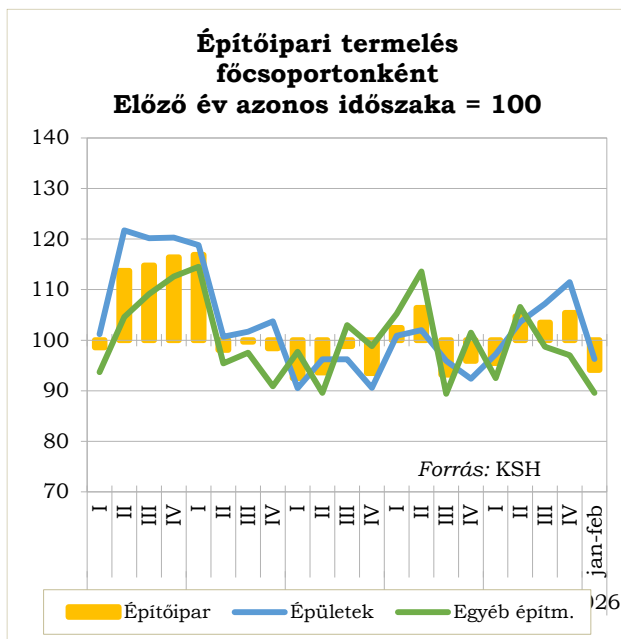
Az idei évre vonatkozó kilátások a korábbinál is bizonytalanabbak. Míg az egy ideje már növekvő európai autókereslet – párosulva az új hazai termelőkapacitásokkal – felfelé tolhatja az ipari növekedést, az európai konjunktúra kilátásai összességében nem rózsásak. Továbbra is bizonytalansági tényező az USA hajlama a gazdaságpolitikai eszközök politikai fegyverként való használatára. Összességében az ipari növekedést jobbra (bár nem kizárólag) meghatározó külső keresletben nem történt markáns javulás. Ráadásul a közel-keleti háború okozta globális nyersanyagpiaci sokk az európai ipar növekedési lehetőségeit is súlyosan korlátozni fogja – bár most még kérdéses, hogy milyen hosszú időn át. Így mostanra a **leszállított, 1-1,5%-os ipari növekedésre** vonatkozó előrejelzésünk sem mentes a várható nyersanyagpiaci nehézségekből adódó negatív kockázatoktól.

### 2.3.2. Építőipar

A 2025 második negyedében megindult jellemző kibocsátáscsökkenés kitartott az év végéig: az utolsó negyedévi növekedési ütem 5,4%-os volt. Ugyanakkor az utolsó két negyedévben a növekedés a magasépítésre korlátozódott, míg a mélyépítésben a havonkénti heves ingadozás összességében negatív növekedési ütemeket produkált a negyedévek átlagában. Az *idei első két hónapban* ugyanakkor zsugorodott az építőipari teljesítmény, méghozzá a két hónap átlagában mindkét főcsoportban. A szezonálisan és munkanappal kiigazított adatokból kivehető, hogy január-februárban a magasépítés havi kibocsátási volumenei is a korábbinál alacsonyabb tartományba süllyedtek.

A *rendelésállományban* a tavaly látott trendek folytatódnak: az épületek építésénél továbbra is zsugorodik az állomány éves összevetésben, habár a csökkenés üteme lassulni látszik, míg a mélyépítésnél folytatódik a rendelésállomány bővülése. Az elmúlt időszak nagy részében a rendelésállományok és a kibocsátás trendjei széttartottak – jelenleg inkább látható a magasépítési aktivitás (negatív) alkalmazkodása az alacsony rendelésállományhoz, mint a mélyépítésnek a megrendelések állásához igazodó dinamizálódása.

Az *iBuild* adatbázis szerint a tavalyi év folyamán kizárólag a *társasházi lakásépítés* terén volt számottevő növekedés az újonnan megkezdett építési projektek volumenében – ráadásul az utolsó negyedévben ez utóbbi területen is lanyhult a lendület. Az ágazat továbbra is szenved az elégtelen kereslettől, ezen belül az állami kereslet visszaesésétől, valamint a likviditási problémáktól. Mindezek alapján az idei építőipari kilátásokat viszonylag borúsoknak mondhatnánk. **Jelenleg feltesszük azonban, hogy az EU-val való kapcsolatok gyors rendezése jelentős új forrásokat, következésképpen jelentős új állami megrendeléseket generál, és ezek már az idei év második felében/utolsó harmadában nagy lökést adnak az építőipari aktivitásnak.** Ezért az építőipar viszonylag lendületes, **5-6%-os növekedésével** számolunk 2026-ban.



### 2.3.3. Lakásépítés

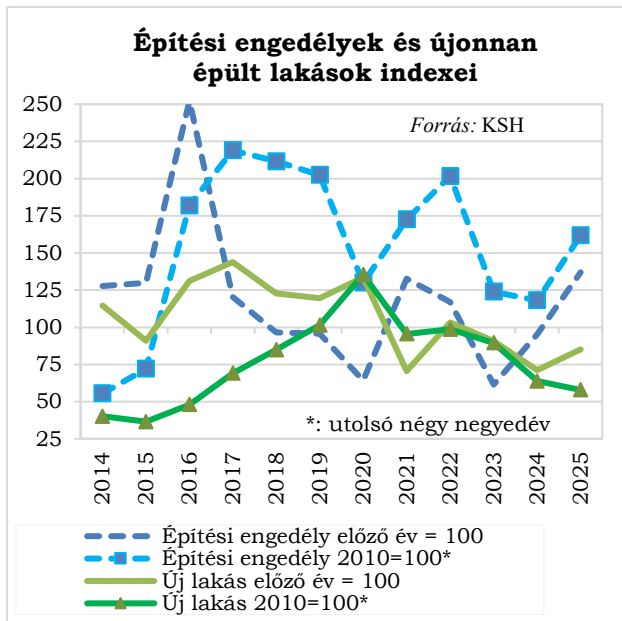
2025 utolsó negyedévében az újonnan épült lakások számának visszaesése majdnem stagnálásra váltott – a csökkenés mértéke mindössze 0,3%-os volt. Így az egész 2025-ös év viszonylatában az átadott lakások száma 9,3%-kal, 12.062-re csökkent a 2024-es 13.295-ről. Az adatok szerint a természetes személyek által épített lakások száma 16%-kal nőtt, miközben a vállalkozások által átadott lakások száma mintegy 8%-kal csökkent, a harmadik negyedévi enyhe növekedést követően. Ezzel összhangban az átadott családi házak száma emelkedett, a társasházi és lakóparki lakások száma meredeken visszaesett.

Mindeközben az építési bejelentések/engedélykérelmek száma folyamatosan emelkedett a tavalyi év folyamán, és a negyedik negyedévben mintegy 37%-kal volt magasabb, mint egy évvel korábban. A növekedést az év folyamán döntően a többlakásos épületekben létesítendő lakásokra kiadott engedélyek számának emelkedése hajtotta, de az utolsó negyedévben az egylakásos épületekre kiadott engedélyek száma is közel 15%-kal nőtt.

Az iBuild adatbázis adatai szerint a társasházi lakásépítkezés területén az utolsó negyedévben nem folytatódott az újonnan indított építkezések volumenének erőteljes bővülése. Ezzel együtt a tavalyi év egészét tekintve a megkezdett lakásépítési projektek volumene a 6-7 évvel korábbi rekordszint közelébe emelkedett. Ez az élénkülés, a megrendelések volumenének bővülésével együtt – kedvező esetben – már 2026 folyamán is tükröződhet a befejezett lakások számának növekedésében.

A lakáspiaci keresletnek tavaly és idén is segíti a különféle kormányzati intézkedések (mint a speciálisan adózók CSOK-hoz és a babaváró hitelhez való hozzáférésének megkönnyítése, vagy az önkéntes nyugdíjpénztári megtakarítások lakáscélokra fordításának adómentessé tétele), illetőleg (közvetve) a Lakhatási Tőkeprogram. Ezekhez járul a tavaly szeptembertől elindított Otthon Start hitelprogram. Ez utóbbi érezhetően élénkítően hatott a keresletre. A lakáspiaci kínálat területenként eltérően reagált, ugyanakkor az építési engedélyek számának emelkedésében (amit az építőipari cégek lakásépítési tervei is alakítanak) a program hatása is tükröződik.

Noha a hitelezés továbbra is túlnyomórészt – sőt, a korábbinál még inkább – a használt lakások vásárlására fordítódik, a hitelrobbanás az építőipari kereslet erősödéséhez is hozzájárul. Az épített lakások számát ez pozitív fordulathoz vezethet az idén, habár az esetleges negatív sokkok megakaszthatják e javulást.



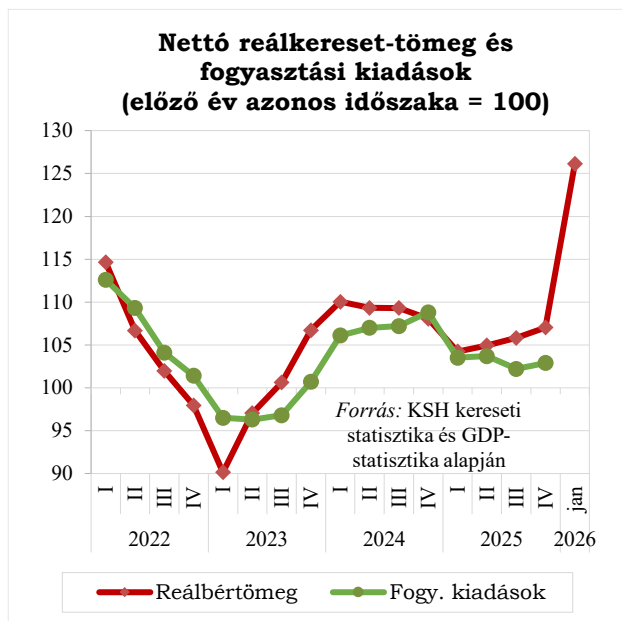
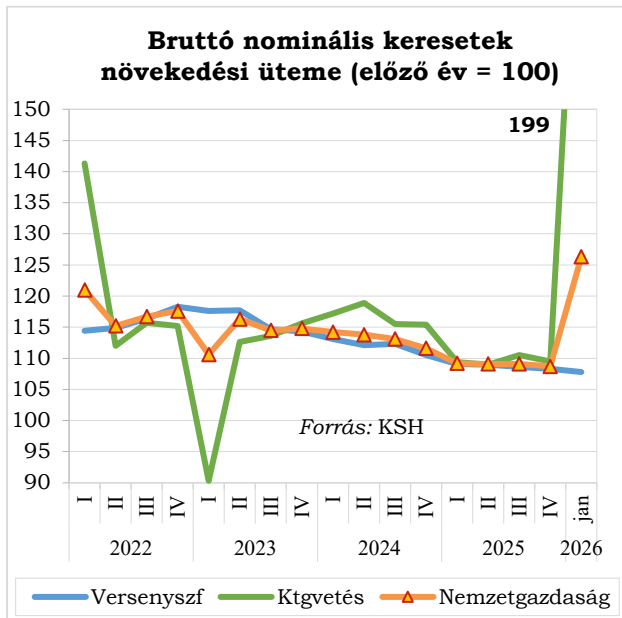
## 2.4. A GDP felhasználási oldala

### 2.4.1. A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai

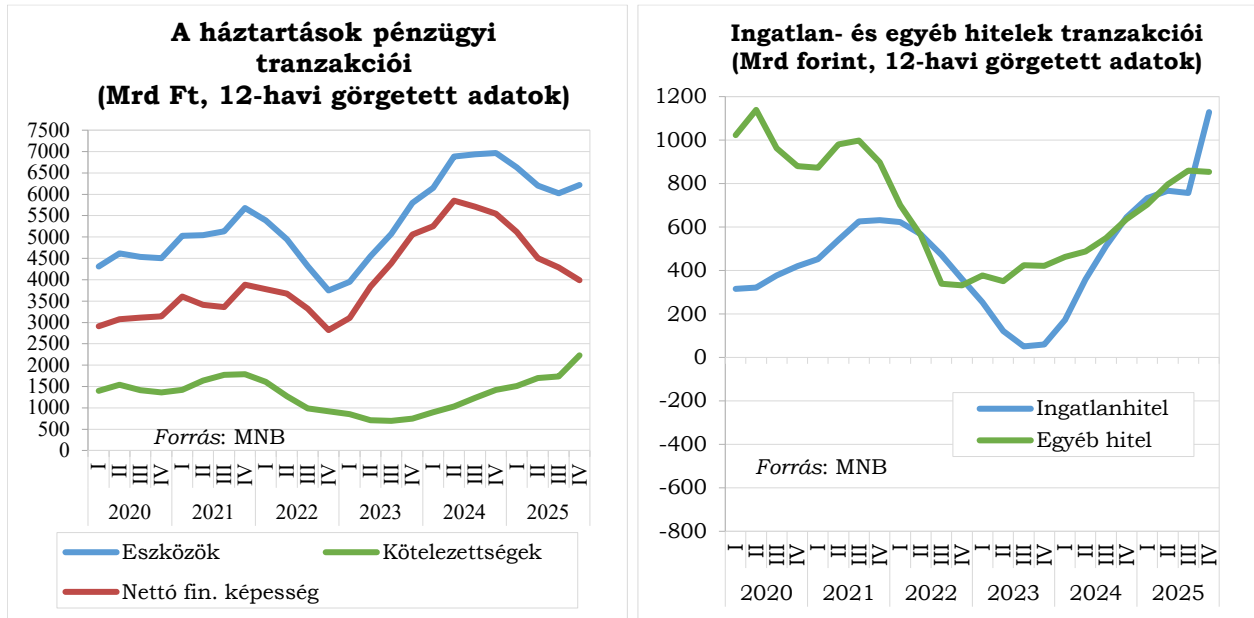
A **nominális bruttó átlagkereset** 2025-ben 9%-kal, a mediánkereset pedig 9,1%-kal nőtt, 4,4%-os átlagos infláció mellett. Az átlagos nettó reálkeresetek éves átlagban erőteljesen, 4,8%-kal emelkedtek. Ez az ütem ugyanakkor majdnem fele a 2024-ben mért 9%-os reálkereset-növekedésnek. Mivel a *bérestatisztika szerinti* alkalmazotti létszám a gazdaság hozzávetőleges stagnálása mellett is kissé tovább nőtt (ellentétben a munkaerő-felmérés által becsült alkalmazotti létszámmal), a **nettó reálkereset-tömeg** 5,5%-kal volt magasabb tavaly, mint az előző évben. Az *utolsó negyedévben* a nettó reálkereset növekedése némileg gyorsult, miután a tavaly *újonnan bevezetett adókedvezmények* felfelé lökték a nettó nominális keresetnövekedési ütemet. Eközben a *bruttó nominális* növekedési ütem az utolsó negyedévben is enyhén lassult.

A reálkeresetek gyorsulására a **háztartások fogyasztási kiadásainak** bővülése nem igazán reagált: az első félévi 3,6% után a második negyedévben csupán 2,5-2,6%-os (ezen belül az utolsó negyedévben 2,9%-os) volt a növekedés, az erőteljesebb reálkereseti dinamika ellenére. Éves átlagban a fogyasztási kiadások 3,1%-kal, a tényleges magánfogyasztás 2,9%-kal emelkedett tavaly. Ennek értelmezéséhez hozzátartozik, hogy a szektorszámlák adatai alapján a háztartások összes *hozzáférhető jövedelmének reálértéke* nagyjából stagnált az első félévben – vagyis a fogyasztás ezzel párhuzamos bővülése a háztartások optimizmusát sugallta. Ám a második félévben a szektor hozzáférhető reáljövedelme gyorsulva nőtt, a tulajdonosi jövedelmek mérséklődése ellenére is. Ennek fényében a háztartások mérsékelt fogyasztási dinamikája bizonyos óvatosságot sejtet.

Ezzel párhuzamosan az MNB statisztikája szerinti **nettó finanszírozási képesség** számottevő mértékben csökkent 2025 összes negyedévében. A háztartások *négy negyedéves görgetett GDP-arányos megtakarítási rátája* a 2024 végi 6,8%-ról 2025 végére 4,6%-ra csökkent a tavalyi év végére. A bruttó pénzügyi megtakarítás nominális



értéke több negyedévi meredek csökkenés után a negyedik negyedévben emelkedett, de közben a *hitelfelvételi egyenleg* értéke gyorsulva nőtt. Ez utóbbin belül már az utolsó negyedévben az *ingatlanhitelek* egyenlege drasztikusan megugrott, az egyéb hitelek egyenlegének emelkedése stagnálásra váltott. Vagyis az Otthon Start program lakáshitel-felhajtó hatása kiszorító hatással járhatott a fogyasztási hitelekre nézve.



A szektorszámle-adatok azt sugallják, hogy *éves átlagban* a háztartások pénzüjvedelmének reálértéke csupán 2% körüli ütemben bővíthetett, vagyis elmaradt a vásárolt fogyasztás 3% körüli növekedésétől – ennek fényében nem meglepő, hogy a pénzügyi megtakarítások és a háztartások beruházásai egyaránt csökkentek tavaly.

Az **idei évben** a jövedelmi folyamatokra ható bel- és külföldi tényezők egyaránt rendkívül bizonytalanok és nehezen tervezhetőek. A leginkább közvetlen hatás a **keresetek év eleji drasztikus megugrása**. Ez jelentős részben átmeneti – a fegyveres testületek tagjainak kifizetett fegyverpénz nélkül a bruttó keresetemelkedés 8,3% lett volna a KSH becslése szerint. Ezenfelül a *versenyszférában* csak 7,8%-kal nőtt a bruttó átlagkereset. Ezzel együtt a januárra elkönyvelt bérkiáramlás egyrészt az egész évi bérdinamikát felfelé tolja – talán 9% fölé. Másrészt lökést ad a fogyasztási keresletnek, még ha ez a hatás a jelenlegi helyzetben biztosan sokkal mérsékeltebb lesz is, mint 2022-ben volt. (Erről tanúskodik a februárban érezhetően, de korántsem drámaian megélénkülő kiskereskedelmi forgalom is.) A tavalyi év közepén, októberben és idén januárban bevezetett újabb adókönyvitések és -mentességek felfelé tolják a **nettó** kereseti dinamikát. Ennek alapján a **nettó reálkereset-növekedés meghaladhatja a 6%-ot is** az idén. A háztartások fogyasztása **3-3,5% körüli** ütemben nőhet **2026-ban**, miközben a lakásberuházások is növekedésnek indulhatnak.

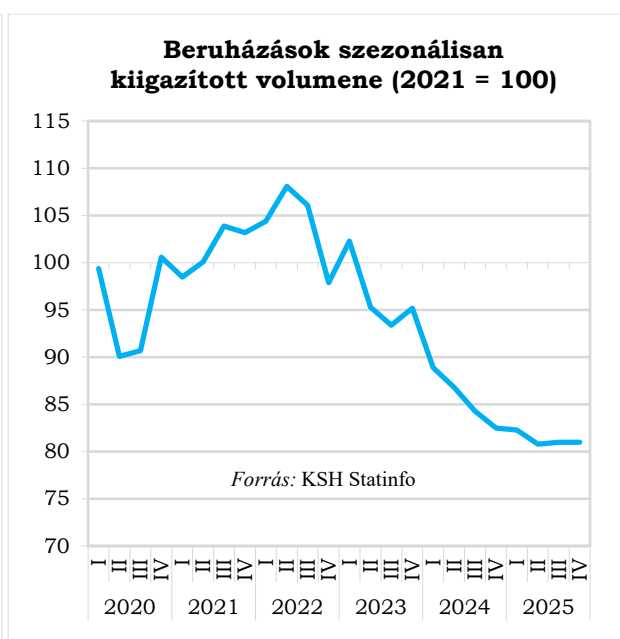
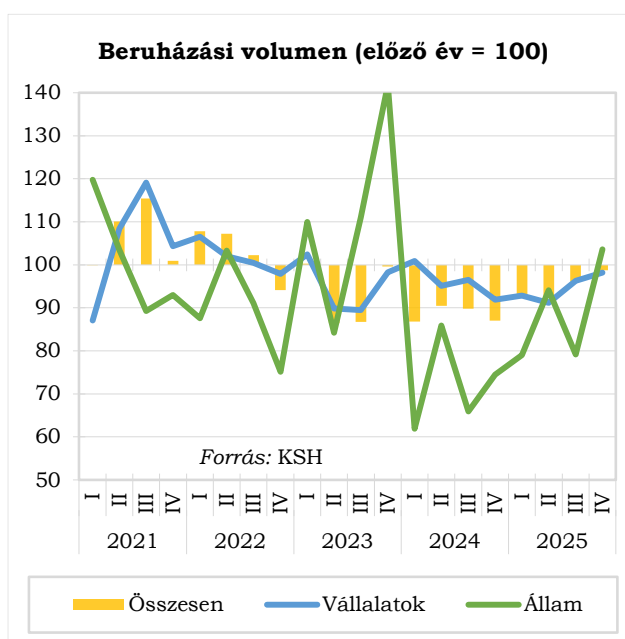
## 2.4.2. Beruházások

A nemzetgazdasági beruházások volumene 2025 utolsó negyedévében is folytatódott, aminek következtében az *egész évi* visszaesés 4,3%-os volt tavaly. Ugyanakkor az esés üteme az utolsó negyedévben 1,3%-osra mérséklődött. Másrészt az *előző negyedévhez képest* a beruházások volumene immár második alkalommal *stagnált* – vagyis az év/éves csökkenést már csak a bázishatás táplálja.

Az éves visszaesés a negyedik negyedévben folytatódott a *közép- és nagyvállalati szegmensben* (legalábbis, ha e szegmenst egészben tekintjük), ugyanakkor a *költségvetési szektorban* némi növekedést mért a KSH, két év óta először. Mindazonáltal az esés mértéke a vállalati körben is tovább mérséklődött. A közölt adatokból sejthetően a kisvállalati-háztartási szektor beruházásainak csökkenése lassult, de folytatódott a negyedik negyedévben.

A versenyszféra beruházásainak zsugorodásáért a legnagyobb mértékben még mindig a *feldolgozóipari* beruházások (11% körüli) visszaesése felelős. A külgazdasági viszonyok turbulensen változnak, de összességében továbbra sem kedvezőek. Ugyanakkor az utolsó negyedévben 19 nemzetgazdasági ág közül hétben nőttek a beruházások éves összevetésben. Ennél fontosabb, ezek között jelentős súlyú ágakat is találunk: az ingatlanberuházások csak kismértékben, a kereskedelem beruházásai (másfél évig tartó meredek esés után) közepes ütemben bővültek, ezzel szemben a szállítás-raktározásban a beruházások volumene (igaz, alacsony bázisról) a másfélszeresére ugrott.

Az **idei évben** pillanatnyilag nem látszanak a feltételei a jelentős javulásnak. A külgazdasági keresleti viszonyokat illetően legfeljebb csekély és részleges javulást láthatunk, és a Hormuzi-szoros lezárása okozta drasztikus (bár most még nem tudni, hogy pontosan mennyire drasztikus) ár- és kínálati sokk közepette kétséges, hogy a feldolgozóipari vállalatok beruházási hajlandósága tud-e javulni az idén. A választások után ugyanakkor lehetségesnek tűnik, hogy már az idén megindulnak az uniós források, és ez lehetővé teszi az állami beruházások felfuttatását az év vége felé. Így nem kizárt, hogy **éves átlagban a nemzetgazdasági beruházások volumene 5% körüli ütemben bővül az idén.**



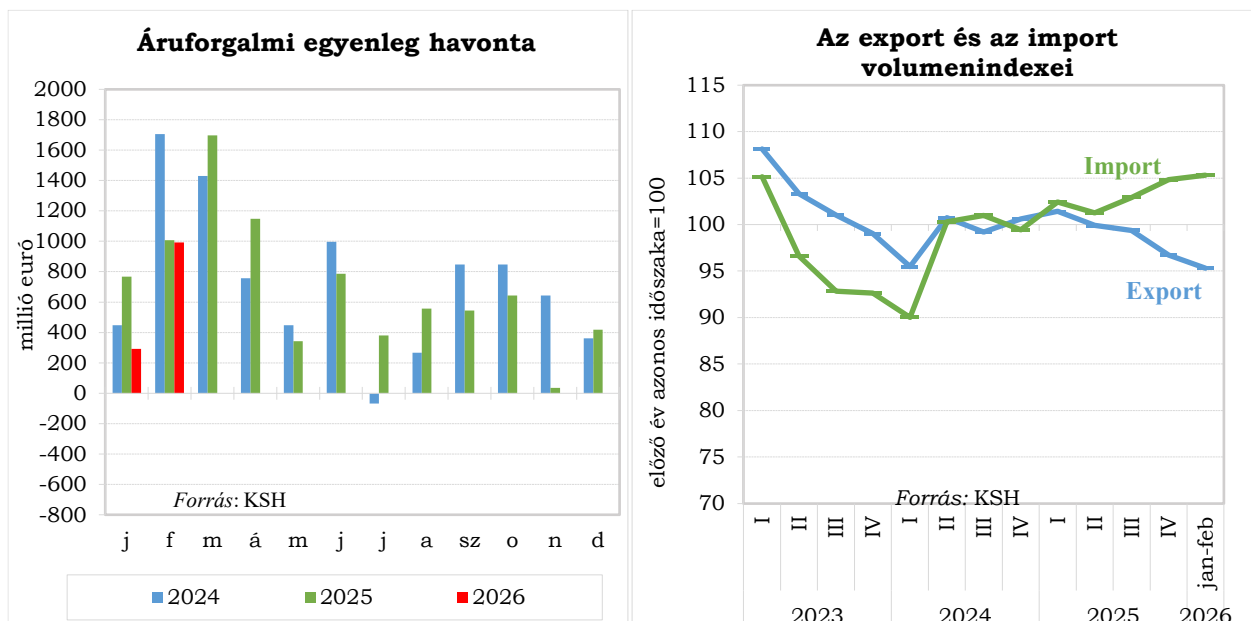
### 2.4.3. Külkereskedelem

A tavalyi év jelentős részében a nettó export havi euróértéke, váltakozva maradt el, illetve haladta meg az egy évvel korábbi értékeket, ám az év utolsó harmadában egy majdnem megszakítás nélkül hanyatló trend indult el, amely az idei év első két hónapjában is folytatódott. Összességében 2025-ben az éves csökkenés nem volt drasztikus – 8,3 Mrd eurónyi többlet, szemben az egy évvel korábbi 8,7 Mrd-dal, ami durván 4%-os esést jelent. Ám egyrészt az idei január-februári érték már közel 28%-kal volt alacsonyabb, mint az előző év azonos időszakában. Másrészt az euróban mért értékek csökkenésének a mértékét tompította a jelentős *cserearány-javulás*. Az áru-külkereskedelmi *volumenek* alakulása ennél jóval kedvezőtlenebb képet mutat.

Az áruexport-volumen 2025 második negyedétől kezdve csökkent, negyedévről negyedévre gyorsuló ütemben. Eközben az importvolumen negyedévről negyedévre gyorsulva bővült. Idén január-februárban az export- és importdinamika közti negatív olló 10%-pontra nyílt szét: az exportvolumen 4,7%-os csökkenéséhez az importvolumen 5,3%-os növekedése párosult.

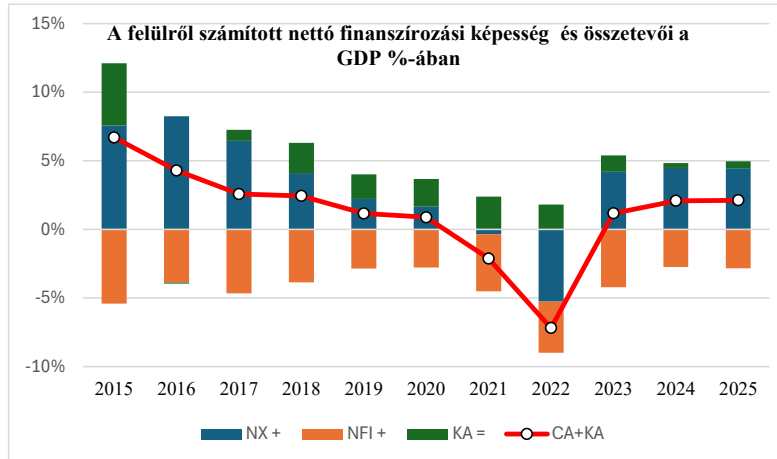
Miközben a nemzetközi gazdasági konjunktúra érdemi javulásának perspektívája egyre távolibb lesz, és emiatt az exportdinamika erősödés helyett még gyengül is, addig a belföldi kereslet viszonylag visszafogott élénkülése is immár számottevő lökést ad az áruimportnak. Az exportbővülést a leginkább a *feldolgozott termékek* kivitelének folyamatos zsugorodása akadályozza. Az importot ugyanakkor alapvetően a *gépek és szállítóeszközök* behozatalának meredek emelkedése húzta a tavalyi év utolsó harmadától kezdve.

**Az idei évre vonatkozó kilátások romlottak az elmúlt hónapokban.** Az idei évre várt német gazdasági élénkülésre vonatkozó szerény várakozások nagy részét is elsodorták az iráni háború kibontakozóban levő tovagyűrűző gazdasági hatásai. Emiatt az exportkilátások továbbra is borúsak. Közben az import tovább nőhet, ráadásul a folyamatban lévő nemzetközi energiaár-robbanás nyomán meglóduló importárak az eddig megfigyelt cserearányromlásnak is véget vethetnek. Idén az éves külkereskedelmi többlet 6-7 milliárd euróra csökkenhet a tavalyi 9,3 milliárd euróról.



## 2.5. A fizetési mérleg alakulása 2025-ben

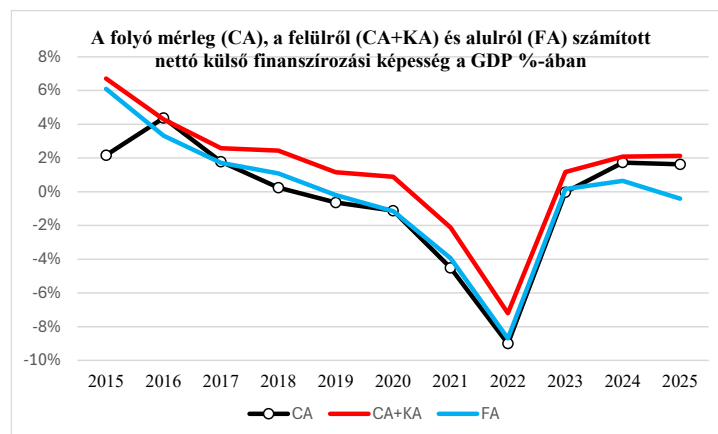
2025-ben 2024-hez viszonyítva nem változott a felülről számított nettó külső finanszírozási képesség (a folyó és a tőkemérleg együttes egyenlegének) GDP arányos nagysága: mindkét évben 2,1% volt. Szerkezete sem módosult: az áru- és szolgáltatás-forgalom többlete 4,5, a jövedelemegyenleg deficitje 2,8, a tőkemérleg többlete 0,5% körül alakult a GDP-arányában mindkét évben.



*Jelmagyarázat:* NX: nettó export; NFI: nettó külföldi jövedelem; KA: tőkemérleg; CA (=NX+NFI): folyó fizetési mérleg

Forrás (a fenti és a következő ábrához): MNB alapján saját számítás

Az ábra a folyó és a tőkemérleg együttes egyenlegének (piros vonal) és összetevőinek alakulását mutatja 2015-től. Látható, hogy a 2022. évi közel 5,5%-os külkereskedelmi deficit 2023-ban történt jelentős mértékű kiigazítását követően 4,5%-körül stabilizálódott a nettó export többlete (kék oszlopok). Ebben fontos szerepe volt a gazdaság stagnálásának, különösen a beruházások visszaesésének, de 2025-ben a cserearányok javulása is hozzájárult a külkereskedelmi többlet szintjének fenntartásához. Kedvező fejlemény, hogy a jövedelemegyenleg hiánya (vörös oszlopok) az elmúlt két évben alacsonyabb volt a korábbi éveket jellemzőnél, ezt azonban egy rendkívül kedvezőtlen folyamat kísérte: 2021 és 2023 között az EU-transzferek csökkenése miatt a GDP arányában évente 0,6 százalékponttal csökkent a tőkemérleg többlete (zöld oszlopok), amely 0,5%-körüli szintre süllyedt 2024-25-re.



*Jelmagyarázat:* FA: a pénzügyi mérleg egyenlege

A fenti ábra a fizetési mérleg három fontos egyenlegének GDP-arányos szintjét mutatja 2015 és 2025 között.

Az ábrán a vörös vonal (a megelőző ábrával megegyezően) a felülről számított finanszírozási képességet, a folyó és a tőkemérleg egyenlegét mutatja. Új információ a folyó mérleg (fekete vonal) és a pénzügyi mérleg egyenlege (az úgynevezett „alulról” számított finanszírozási képesség - kék vonal).

Láthatjuk, hogy az áttekintett időszak végén – különösen 2025-ben – eltérően változott a kétféle oldalról mért finanszírozási képesség: miközben „felülről” mérve 2025-ben nem változott, „alulról” mérve –a pénzügyi tranzakciók alapján – romlott, és enyhe deficitbe fordult az ország külső egyensúlya. A kétféle módon mért egyenleg közötti eltérés (a „tévedések és kihagyások egyenlege” (net errors and omissions, NEO) Magyarországon hagyományosan negatív: amint az ábrán látható, a pénzügyi mérleg egyenlege mindvégig kedvezőtlenebb, mint a folyó és tőkemérleg együttes egyenlege. Ez a tartósan fennálló rés tágult ki az elmúlt két évben. Mivel a NEO a fizetési mérleg két részének együttes „tévedéseit és hibáit” mutatja, utalhat a külkereskedelmi egyenleg félremérésére (pl. a regisztrált import kisebb a ténylegesnél), de jelezhet *nem regisztrált tőkekiáramlást* is.

Az ábrán egy érdekességet is megfigyelhetünk: 2017 és 2023 között a folyó fizetési mérleg egyenlege majdnem pontosan megegyezett a pénzügyi mérleg egyenlegével, ami azt jelenti, hogy a NEO negatív egyenlegét ellensúlyozta az EU-transzferek nagyobb részét tartalmazó tőkemérleg pozitív egyenlege. Ez a nyilván véletlen egybeesés, 2023 után – az EU transferek elapadásával – már nem áll fenn, és a folyó fizetési mérleg egyenlege felülről számított finanszírozási képességnek felel meg.

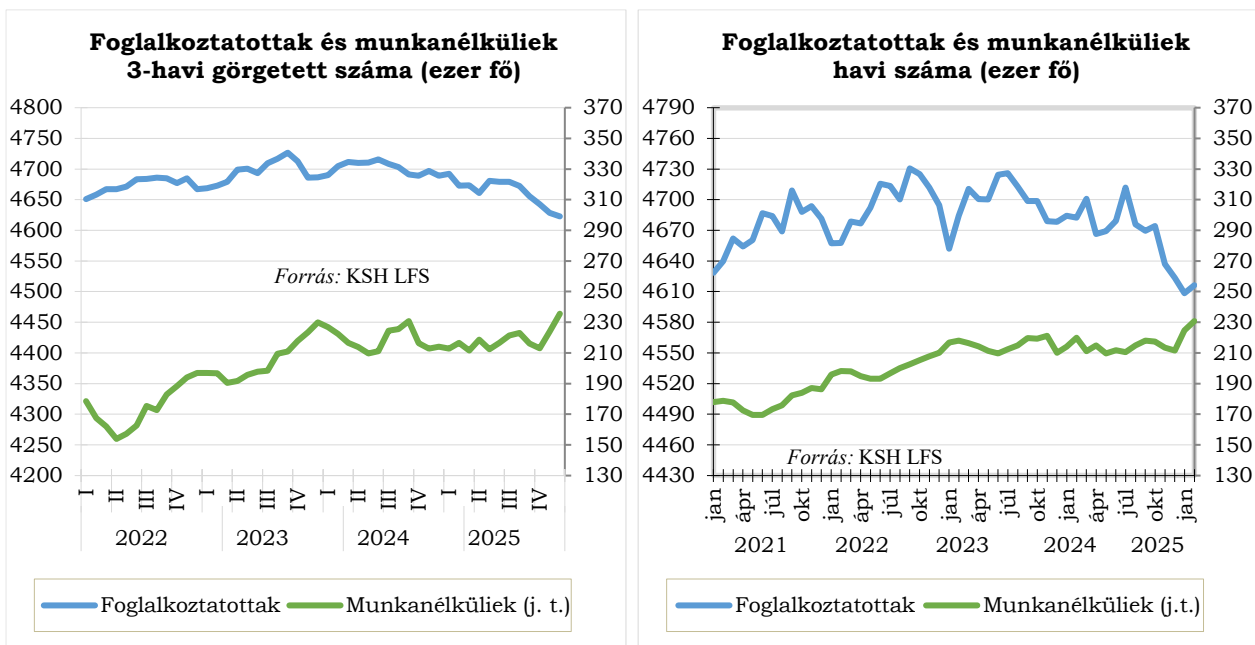
2026-ban előreláthatóan két ellentétes hatású tényező befolyásolja a fizetési mérleg alakulását. A kereskedelmi, így a folyó fizetési mérleg egyenlegét egyértelműen rontja energiaimport drágulása; ennek mértéke jelentősen függ attól, hogy meddig maradnak fenn a magas energiaárak. Ezzel ellentétes hatású, hogy a megalakuló új kormány várható intézkedései nyomán felszabadulhatnak eddig zárolt EU-források. Ez utóbbiak a tőkemérleget és az ország finanszírozási képességét javítják, amelynek mértéke függ attól, hogy mikortól válnak lehívhatóvá, illetve értelmes projektekre elkölthetővé ezek a források.

## 2.6. Foglalkoztatottság, munkanélküliség

A munkaerő-felmérés (KSH-LFS) adatai szerint a foglalkoztatás a tavalyi év második negyedévétől fogva folyamatosan zsugorodott. Éves átlagban a csökkenés üteme 0,7%, ezen belül az utolsó negyedévben 1% volt. Ennél is kedvezőtlenebb képet mutat a december-februári adat, amely már jelentős, 1,5%-os esést jelez a foglalkoztatottak számában. Az utóbbi közel fél évben az *elsődleges munkapiac*on dolgozók száma kedvezőtlenebbül alakult, mint az összes foglalkoztatott száma: az utolsó negyedévben 1,3%-os, december-februárban már 1,9%-os visszaesést mutatnak az adatok. A *közfoglalkoztatásban dolgozók* száma már egy ideje kétszámjegyű ütemben emelkedik. Az LFS-adatok szerint a csökkenés kiterjed az iparra, az építőiparra és a piaci szolgáltatásokra. A *versenyszférában* az üres álláshelyek aránya az egész tavalyi évben 1,7%-on stagnált.

A háromhavi görgetett *munkanélküliségi ráta* a tavalyi év végéig stabil maradt – az utolsó negyedévben 4,4%-on állt – ám december-januárra 4,9%-ra ugrott fel, a munkanélküliek *abszolút számának* markánsan gyorsuló emelkedése mellett. A nyilvántartott álláskeresők száma ugyanakkor az idei első negyedévben is csökkent.

Mivel az idei évre várható gazdasági növekedés legjobb esetben is nagyon szerényt lesz, az **egész idei évre is a foglalkoztatottság csökkenésére számítunk**, miközben az munkanélküliségi ráta 4,7-5%-os lehet. Az év vége felé jó esetben bekövetkező – a még nem végleg elvesztett EU-források felszabadulásához köthető – gazdasági élénkülés nyomán a jövő év folyamán megkezdődhet a foglalkoztatottság óvatos bővülése.



## 2.7. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok

### 2.7.1. Államháztartási folyamatok

2025-ben az államháztartás GDP-arányos, eredményszemléletű hiánya 4,7% lett. Ez valamivel alacsonyabb a Nemzetgazdasági Minisztérium decemberi tájékoztatójában várt 5%-nál, de beleesik a Kopint-Tárki 2025 őszi és téli jelentésében leírt 4,5-5%-os előrejelzési sávba.

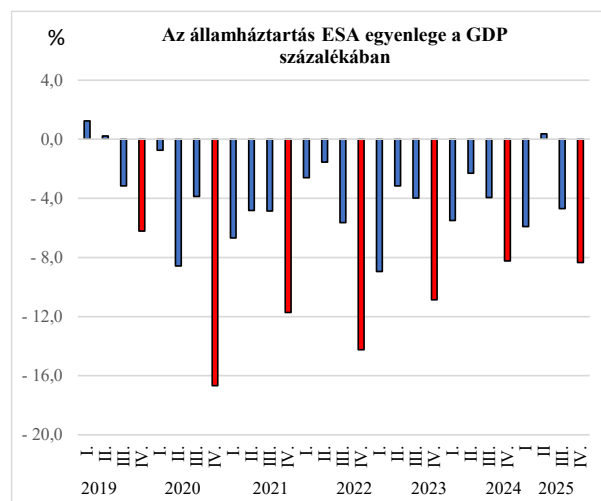
2025-ben a költségvetés pénzforgalmi hiánya 5.743 milliárd forint volt (a GDP 6,6%-a), az ESA elszámolásnak megfelelő eredményszemléletű hiány pedig 4.060 milliárd forint (4,7%). Az eredményszemléletű hiány mindössze 100 milliárd forinttal volt alacsonyabb mint 2024-ben, amikor az ESA deficit a GDP 5,1%-a volt, a GDP-arányos hiány tehát elsősorban a GDP nominális emelkedésének a következménye.

Az első három negyedévi 3,4%-os GDP-arányos ESA-hiányt az utolsó negyedében 8,3%-os deficit követte. A KSH utólag jelentősen revideálta – rontotta – az első háromnegyedéves, eredményszemléletű költségvetési adatokat, mivel a korábbi jelentésben az első háromnegyed évi deficit a becsült GDP 1,9%-át tette ki.

Az utolsó negyedévi magas hiány oka, hogy a költségvetés pénzforgalmi hiánya - a szokásos módon -, decemberben kimagasló volt: ebben a hónapban a költségvetés 1.668 milliárd forint hiányt halmozott fel, ez a teljes évi pénzforgalmi hiány 29%-a. A decemberi kiugró hiány jórészt a kiadások megugrásával magyarázható. Az állam többszáz milliárd forintot költött az állami tulajdonú ingatlanokra és ingóságokra, állami társaságokra. Ennek részletei azonban nem ismeretesek.

Az eredményszemléletű kamatfizetések 2025-ben 3.311 milliárd forintot tettek ki, miközben a pénzforgalmi kamatkiadás 4.200 milliárd forint volt. Eredményszemléletben a kamatkiadás a 87.055 ezer milliárd forintos GDP 3,8%-át tette ki, ami az előző évi 4,8%-hoz képest jelentős csökkenést jelez. Ez viszont azzal jár, hogy 2025-ben az **elsődleges hiány** a GDP 0,9%-a volt, azaz nőtt 2024-hez képest, amikor a teljes deficit a GDP 5,1, az elsődleges deficit pedig a 0,3%-a volt.

Az eredményszemléletű és a pénzforgalmi hiány közötti különbség, az ún. **ESA híd** egyrészt az európai uniós programokhoz kapcsolódó előfinanszírozási kiadások, illetve a kamatfizetések eltérő elszámolásából adódik, mivel az ESA a kamatkiadásokat nem a kifizetés idejében, hanem időarányosan számolja el. 2025-ben pedig különösen magas volt a kamatfizetés, a PMÁK állampapírra rakódó magas, inflációkövető hozamráta miatt. A harmadik legnagyobb tételt az „államháztartásba sorolt nem pénzügyi vállalatok és non-profit szervezetek” pénzügyi mutatói jelentik.



## 2026. évi költségvetési folyamatok

A 2026. évi költségvetési törvény 4.168,7 milliárd forintos államháztartási deficitet irányzott elő, ami a tervezett 95.747 ezer milliárdos GDP 4,4%-a. A törvény ugyanis 2026-ban 4,1%-os gazdasági növekedést rögzített, így jött ki ez a nominális GDP tervezett összege.

A májusban elfogadott költségvetési törvény már az őszi hónapokban megdőlt, mivel világossá vált az, amit az elemzők már korábban jeleztek, miszerint a 4,1%-os növekedési előrejelzés messze túlbecsült. A deficit előrejelzés is hamarosan érvénytelenné vált, mivel a pénzügyminiszter szintén ősszel bejelentette, hogy az államháztartás hiánya 2026-ban 5% lesz. Nem részletezte, hogy ehhez milyen kiadási többletek járulnak hozzá, világos azonban, hogy a többletkiadások egy része a családi SzJA mentességekhez, a 14. havi nyugdíj 1 hetének a kifizetéséhez, a pedagógusok, a szakképzésben oktatók, a kormányhivatali foglalkoztatottak, az önkormányzati tisztviselők, valamint az igazságügyi-, vízügyi-, szociális- és kulturális ágazatban dolgozók béremeléséhez, a közalkalmazottak otthonteremtési támogatásához, valamint egyéb választási intézkedések többletkiadásaihoz kapcsolódik.

Az első negyedévben azután a pénzforgalmi hiány minden korábbi szintet **meghaladott**. Március végéig a költségvetési deficit elérte a 3.420 milliárd forintot. Ezen belül a januári egyenleg még többletet mutatott (jórészt az ÁFA-fizetések következtében), februárban azonban 2.140, márciusban pedig 1.313,6 milliárd forint hiány keletkezett. Vagyis az első 3 hónapban az egész évre tervezett hiány 82%-a megvalósult. Részletes adatok csak januárra, kevésbé részletes adatok februárra állnak rendelkezésre. Ezekből azonban nem olvasható ki a hiánytúllépés tételes oka. A Pénzügyminisztérium a lakástámogatások emelkedésére hivatkozik, ez azonban mindössze kb. 50 milliárd forintot magyaráz az időarányos hiány-túllépésből. Az év első két hónapjában a kamatkiadás (471 milliárd forint, a tervezett 14%-a) és az Uniós programokhoz kapcsolódó előfinanszírozás (363 milliárd, 13,1%) is alacsonyabb volt, mint az időarányos, miközben az Uniós programokhoz kapcsolódó bevételek (363 milliárd, 19,2%) kissé meg is haladták a tervezett időarányos részét. Az utóbbi kettő az a tétel, ahol a pénzforgalmi hiány jelentősen el szokott térni az ESA-hiánytól. Mivel itt éppenséggel alul-teljesítés volt tapasztalható, nincs okunk azt feltételezni, hogy az ESA hiány szignifikánsan jobb lenne, mint a pénzforgalmi hiány.

A KSH honlapján közölt EDP (Excessive Deficit Procedure, Túlzott Deficit Eljárás) jelentésben, 2026. március 31-diki dátummal, a kormány még 5.000 milliárd forint eredményszemléletű hiányt jelöl meg 2026-ra. Az első három havi pénzforgalmi adatok alapján ez lényegében már kizárt.

Új költségvetésre van tehát szükség: a kormányzati kiadások részletes áttekintése alapján, és reális reálgazdasági feltételekkel. Meg kell állapítani, hogy az első három hónapban a néhány egyszeri jelentős többlet-kiadási tételen kívül (14. havi egyhavi nyugdíj, fegyverpénz a rendvédelmi testületek tagjainak) milyen egyéb nagyösszegű kiadások terhelték a költségvetést. Át kell tekinteni, és alapjaiban átalakítani a kiadások szerkezetét, a felesleges, pazarló kiadásokat ki kell iktatni. Kétségtelen, hogy az állami intézmények átszervezése, számos felesleges intézmény leépítése és egy takarékosabb működtetése elérése időt vesz igénybe, ezért az idejű költségvetésben

ezeknek csak egy része érvényesülhet. Emellett jelentősek a beépített determinációk is: gyerekes anyák SzJA mentessége, az otthonteremtési és a vállalati kamattámogatások.

Az első háromhavi óriási deficit alapján azonban, még a legszűkebb gazdálkodás mellett sem látszik esély arra, hogy a 2026-os évet 6%-os államháztartási hiány alatt lehet tartani, sőt ezt meghaladó deficit sem zárható ki. Kérdés, hogy erre a hitelminősítők hogyan fognak reagálni. Ilyen mértékű hiány nem lenne példátlan a régióban, hiszen Lengyelországban és Romániában is 6% feletti GDP arányos államháztartási hiány várható 2026-ban. Lengyelországnak azonban lényegesen jobb a jelenlegi szuverén adós besorolása, Románia pedig 2025-ben jelentős konszolidációs lépésekbe kezdett.

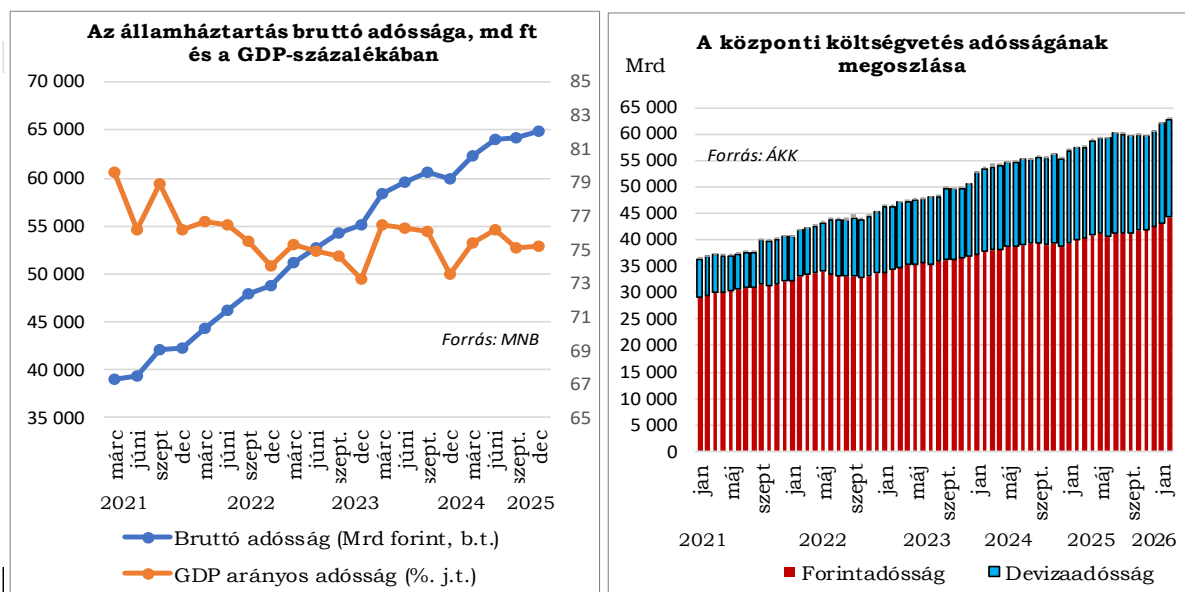
A Fitch Rating április 13-án, a választások másnapján kiadott értékelése óvatos optimizmusra ad okot e téren, azonban a költségvetés 2026-ban mindenképpen súlyos nehézségekkel fog szembenézni.

### Államadósság

Az MNB adatai szerint 2025-ben az államháztartás ún. maastrichti adóssága (amely az EU-adósságszabály mérőszáma) 5 ezer milliárd forinttal emelkedett, december végén 64,91 ezer milliárd forintot tett ki. Ezzel a bruttó államadósság a GDP 74,9%-át tette ki, a 2024 december végi 73,5%-kal szemben. A nettó hitelfelvétel 5.624 milliárd forinttal járult hozzá az adósság növekedéséhez, a forint árfolyamerősödése miatti átértékelődés pedig 1.336 forinttal csökkentette az állományt.

Ezen belül az ÁKK adatai szerint, a központi költségvetés adóssága 2025-ben szintén 5.050 milliárd forinttal emelkedett, a forintadósság 3.874, a devizaadósság 1.251 milliárd forinttal. A devizaadósság aránya az év folyamán néha átlépte a törvényben szabályozott 30%-os arányt, az év végére azonban 30% alá esett.

2026 első két hónapjában az ÁKK ugyanezen adatai szerint 2.380 milliárd forinttal emelkedett a központi kormányzat adóssága.

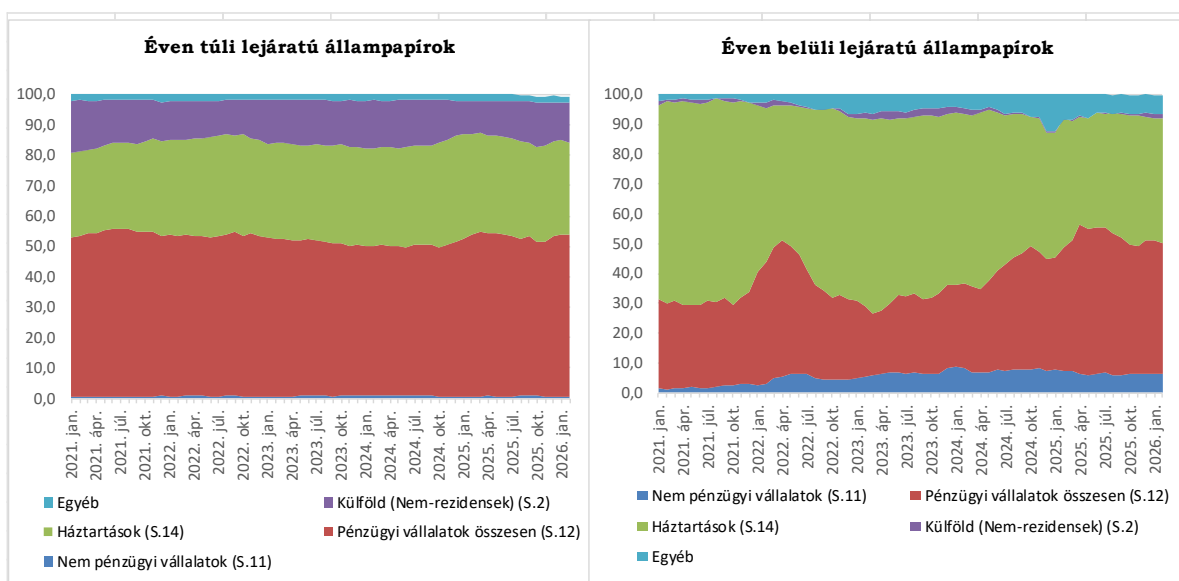


## Az állampapír-állomány megoszlása tulajdonosi szektorok szerint

2025 folyamán – a várakozásokkal ellentétben – nem történt számottevő átrendeződés az állampapírok szektorok szerinti tulajdonosi megoszlásban.

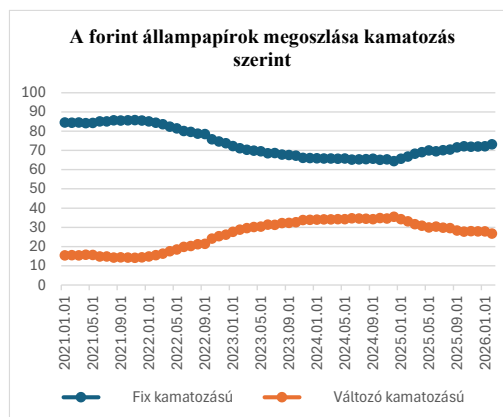
Enyhén csökkent a háztartások kezében lévő állampapírok állománya: 2025 február és 2026 február között az éven túli lejáratú, forintban denominált állampapíroké 33,3%-ról 30,4%-ra, az éven belülieké pedig 43,2%-ról 42,1%-ra esett vissza. A csökkenés nem volt lineáris. A mélypontot a 2025 nyár-végi hónapokban érte el, majd ezt követően ismét élénkült az érdeklődés az állampapírok iránt. A háztartások tehát az alacsonyabb hozamok miatt nem fordultak el számottevően az állampapír-piactól.

A külföldi befektetők részaránya mind az éven túli, mind az éven belül (bár az utóbbi igen alacsony) állampapírok piacon enyhén emelkedett.



ÁKK a fix kamatozású állampapírok arányának a növelését kívánja elérni, a változó kamatozásúak rovására. A 7% körüli, fix kamatozású papír a jelenlegi inflációs feltételek mellett jelentős reálhozamot eredményez, de bizonyos kockázatot hordoz. A 2022-ben kibocsátott, fix, 4,95%-on induló, sávós kamatozású MÁP Plusz fiaskója a háztartásokat óvatosságra intheti.

Ennek ellenére, a fix kamatozású papírok részaránya 2025 eleje óta határozottan mérséklődött. 2022 és 2025 eleje között a változó kamatozású állampapírok részaránya a teljes forint-állományon belül 15-ről 34%-ra emelkedett, 2026 februárjára azonban 27%-ra esett vissza.



### 2.7.2. Infláció

A 2024-ben a fogyasztói árak 4,4%-kal emelkedtek, a havi árindex csökkenő tendenciát mutatott, decemberben az év/év árindex 3,3%-ra esett vissza. A maginfláció 4,6, a változatlan adótartalmú árindex pedig 4,1% volt. Mindkét mutató az év folyamán a fogyasztói árindexszel párhuzamosan mérséklődött.

A kedvező inflációs folyamatok 2026 elején is folytatódtak. Az első háromhavi átlagos árindex mindössze 1,8% volt, jócskán alulmúlva az elemzői várakozásokat is. Az év eleji átárazások rendkívül visszafogottak voltak: 2,1%-os januári árindex utoljára 2018-ban volt tapasztalható. A következő két hónapban pedig 2% alatt maradt a havi év/éves árindex. Az első háromhavi alacsony árindexet az előző év megfelelő időszakában mért magas, 5 % feletti bázis is támogatta, de a hó/hó típusú index is mérsékelt maradt.

2026-ban az élelmiszerárak első háromhavi átlagos áremelkedése mindössze 0,5% volt. Legnagyobb mértékben az élvezeti cikkek (5,9%), a háztartási energia (4,9%), valamint a szolgáltatások ára (4,4%) emelkedett év/éves alapon.

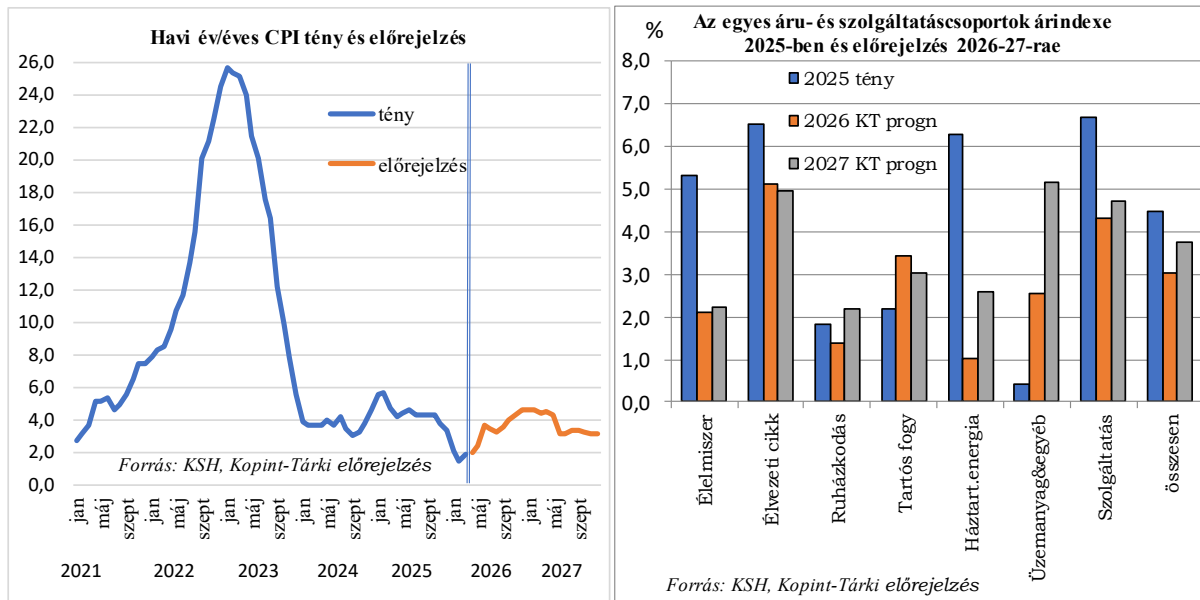
Az év hátralévő részében azonban több olyan tényezővel kell számolni, amelyek felfelé mutató kockázatokat rejtenek, amelyek a jelenleg mesterségesen lefojtott infláció következményei: az árrésstop, a védett üzemanyagár, valamint az inflációhoz kötött szabályozott árak emelésének az elhalasztása. Számításaink szerint az **árrésstop** (ÁRS) hatálya alá eső élelmiszer-termékek a teljes fogyasztói kosár kb. 6, a higiéniai termékek az 1%-át tehetik ki. Különösen az utóbbi nehezen kalkulálható, mivel a KSH adatai nem az árrésstopos termékek szerint vannak strukturálva, másrészt a statisztikából nem lehet megállapítani, hogy az érintett termékek mekkora részét kínálják az ÁRS hatálya alá nem tartozó kereskedők (1 milliárd forint éves forgalom alattiak). Számításaink szerint az árrésstop 2025-ben 1-1,2 százalékponttal mérsékelte az éves inflációt 2025-ben. Amennyiben az árrésstop 2026 májusában kivezetésre kerül, az 0,5-0,6%-kal emelheti az éves árindexet. Mértéke azonban bizonytalan, mivel időközben a mezőgazdasági termékek világpiaci ára éppen csökkenő szakaszában van.

A **védett üzemanyagár** hatálya a jelenlegi szabályozás szerint 2026 május 15-ig van érvényben. Ennek kivezetése, a költségvetés rendkívül feszült helyzete miatt valószínűnek tűnik. A járműüzemanyag súlya a fogyasztói kosárban 2026-ben 5,79%, az áremelkedés mértéke nyilván a világpiaci árak alakulásától függ. Előrejelzésünk szerint az utóbbi téren a közeljövőben nem várható pozitív fejlemény. Amennyiben az üzemanyag-árak a védett ár megszüntetése következtében május közepén 10%-kal emelkednek (a jelenlegi 600 forintról átlagosan 660 forintra), az az éves inflációt *közvetlenül* 0,4%-kal emelheti. Magasabb világpiaci olajár-emelkedés nyilván jelentősebb éves átlagos többlet-inflációval járhat. Az üzemanyagárak emelkedésének a *közvetett* hatása a szállítási költségek emelkedésén keresztül további inflációs nyomást eredményezhet, amelyet 0,3% körülire becsülünk.

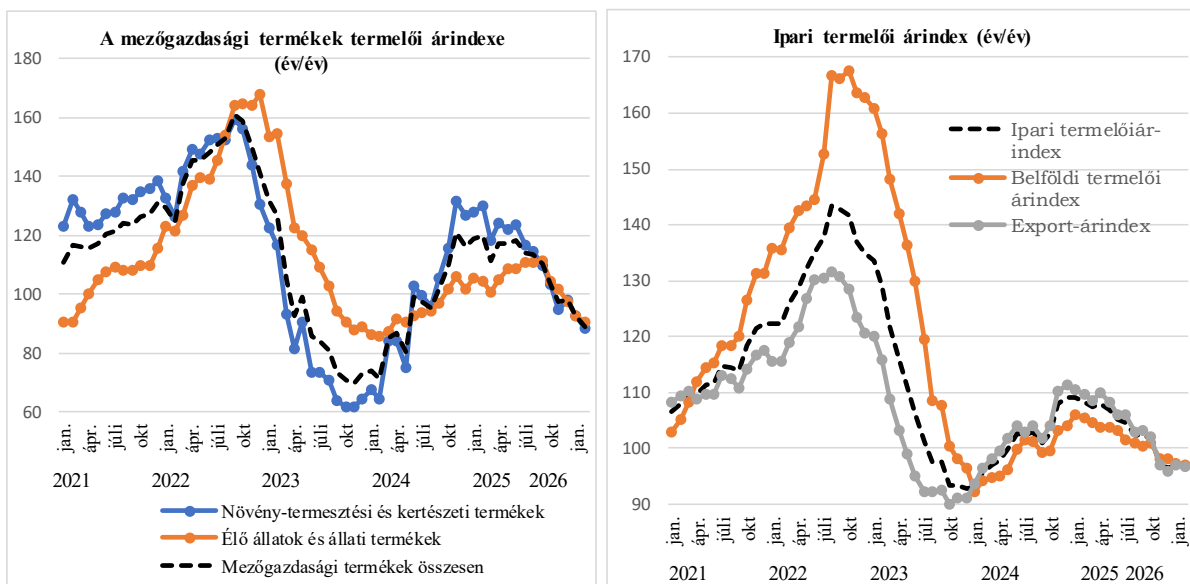
Mindent egybevetve, az ideai áremelkedés mértékét többirányú tényezők befolyásolják. Az év elejei nagyon alacsony árindex akár 2% körüli vagy alatti éves árindexet is előrevetítettek volna. Ebben nem az árrésstop hatott a legnagyobb mértékben, mivel ez az eszköz már majdnem 1 éve van érvényben, pótlólagos infláció-mérséklő hatása ezért már nem volt. Az árrésstop és a védett üzemanyagár május közepi várható kivezetésének közvetlen és közvetett hatása az éves árindexre plusz 1,3-1,5 százalékpont. Mindezeket

figyelembe véve 2026-ban 3,5%-os árindexet várunk, amennyien nem történnek egyéb drámai fejlemények a világpiacon.

2027-ben az ideinél magasabb, 3,8% körüli áremelkedés várható, jórészt az év első 5 hónapjában lefojtott infláció következtében. Amennyiben az iráni háború befejezése következtében az üzemanyagárak csökkennének, az pár tizedszázalékkal mérsékelheti ezt az ütemet.



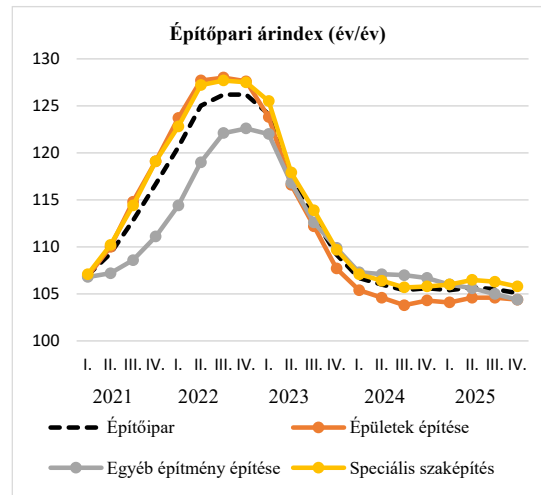
Visszafogott áremelkedésre utalnak a mezőgazdasági és ipari termelői árak is. A mezőgazdasági termelői árakat erőteljes hullámváz jellemzi. A 2022-23-as óriási áremelkedést (ez volt a kiugró inflációs korszak) 2023-ban nagy visszaesés, majd 2024-ben ismét egy kisebb emelkedő fázis követte. 2025 eleje óta azonban a mezőgazdasági árak emelkedése ismét határozottan csökken, sőt 2025 novembere óta már maguk az árak is mérséklődnek, mind a növényi, mind az állati termékek terén. 2026 februárjában a mezőgazdasági felvásárlási árak 11%-kal voltak alacsonyabbak, mint 1 évvel korábban. Ha elfogadjuk az árak hullámvázának ezt a mintázatát, akkor 2026 második



felében ismét egy emelkedő tendencia következhet, amit az idei évre előrejelzett kedvezőtlen időjárási viszonyok is erősíthetnek.

Az **ipari** termelői árak a mezőgazdasági termékekéhez hasonló pályát futottak be, de lényegesen kisebb ingadozásokkal. 2025 eleje óta itt is mérséklődő áremelkedés figyelhető meg és 2025 novembere óta, hasonlóan a mezőgazdasági termékekéhez, árcsökkenés tapasztalható. A belföldi és export értékesítés árai hasonló mértékben csökkennek.

Az **építőipar** termelői árindexe 2022 folyamán kisebb mértékben emelkedett, mint a mezőgazdasági és ipari termékeké, majd, a 2023- évi csökkenést követően, 2024 eleje óta lényegében 5% körül ingadozik, az éves építőipari árindex 2025-ben 5,4% volt, az épületek építési árai némileg enyhébben, a speciális szaképítésé nagyobb mértékben emelkedtek. Amennyiben az év második felében a beruházások élénkülnek, itt az árak némileg gyorsabban emelkedhetnek.



### 2.7.3. Jegybanki kamatok

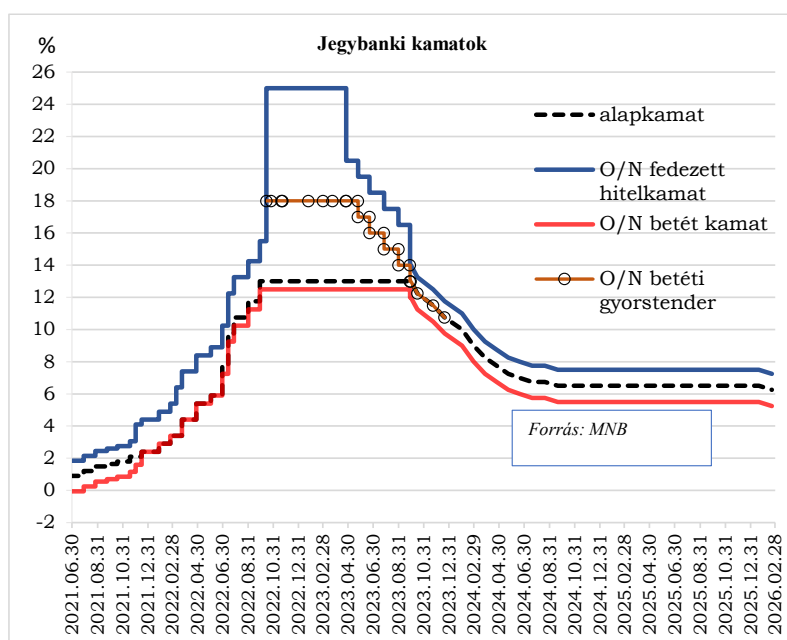
2023 és 2024 szeptembere között a jegybanki alapkamat 13%-ról **6,5%-ra** mérséklődött, és 2026 februárig ezen a szinten tartózkodott. Nem változott a kamatfolyó sem: továbbra is viszonylag szűk és szimmetrikus maradt ( $\pm 1$  százalék), az O/N hitelkamatok 7,5, az O/N betéti kamatok 5,5%-on álltak.

Változást az MNB Monetáris Tanácsának a 2026 februári ülése hozott, amelyen 25 bázisponttal csökkentették az alapkamatot, 6,25%-ra. Ezzel egyidejűleg, az O/N hitelkamatok és az ON betéti kamatok is 25 bázisponttal mérséklődtek, 7,25, illetve 5,25 százalékra. Az alapkamat csökkentésére a pénzpiac semlegesesen reagált, a forint árfolyama nem romlott.

Előző konjunktúra-jelentésünkben 2026 áprilisáig az alapkamat csökkentését nem tartottuk valószínűnek, a fogasztói árindex csökkenése ellenére. Nem látszott ugyanis megalapozottnak a kamatcsökkentési ciklus fenntarthatósága. A kamat csökkentését a jegybank maga is úgy kommentálta, hogy nem feltétlenül egy kamatciklus megkezdéséről van szó. Azaz, a jegybank továbbra is folyamatosan értékeli a makrogazdasági folyamatokat és a monetáris politika körülményeit, és ezek alapján esetenként dönt a kamatok alakításában.

És valóban ez történt, márciusban a kamatcsökkentés megakadt, amit a Monetáris Tanács a geopolitikai feszültségek erősödésével és az infláció, részben ezzel összefüggő élénkülésének a veszélyével indokolt. A jegybank szerint az infláció 2026 harmadik negyedétől a toleranciasáv fölé, éves átlagban idén 3,8-ra emelkedik.

Márciusban az infláció még a pozitív várakozásoknál is alacsonyabb volt (1,8%), igaz, ezt részben az árrésstopok és a védett üzemanyagár, valamint bizonyos áremeléseknek a választás utánra való halasztása is befolyásolja. Emellett a geopolitikai bizonytalanságok fennmaradtak, az USA által indított iráni háború elhúzódásának a veszélye továbbra is fennáll, ami inflációs kockázatokat rejthet magában. A következő hónapok kamatpolitikáját ezek a tényezők fogják meghatározni. Az inflációs bizonytalanságok miatt 2026 első felében nem várunk kamatcsökkentést.



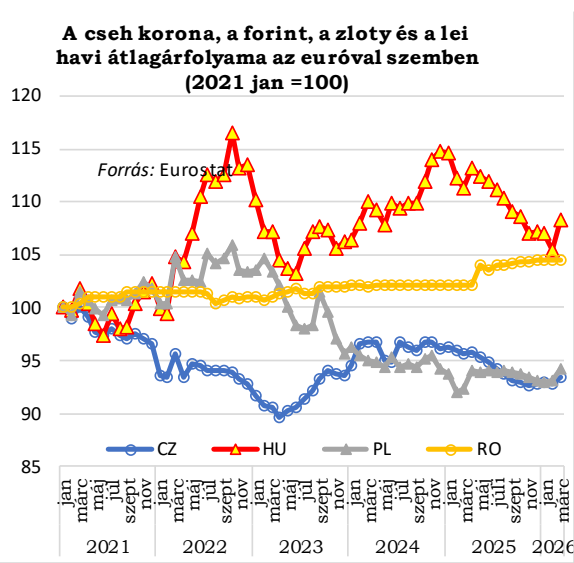
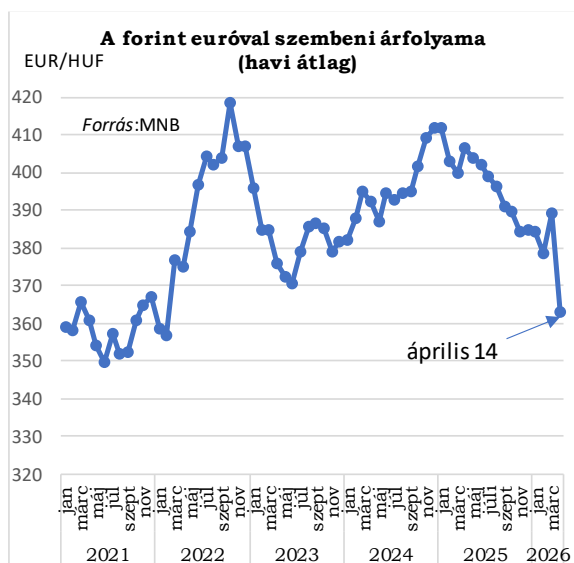
## 2.7.4. Árfolyam

A forint euró-**árfolyama** 2024 szeptemberben átlépte a 400 forintot, ezt követően pedig nagyon gyorsan 410 forint fölé emelkedett. Ezt 2025 februárban előbb enyhe, majd márciusban határozott korrekció követte, a forint havi átlagárfolyama visszaesett 400 forint/euró alá. A 2025. évi átlagárfolyam 396,75 forint/euró, a decemberi árfolyam pedig 385,4 ft/euró volt. Ezzel a 2025. decemberi átlagárfolyam a többhónapos erősödés következtében ismét elérte 2024. év eleji szintet.

Az árfolyam 2025. évi erősödése fordulatot jelentett az előző évek lényegében töretlen gyengülésével szemben, különösen a magyar gazdaság gyenge teljesítménye mellett. A forint árfolyamának az erősödését részben a bőséges nemzetközi likviditás, részben a forint befektetéseken elérhető magas hozam biztosítja, amelyet a viszonylag még mindig magas jegybanki alapkamat támasztott meg.

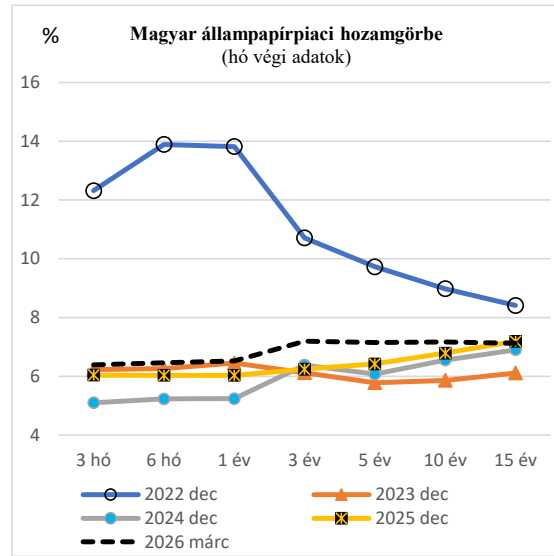
A jegybanki alapkamat 2026 februári csökkentése nem rendítette meg a forint árfolyamát, a befektetők már beárazták az alapkamat csökkentését, amely csak kimértékben mérsékelte a forint-befektetéseken elérhető hozamokat. Az amerikai-iráni háború kirobbanása következtében előállt geopolitikai bizonytalanság és az energiakrízis azonban negatív hatott az árfolyamra. Míg január-februárban a forint euró-árfolyama 380 forint körül ingadozott, márciusban ismét 390 forint közelébe emelkedett. Április elején azonban folyamatos forint erősödés következett be, amit a piaci elemzők annak tulajdonítanak, hogy a befektetők beárazták a kormányváltást. Az árfolyamnak a választás utáni alakulása egyértelműen visszaigazolja ezt: április 13-án az árfolyam 365 forintra esett vissza, azóta pedig tovább mérséklődött. Pénzpiaci szakértők további enyhe erősödést sem zárnak ki.

Márciusban a többi régiós deviza is gyengült kissé, kivéve a román lejt. A román lej rendkívül stabil árfolyamát több éven keresztül a román jegybank devizapiaci intervenciói biztosították. Ezt a jegybank 2025. májusban feladni kényszerült, mert a külső és belső pénzügyi egyensúlyi problémák és a politikai bizonytalanság miatt az intervenció a valutatartalékot túlságosan igénybe vette. A román lej gyengülése ennek ellenére igen enyhe.



## 2.7.5. Állampapírpiazi hozamok

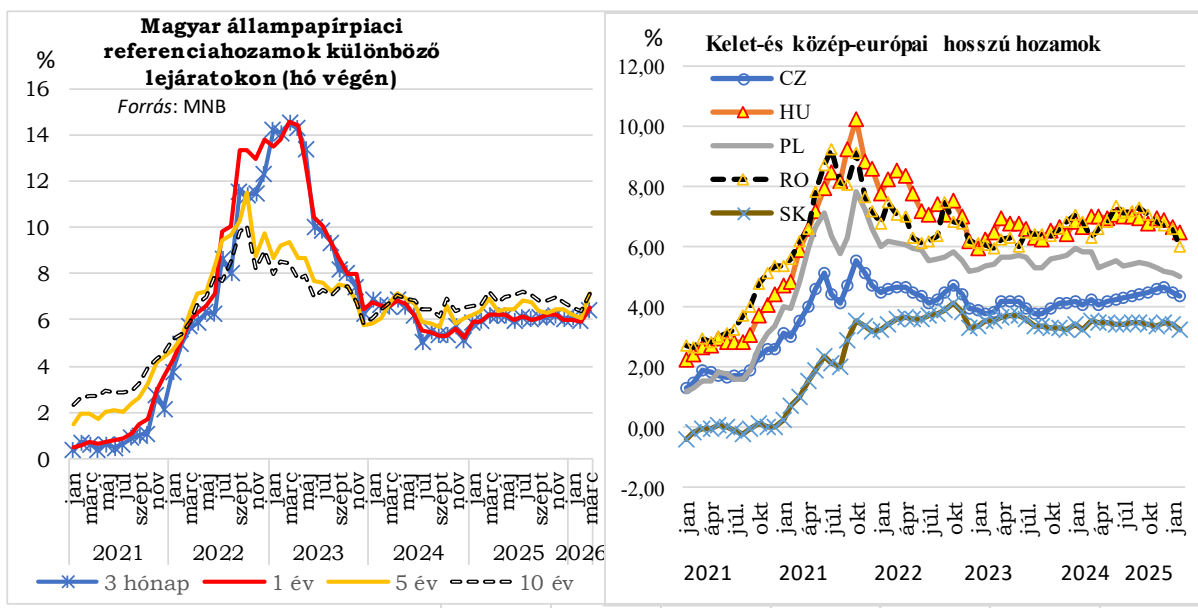
2025-ben az állampapírpiazi hozamok továbbra is viszonylag lapos hozamgörbét mutattak, bár némi elmozdulás történt a 2024. végi állapothoz képest. 2025 decemberében a rövid hozamok majdnem 1 százalékponttal voltak magasabbak, mint 1 évvel korábban, a 3 éves papírok hozama pedig pontosan megfelelt az előző 2 év szintjének. A 3 évnél hosszabb papírok hozama pedig pár tizedszázalék ponttal meghaladta a 2024. decemberit. A 10 éves hozam 2025 folyamán enyhén emelkedett: az év közepén 7% fölé emelkedett, decemberre azonban 6,79%-ra esett vissza.



2026 első két hónapjában a 3-10 év közötti lejáratú állampapírok hozama kb. 1 százalékponttal emelkedett. Az 1 éves és az alatti papírok hozama változatlan maradt. Április közepére, valamennyi lejáraton csökkentek a hozamok, a 10 éves referencia-hozamok 6,14%-ra, amire 2024 szeptembere óta nem volt példa.

Továbbra is jellemző, hogy a magyar és a román 10 éves állampapírok fizetik a régióban (és az EU-ban), a legmagasabb hozamot. Ez a két piac lényegében fej-fej mellett haladt az elmúlt néhány évben ebben a negatív versenyben. 2026 februárjában éppenséggel a magyar hozam volt árnyalatnyival magasabb (6,97%), a románnál magyarnál (6,82%). Áprilisban ez a helyzet feltehetőleg változik. Februárban a lengyel hosszú hozamok 5,2-5,5, a cseh hozamok 4,5, az euróövezeti szlovák hozamok pedig 3,3%-on álltak.

A hozamok további alakulása részben a költségvetési problémák megoldásának a lehetőségétől, részben a magyar kormány programjának az elfogadhatóságával kapcsolatos befektetői bizalomtól függ.



### 2.7.6. Vállalati és lakossági kamatok

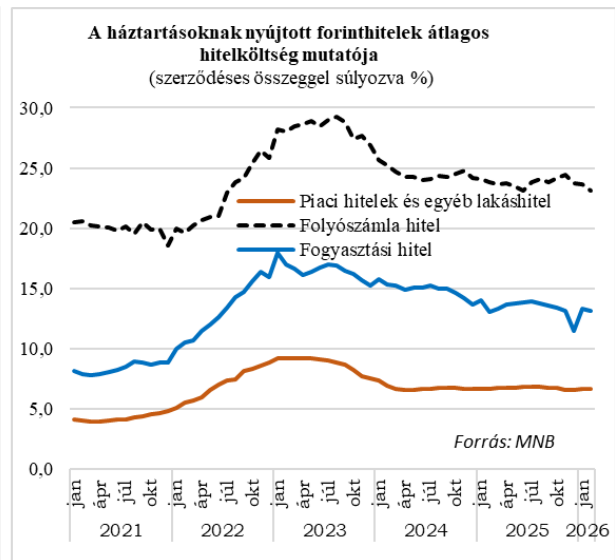
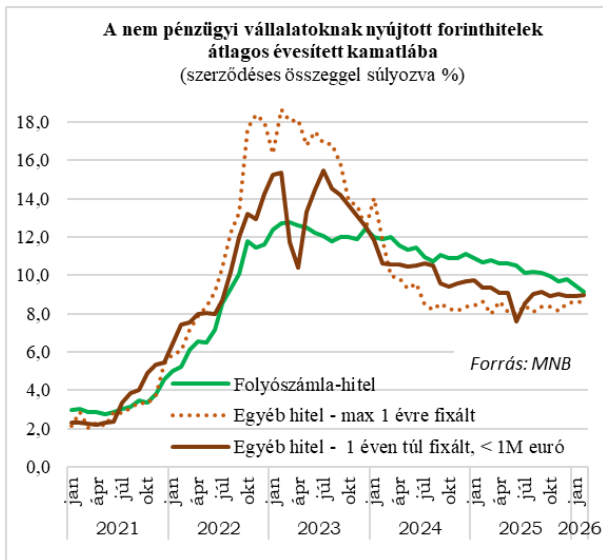
A **vállalati** hitelpiac 2025-ben és 2026 elején alapvetően stabilizálódó, de továbbra is kettős szerkezetű képet mutatott: a piaci kamatkörnyezet viszonylag magas maradt, miközben a támogatott konstrukciók szerepe erősödött. A vállalati hitelkamatok 2025 első felében csökkentek, majd a második félévben 8–9% körül stabilizálódtak. A vállalati hitelállomány 7,5%-kal nőtt 2025-ben, amit részben a negyedik negyedévi nagy összegű egyedi ügyletek magyaráznak. A kis és középvállalkozói (kkv) szektor hitelállománya 6,5%-kal bővült éves alapon 2025-ben. A támogatott hitelek aránya a kkv-szektorban 2025 IV. negyedévében 35,3%-ra emelkedett, ami 17%-pontos emelkedést jelent év/év alapon. A bővülés összefügg a Széchenyi Kártya Program kamatainak 2025. októberi csökkentésével. A növekedést elsősorban a forgóeszköz- és likviditási célú hitelek hajtották, amit az év végi folyószámla-hitel kihelyezések megugrása is jelez. A vállalati folyószámla-hitelek szerződéseinek összege 2025-ben 17%-kal nőtt. Ez azt is jelzi, hogy a hiteldinamika jelentős részben programvezérelt.

2026 elején a vállalati hitelpiacon a mérsékelt élénkülés folytatódott, de nem gyorsult. A vállalati folyószámlahitelek kamatai januárban és februárban is csökkentek, míg az egyéb hitelek kamatszintje érdemben nem változott. A hitelállomány alakulása 2026. első két hónapjában volatilis volt. A banki visszajelzések alapján a hitelkereslet élénkülése elsősorban a rövid lejáratú és forintalapú hitelekre koncentrált. A folyószámla-hitelek szerződéses összege 20% feletti ütemben nőtt 2026 elején is. A kihelyezésekben továbbra is meghatározóak a támogatott konstrukciók, különösen a fix kamatozású kkv-hitelek. A banki várakozások szerint a vállalati hitelkereslet 2026 első felében is fennmaradhat, elsősorban a forint-hitelek és a rövid lejáratú hitelek piacán. A hosszú lejáratú, beruházási célú hitelek iránti keresletben egyelőre nem látszik a fordulat.

A **háztartási** hitelállomány 14,7%-kal nőtt 2025-ben, miközben az új szerződések volumene a IV. negyedévben 81%-kal emelkedett, historikus csúcstól (1304 milliárd forint) elérve. A 2025. szeptembere óta elérhető Otthon Start Program hatására a lakáshitelek kibocsátása a IV. negyedévben több mint kétszeresére nőtt.

2025-ben a lakossági hitelek kamat- és volumendinamikája hiteltípusonként eltérően alakult. A fogyasztási hitelek szerződéses összeggel súlyozott átlagos hitelköltsége mérséklődött, a hitelek állománya több mint egyharmadával bővült, decemberben kiugró, közel 70%-os növekedéssel. A bővülést elsősorban a személyi és áruvásárlási hitelek hajtották. 2026 elején a növekedés üteme mérséklődött, ugyanakkor a személyi hitelek volumene továbbra is 15% feletti ütemben nőtt. A lakossági folyószámlahitelek kamata tartósan 23–24% felett maradt, miközben az állomány 5%-kal bővült.

2025-ben a lakossági hitelpiacot a fogyasztási hitelezés bővülése és a támogatott lakáshitelek dominanciája jellemezte, változatlanul magas kamatszint mellett. A betéti oldalon a likvid megtakarítások bővülése volt meghatározó. A lakosság látra szóló és folyószámla-betéteinek állománya mintegy 17%-kal nőtt, miközben kamatuk 0,2% körüli szinten stagnált. Ez a likvid eszközök iránti tartós preferenciát jelzi.



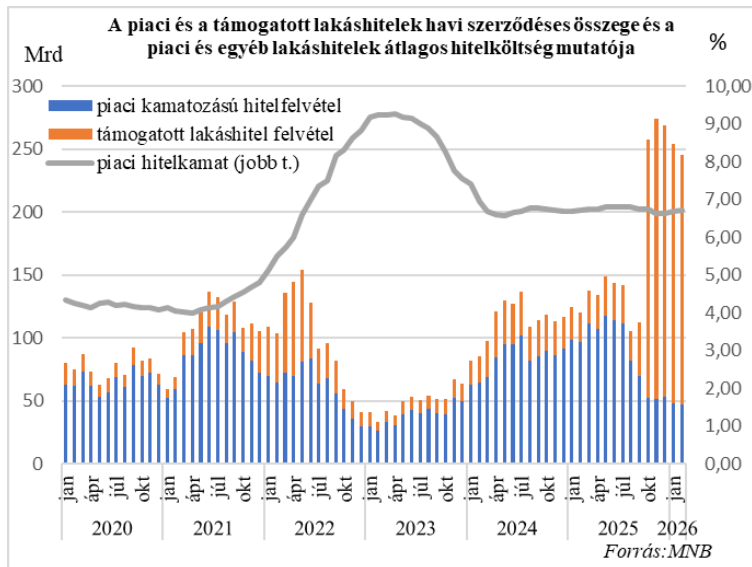
## Lakáshitelek

2025-ben a lakáshitelpiacot az Otthon Start Program (OSP) szeptemberi bevezetéséhez köthető keresletélénkülés jellemezte. A lakáscélú hitelek szerződéses összege közel 50%-kal nőtt az év folyamán. A bővülés döntően a negyedik negyedévhez köthető, amikor az új kihelyezések volumene 130%-kal haladta meg az előző év azonos időszakit. Az OSP keretében 16,4 ezer darab szerződés jött létre, 575 milliárd forint értékben. Ennek eredményeként a kamattámogatott hitelek aránya a folyósításokon belül a III. negyedévi 27%-ról 81%-ra nőtt. Az új lakáshitel-szerződések havi átlagos száma 2025 szeptemberéig mintegy 6600 volt, ami 2025 októbere és 2026 februárja között 9600-ra nőtt, ugyanakkor elmaradt a korábbi támogatási programokhoz köthető hitelpiaci csúcsoktól. A kihelyezési volumen növekedése a korábbi csúcsoktól elmaradó szerződésszám mellett az egy szerződésre jutó átlagos hitelösszeg emelkedésére utal, ami a lakásárak növekedésével is összefügg.

Az OSP elindulásával a használtlakás vásárlását finanszírozó hitelek aránya 77%-ról 80% fölé (októberben közel 90%-ra) nőtt, miközben az új lakás vásárlását célzó hitelek aránya 10% alatt maradt, ami arra utal, hogy a kereslet élénkülése nem jelent meg az új lakások piacán, összhangban azok magas árszintjével és korlátozott kínálatával.

A piaci lakáshitelek átlagos hitelköltségmutatója (THM) a 2024. februári jelentősebb csökkenést követően 6,7–6,8% közötti sávban stabilizálódott. A támogatott lakáshitelek hitelköltsége ezzel szemben emelkedett: a januári 8,1%-ról 2025 végére 8,4%-ra. Az emelkedés a konstrukciók szerkezetének és díjlemeinek változásával magyarázható. Ugyanakkor, az ügyfelek által viselt kamatteher érdemben nem nőtt, mivel a támogatott hitelek esetében a költségek jelentős részét az állam átvállalja. A 227/2025. (VII. 31.) Korm. rendelet szerint számított kamattámogatás összege 2026 márciusáig 20 milliárd forint alatt maradt. Az OSP magas volumene és legfeljebb 3%-os ügyfélkamatai következtében az új hitelfelvevők átlagos ügyfélkamata 2025-ben 5,1%-ról 3,6%-ra csökkent.

A várakozások szerint az OSP-ben elérhető magas hitelösszeg és a széles jogosulti kör 2026-ban is erős lakáshitel-keresletet támogathat, amit a közszolgálati otthon-támogatási program tovább erősíthet. Kínálati oldalon az egyszerűsített engedélyezési eljárások, kiemelt beruházási státuszt élvező lakásprojektek támogatása, új építésű lakások fejlesztésének felgyorsítása járulhatnak hozzá a hitelezési aktivitás fenntartásához.



Gazdasági jelzőszámok 2018-2025-re, előrejelzés 2026-ra és 2027-re  
(százalékos változás)

|  | 2018 | 2019  | 2020 | 2021 | 2022  | 2023  | 2024  | 2025 | 2026* | 2027* |
|--|------|-------|------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|
| <b>GDP-AGGREGÁTUMOK ÉVES REÁLNOVEKEDÉSE</b>    |      |       |      |      |       |       |       |      |       |       |
| GDP összesen                                   | 5,6  | 5,1   | -4,3 | 7,2  | 4,2   | -0,8  | 0,7   | 0,5  | 2,0   | 2,5   |
| Belföldi felhasználás                          | 7,3  | 7,3   | -2,2 | 6,8  | 4,3   | -5,4  | 0,0   | 2,3  | 3,7   | 3,2   |
| Magánfogyasztás                                | 4,1  | 4,7   | -0,8 | 4,8  | 6,3   | -1,2  | 6,4   | 2,9  | 3,5   | 2,8   |
| Közösségi fogyasztás                           | 4,3  | 9,6   | 4,2  | 2,1  | 0,7   | 3,8   | -6,0  | 3,2  | 0,5   | 0,5   |
| Bruttó felhalmozás                             | 17,1 | 12,2  | -7,7 | 13,1 | 1,6   | -15,7 | -11,4 | 0,5  | 4,7   | 5,5   |
| ebből: állóeszköz-felhalmozás                  | 16,4 | 12,7  | -7,6 | 5,9  | -1,0  | -5,9  | -8,6  | -2,8 | 4,7   | 5,5   |
| Export <sup>a</sup>                            | 5,0  | 5,5   | -6,1 | 8,2  | 10,7  | 1,8   | -0,5  | -1,1 | 0,6   | 2,1   |
| Import <sup>a</sup>                            | 7,0  | 8,2   | -3,6 | 7,7  | 10,8  | -3,4  | -1,4  | 1,2  | 2,6   | 3,0   |
| <b>TERMELÉSI INDEXEK</b>                       |      |       |      |      |       |       |       |      |       |       |
| Mezőgazdasági kibocsátás (bruttó)              | 2,6  | -0,1  | -2,4 | -1,1 | -16,5 | 25,6  | -4,3  | -2,6 | 0,0   | 0,0   |
| Ipari termelés                                 | 3,5  | 5,6   | -6,0 | 9,5  | 6,1   | -5,5  | -4,1  | -3,2 | 1,3   | 3,0   |
| Kiskereskedelmi forgalom volumene              | 6,7  | 6,3   | -0,1 | 3,7  | 5,0   | -7,7  | 2,8   | 2,9  | 3,3   | 2,9   |
| <b>FOGLALKOZTATÁS, JÖVEDELMEK</b>              |      |       |      |      |       |       |       |      |       |       |
| Foglalkoztatottak száma                        | 1,3  | 0,8   | -0,9 | 0,7  | 1,3   | 0,6   | 0,0   | -0,5 | -0,7  | 0,1   |
| Munkanélküliségi ráta (15-74 éves népesség)    | 3,6  | 3,3   | 4,1  | 4,0  | 3,6   | 4,1   | 4,5   | 4,4  | 4,8   | 4,5   |
| Bruttó nominális keresetek <sup>b</sup>        | 11,3 | 11,9  | 9,0  | 8,7  | 17,6  | 14,0  | 13,2  | 9,0  | 9,2   | 7,0   |
| Nettó reálkeresetek <sup>b</sup>               | 8,3  | 8,4   | 5,7  | 3,1  | 3,2   | -3,1  | 9,0   | 4,8  | 6,0   | 3,4   |
| <b>ÁRAK, ÁRFOLYAMOK, KAMATOK</b>               |      |       |      |      |       |       |       |      |       |       |
| Fogyasztói árindex                             | 2,8  | 3,4   | 3,3  | 5,1  | 14,5  | 17,6  | 3,7   | 4,4  | 3,5   | 3,7   |
| Forint/euro árfolyam (éves átlag)              | 319  | 325   | 351  | 359  | 391   | 382   | 395   | 398  | 370   | 370   |
| Dollár/euro árfolyam (éves átlag)              | 1,18 | 1,12  | 1,14 | 1,18 | 1,05  | 1,08  | 1,08  | 1,13 | 1,16  | 1,14  |
| Rövidtávú kamatok (3 hó), időszak vége         | 0,00 | -0,01 | 0,28 | 2,16 | 12,32 | 6,23  | 5,10  | 6,0  | 6,5   | 6,0   |
| Hosszútávú kamatok (10 év), időszak vége       | 3,01 | 2,01  | 2,08 | 4,51 | 8,98  | 5,86  | 6,55  | 6,79 | 7,3   | 6,8   |
| <b>FIZETÉSI MÉRLEG</b>                         |      |       |      |      |       |       |       |      |       |       |
| Folyó fizetési és tökemérleg a GDP %-ában      | 2,4  | 1,2   | 0,9  | -2,1 | -7,4  | 1,1   | 2,1   | 2,1  | 1,5   | 1,0   |
| <b>ÁLLAMHÁZTARTÁS</b>                          |      |       |      |      |       |       |       |      |       |       |
| Államháztartás egyenlege, a GDP %-ában         | -2,0 | -2,0  | -7,5 | -7,1 | -6,2  | -7,0  | -5,1  | -4,7 | -6,0  | -4,8  |
| Bruttó államadósság, a GDP %-ában <sup>c</sup> | 68,8 | 65,0  | 78,7 | 76,2 | 74,1  | 73,3  | 73,5  | 74,6 | 75,5  | 75,0  |

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

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

c Az államháztartás az Eximbankkal együtt

\* A Kopint-Tárki előrejelzése

Forrás: KSH, MNB

