

Kopint-Tárki Zrt.: Mérsékelt gyorsulás

NAGY KATALIN – PALÓCZ ÉVA – VAKHAL PÉTER

A nemzetközi gazdaság helyzetére 2025 elején az általános bizonytalanság és a lefelé mutató kockázatok erősödése jellemző. A Donald Trump által bejelentett vámintézkedések növekedést fékező és inflációt erősítő hatása nagyobb mértékű lassulást is eredményezhet. Az amerikai kereskedelempolitika okozta bizonytalanság, az intézkedések kiszámíthatatlansága már önmagában is fékezi a befektetői hajlandóságot és visszafogja a fogyasztást. Ebben a helyzetben a világkereskedelem lassuló bővülése, az Európai Unió mérsékelt, egy százalék körüli növekedése várható. A vámok az USA gazdaságára is visszautatnak, s itt is jelentős lesz a növekedésllassulás. Az amerikai kereskedelmi háború nem közvetlenül érinti az új EU-tagállamokat, hiszen az amerikai export részesedése sehol sem éri el az öt százalékot, de egyes szektorokban zavarok keletkezhetnek. Az indirekt, másodkörös hatások azonban sokkal inkább érzékelhetők lehetnek, mivel a kelet-európai régió fő piacait jelentő nyugat-európai országok jellemzően nagyobb kitettséggel rendelkeznek.

2024-ben a magyar gazdaság éves teljesítménye 0,5 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban. Az idei évre csupán szerény gazdasági élénkülést várunk. A továbbra is gyenge, és az eskalálódó vámháború közepette egyre kiszámíthatatlannabb nemzetközi konjunktúra körülményei között az ipari növekedés nem tud igazán beindulni. A fokozódó bizonytalanságok és a továbbra is meglevő fiskális korlátok miatt a beruházásokat illetően inkább stagnálást, mintsem növekedést várhatunk. Másfelől a reálkereset-emelkedés lassulása ellenére a háztartások fogyasztása az idén is érdemben nőhet, és ez – a beruházásoknak a tavalyi visszaesést követő ideai stagnálásával együttesen – lehetővé teszi a belföldi felhasználás érzékelhető bővülését.

* Nagy Katalin, a Kopint Konjunktúrakutatási Alapítvány ügyvezető igazgatója.
E-mail: katalin.nagy@kopint-tarki.hu

Palócz Éva, a Kopint-Tárki vezérigazgatója. E-mail: eva.palocz@kopint-tarki.hu

Vakhal Péter, a Kopint-Tárki tudományos főmunkatársa. E-mail: peter.vakhal@kopint-tarki.hu

Az elemzés a Kopint-Tárki Zrt. A világgazdaság és a magyar gazdaság helyzete és kilátásai 2025 tavaszán című konjunktúrajelentése alapján készült. A kiadvány szerzői: Bogóné Jehoda Rozália, Matheika Zoltán, Nagy Katalin, Oblath Gábor, Palócz Éva és Vakhal Péter. Szerkesztette: Nagy Katalin és Palócz Éva.

A kézirat 2025. április 15-én érkezett a Külgazdaság szerkesztőségébe.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2025.69.3-4.61>

sét. Az év nagy részében továbbra is nyomott exportkilátások miatt azonban a nettó export az idén visszafogja a növekedést. A Kopint-Tárki jelenleg a GDP 1,5 százalékos bővülését várja az idei évre, és mérsékelt gyorsulásra számít 2026-ban.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: F01, E20, E30.

Kulcsszavak: világgazdaság, magyar gazdaság, makrogazdasági előrejelzés.

Abstract

Kopint-Tárki Zrt.:

Moderate acceleration

KATALIN NAGY – ÉVA PALÓCZ – PÉTER VAKHAL

The international economic outlook for 2025 is characterised by general uncertainty and increasing downside risks. The growth-constraining and inflation-intensifying effects of the tariff measures announced by Donald Trump could also lead to a larger slowdown. The uncertainty and unpredictability of US trade policy measures is in itself dampening investors' activity and holding back consumption. In this context, we expect a slowdown in world trade growth, modest growth of around 1 percent in the European Union, and tariffs will also have a knock-on effect on the US economy, with a significant slowdown in growth here too. The new EU member states will not be directly affected by the US trade war, as their share of US exports is below 5 percent, but some sectors could be affected. However, indirect, second-round effects may be more noticeable, as Western European countries, which are the most important markets for the Eastern European region, typically have a higher exposure.

In 2024, overall economic activity was only 0.5 percent higher than in the previous year. We expect only a modest upturn this year. Industrial growth is unlikely to gain substantial momentum amid the still weak and, due to the escalating trade war, increasingly uncertain international environment. Given the growing uncertainties and the persistent fiscal constraints, investments are more likely to stagnate than expand. On the other hand, household consumption may continue to grow at a relatively good pace despite the slowdown in real wage growth. This – along with the shift in investments from contraction in 2024 to stagnation in 2025 – will support a moderate growth in final domestic demand. Since the export outlook remains subdued for much of the year, net exports are expected to weigh on economic growth in 2024. At present, Kopint-Tárki expects Hungary's GDP to expand on 1.5 percent this year, followed by a moderate acceleration in 2026.

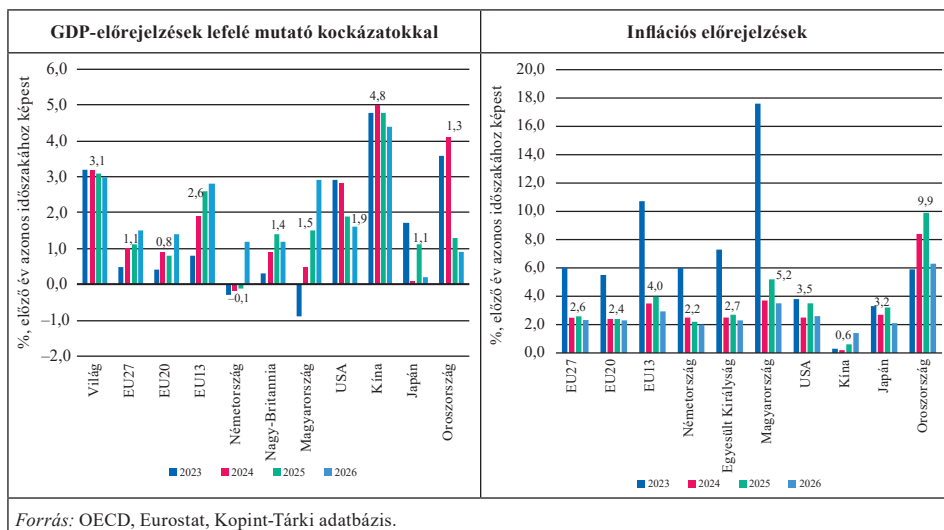
Journal of Economic Literature (JEL) codes: F01, E20, E30.

Keywords: global economy, Hungarian economy, macroeconomic forecast.

Nemzetközi gazdaság – borús kilátások

Az OECD márciusi, legfrissebb jelentése szerint a globális növekedés tavaly még 3,2 százalék volt ugyan, ami részben az USA robusztus növekedésének, részben néhány feltörekvő ország (például India, Kína) jó teljesítményének volt tulajdonítható, de a 2025-re vonatkozó kilátások már egyre borúsabbak. Ebben a bizonytalanságokkal terhes időszakban az OECD *3,1 százalékra mérsékelte idei előrejelzését és 3 százalékra 2026. évi prognózisát*, de az április elején Donald Trump által bejelentett vámintézkedések növekedést fékező és inflációt erősítő hatása nagyobb mértékű lassulást is eredményezhet. Az intézkedések kiszámíthatatlansága már önmagában is fékezi a befektetői hajlandóságot és visszafogja a fogyasztást. Trump vámintézkedéseinek gazdasági hatásai egyelőre nem igazán számszerűsíthetők, főleg mert még mindig nem világos, mi az, ami tényleg megvalósul belőlük, de a vámháború eskalálódása költségnövelő hatással járhat, és az infláció újra erőre kaphat, ami a jegybankokat óvatosságra, a monetáris lazítás lassítására készítheti (1. ábra).

1. ábra



Az USA szinte valamennyi országgal szemben legalább 10 százalékos vámot léptetett életbe. Az Európai Unió esetében a 20 százalékos általános importvám mellett bizonyos termékkategóriákra, például acélra és gépjárművekre 25 százalékos külön-

vámok is érvényesek. Noha ez utóbbi vámtételek az európai és a kelet-ázsiai márkatulajdonosokat is sújtják, a vámok a mexikói leányvállalatokat érinthetik közvetlenül, ahol a járműveket összeszerelik. A vámok átmeneti felfüggesztése sem könnyít a helyzeten, mert az amerikai kormány döntései továbbra is kiszámíthatatlanok. Így például a legfrissebb hírek szerint a népszerű elektronikai termékeket kiviszik a Kínára kivetett 145 százalékos és a többi országra kivetett 10 százalékos alapvámok hatálya alól. Trump a vámok bilaterális újratárgyalásának lehetőségét is kilátásba helyezte, de ezek kimenetele egyelőre nem látható előre. A kivetett vámtételek meglehetősen magasak, rengeteg az ismeretlen tényező, és az amerikai fogyasztókon, importőrökön, a külföldi beszállítókon és a fogyasztókon is múlik, hogy a megemelt vámoknak milyen következményei lesznek a világkereskedelmi rendszerre.

Ami *Európát* illeti, egyes ágazatokat rendkívül érzékenyen érintenek a vámok, ilyen például a gyógyszeripar, mivel összeurópai exportjának közel a fele az USA-ba megy. Itt alacsonyak a helyettesítési lehetőségek. Az európai járműipart érintő hatások elsősorban közvetett módon jelentkeznek, mivel a közvetlen beszállítás viszonylag alacsonynak mondható. Bár az is igaz, hogy az Európából az USA-ba exportált gépjárművek elsősorban nem tömegtermékek, hanem olyan felső kategóriás modellek, amelyek magasabb áron is értékesíthetők. A nagyobb tételben beszállított európai márkák már eleve az USA-ban vagy Mexikóban készülnek, így az első körös hatások ott érződnek. A megemelt vámok következményeit azonban végül értelemszerűen az európai márkatulajdonos szenvedni el profitsökkenés formájában. Ez azonban már második körös hatás, és az európai gazdaságot elsősorban az elmaradó beruházásokon keresztül érintheti, ami a későbbiekben kapacitásleépítésekhez is vezethet.

Az USA-ba való áttelepülés akár reális forgatókönyvnek is tűnhet, különösen, ha ezzel egyidőben az amerikai márkák is fokozzák európai jelenlétüket, ekkor ugyanis makroszinten mérsékelhetőek a veszteségek. A helyzet vesztese a legtöbb forgatókönyv szerint Mexikó és Kanada, valamint bizonyos szegmensekben Kína. Ennek mértéke azonban még kérdéses. Kanada a nyersanyagkészletei miatt valamelyest védettebb, mivel azok iránt az amerikai kereslet vélhetően megmarad, ezért a hatások ellenvámokkal enyhíthetők. Kína esetében szintén az ellenvámok és a kereskedelem más irányokba terelése mérsékelhetik a kedvezőtlen hatásokat. Mexikó azonban nem rendelkezik olyan komparatív előnyökkel, amelyek máshol érvényesíthetők lennének, és amelyek makrogazdasági szinten is érzékelhető enyhülést hoznának, így az intézkedéssorozat fő vesztesének tekinthető.

Ebben a helyzetben nem csoda, hogy a befektetők a biztonságosabbnak ítélt eszközök (mint például az arany) felé fordulnak. Bár a vámok bevezetése előtt egyfajta

készletfelhalmozás még jellemző volt, a jövőben a kereskedelmi volumen mérséklődése várható. A világgazdaság valószínűleg alkalmazkodni fog az új körülményekhez, de a Trump-adminisztráció kereskedelempolitikája továbbra is jelentős kockázatot jelent, ami a beruházások visszafogásán keresztül makroszinten is éreztetheti hatását.

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

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

A *gázárak* körül is sok a bizonytalanság. Februárban emelkedés volt tapasztalható, különösen a cseppfolyósított gáz ára emelkedett. Az ukrán tranzit leállása és a vártnál hidegebb tél Európában azonban felfelé húzta a gázárakat. Február óta az európai gáztárolók töltöttsége is lejjebb ment, április elején már csak 34 százalékot ért el, ami 2022 óta a legalacsonyabb szint. Így februárban mintegy 58 euró/megawattóra emelkedett a holland TTF tőzsdei gázár, február második felében viszont csökkenésnek indult, és átmeneti ingadozások után április közepén a határidős jegyzései 35 euró/megawattóra alá estek, megközelítve a 2024 szeptemberi, legalacsonyabb szinteket. A gázpiac alakulására még nehezebb prognózist adni, mint az olajéra, mivel gyors és hektikus mozgások tapasztalhatók. Szakértői becslések szerint Európában a nyáron nagyon *agresszív gázbeszerzési stratégiát kell folytatni* ahhoz, hogy a tartályokat – a tárolási követelményeknek megfelelően – fel lehessen tölteni, ami jelentős többletköltséggel járna.

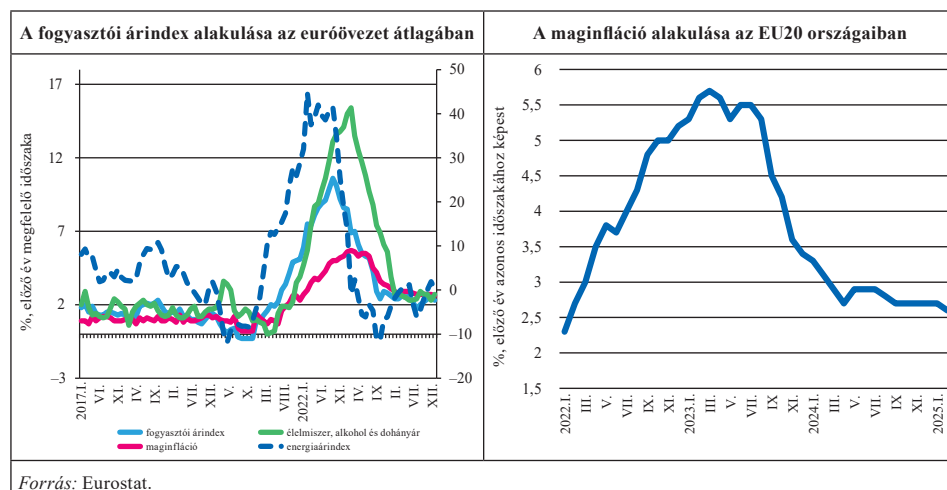
A nem energiahordozó nyersanyagok piacán az elmúlt évben az italok és az arany ára emelkedett jelentősen. Az importőrök felvásárlásai súlyosbították a hiányt és emelték az árakat. Ezzel párhuzamosan az amerikai vámháború, különösen a 10 százalékos importvámok tovább növelik a költségeket az amerikai fogyasztók számára, akik a kávé- és kakaóbabpiac jelentős vásárlói.

Az infláció mérséklődésével a monetáris lazítás elvileg folytatódhatna, de e téren is nagy a bizonytalanság. Az amerikai *alapkamat* tavaly december közepe óta a 4,25–4,50 százalékos sávban mozog. Legutóbbi, márciusi kamatdöntő ülésén sem változtatott az alapkamaton a Fed. Viszont – elsősorban a vártnál nagyobb mértékű amerikai vámintézkedések miatt – módosította gazdasági előrejelzéseit: lassúbb növekedést és magasabb inflációt áras az idei és a következő évre, és a munkanélküliség emelkedésétől is tart. Ebből az is következik, hogy óvatosabb lesz a kamatküigazításokkal. A sok bizonytalanság miatt egyelőre kivár, amit megtehet, hiszen a munkaerőpiac még jó helyzetben van, és a kamatok még mindig magasak, tehát van mozgástere a jövőbeli korrekciókra. Az infláció emelkedése elsősorban a vámok miatt következik be, s a magasabb infláció a kereslet csökkenését és a növekedés lassulását eredményezheti, ami megnehezíti a Fed dolgát. Az Európai Központi Bank március 6-án – az idén immár másodszor – 25 bázisponttal csökkentette a három irányadó kamatlábat. Az indoklás szerint az infláció a szakértői várakozásoknak megfelelően alakul, és egyre közelebb kerül a jegybanki célértékhez (2. ábra). A gyenge gazdasági kilátások további kamatcsökkentéseket tennének szükségesé, ugyanakkor az inflációval kapcsolatos bizonytalanságok óvatosabbá tehetik az EKB-t. A helyzetet nehezíti, hogy az amerikai vámok az infláció erősödését és a növekedés lassulását okozhatják. A német kormány tervezett költségezése hosszabb távon gyorsíthatja ugyan a növekedést, de lökést adhat az inflációnak is.

Tavaly az euró dollárárfolyama éves átlagban 1,08 volt. Az idei éves átlag ennél alacsonyabb ugyan, 1,06 euró/dollár, de a tavalyi év végi és az idén az év elején bekövetkezett gyengülés után az euró erősödni kezdett. Ez szemmel láthatóan tudatos amerikai politika következménye. Hogy ez mennyire lesz tartós, azt egyelőre nehéz megmondani. Trump hivatalba lépésével teljesen kaotikus pénzügyi és gazdasági környezet alakult ki az egész világon, és az euró devizatartalékszerepe erősödni kezdett. Így az idei évre árfolyamprognózist adni szintén elég nehéz: egyelőre *az euró további erősödése* látszik, de hogy ez mennyiben lesz tartós folyamat, az nagyban az amerikai gazdaságpolitika újabb fordulatain múlik. Amennyiben a befektetők úgy ítélik meg, hogy az EU pénzügyi biztonságosabb,

kiszámíthatóbb alternatívát jelentenek, tartós elfordulás következhet be a dollártól, ami erősítheti az eurót.

2. ábra



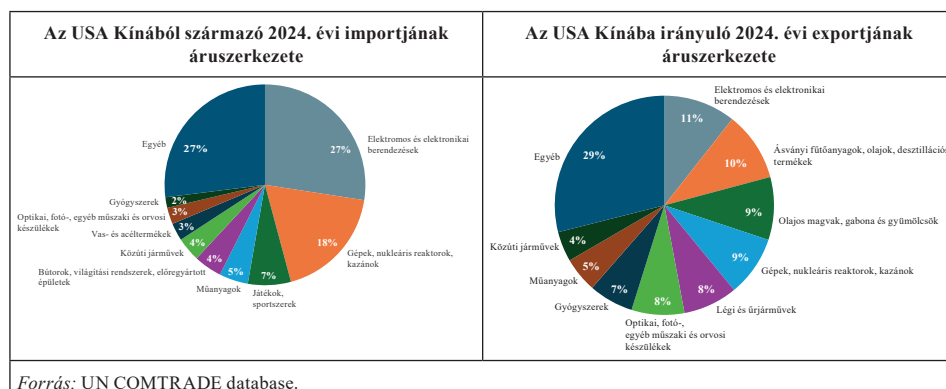
Az Európai Unió külső környezetét továbbra is egyes kép jellemzi. Az *USA-ban* a növekedési prognózisokat az amerikai kereskedelempolitika kiszámíthatatlansága nehezíti. A jelenlegi trendek alapján a növekedés lassulására, az infláció erősödésére és a munkanélküliség növekedésére lehet számítani. A legfrissebb adatok szerint nagyot romlott az amerikai feldolgozóipar helyzete is az utóbbi időben. Így az idén 1,9 százalék, jövőre 1,5 százalék körüli GDP-bővülés várható, a lefelé mutató kockázatok azonban jelentősek, mivel a Trump-féle vámintézkedések gazdasági hatásai egyelőre nem számszerűsíthetők. A *japán gazdaság* tavaly mérsékeltén bővült, míg az infláció makacsul tartja magát, jelentős részben a gyenge jen árszintnövelő hatása miatt. A magánfogyasztás lassan bővül, a vállalkozások a globális bizonytalanságok miatt egyelőre visszafogják beruházásaikat. Így az idén valamelyest gyorsul ugyan a növekedés, de összességében mérsékelt marad. A japán jegybank – ellentétben más jegybankokkal – szigorít. A fiskális politika továbbra is expanzív, de az újabb konjunktúraélnkítő intézkedések hatása szerény marad, mivel kifutó ösztönzőket helyettesítenek. Az amerikai kereskedelempolitikai intézkedések Japánra is kedvezőtlenül hatnak, és az export bővülését jelentősen fékezni fogják. A *brit gazdaság* tavaly – akárcsak egy évvel korábban – gyenge teljesítményt nyújtott. A GDP

0,9 százalékkal bővült, a két utolsó negyedévben stagnált a gazdaság. Ez a lanyha teljesítmény mind a magánfogyasztás, mind a beruházások, mind az export alakulásában megmutatkozott. Erőteljes bővülést egyedül az állami fogyasztás mutatott. A növekedést leginkább az ipari termelés visszaesése fékezte. Az infláció továbbra is jelen van, a szolgáltatásinfláció mintegy öt százalék körül mozog. A brit monetáris politika jelenleg óvatos. Az idei növekedést élénkítheti, hogy jelentősebb állami beruházások indulnak meg, ugyanakkor a kedvezőtlen nemzetközi környezet alapján nem lehet jelentősebb exportélnkülésre számítani. Így a jelenlegi előrejelzések szerint a brit GDP az idén 1,4, jövőre 1,2 százalékkal bővülhet.

Kínában 2024-ben a különféle kormányzati intézkedéscsomagokkal a magánfogyasztás és az export kiemelkedően intenzív növekedése révén sikerült teljesíteni a GDP előirányzott ötszázalékos bővülését, de várhatóan sem az idén, sem jövőre nem fogják elérni ezt az ütemet. 2025-re 4,8 százalékos, 2026-ra csupán 4,4 százalékos növekedést prognosztizálnak. A kínai kormány a gazdaság élénkítése érdekében a fiskális expanzió eszközehez fordul. Kína továbbra is a technológiai önellátásra és az innovációra fókuszál, különösen a mesterséges intelligencia, a félvezetők és a jövő egyéb iparágai, így például a zöldtechnológiák terén. Az amerikai protekcionista intézkedések kedvezőtlen hatásait egy, a külföldi beruházásokat ösztönző cselekvési terv meghirdetésével kívánja ellensúlyozni. A kínai export növekedési üteme minden bizonnyal mérséklődni fog, de visszaesésével nem számolnak a szakértők. Egyrészt azért, mert a kínai termékek iránti kereslet továbbra is élénk marad az USA-ban, másrészt pedig azért, mert az igen alacsony, már-már deflációba csúszó infláció következtében a kínai termelők árversenyképessége továbbra is fennmaradhat, és szükség esetén felmerülhet a júan leértékelése is.

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

Az USA és Kína egymással folytatott kereskedelmének áruszerkezetét vizsgálva megállapíthatjuk, hogy Kína exportjának döntő hányadát a fejlett ipari országokéra jellemző termékcsoportok dominálják, míg az USA-éban előkelő helyet foglalnak el a nyers- és fűtőanyagok, valamint a mezőgazdasági termékek (3. ábra).



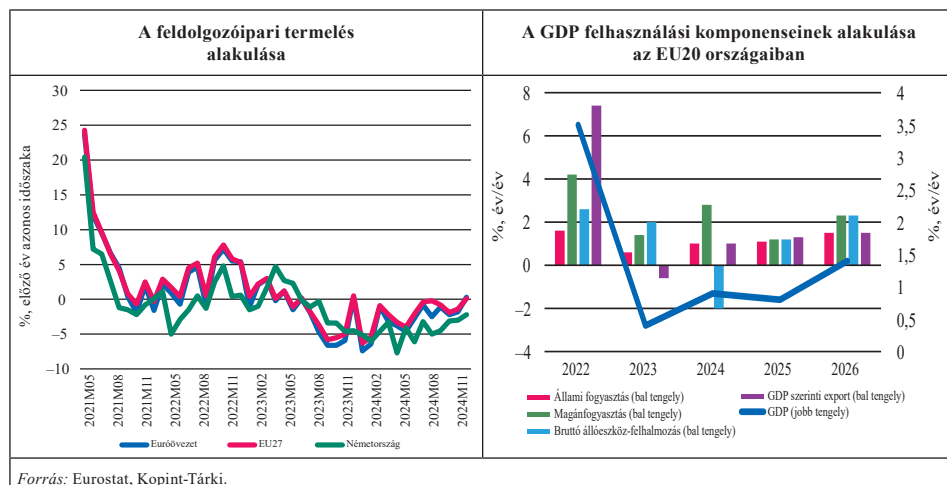
Az euróövezet gazdasága továbbra is mérsékelt teljesítményt mutat. Az ESI-indikátor (*Economic Sentiment Indicator* – gazdasághangulat-indikátor) minimálisan javult ugyan, de 2021–2022-höz képest még mindig nagyon alacsony szinten mozog. A feldolgozóipari termelés zsugorodása valamelyest lassult, de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

Az állami beruházások bővítése némi lendületet adhat a konjunktúrának, de összességében 0,8 százaléknál nagyobb növekedésre az idei évben az EU20 esetében sem számítunk, s jövőre is csupán 1,4 százalékos GDP-bővülés várható. Az Európai Unió egésze esetében hasonlókat mondhatunk: a tavalyi 1 százalékos után az idén 1,1, jövőre 1,5 százalékos GDP-bővülés várható (4. ábra).

A lefelé mutató kockázatok azonban nagyok a Trump-féle vámintézkedések miatt. A növekedés egyik hajtórugója az idén a védelmi kiadások emelkedése lehet.

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

4. ábra



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

A védelmi kiadások és az állami beruházások bővítése lökést adhat az inflációnak, ugyanakkor a béryomás csökkenhet. A Trump-féle vámintézkedések tovaryűrő hatásai azonban szintén áremelkedést idézhetnek elő. Egyelőre arra számítunk, hogy a prognózisidőszakban az inflációs ráta az euróövezetben 2,2–2,3 százalék körül alakul, a korábban makacsul magas maginfláció is enyhül (jelenleg 2,6 százalék), ami a kereslet mérséklődésével is összefügg. Azonban ez a prognózis még nem számol az amerikai vámintézkedések és az EU részéről adott válaszok árnyelő hatásaival.

A német gazdaság 2023 után, tavaly is zsugorodott, a GDP újabb 0,2 százalékkal mérséklődött. A jelenlegi kilátások is meglehetősen vegyesek. Bár az adósságfék feloldásával és a költségvetési kiadások bővítésével a növekedésnek lökést lehet adni, de ez az idén még nem lesz érezhető. A német gazdaság olyan strukturális problémáktól szenved, amelyek rövid távon nehezen orvosolhatók. A bejelentett amerikai vámok sújtani fogják a német exportot, s tovább fékezik a gazdasági növekedést. A német exportőrök már tavaly is jelentős piaci részesedéseket veszítettek

el, ez a folyamat az idén tovább folytatódhat. Az amerikai gazdasági és kereskedelempolitika okozta bizonytalanság már önmagában fékezi a befektetőket. Így az idén 0,1 százalékkal csökkenhet a GDP, de jövőre – elsősorban a magánfogyasztás és a beruházási tevékenység élénkülése következtében – egy százalékkal vagy kissé nagyobb mértékben növekedhet. Az autóipar válságát a tervezett beruházásélénkítő intézkedések rövid távon nemigen tudják ellensúlyozni, hiszen az úgynevezett speciális alap 500 milliárd eurós beruházási kerete, amely infrastrukturális és környezetvédelmi beruházásokat támogat, 10 évre elnyújtva, fokozatosan fejt ki hatását.

A közép- és kelet-európai régió aggregált növekedése 2,3 százalék volt 2024 utolsó negyedében, és 1,9 százalék az év egészében. A technikai recesszió több országban megszűnni látszott. Azonban a világgazdasági bizonytalanságok negatív kockázatokat jelentenek. A cseh és lengyel gazdaságban a magánfogyasztás újjáéledése kulcsfontosságú lesz a növekedés szempontjából, míg az árak várhatóan enyhén emelkednek. A nyomott konjunkturális környezetben felértékelődik az uniós támogatások jelentősége. A régió GDP-növekedésére idén 2,6 százalék, jövőre 2,8 százalékos az előrejelzés, de a lefelé mutató kockázatok erősödnek, ezért a kormányoknak prudens fiskális politikát kell folytatniuk. Az amerikai kereskedelmi háború nem közvetlenül érinti az új EU-tagállamokat, hiszen az amerikai export részesedése sehol sem éri el az 5 százalékot, a teljes régió átlagában pedig alig 3 százalék. Ennek részleges kiesése nemzetgazdasági szinten nem okoz különösebb gondot, bár egyes szektorokban zavarok keletkezhetnek, különösen, ha egy-egy érintett ágazat exportjában az átlagosnál jóval nagyobb az amerikai részesedés. Az indirekt, másodkörös hatások azonban sokkal inkább érzékelhetők lehetnek, mivel a közép- és kelet-európai régió számára is fontos nyugat-európai piacok jellemzően nagyobb kitétséggel rendelkeznek. Németország esetében például az USA részesedése az áruexportból 10 százalékos, Olaszország esetében 11 százalékos, Franciaország esetében pedig 8 százalékos.

A vámháború minden bizonnyal keresletcsökkenést fog előidézni a régió országainak nyugat-európai exportjában, ami egyrészt az új EU-tagállamok beszállításait érinti, másrészt pedig az emiatt apadó jövedelem Nyugat-Európában az új EU-tagállamok exportja iránti keresletet is mérsékli. Egy esetleges németországi recesszió multiplikátorhatása a közép- és kelet-európai térségben akár tizedszázalékpontokban kimutatható GDP-lassulást is eredményezhet, különösen a visegrádi országokban.

Magyar gazdaság – gyengülő növekedési kilátások

A magyar gazdaság mindössze 0,5 százalékkal nőtt 2024-ben. Ez messze elmarad attól, amit az elemzők eredetileg vártak; tavaly nyáron a növekedési előrejelzések átlaga még közelített a 2,5 százalékhöz. Az ezt követően érkező, újra és újra csalódást keltő adatok fényében az év végére az előrejelzések átlaga egy százalék alá bukott, de az idén tavasszal érkező, a tavalyi utolsó negyedévre vonatkozó növekedési adatok újabb csalódást okoztak. Az elemzők korábban arra számítottak, hogy az év második felében erőre kap a növekedés, nagyrészt a külgazdasági feltételek és ennek nyomán az exportteljesítmény javulásának köszönhetően. Ez hiú reménynek bizonyult. A GDP a harmadik negyedévben év/éves alapon csökkent, az utolsó negyedévben csupán 0,4 százalékkal nőtt (szezonálisan és munkanappal kiigazítva még annyival sem). A konjunktúra év végi alakulása már önmagában is kérdésessé teszi, mennyire lehet képes a gazdaság az idei évben lendületet venni. Ennek megfelelően az idei évre vonatkozó növekedési várakozások – amelyek már a tavalyi év vége felé sem voltak túlságosan vérmesek – márciusra két százalékra mérséklődtek, és az újabb fejlemények fényében már ez is túlzottan optimista becslésnek tűnik.

A tavalyi utolsó negyedévben a növekedést a felhasználási oldalon alapvetően a magánfogyasztás, valamint a készletváltozás támogatta. Ezzel szemben az állóeszköz-felhalmozás még a negyedik negyedévben is meredeken csökkent, és emiatt a belföldi felhasználás bővülése gyenge és féloldalas maradt még az év végén is. Az év utolsó három hónapjában a harmadik negyedévhez hasonlóan a nettó export már negatívan járult hozzá a növekedéshez. Ez pedig felveti azt a kérdést, hogy mennyire számíthatunk pozitív fordulatra a növekedési tényezőket illetően, ha az utolsó negyedévben nem mutatkoztak meg ennek az előjelei.

A termelési oldalon csupán egyetlen komponens, a szolgáltatások járultak hozzá a növekedéshez, miközben az időjárás sújtotta mezőgazdaság súlyosan visszaesett, és az építőipari teljesítmény is csökkent. És ami a legfontosabb kedvezőtlen tényező: az ipari hozzáadott érték lejtmenete szintén folytatódott a negyedik negyedévben, habár a korábbinál valamivel mérsékeltebb ütemben. Így itt is feltehető a kérdés: mire alapozva várnánk pozitív fordulatot az idei évre?

A felhasználási oldalon a háztartások fogyasztási kiadásának dinamikája a folytatódó erőteljes reálkereset-emelkedés közepette 5,5 százalékra gyorsult az utolsó negyedévben. Ez értelmezhető úgy is, hogy a háztartások részéről az év nagy részében megfigyelhető óvatos attitűd oldódni kezdett. Az éven belül a keresetemelkedés ütemének trendje ugyanis csökkenő volt: a nominális keresetek dinamikája az utolsó

negyedévre 12 százalék alá mérséklődött. Ennek következtében a reálkereset-emelkedés mértéke (7,8 százalék) még mindig tetemes volt ugyan, de már érezhetően lassult az előző három negyedévihez képest. (Az egész év átlagában a reálkeresetek 9,2 százalékkal emelkedtek tavaly.)

A bérek és a fogyasztás összefüggésében fontos körülmény, hogy a GDP-statisztika jövedelemszámláinak nominális szektorszintű adatai alapján az összes háztartási reáljövedelem az utolsó negyedévben vélhetőleg már stagnált: a munkajövedelem ugyan jó ütemben bővült, ezzel szemben a tulajdonosi jövedelmek visszaestek. A jelek szerint ez sem fogta vissza a háztartási szektor egészének fogyasztási keresletét az utolsó negyedévben; a munkajövedelem sokkal szélesebb lakossági kört érint, miközben nagy értékű megtakarításokkal a háztartásoknak aránylag szűk köre rendelkezik. A fogyasztási kiadások bővülésével párhuzamosan a bruttó pénzügyi megtakarítás értéke stagnált, az élénk hitelfelvétel miatt pedig a nettó megtakarítások csökkentek a negyedik negyedévben. Az év végén látott élénk fogyasztói kereslet bizonyos fokú optimizmusra ad okot az idei évet illetően.

Az állóeszköz-felhalmozás a tavalyi utolsó negyedévben 10,5 százalékkal csökkent – ez alig kisebb, mint az egész éves 11,1 százalékos visszaesés. A beruházások éves zsugorodásának legfőbb, bár korántsem egyetlen összetevője a feldolgozóipari beruházások két számjegyű csökkenése volt. Az iparvállalatok rövid, sőt középtávú kilátásokkal kapcsolatos pesszimizmusa a Kopint-Tárkinak a 2024 utolsó negyedévére vonatkozó feldolgozóipari konjunktúratesztjében is tükröződött. Az aktuális külgazdasági keresleti viszonyok – és főként a közeli jövőre vonatkozó keresleti kilátások – vártnál sokkal kedvezőtlenebb alakulása nyomán a vállalatok a jelek szerint drasztikusan visszafogták beruházási aktivitásukat. Ám egyrészt megjegyzendő, hogy a negyedik negyedévben a feldolgozóipari beruházások esésének üteme valamelyest mérséklődött. Másrészt a feldolgozóiparon belül akadnak kivételek: figyelemre méltó módon a válsággal küszködő, de komoly kapacitásbővítéssel felfuttatni tervezett autóiparban érdemben nőttek 2024-ben a beruházások. Az utolsó negyedévben már a szállítási beruházások (vagyis a szűkülő állami kereslet), valamint az ingatlanberuházások fogták vissza a leginkább a beruházási dinamikát. Ezzel együtt a beruházásokat illetően kevés okunk van optimizmusra.

Eközben a nettó export növekedési hozzájárulása negatív volt az utolsó negyedévben. Ennek röviden az volt az oka, hogy az év közepétől kezdve a belső keresleti viszonyok már nem voltak kellőképpen recessziósak ahhoz, hogy az import zuhanása ellensúlyozza az export folytatódó visszaesését. Habár az áru- és szolgáltatás-import a belföldi kereslet sovány növekedése miatt csökkent, ennek üteme ismét

elmaradt a külső kereslet hiányától szenvedő export esésétől. Vagyis a harmadik után a negyedik negyedévről is elmondható, hogy nem csupán a belföldi kereslet féloldalassága, hanem a nettó export is fékezte a gazdaságot. E téren aligha várhatunk fordulatot az idén.

A 2025-ös évre vonatkozóan a legfőbb kérdőjel, hogy mennyire tud megváltozni a tavalyi év végére jellemző növekedési mintázat. Ami a külső keresletet illeti, e téren egyre kevésbé számíthatunk érdemi javulásra. A világgazdasági kilátások egyre bizonytalanabbak. Az európai uniós konjunktúrára középtávon pozitívan hathat a német gazdaságpolitikában formálódó fordulat, de rövid távon sokkal inkább a hirtelen kiéleződő globális kereskedelmi háború alakíthatja az eseményeket, természetesen negatív irányba. Az exportnak az idei év vége felé némi lendületet adhat három feldolgozóipari óriásberuházás befejeződése, az új kapacitások (fokozatos) üzembe helyezése, már ha az új világgazdasági helyzet következtében nem vizsgálják felül a korábbi döntéseket. Az említett új kapacitások révén az export az idén ismét – szerény – növekedésbe fordulhat, de elmarad az importbővülés mértékétől. A fentiek miatt az ipari növekedés talán a 0,5 százalékot sem fogja meghaladni 2025-ben.

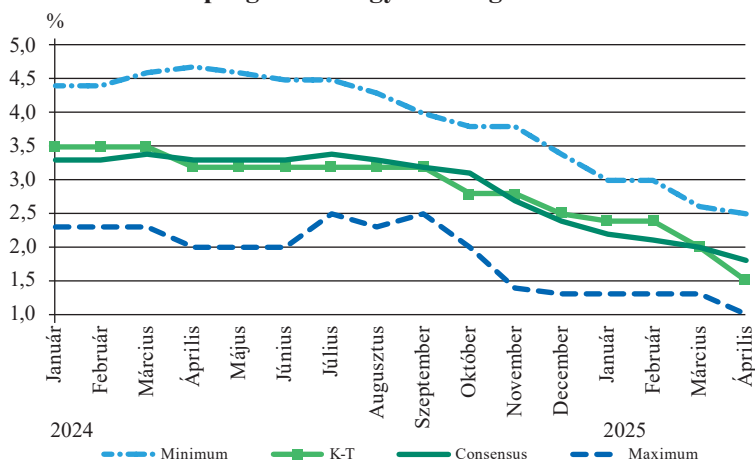
Így aztán az idei növekedési kilátások szempontjából valószínűleg a belföldi kereslet alakulása lesz a döntő. Ezen belül is a legfőbb bizonytalansági tényező, hogy lesz-e fordulat a beruházások terén. Az állami beruházások a fiskális korlátok miatt biztosan nem tudnak nőni 2025-ben sem, a vállalati beruházásokat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

Eközben a reálkereslet-növekedés érezhető lassulása (némileg lefékeződő béremelkedés magasabb inflációval párosulva) miatt a fogyasztási kiadások dinamikájának mérséklődése várható. Jelenleg közel egy százalékpontos lassulást feltételezünk a tavalyi egész éves 5,1 százalékhoz képest. Viszont arra is számítunk, hogy a vásárolt fogyasztás és teljes magánfogyasztás között tavaly látott drasztikus ütemkülönbség nem ismétlődik meg az idén. Emiatt a tényleges magánfogyasztás növekedési üteme 3,7 százalékra gyorsulhat a tavalyi 3,5 százalékról.

A beruházások stagnálása és a magánfogyasztás ismételt érdemi bővülése lehetővé teszi majd a belföldi felhasználás 2,5 százalékot meghaladó növekedését, ám ezt várhatóan a nettó export lerontja. Összességében még idén is *nagyon mérsékelt, 1,5 százalékos GDP-növekedéssel számolunk 2025-ben, amit jó esetben további gyorsulás követ a jövő évben*. Ez az előrejelzés pillanatnyilag alacsonyabb a Consensus Economics 2025-re vonatkozó előrejelzői átlagánál (5. ábra).

5. ábra

Consensus Economics prognózis Magyarország 2025-ös GDP-növekedésére



Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts.

Nagyobb költségvetési hiány, magas szinten beragadó államadósság

A KSH adatai szerint 2024-ban a magyar *államháztartás* eredményszemléletű (ESA) hiánya (4002 milliárd forint) a GDP 4,9 százalékát tette ki. Ez jócskán meghaladja a költségvetési tervben eredetileg előírt 2,9 százalékos deficitet, amelyet a kormány 2024 folyamán folyamatosan emelt felfelé. A 2024. áprilisi konvergenciajelentésben már 4,5 százalékos hiányt várt, és ezt az EU-nak benyújtott, 2024. októberi középtávú költségvetési strukturális tervben is fenntartotta, decemberben pedig 4,8 százalékra emelte. Ez lett végül 4,9 százalék.

A 4,9 százalékos hiány 1,8 százalékpontos javulást jelent a 2023. évi 6,7 százalékos deficittel szemben. A csökkenés részben annak tulajdonítható, hogy 2024 utolsó

negyedévében mérsékeltebb lett az év végi költsékezés, amely a 2020 és 2023 közötti éveket jellemezte, 10 százalék feletti GDP-arányos hiánnyal. A 2024 utolsó negyedévi GDP-arányos ESA-hiány „csak” 8,4 százalék lett.

A költségvetési fiaskó az államháztartási bevételek túltervezésével (elsősorban az általánosforgalmiadó-bevételek terén) és egyes kiadások (például a kamatkidadások) alulbecslésével magyarázható. A 2024. évi hiánytúllépéshez az is nagyban hozzájárult, hogy a költségvetési tervben a gazdasági növekedés ütemét túl magasra, négy százalékra tervezték, holott a piac már akkor is legfeljebb 2,5 százalékos növekedést várt. A tényleges gazdasági növekedés végül 0,5 százalék lett, a folyó áras GDP (amely a hiányráta nevezőjében szerepel) a várt 85,2 ezermilliárd forinttal szemben alig haladta meg a 81 ezermilliárdot.

Az eddigi folyamatok alapján úgy tűnik, hogy 2025-ben megismétlődik az előző három évben folyamatosan előfordult tervezési fiaskó: a kormány irreálisan magas gazdasági növekedést tervezett, felülbecsülte a bevételeket és alul a kiadásokat. A 2025. évi költségvetési törvény a GDP 3,4 százalékos növekedésével és a fogyasztói árak 3,2 százalékos emelkedésével számolt. Azóta mindkét feltevés megdőlt. A gazdasági növekedést 2025 márciusa óta már a kormány is 2,5 százalékra várja, az inflációs előrejelzést pedig 4,5 százalékra emelte. Megjegyzendő, hogy a független előrejelzők és a nemzetközi intézmények már a tervezés időszakában ennél alacsonyabb növekedést és magasabb inflációt prognosztizáltak. Feltehető, hogy ez az év folyamán a kormány várakozásaiban is tükröződni fog. Emellett a költségvetés törvény 397,5 forintos euróárfolyamot feltételezve készült, ami ma már szintén irreális.

A félretervezés azért figyelemre méltó, mert a kormány 2024-ben szakított az azal a káros gyakorlattal, mely szerint a költségvetési törvényt már a megelőző év nyarán benyújtja, akkor, amikor még a t_0 év adatai sem ismertek. Ezek szerint ez sem mentette meg a kormányt a félretervezéstől, mivel a független és nemzetközi intézmények előrejelzéseit és figyelmeztetését félresöpörte. Ebből a szempontból különösen aggasztó, hogy a kormány 2025-ben vissza kíván térni a nyári tervezés gyakorlatához, amikor még kevesebb támpont áll rendelkezésre a következő évi gazdasági kilátásokról.

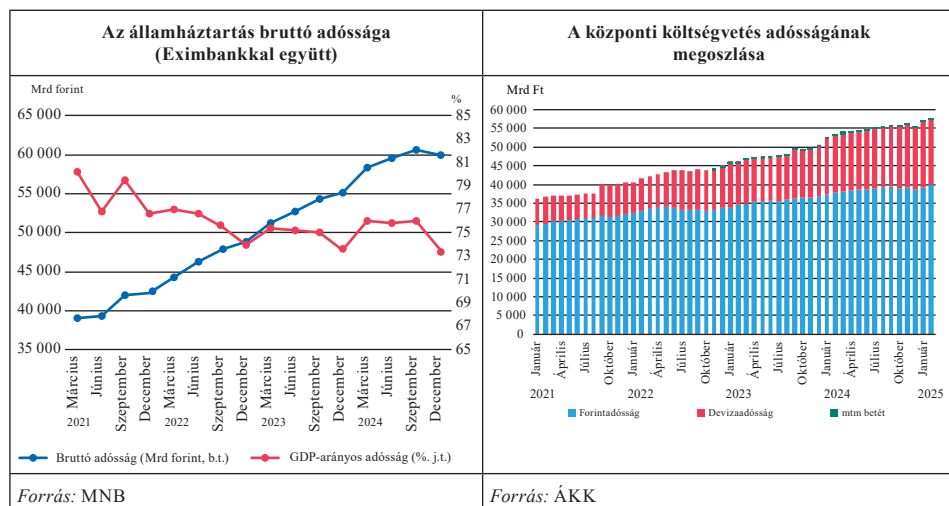
2025. első három hónapjában a központi költségvetés pénzforgalmi hiánya 2500 milliárd forintot tett ki, ami a tervezett éves pénzforgalmi hiány 62 százaléka. A hiánytúllépés jórészt abból származott, hogy a kamatkidadások kimagasló összeget tettek ki az év első három hónapjában (1550 milliárd forint). Figyelembe kell azonban venni, hogy ez az ESA-hiányban jóval kisebb mértékben jelenik majd meg,

mivel az állampapírok után járó hozamok időarányos részét az eredményzempléletű könyvelés 2024-ben már elszámolta.

2025-ben a költségvetési terv várhatóan ismét nem teljesül. A várt 3,7 százalékos GDP-arányos hiánnyal szemben a Kopint-Tárki 4,5 százalékos ESA-deficitet vár. Ez is javulás lenne a 2024. évi 4,9 százalékkal szemben.

Bár a magas kamatfizetések csak részben jelennek meg az ESA alapján számolt 2025. évi hiányban, finanszírozásuk azonban az idei *adósságállományt* növeli. 2024 végén a bruttó államadósság az MNB adatai szerint a GDP 73,5 százalékát tette ki, ami 0,1 százalékkal magasabb, mint 2023 végén (6. ábra). Elvileg ez nem felelne meg az államadósság-szabálynak, amely az adósságráta folyamatos csökkenését írja elő. Mivel azonban ez a szabály lehetővé teszi az adósságemelkedésnek az árfolyam gyengüléséből származó részének figyelmen kívül hagyását, a hatóságok az államadósság alakulását a szabálynak megfelelőnek ítélték.

6. ábra



Az adósságrátát a 2024. szeptemberi 75,6 százalékról az év végére úgy sikerült 73,5 százalékra lenyomni, hogy december végén a költségvetés állampapír-állománya jelentősen csökkent, majd 2025 elején visszaemelkedett.

2024 végén a központi államháztartás devizaadósságának aránya 29,7 százalék volt, azaz éppen csak alatta maradt a 30 százalékos limitnek (benchmarknak), amelyet az Államadósság Kezelő Központ 2022-ben emelt fel a korábbi 25 százalékról.

Az ÁKK kibocsátási terve a 30 százalékos limit betartását célozza, de szükség esetén nincs akadálya a limit felemelésének.

2025-ben az államadósság 64 500 milliárd forintra, azaz a GDP kb. 74 százalékára emelkedhet.

Infláció, árrésstop, alapkamat

A 2023. évi 17,6 százalékos fogyasztóiár-emelkedést 2024-ben 3,7 százalékos éves átlag követte. Ezzel a magyar fogyasztóiár-index az EU-országok rangsorában a 4–5. helyet foglalta el (a 2023. évi első hellyel szemben), Észtországgal megosztva. A 2023-as és 2024-es árszintemelkedést összesítve továbbra is Magyarország áll az élen.

2024 szeptemberétől a havi fogyasztóiár-indexek már ütemesen megindultak felfelé. Lényegében valamennyi termék- és szolgáltatáscsoport havi árindexe emelkedett. A decemberi éves árindex 4,6 százalékos növekedést mutatott, amit 2025. januárban 5,5, majd februárban 5,6 százalékos áremelkedés követett.

A januári átárzások tehát már emelkedő árnyomásra rakódtak rá. Az emelkedő árindex irányába mutatnak a bejelentett adóemelések, amelyek az előző évi (júliusi) infláció mértékével növelik a jövedékiadó-terheket. Ez lényegében tartósítja az áremelkedést, amire még az általános forgalmi adó is ráakad. Az üzemanyagok ára 2025. januárjában 11,2 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban. Az üzemanyagok jövedéki adójának emelése tovaggyűrűző hatást fejt ki, mivel az üzemanyagár előbb-utóbb valamennyi termékcsoportban érezteti a hatását.

2025. március 17-étől a kormány bevezette az árrésstopot, amely 30 élelmiszercsoportra 10 százalékban korlátozta a kereskedelem által felszámítható árrést (amelyet a politikai kommunikációban gyakran – tévesen – nyereségnek neveznek): főként húsfélékre, tejtermékekre és zöldségekre. Számításaink szerint az árrésstop hatálya alá eső termékek a teljes fogyasztói kosár körülbelül 10 százalékát tehetik ki. Ez azonban nehezen állapítható meg pontosan, mivel a statisztikából nem derül ki, hogy az érintett termékek mekkora részét kínálják a szabály hatálya alá nem tartozó kereskedők (az egymilliárd forint éves forgalom alattiak). Emellett bizonyos termékek (például gyümölcsös joghurt) nem szerepelnek tételesen a KSH által közzétett fogyasztói kosárban.

Az intézkedés hatására márciusban a fogyasztói árak átlagosan 4,7 százalékkal haladták meg az előző évit. A hó/hó élelmiszerárak stagnáltak, ami azt mutatja, hogy az árcsökkenés hatását más élelmiszerek áremelkedése kiegyenlítette. A to-

vábbi hatást ma még nehéz megítélni, mivel a rendelkezés hatálya sem világos: eredetileg május 31-éig szól, de a kormány a meghosszabbítását is kilátásba helyezte. Mindkettő mellett szólnak politikai-kommunikációs érvek. Ha az árrésstop május végén véget ér, akkor az árak júniusban pattannak fel, de a felpattanás nagyobb lehet – a rugóeffektus mintájára –, mint az árak mesterséges lenyomásának árcsökkenő hatása. Ha viszont az év végéig fennmarad, akkor a kereskedők már végképp rá lesznek szorítva más árak emelésére, emellett az árak visszapattanása éppen a választások előtti időre esne. Azt feltételezve, hogy az árrésstop 2025. május 31-ig áll fenn, 2025-ben *5,2-os fogyasztóiár-indexet várunk*.

A forint *euróval szembeni árfolyama* 2024 szeptembere óta 400 forint körül ingadozott. A trumpi vámemelés bejelentése azonban egy csapásra 410 forint felé lökte az árfolyamot. A további kilátások beláthatatlanok, de a tendenciák inkább a további gyengülés irányába mutatnak a turbulens pénzügyi körülmények közepette. A *jegybanki alapkamat* 2024 szeptembere óta 6,5 százalékon áll. Az emelkedő infláció és a gyengülő árfolyam alapján valószínű, hogy az év végi kamatvágás elmaradhat.