



„Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép és kitekintés 2025-2027” című elemzés frissítése

Készült a Költségvetési Tanács Titkársága megbízásából

Készítették:

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


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



Budapest, 2024. október 15.

Készült a KVT/20-3/2024 szerződés alapján

Dr. Palócz Éva Mária

vezérigazgató

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

Tartalom

Összefoglaló	4
1. Világgazdasági feltételek jelenleg és rövid-közép távon	8
1.1. Világgazdasági feltételek	8
1.2. A kínai gazdaság kilátásai	15
1.3. Szerkezetváltozások az európai járműipar versenyképességében 2010 óta ..	19
2. Magyar gazdaság	25
2.1. Kitekintés: hazai és nemzetközi előrejelzők a középtávú növekedési kilátásokról	28
2.2. A GDP és komponensei	31
2.3. A GDP termelési oldala	36
2.4. A GDP felhasználási oldala	44
2.5. A fizetési mérleg alakulása és a nettó export változásának összetevői	52
2.6. Foglalkoztatottság, munkanélküliség	56
3. Államháztartás	58
3.1. Költségvetési egyenlegek az EU-ban és Magyarországon, 2020-2023	58
3.2. A 2024. évi fiskális folyamatok az első kétharmadában	59
3.3. Kitekintés 2005-2027-re – államháztartási deficit	61
3.4. Államadósság: tények és kitekintés	64
4. Infláció	66
5. Kamatok, árfolyam	69
5.1. Jegybanki kamatok	69
5.2. Árfolyam	70
5.3. Állampapírpiaci hozamok	71
5.4. Vállalati és lakossági kamatok	72
Lakáshitelek	73
Hivatkozások	74

Összefoglaló

2024 második negyedévében a kiigazítatlan magyar **GDP** az előző év azonos időszakához képest 1,5%-kal bővült, jócskán alulmúlva a várakozásokat. Az első félév átlagában a GDP növekedési üteme 1,3% volt. A csalódást keltő második negyedévi dinamika alapvetően a *belföldi felhasználás* gyengéségének – az első negyedévi csökkenés után 1%-ot sem elérő növekedésének – azon belül is főként az *állóeszköz-felhalmozás* mintegy 15%-ra gyorsuló visszaesésének az eredménye. Emellett a *háztartások fogyasztási kiadásai* meglehetősen mérsékelt ütemben nőnek (a 10%-hoz közelítő ütemű reálkereset-emelkedés ellenére), valamint a természetbeni kormányzati transzferek esése miatt a *teljes magánfogyasztás* kimondottan halvány növekedést produkál. A nettó export még mindig pozitívan járult hozzá a gazdasági növekedéshez, ám e hozzájárulás jelentősen csökkent – az import visszaesésének az üteme gyorsabban mérséklődik, mint várakozásokhoz képest alulteljesítő exporté.

2023-ban a magyar éves növekedési ráta határozottan elmaradt valamennyi térségbeli országban mért növekedési ütemtől, és az idei első félévi növekedéssel is annak alsó szegmensében foglal helyet. A féléves növekedési ütem magasabb volt Lengyelországban és Szlovákiában, és hozzávetőleg ugyanakkora Romániában. A magyar növekedés csak a Csehországban mért gazdasági dinamikát múlta felül.

A Kopint-Tárki **1,5%-os** GDP-növekedést vár az idei évre, ami az első félévi 1,3%-os bővülés után némi javulást jelez az év második felében. A jelentős reálkereset-növekedés nyomán a háztartások fogyasztási kedve lassan tovább erősödik, ugyanakkor a teljes magánfogyasztás idei növekedése alacsonyabb lesz a korábban vártnál. Viszont a vállalati beruházási aktivitás hirtelen beesése a lassan kedvezőbbé váló kamatfeltételek ellenére – ami mindenekelőtt az exportorientált vállalati szegmens növekvő pesszimizmusát és csökkenő beruházási kedvét tükrözi – immár bizonyossá tette, hogy a beruházások idén is meredeken csökkenni fognak, habár a hazai piacra orientált ágazatok egy részében bizonyos fokú javulás várható. Az állami beruházások még nagyobb mértékben zuhantak, és e téren a második félévben sem várunk javulást. A lassan élénkülő fogyasztás, illetőleg a kezdődő készletfelhalmozás által megtámasztott belföldi felhasználás nyomán az *import* esése stagnálásba, majd növekedésbe vált az év második felében, ugyanakkor az *export* kilátások egyre bizonytalanabbak. Ezzel együtt jelenleg úgy tűnik, hogy a nettó export még az idei év egészét tekintve is pozitívan fog hozzájárulni a GDP-növekedéshez.

Ami a **2025-2027-es** időszakot illeti, feltevésünk szerint jövőre egyrészt folytatódik a belföldi kereslet némi élénkülése, mindenekelőtt annak köszönhetően, hogy a vállalati beruházások visszaesése véget ér. Ez utóbbi összefügg azzal a másik feltevésünkkel, hogy a *külgazdasági* helyzet enyhén javulni fog az európai gazdaság konjunkturális erősödése nyomán. Ám mivel egy ilyen erősödésnek egyelőre nem látni markáns előjeleit, a fellendülés mértékét illetően kevésbé vagyunk optimisták, mint fél évvel ezelőtt. Így várakozásunk szerint az export dinamikája szerény marad az egész prognózis-időszak során. Ám arra elegendő lehet, hogy az exportorientált szektor beruházásainak visszaesése véget érjen. Ugyanakkor a fogyasztás élénkülését visszafogja a reálkereset-emelkedés lassulása, a beruházások élénkülését pedig az állami beruházások folytatódó gyengése.

Megjegyzendő, hogy **2025-ben** az Egyesült Államok és Kína gazdasági növekedésének lassulását várjuk. Az európai gazdasági helyzet ciklikus javulásának mértékével kapcsolatos várakozásaink ezért is visszafogottak. 2025-ben a magánfogyasztás szerény (még mindig csak 3,5% körüli) bővülése mellett az állóeszköz-felhalmozás növekedésbe fordulása jelentheti a növekedésgyorsulás legfontosabb húzóerejét. Az exportnövekedés üteme azonban jövőre már várhatóan elmarad az import dinamikájától, így a nettó export növekedéshez való hozzájárulása negatív lesz. Összességében azzal számolunk, hogy 2025-ben a gazdasági növekedés üteme nem éri el a 3%-ot.

Ezt követően pedig a növekedés ütemét egyrészt befolyásolja, hogy a külgazdasági feltételek szerény javulása még kitarthat 2026-ban, de feltevésünk szerint abbamarad 2027-ben, miután az európai, ezen belül a német gazdaság strukturális gondjai miatt a további dinamizálódás korlátokba ütközik. (Valójában a prognózissal kapcsolatban talán a legfőbb **negatív kockázat**, hogy a német feldolgozóipar élénkülését már korábban lehetetlenné teszi a geopolitikai és kereskedelempolitikai konfliktusok éleződése.) A tartósan megemelkedett energiaköltségek mellett az európai ipart az erősödő kínai verseny is sújtja az európai piacon. Így feltesszük, hogy 2027-ben az export már nem tud tovább gyorsulni.

Másfelől a belföldi kereslet 2026-2027-es alakulását befolyásolják a 2026. évi választások. **2026-ban** a fogyasztási kereslet átmenetileg tovább élénkülhet (4% közelébe) a várható hangulatjavító intézkedések hatására, és ebben az évben még némileg a beruházási dinamika is tovább erősödhet. **2027-ben** viszont korrekcióra számítunk, a magánfogyasztás érzékelhető (3% közeli szintre) lassulásával. Ennek következtében a GDP-növekedés üteme 2026-ban elérheti, sőt némileg meghaladhatja a 3%-ot, 2027-ben viszont a növekedési üteme ismét alábbhagy. A nettó export a növekedés szempontjából visszahúzó tényező lesz 2026-2027 folyamán, habár 2027-ben a lehúzó hatás kissé mérséklődhet, mivel a belföldi kereslet (és az import) növekedési üteme nagyobb mértékben lassulhat az export-dinamikánál.

Az MNB revideált adatai szerint 2023-ban a **fizetési mérleg** folyó- és tőkemérlegének együttes egyenlege a GDP arányában 1,7%-os többletet mutatott, amely mind hazai, mind európai összehasonlításban példátlan mértékű, 8,2 százalékpontnyi változást jelez a 2022. évi deficithez viszonyítva. A változásban meghatározó szerepe volt a külkereskedelmi egyenleg javulásának, amelyet a cserearányok javulásánál kissé nagyobb mértékben támogatott a belföldi felhasználás visszaeséséhez köthető importvolumen-csökkenés, amelynek mértéke meghaladta az exportét. 2024-ben folytatódott a külső egyensúly 2023-ban megindult javulása. A folyó mérleg az első és második negyedévben 2,7, illetve 3,3%-os többletet mutatott, és – az EU tőke-transzferek elapadása miatt – ugyanezt jelezte a folyó- és tőkemérleg együttes egyenlege, külső finanszírozási képesség. Ez a mutató 2024 egészét tekintve a GDP 3%-a körül alakulhat, 2025-ben pedig, a belföldi felhasználás élénkülésével, 2,5%-ra mérséklődhet. A következő években nagyjából ezen a szinten maradhat.

Mind az idei, mind a következő néhány év növekedési ütemét a költségvetés magas hánya és az államadósság gyors növekedése határolhatja be. Ez már idén az első félévben az állami beruházások 25%-os zuhanásában megmutatkozott. Ennek ellenére 2024 első 8 hónapjában a **költségvetési pénzforgalmi hiánya** meghaladta a 2.800 milliárd forintot,

ami magasabb, mint a költségvetési törvényben egész évre előirányzott deficit. A várthoz képest jóval kevesebb ÁFA-bevétel folyt be, ami nem elsősorban a tényadat, hanem az irreális várakozások következménye. Jelentősen meghaladja a tervezettet a kamatkiadás is, amely akár elérheti a GDP 5%-át. Az időközben verbálisan bejelentett, de jogszabályban nem rögzített új államháztartási hiánycél a GDP 4,5%-a (a tervezett 2,9%-kal szemben), ami a várható nominális GDP alapján 3.600 milliárd forintot jelentene. A pénzforgalmi hiány ennél biztosan magasabb lesz, az eredményszemléletű deficit mértéke azonban részben attól függ, hogy milyen ESA híd alakul ki a pénzforgalmi és az eredményszemléletű hiány közötti elszámolásokban. Októberi jelentésünkben fenntartjuk az idei **5%-os** költségvetési hiány-előrejelzésünket 2024-re.

A GDP arányában az államadósság 2024 júniusára 75,8%-ra emelkedett, az előző év végi 73,4%-ról. Kicsi az esély arra, hogy az adósságráta a 2023. évvégi alatt maradjon, bár bizonyos pénzüpi eszközökkel elérhető pártized százalékpontos csökkenés. Becslésünk az év végére **74% államadósságráta**.

A fogyasztói árindex 2024 folyamán elmaradt az előrejelzésektől, és 2024 első 8 hónapjában az **éves árindex** átlagosan 3,7% volt, ezen belül az egyes hónapokban 3,4-4% között ingadozott. Az éven belül augusztusban volt a legalacsonyabb év/éves árindex, 3,4%, ami a piaci várakozásokat jócskán alulmúlta. A maginfláció az folyamán a tényleges infláció felett tartózkodott, ami az inflációs nyomás fő indikátora. 2024-re 3,7%-os árindexet jelzünk előre, 2025-re 3,5%-ot, a következő években pedig van esély arra, hogy a fogyasztói árindex 3% alá süllyedjen.

A **jegybanki alapkamat** 2024 első felében havi 75-100, majd a második félévben havi 25 bázisponttal csökkent, szeptember végére 6,5%-ra. A devizapiac a kamatcsökkentésekre nem reagált negatívan. Az év hátralévő részében a várható infláció folyamatok a kamatvágás folytatását, akár 2 kamatcsökkentés lehetőségét is alátámasztanák, a forint árfolyamának a romlása azonban feltehetőleg óvatosságra inti a jegybankot. Ennek alapján 2024 végére 6,25%-os jegybanki alapkamatot várunk. 2025-27 között a jegybank folytathatja az óvatos kamatcsökkentést. Az infláció mérséklődése lehetővé tenné ezt, ugyanakkor a forint árfolyamának gyengülése behatárolja a jegybank mozgásterét.

A forint **árfolyama** 2024 szeptember végén áttörte a lélektani határnak számító 400 forintos euróárfolyamot. Az árfolyam gyengülését lehet a nemzetközi pénzügyi feltételek kedvezőtlen változásaival indokolni, ugyanakkor a régió más valutái nem gyengültek, ami a magyar valuta különös sérülékenységeire mutat rá. Mivel az idei árfolyamgyengülés egy majdnem 15 éves tendencia folytatódása, a következő 3 évben a forint – jó esetben lassú – további gyengülésére lehet számítani.

Mindazonáltal, a magyar gazdasági növekedési esélyeit legnagyobb mértékben az **európai uniós támogatások jelentős részének az elvesztése** jelenti. A Kohéziós támogatásokból már megítélt 10,2 milliárd eurós támogatás tényleges beérkezése is kérdéses lehet, de a Helyreállítási és az Ellenállóképességi Alap (RRF) támogatását (5,1 milliárd euro vissza nem terítendő támogatás és 5,7 milliárd euró alacsony kamatozású hitel) feltehetőleg már 2024. december végén végképp elveszíti a magyar gazdaság. Márpedig európai uniós támogatások nélkül szinte lehetetlennek tűnik a 3% feletti növekedés elérése. Ezt támasztja alá, hogy a 2010-es évek második felében a 4-5%-os növekedést a GDP évente 4-6%-át kitevő európai uniós támogatás tette lehetővé. Ezt semmilyen más forrásból származó hitel nem pótolhatja.

Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa

(éves változás, százalék)

	Tényadatok			Előrejelzés			
	2022	2023	2024	2024	2025	2026	2027
			I-II. né.				
GDP-aggregátumok reálnövekedése							
GDP összesen	4,6	-0,9	1,3	1,5	2,8	2,8-3,2	2,5-2,9
Belföldi felhasználás	4,1	-5,6	-1,0	0,8	2,9	3,2-3,6	2,7-3,1
Magánfogyasztás	6,8	-1,0	2,7	3,2	3,5	3,6-4,0	2,8-3,2
Közösségi fogyasztás	0,8	-1,5	-2,6	-0,9	0,5	0,3-0,7	0,3-0,7
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	1,4	-7,4	-12,0	-8,0	2,1	3,7-4,1	3,5-3,9
Bruttó felhalmozás összesen	0,3	-14,9	-11,3	4,4	2,5	3,7-4,1	3,5-3,9
Export	11,4	0,9	-3,8	-1,9	2,6	2,8-3,2	2,8-3,2
Import	10,8	-4,3	-6,5	-2,9	2,8	3,3-3,7	3,0-3,4
Ipari termelés	6,1	-5,5	-3,3	-2,8	3,7	3,9-4,3	3,9-4,3
Fogyasztói árindex	14,5	17,6	3,8	3,7	3,5	3,3-3,7	3,0-3,4
Foglalkoztatás, jövedelmek							
Foglalkoztatottak számának növekedése ^a	1,3	0,6	0,6	0,5	0,5	0,1-0,5	0,1-0,5
Munkanélküliségi ráta ^a	3,6	4,1	4,5	4,4	4,2	3,8-4,2	3,6-4,0
Bruttó nominális keresetek ^c	17,4	14,2	14,1	13,5	8,0	7,8-8,2	6,4-6,8
Nettó reálkeresetek ^c	2,5	-2,9	9,9	9,4	4,3	4,1-4,5	3,1-3,5
Megtakarítási ráta a GDP %-ában ^d	4,0	6,7	7,3	6,7	6,3	6,1-6,5	6,1-6,5
Folyó fizetési és tőkemérleg a GDP %-ában	-6,4	1,2	3,1 ^e	3,0	2,5	2,1-2,5	2,0-2,4
Államháztartás							
Államháztartási hiány, a GDP %-ában	6,2	6,7	3,7	5,0	4,5	4,0-4,5	3,0-3,5
Bruttó államadósság, a GDP %-ában	74,0	73,5	73,5	74,0	72,5	71,0-72,0	69,0-71,0
Nemzetközi feltételek							
Nemzetközi kereskedelem volumene	5,4	0,4		3,1	3,4		
Brent olajár (\$/hordó, időszaki átlag)	100,9	82,5	83,8	82,0	84,0		
GDP-változás az eurózónában, %	3,4	0,4	0,6	0,8	1,2		
GDP-vált. az új EU-tagországokban, %	4,0		2,0	2,3	3,2		
Forint/euró, időszaki átlag	391	382	389	394	410	410-420	420-430
Dollár/euró, időszaki átlag	1,05	1,08	0,98	1,08	1,09	1,08-1,10	1,08-1,10

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 egységbéreköltség százalékos változása, évkezdettől kumulált adat

c Az összes munkáltató adatai alapján

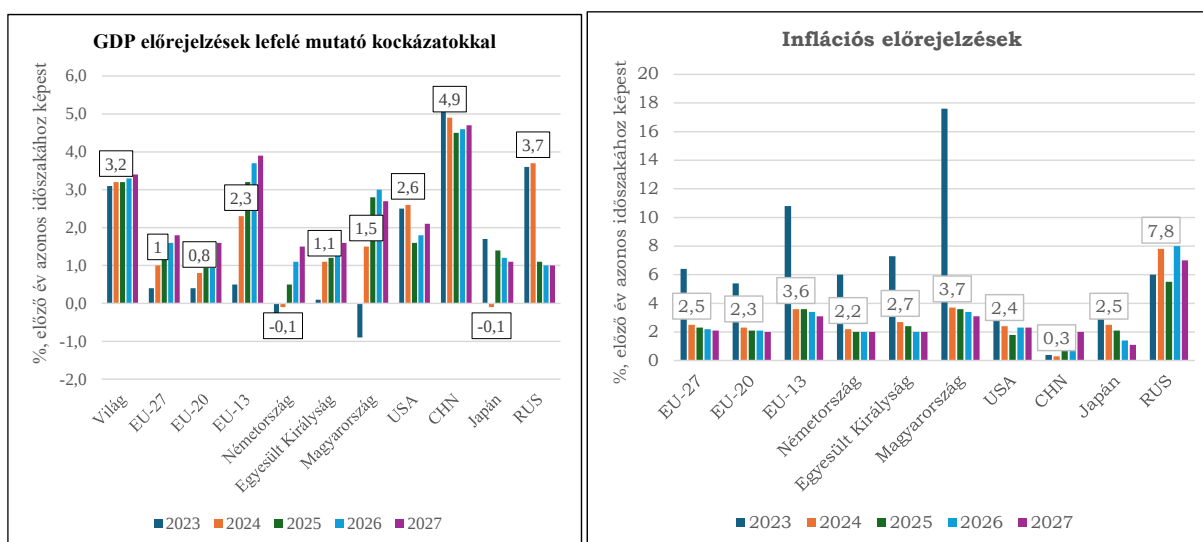
d Háztartások négy negyedéves halmozott nettó finanszírozási képessége a GDP %-ában

e MNB által közölt szezonálisan kiigazított adat

1. Világ gazdasági feltételek jelenleg és rövid-közép távon

1.1. Világ gazdasági feltételek

Az OECD legfrissebb előrejelzése szerint a **globális növekedés** az idén 3,2% lesz, s jövőre is ezen a szinten marad, míg 2026-2027-ben némi élénkülés várható. Ezzel párhuzamosan az infláció lassulása folytatódik, így a megindult monetáris lazítás nem torpan meg. Minden arra utal, hogy a pandémia előtti gyorsabb növekedés nem tér vissza. Miközben a nyersanyagárak esnek, a szolgáltató szektorban nem ez jellemző: itt az árnyomás egyelőre továbbra is megmaradt. A szolgáltató szektort jellemző hangulatindikátorok sokkal kedvezőbb képet mutatnak, mint a termelő szektorban, de különösen a feldolgozóipar esetében. Régióként jelentős növekedéskülönbségek jellemzőek. A különböző geopolitikai feszültségek (Gázai övezet, orosz-ukrán háború) és eszkalálódásuk veszélye jelentős növekedési kockázatot jelentenek, s a világkereskedelem alakulását is negatívan befolyásolhatják, valamint a nyersanyagpiacokat is folyamatos feszültségben tartják. A klímaváltozás következtében egyre gyakoribbá váló természeti katasztrófák (árvíz, erdőtűz, viharok) szintén visszavethetik a növekedést számos országban, s egyre inkább folyamatos veszélyforrást jelentenek.



A **világkereskedelem** növekedése megtorpant, és úgy tűnik, hogy a pandémia előtti növekedési ütemek már nem fognak visszatérni. A logisztikai problémák, a felesleges készletek és a geopolitikai feszültségek mind nehezítő tényezők, csakúgy, mint az EU és Kína közötti kereskedelmi háború, amely tovább fokozza a bizonytalanságot. A jelenlegi trendek hosszú távon lassíthatják a globális növekedést, s a világkereskedelem bővülése akár az évtized egészében nyomott maradhat. A 2023. évi 0,3%-os növekedéshez képest idén 3,1%-kal, jövőre 3,4%-kal bővíülhet a világkereskedelem. 2026-27-ben ez az élénkülés folytatódhat, de a lefelé mutató kockázatok jelentősek.

A jelenlegi folyamatok összességükben igen borús képet sejtetnek az évtized hátralévő részére. Az egyik legfontosabb hajózási útvonal, az Ázsiából Európába az Ádeni-öbölben halad, amit a kalóztámadások, valamint az útvonalat fenyegető terrorizmus miatt a kereskedelmi hajók elkerülnek, s 60%-uk Dél-Afrika és a Jóreménység foka felé veszi az utat. A Szuézi-csatorna forgalma jelentősen visszaesett, miközben a szállítási idő 2 héttel növekedett, a költségek pedig ezzel arányosan magasabbak. A

fajlagos konténerszállítási árak is emelkedtek nem csak a fent említett útvonalon, hanem a csendes-óceáni forgalomban is. A biztonsági aggályok belátható időn belül történő megszűnésére sajnos kevés az esély, így a kerülőútvonalak állandósulni látszanak, aminek nem kevés addicionális környezeti terhelése is van. A nagyobb kikötőkben újra forgalmi dugók alakulnak ki, amelyek ugyan messze elmaradnak a pandémia idején tapasztaltaktól, azonban a hajók egy része így is késve tud csak kirakodni. Az időjárási körülmények sem kedveznek se a nyíltvízi se a folyami hajózásnak, de az őszi extrém viszonyok Európában a közúton is fennakadásokat okoztak. Emellett a szárazság is komoly gondokat okoz a nyugati féltekén, a Panama-csatorna például csak kevesebb áteresztő forgalmat tud bonyolítani az alacsony vízállás miatt, bár nyáron itt már kedvező irányú változás történt.

A helyzetet tovább rontja, hogy az európai magánfogyasztás és beruházási kereslet továbbra is nyomott, ugyanakkor igen jelentős mennyiségű készletek vannak felhalmozva a vállalatoknál, amelyek raktározása már fizikai akadályokba is ütközik. Egyes kelet-ázsiai termelők a készlet részbeni exportálásában látják a probléma enyhítését, és az erre alkalmas árukat például európai vagy amerikai kikötőkben tárolják. Mindez egybeesik az európai villanyautó programok kifutásával, és ennek következtében a háztartások kereslete is jelentősen csökkent, ugyanakkor a kínai termelők, bízva kereslet későbbi felfutásában elkezdtek készletre is termelni. Így fordulhat elő, hogy az európai piacra legyártott elektromos járművek (amelyek a kínai fogyasztók számára igen drágák) már az európai kikötők, dolgozóknak fenntartott részén is parkolnak és értékesítésre várnak. A kínai elektromos járműgyártók azért is igyekeztek minél előbb Európában tudni a készleteket, mert a nemrég kivetett vámok várhatóan visszafogják majd a keresletet.

A fejlett országok egyre intenzívebben próbálnak ellenállni a kínai termékeknek és szolgáltatásoknak, azonban eddig nem sikerült versenyképesség terén utolérni a kelet-ázsiai termelőket, így maradnak a protekcionista intézkedések. Ismert, hogy a kereskedelmi akadályok lebontása mindkét fél számára előnyös, így azok újbóli kiépítése is minden résztvevő fél számára gazdasági hátrányt jelent, ezért félő, hogy a jelenlegi folyamatok egy olyan spirált indítanak el még ebben az évtizedben, amelyből nagyon nehéz lesz majd kitörni, s minden érintett vesztesévé válik.

A legfrissebb adatok szerint az **energiahordozók** nyersanyagindexe az augusztusi 102,65-ről szeptemberben 95,39 pontra esett vissza. A **nem energiahordozó nyersanyagok** indexe pedig 109,03-ról 111,58 pontra emelkedett. (2010=100), míg a **globális nyersanyagindex** az augusztusi 104,75-ről szeptemberre 100,74-re mérséklődött. Tehát az elmúlt hónapokban az energiahordozóknál inkább lefelé, a nem energiahordozóknál vegyes, az utóbbi hónapban inkább felfelé mutató trend rajzolódott ki.

A **Brent nyersolaj** ára jelenleg 70-75 dollár között mozog hordónként, a csökkenő trend elsősorban szeptemberben mutatkozott meg, míg októberben újra emelkedni kezdtek az árak. Noha az OPEC-országok továbbra is fenntartják a kitermelést korlátozó kvótákat, de a lanyha konjunktúrára és a mérsékelt globális keresletre vonatkozó előrejelzések, Kína gyengülő teljesítménye, a globális ipari szektor gyengülésével kapcsolatos aggodalmak lefelé nyomják a nyersolaj árát. Ugyanakkor a közel-keleti helyzet eszkalálódása, az iráni energetikai infrastruktúrát érintő esetleges izraeli támadástól való félelem, az orosz-ukrán konfliktus megoldatlansága

továbbra is bizonytalanságban tartja a piacokat, ahol hektikus ármozgások tapasztalhatók. Ennek köszönhető, hogy az ellátási zavaroktól való félelem miatt október elején hirtelen megugrottak az árak, s már újra 100 dolláros olajárról rebesgetnek. Az idén egyelőre éves átlagban 82 dollár körüli hordónkénti olajárra számítunk, ami – a makrogazdasági körülményeket tekintve – nagyjából 2025-re is jellemző maradhat. Lefelé és felfelé mutató kockázatok egyaránt jellemzők. 2026-2027 évekre vonatkozóan a makrogazdasági körülmények alapján nem következik a kereslet jelentős emelkedése, így az árak emelkedése sem. De mivel – a már említett – geopolitikai konfliktusok kimenetele nem látszik, ellátási zavarokra bármikor lehet számítani, így jelentős ármozgásokra továbbra is lehet számítani és a határidős ügyletek akár megrekedhetnek egy magasabb szinten.

Az **európai gázpiacon** március óta emelkedő trend jellemző. Augusztusban másfélszer magasabban voltak az árak, mint februárban, annak ellenére, hogy a tározók töltöttsége mindenütt megfelelő. Szeptemberben viszont már enyhe árscökkenés volt tapasztalható. A bizonytalanság azonban itt is megmarad a piacokon.



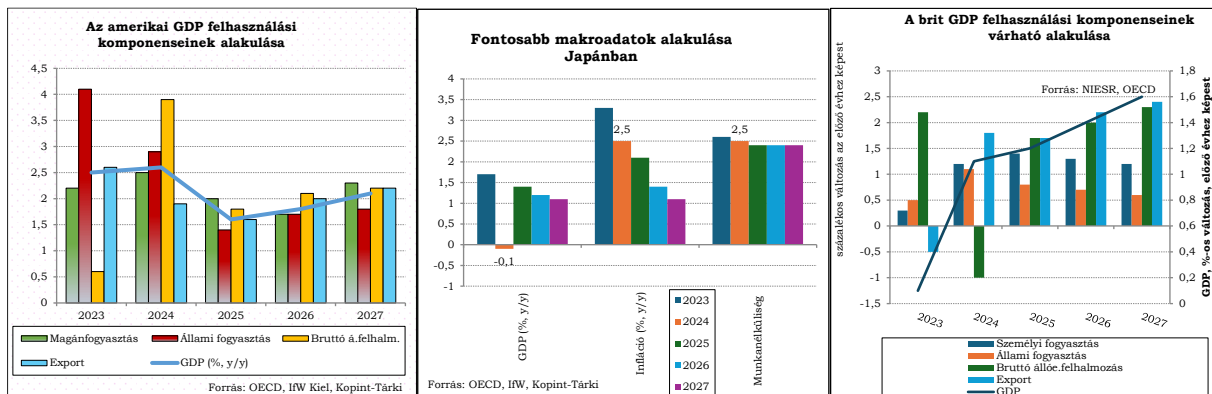
Egyes **nem energiahordozó nyersanyagárak** csökkennek ugyan, ám ez inkább a gyenge globális keresletre utal. Az élelmiszerárak az erősen nyomott magánfogyasztás miatt, az ipari fémek árai pedig a keresleti sokk és a vámok miatt estek vissza. A gazdaságélénkítő programok hiánya és a geopolitikai feszültségek tovább nehezítik a helyzetet. A jövőben a klímaváltozás elleni harc és az elektromos járművek elterjedése miatt egyes fémek ára tartósan emelkedhet. Az arany ára történelmi csúcsokat döntet és augusztusban már 2470 dollárt kellett fizetni egy unciáért, ami egy évvel korábban még 1918 dollár volt. A nemesfém ára természetesen már jó ideje a spekulánsok nyomása alatt is áll, azonban leginkább a recesszió vagy stagnálás ellen fedezetet kereső befektetők táplálják az árakat, amiben nem kis része van a kínai háztartásoknak, amelyek hagyományosan az arany felé fordulnak gazdasági nehézségek idején.

A javuló inflációs adatok hatására, egyre több országban megindult a **monetáris lazítás**. Az amerikai *FED* szeptember 18-án mindjárt 50 bázispontos kamatcsökkenéssel indított, a jegybanki alapkamat 4,75-5% között mozog, s a piac még további 50 bázispontos csökkenést vár. Ugyanakkor az amerikai gazdaság jó állapota a csökkenő infláció ellenére sem teszi szükségessé, hogy túl gyorsan lépjen a *FED*. A legfrissebb adatok a maginfláció emelkedését jelzik, a munkapiaci adatokban is van újabban egy kis bizonytalanság, így nem valószínű, hogy a piac által várt további kamatcsökkentés újra erőteljes lesz. Az *EKB* idén júniusban egy 25 bázispontos csökkentéssel indított, amelyet szeptemberben újabb 25 bázispontos csökkentés követett. Ugyanakkor a

jegybank az idei és a jövő évre vonatkozó növekedési előrejelzéseit rontotta, s jelezte, hogy a kamatok csökkenése a strukturális problémákat a növekedéssel kapcsolatban nem lesz képes megoldani. A *brit* és a *kínai* jegybank is csökkentette a kamatokat, ezzel szemben a *japán jegybank* – a viszonylag erős inflációra hivatkozva – ellentétes irányba ment, és kamatot emelt. Ugyanakkor a japán jegybank várhatóan óvatos marad, hiszen az amúgy is gyenge gazdasági növekedést sem akarja lefojtani. A *nem eurót használó kelet-közép-európai tagállamok* jegybankjai is óvatos lazításba kezdtek, azonban a monetáris tanácsok kommunikációjukban elismerik, hogy rendkívül kockázatos manőverezés zajlik, mivel az árstabilitás ezekben az országokban még gyenge lábakon áll. Ezért nem tartjuk kizártnak, hogy jövőre lesznek ebben a régióban olyan jegybankok, amelyek újra szigorításra kényszerülnek.

Az **euró dollárhoz viszonyított árfolyama** az utóbbi időben erősödött a FED kamatdöntésének hatására. Jelenleg 1,10 USD/EUR-al kicsivel az idei éves átlag (1,09 USD/EUR) felett mozog. Ugyanakkor az utóbbi napokban kicsit fordult a helyzet. Minden azon múlik, hogy az USA-ban folytatódik-e a piac által már beárazott gyors kamatvágás vagy lassítanak a tempón, s Európában pedig folytatódik-e a gyorsabb monetáris lazítás.

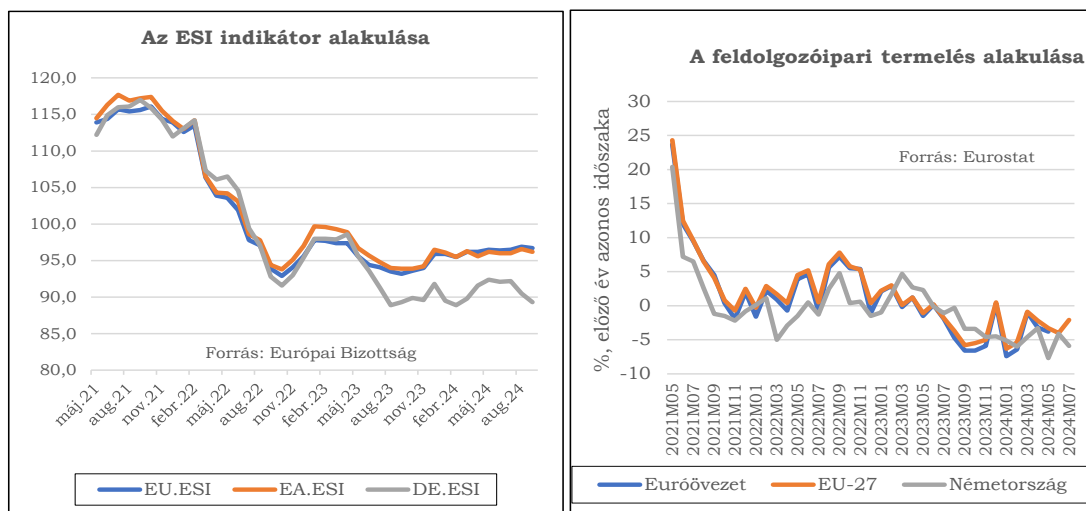
Az **Európai Unió külső környezetében** továbbra is vegyes a kép. Az **USA**-ban az idén még erőteljes, 2,6%-os növekedés várható, ugyanakkor a dinamikus első félév után a növekedés lendülete várhatóan csökkenni fog. A rosszabbodó foglalkoztatási kilátások, a lassuló bérnövekedés, a Covid alatt felhalmozott megtakarítások lepadása fékezni fogja a magánfogyasztást, így jövőre és még 2026-ban is 2% alatti GDP bővülés várható, míg 2027-ben újra erősebb élénkülés következhet be elsősorban a beruházások élénkülésének köszönhetően.



Japánban az idén várhatóan zsugorodik a gazdaság, az elkövetkező két-három évben is csak mérsékelt élénkülés várható. Különösen a japán ipar teljesít gyengén. Növekedési impulzusok sem a monetáris, sem a fiskális politika oldaláról nem várhatók. Az **Egyesült Királyságban** a növekedés elsősorban a szolgáltató szektornak köszönhetően az év első felében nem várt dinamikát mutatott. A GDP felhasználási oldalán a magánfogyasztás nőtt erőteljesen, míg a beruházások inkább visszaestek. A tavalyi stagnálás után mind az idén, mind a jövőre a brit GDP 1-1,2% körül bővíülhet, s mindkét évben a magánfogyasztás húzza a növekedést. A beruházások jövőre már valamelyest bővíülhetnek, és egy lassú élénkülés a 2026-2027 időszakban is folytatódhat. Az infláció az Egyesült Királyságban is fokozatosan csökken, jelenleg 2,2%-on, tehát kicsivel a jegybanki célérték felett mozog.

Kína GDP-je várhatóan 4,9%-kal nő idén, jövőre pedig további lassulást, 4,5%-os bővülést várnak a szakértők. A következő két-három évben várhatóan tartani tudják majd az előirányzott 5%-os növekedési ütemet. A Kínával szemben alkalmazott különféle protekcionista intézkedések ellenére továbbra is az export a gazdaság fő mozgatórugója. Gazdasági kapcsolataikban egyre jobban erősödik az ún. globális Dél országainak szerepe. Az ingatlanpiac stabilizálása, valamint a tőzsdék és a befektetők megnyugtatása, illetve a lakosság fizetőképességének javítása érdekében szeptember végén az ország irányításának legfelsőbb fóruma számos, azonnal bevezetendő intézkedést hozott (lásd erről bővebben az 1.2. fejezetet).

Az **euróövezet** gazdasági kilátásai nem igazán javulnak. Az ESI indikátor továbbra is lefelé mutat, a feldolgozóipari termelés pedig az idén folyamatosan csökken. Ez a kedvezőtlen trend elsősorban a gyenge német teljesítménynek tudható be, de a többi ország vonatkozásában is meglehetősen vegyes kép. A megindult monetáris lazítás ellenére a monetáris politika egyelőre fékezi a növekedést, és a különböző geopolitikai feszültségek elbizonytalanítják a vállalkozásokat. Ebben a bizonytalan környezetben a magánháztartások is inkább takarékoskodnak, annak ellenére, hogy a csökkenő infláció következtében a reáljövedelmek nőnek. A szolgáltató szektor, amely eddig a konjunktúra fő támasza volt – a csökkenő kereslet következtében – szintén veszít lendületéből. 2024 második negyedében az előző év azonos időszakához képest az EU-20 GDP-je 0,8%-kal nőtt, az előző negyedévhez képest azonban valamelyest lassult a növekedés üteme. Tekintve, hogy az idén mind a német, mind az osztrák növekedés üteme is negatív lesz, az EU-20 esetében 0,8%-os GDP bővülésre számíthatunk, ami jövőre legfeljebb 1,2%-ra bővíülhet. Az EU-27 esetében 1% és 1,4% a két megfelelő GDP adat.



Azok a súlyos *versenyképességi problémák*, amelyek az Európai Uniót jellemzik, s amelyekre a nemrég megjelent Draghi-jelentés¹ is felhívta a figyelmet, nem teszik lehetővé, hogy az EU az elkövetkező időszakban átváltson egy dinamikusabb növekedési pályára. A Draghi-jelentés szerint Európa súlyos lemaradásban van az új technológiák terén, a kritikus nyersanyagok vonatkozásában továbbra is a beszállítóktól függ, a digitális technológiák több mint 80 százalékát importálja, továbbá az

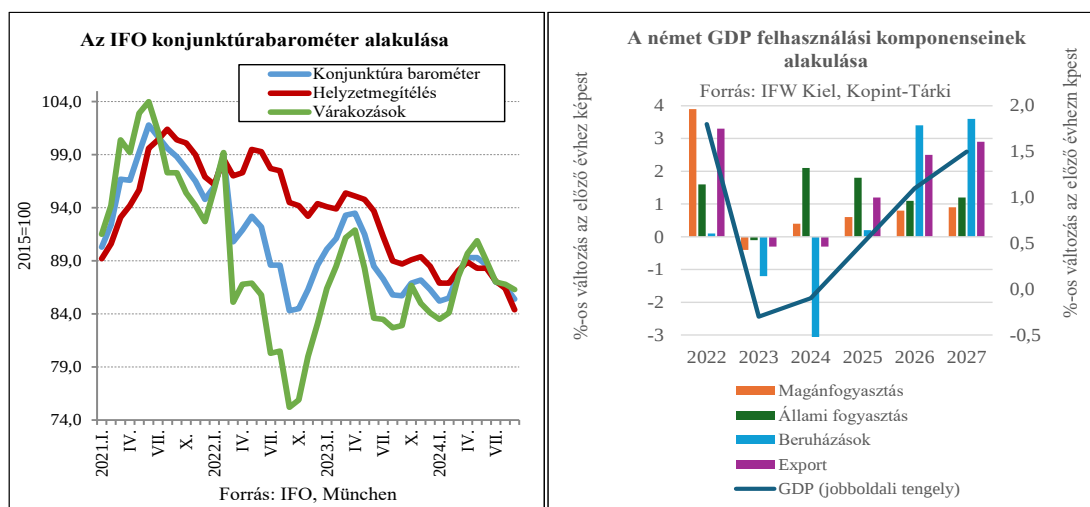
¹ The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe, 9 September 2024, https://commission.europa.eu/topics/strengthening-european-competitiveness/eu-competitiveness-looking-ahead_en#paragraph_47059

EU-ban jóval magasabbak az energiaárak, mint az Egyesült Államokban vagy Kínában.

Az *infláció* folyamatosan mérséklődik, az idén és jövőre is éves átlagban kicsivel 2% fölötti drágulásra számíthatunk. Kockázatot az energiaárak és a nyersanyagárak alakulása jelenthet: jelenleg csökkennek az árak, de a geopolitikai feszültségek következtében ez a helyzet bármikor változhat. A szolgáltatások továbbra is magas, esetenként emelkedő ára következtében a maginfláció egyelőre magasabb maradhat, itt inkább 2026-ban várható jelentősebb változás, amikor a bérnyomás is csökkenhet.

A *munkaerőpiacok* továbbra is feszesek. A 6% körüli munkanélküliség ráta a kedvezőtlen növekedési prognózisok mellett nagyon jónak mondható, s az utóbbi hónapokban is rekordalacsony munkanélküliségi adatokat mértek. Felfelé kiugró munkanélküliségi adatokat hagyományosan Görögország és Spanyolország produkálnak, a többi országban inkább a munkaerőhiány okoz gondot.

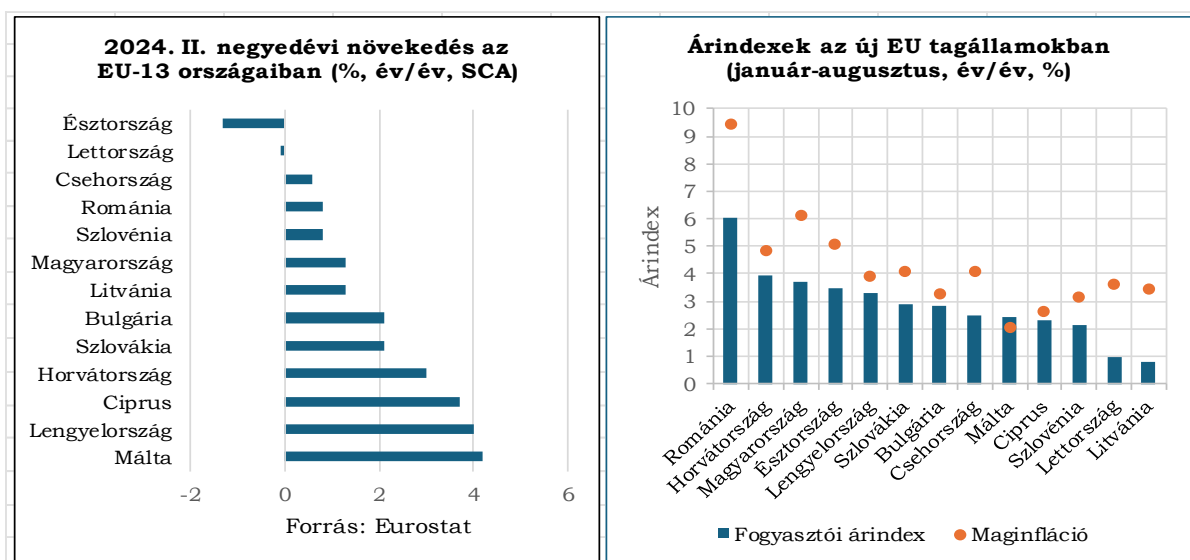
A *fiskális politika* a konszolidáció kihívásával néz szembe az euróövezet legtöbb országában. Az elmúlt évek segélyprogramjai megterhelték a legtöbb ország költségvetését, s nem egy esetben a strukturális deficit is nagyon magas. A válság alatt hatályon kívül helyezett fiskális szabályok újra érvénybe léptek, így az euróövezet négy tagországa ellen megindult a túlzott deficit miatti eljárás, és néhány euróövezeten kívüli ország, köztük Magyarország ellen is.



A **német** gazdasági kilátások nyár óta tovább romlottak. A tavalyi 0,3%-os visszaesés után még az idén is további 0,2%-os GDP-csökkenés várható, s jövőre is legfeljebb stagnálni fog a gazdaság. Szerény növekedésre legfeljebb 2026-tól számíthatunk, de a kilátások e tekintetben is nagyon vegyesek. Ennek megfelelően a konjunktúrabarométerek is lefelé mutatnak: az IFO hangulatindex május óta lejtmenetben van, s mind a jelenlegi helyzet megítélése, mind a várakozások tekintetében lefelé mutat. Különösen a feldolgozóiparban kedvezőtlen a hangulat: ott a konjunktúrabarométer 2020 júniusa óta nem mutatott olyan alacsony értéket, mint most, s olyan vezető ágazatokban mint az autóipar vagy a vegyipar hónapok óta visszaesés tapasztalható. De a szolgáltató szektorban is romlott a hangulat. A GDP felhasználási komponenseit tekintve az idén minden komponens lefelé mutat. Jövőre a magánfogyasztás és a beruházások még nagy valószínűséggel visszaesnek, míg az

állami fogyasztás és az export valamelyest emelkedhet. Az emelkedő reáljövedelmek ellenére a fogyasztók hangulata nem javul, óvatosak maradnak és visszafogják vásárlásaikat. A bizonytalan piaci kilátások és a még mindig viszonylag kedvezőtlen finanszírozási körülmények a vállalkozások beruházási kedvét visszafogják, így a beruházások mind az idén, mind jövőre visszaesnek.

A **közép-kelet-európai régió** gazdasága vegyes képet mutat. Egyes országok, mint Lengyelország és Horvátország, erőteljes növekedést értek el, míg mások, például Észtország és Lettország, recesszióban vannak. A növekedést főként a belső fogyasztás és a beruházások hajtották, de az infláció és a geopolitikai feszültségek kockázatot jelentenek. Idén a térségben a GDP bővülését 2,3%-ra becsüljük. A jövőre vonatkozó előrejelzések szerint a régió gazdasága tovább fog növekedni, de a növekedés mértékét jelentős bizonytalanságok övezik. Amennyiben minden kockázati tényező kedvezően alakul úgy 2025-ben a növekedés elérheti a 3,2%-ot, és az azt követő két évben további, mérsékelt élénkülés következhet be. Az infláció a prognózisidőszakban 3,1-3,6% körül alakulhat. Habár a következő években a növekedés további gyorsulására számítunk a térségben, mindezt nagy bizonytalanság övezi, leginkább lefelé mutató kockázatokkal. A közel-keleti konfliktus további kiterjedése ugyanis könnyen járhat az energiaárak jelentős emelkedésével, ami újra a fogyasztási és beruházási kereslet lassulásával járhat. Szintén komoly kockázatot jelent, ha monetáris politika túlságosan lazává válik, de a túlzott szigor is visszaüthet.



1.2. A kínai gazdaság kilátásai

Kína GDP-jének idei évre vonatkozó növekedési ütemét illetően a nemzetközi szervezetek előrejelzései nem módosultak számottevően. Az OECD például szeptember végén nyilvánosságra hozott elemzésében² kitart a májusi jelentésében szereplő 4,9%-os növekedés mellett. Jövőre viszont már a kínai vezetés által elvárt öt százalékpont körül - csakúgy, mint tavasszal - számottevőbben csekélyebb, 4,5%-os bővülést várnak a szakértők. Ennek legfőbb oka, hogy az ingatlanszektor korrekciója csak lassan valósul majd meg, és a nem megfelelő szociális védőhálók, valamint a gyenge fogyasztói bizalom továbbra is fékezi a magánfogyasztás növekedését.

A Kínával szemben alkalmazott különféle protekcionista intézkedések ellenére továbbra is az export a gazdaság fő mozgatórugója. Augusztusban, dollárban számított értéke 8,7%-kal haladta meg az egy évvel korábbi szintjét, ami az import mérsékelte bővülése mellett, tovább növelte az ország kereskedelmi mérlegének többletét.³

Az élénkítés szükségességét jelzi, hogy Kína legfelsőbb grémiuma, a kommunista párt politikai hivatala szeptember végén rendkívüli ülést tartott, ahol a deflációs nyomás mérséklése, az ingatlanpiac stabilizálása, valamint a tőzsdék és a befektetők megnyugtatása érdekében többek között a következő, azonnali hatállyal bevezetendő intézkedéseket hozta:⁴

A központi bank irányadó kamatlábát 1,7%-ról 1,5%-ra csökkentették, a vállalati és a lakossági közép- és hosszúlejáratú hitelek kamata erőteljes csökkentésére szólították fel a kereskedelmi bankokat. Újabb hitelek nyújtását elősegítendő 0,5%-kal csökkentették a kereskedelmi bankok kötelező tartalékrátáját. Az ingatlanpiac feltámasztása érdekében a jelzáloghitelek kamatlábát is fél százalékponttal csökkenteniük kell a bankoknak, továbbá a második lakás vásárlásához minimálisan szükséges önerő mértékét 25%-ról 15%-ra mérsékeltek. Ezeken kívül lehetőséget kell biztosítani arra is, hogy a hitelfelvevők újra tárgyalják bankjukkal hitelszerződésük feltételeit, sőt ezentúl az is biztosítva lesz számukra, hogy más bankoknál refinanszírozzák tartozásaikat. Speciális államkötvények kibocsátásával támogatják az eladósodott önkormányzatok talpra állását.

Kína a belföldi kereslet fellendítésére és a folyamatos gazdasági növekedés támogatására irányuló erőfeszítései részeként idén tavasszal újabb nagyszabású termelőeszközfejlesztést és az elavult üzemi és háztartási berendezések cseréjét helyezte kilátásba. Az Államtanács által március elején közzétett program szerint *Kína célja, hogy 2023-hoz képest 2027-ig legalább 25 százalékkal növelje az ipari, mezőgazdasági, építőipari, közlekedési, oktatási, kulturális, turisztikai és egészségügyi berendezések korszerűsítésébe történő beruházásait.* A terv 20 kulcsfontosságú feladatot határoz meg, többek között a vállalkozások berendezéseinek korszerűsítését, a háztartások eszközparkjának modernizálását, a

² https://www.oecd.org/en/publications/oecd-economic-outlook-interim-report-september-2024_1517c196-en.html

³ <https://www.china-briefing.com/news/chinas-august-2024-economy-record-export-growth-amid-domestic-challenges/>

⁴ https://www.scmp.com/economy/article/3280018/china-vows-save-private-economy-stabilise-real-estate-market-politburo-meeting?utm_medium=email&utm_source=cm&utm_campaign=enlz-breaking_news&utm_content=20240926&UUID=af862792-c89a-4e9c-9db0-ade348ae9a3a&tc=2

lecserélendő berendezések újra-hasznosításának megszervezését, s mindehhez a szükséges szakmai, valamint adó- és pénzügyi támogatás biztosítását.

Első lépésként áprilisban hirdették meg az *ipari berendezések korszerűsítését szolgáló cselekvési tervet*⁵, amelynek célja a műszaki fejlődés és a gazdasági növekedés ösztönzése a beruházások széles körű támogatása és a szabályozási rendszer átalakítása révén. Hatálya kiterjed többek között

- Az elavult berendezések, különösen a több mint egy évtizede használt gépek cseréjére;
- A berendezések korszerűsítésére olyan kulcsfontosságú ágazatokban, mint a repülőgépipar, a napenergia és az akkumulátorgyártás;
- Az ipari robotok és az ipari internet integrálására;
- A környezetbarát technológiák bevezetésére a fenntarthatóság előmozdítása érdekében.

A cselekvési terv számos kulcsfontosságú célkitűzést vázol fel, többek között:

- *A beruházások növekedése:* Cél az ipari ágazatban 2027-re a beruházások értékének jelentős, több mint 25 százalékos növelése 2023-hoz képest.
- *Digitális átalakulás:* A digitális kutatási, fejlesztési és tervezési eszközök széles körű bevezetése az ipari vállalkozásoknál. Ezen eszközök 90 százaléka feletti elterjedési arányának elérésével Kína arra törekszik, hogy racionalizálja a folyamatokat, növelje a hatékonyságot, és a digitális innováció élvonalában maradjon.
- *Numerikus vezérlésű (NC) technológia széleskörű alkalmazása:* Cél, hogy a termelő berendezések 75 százaléka meghaladó arányban legyenek numerikusan vezéreltek, ami által az iparágak javíthatják a pontosságot, optimalizálhatják a munkafolyamatokat és emelhetik a termelés műszaki színvonalát.
- *Országos digitalizálás:* Cél a digitalizáció fejlesztéséhez szükséges megfelelő szintű infrastruktúra teljes körű biztosítása.
- *Fokozott energiahatékonyság és biztonság:* Cél az elavult termelési kapacitások fokozatos megszüntetése, a berendezések megfelelő energiatakarékossági szintjének elérése és a biztonsági előírások emelése valamennyi ágazatban.

A berendezés-korszerűsítési program mind az üzleti beruházásokat, mind a háztartások vásárlásait ösztönözni fogja. A magánszektor számára kedvezőbb feltételek megteremtése és a közvetlen külföldi befektetések előtti nyitás új fordulója, beleértve a feldolgozóipar előtt álló valamennyi belépési korlát felszámolását, várhatóan fellendíti a termelékenység növekedését.

Ugyanakkor a protekcionizmus újabb erőre kapása kedvezőtlenül érinti a kínai gazdaságot, de nem hagyható figyelmen kívül az a tény sem, hogy a korlátozó intézkedések nemcsak a célországokat, hanem, egy kis időeltolódással ugyan, az azokat kivetőket is sújtják. Minden korlátozó intézkedés a partnerország részéről is hasonló megszorításokat von maga után. Nincs, illetve nem lesz ez másként az elektromos meghajtású járművek Kínából származó importjára az USA, majd az EU által kivetett büntetővámok esetében sem.

⁵ <https://www.china-briefing.com/news/china-announces-industrial-equipment-upgrading-action-plan/>

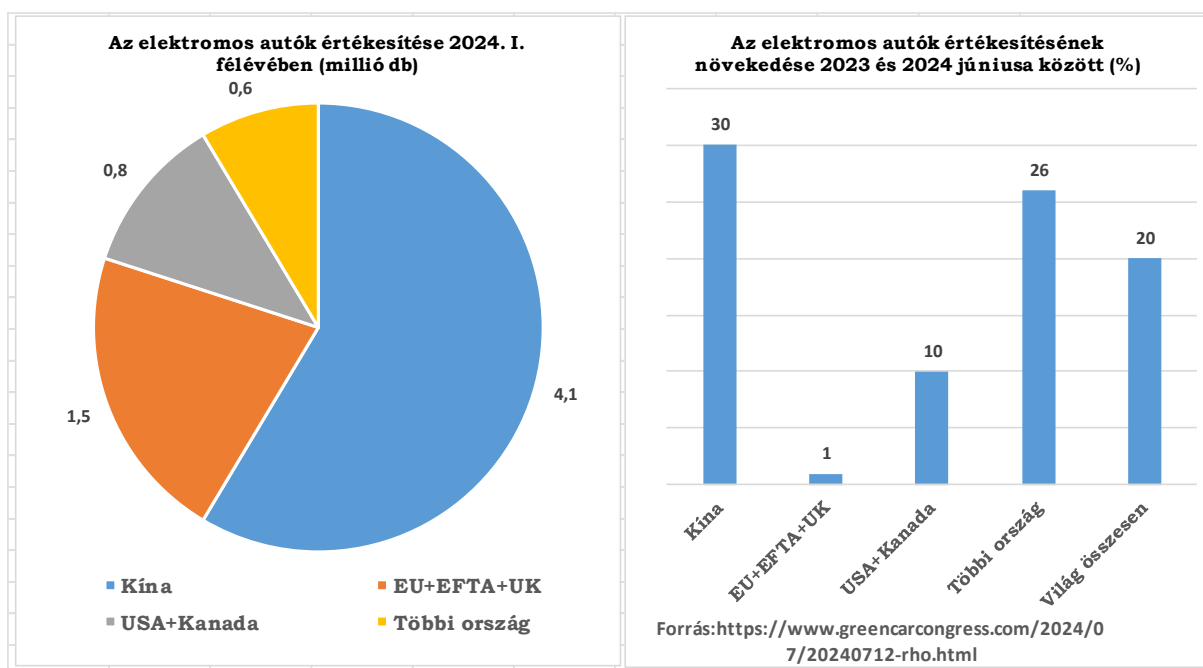
A globális termelési és értékesítési láncoknak „China Plus One” néven is elhíresült, elsősorban a Covid járvánnyal kapcsolatos lezárásokból fakadó logisztikai problémák miatt felgyorsult átszervezése nemcsak az egyes multik termelői tevékenységének Kínából való kivonását eredményezte. Ezzel párhuzamosan a kínai cégek is egyre nagyobb ütemben telepítik ki egyrészt hagyományos, egyszerűbb és olcsóbb feldolgozóipari termékeik gyártását más, megfelelő termelési kultúrával rendelkező, de a kínainál olcsóbb bérű országokba, másrészt a legújabb technikai vívmányokat megtestesítő eszközöknek és/vagy ezek komponenseinek előállítását a fő felvevőpiacok közelében található országokba. Legfőbb célországaiak Indonézia, Malaysia, Vietnám, Banglades, Mexikó, számos afrikai ország és Magyarország.

Az utóbbi időben egyre nagyobb vihart kavart Kína szerepe az **elektromos autók (EV)** piacán. Ma még nehezen ítéltető meg, hogy milyen kifutása lesz az általa mind a gyártás, a belföldi és külföldi értékesítés, mind a működőtőkebevonás és a külföldön eszközölt beruházásai viharos sebességű felfutásának, valamint az európai kereslet mostanában tapasztalható drámai csökkenésének.

A külföldi autógyártók évtizedek óta uralták a kínai autópiacon, több millió járművet adtak el és hatalmas profitot termeltek. Ez az aranykorszak most hirtelen véget ér. A kínai saját fejlesztésű elektromos járműveket gyártó cégek, mint például a BYD és az Xpeng gyors felemelkedése felforgatja a világ legnagyobb személyautó-piacát.

A Nemzetközi Energiaügynökség előrejelzése szerint az akkumulátoros-elektromos és plug-in hibrid járművek értékesítése *Kínában a négy évvel ezelőtti 1,1 millióról idén eléri a 10 millió darabot, ami az ország autóeladásainak közel felét teszi ki.*⁶

A hagyományos autógyártókat váratlanul érte az elektromos autókra való hirtelen átállás Kínában. Az időzítés csak rontott a helyzeten: Az autóiipari vezetők nem tudtak minden évben ellátogatni Kínába, hogy saját szemükkel lássák, mi történik. Amikor a gyártók végre rájöttek, hogy cégük mennyire lemaradt a járműszoftvertől és a

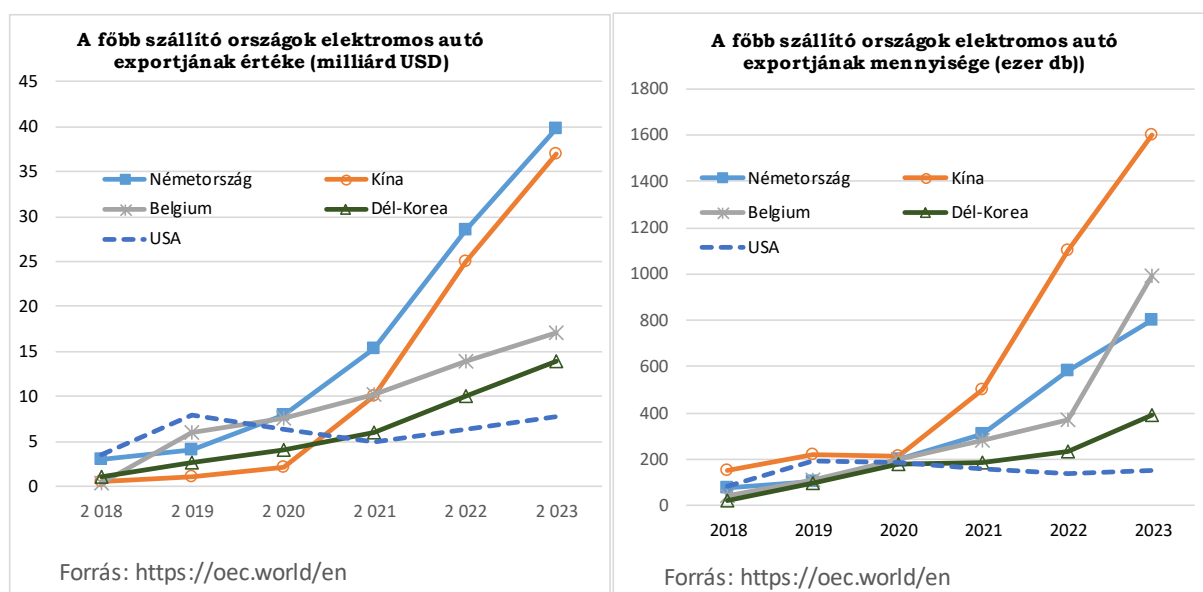


⁶ <https://www.portfolio.hu/uzlet/20240423/bemonta-a-nemzetkozi-energiaugynokseg-mennyi-elektromos-auto-talalhat-iden-gazdara-682141>

gyártási sebességtől kezdve az akkumulátor-technológián át az elektromos járművek gyártásához elengedhetetlen ellátási láncok irányításáig, szinte már túl késő volt visszaszerezni az elvesztett területet.

A kínai elektromosautó-gyártók nem elégszenek meg a hazai sikerrel, az ország személygépkocsi-exportja is szárnyal. Tavaly több mint 60 százalékkal ugrott meg az előző évhez képest, és meghaladta a 4 millió darabot. Egyes mérések szerint ezzel Kína a világ legnagyobb autóexportőrévé vált, megelőzve Japánt és Németországot.⁷

Az a fenyegetés, amelyet mindez Európa és Észak-Amerika nagy múltú autóipara számára jelent, vámemelési hullámot indított el a Kínában gyártott e-autókra. Egyelőre nem világos, hogy a magasabb importvámok elegendőek lesznek-e a támadás megállításához.



⁷ <https://autopro.hu/elemzesek/a-globalis-autogyartok-dicsoseges-napjai-veget-ertek-kinaban/1209763>

1.3. Szerkezetváltozások az európai járműipar versenyképességében 2010 óta

A járműipar a világ egyik legjelentősebb termelő ágazata, amely a teljes globális bruttó kibocsátás mintegy 2,5%-át adja, míg a globális feldolgozóipari kibocsátásból 8,4%-os részesedést tud magának. Ezek az arányok 2010 és 2020 között meglehetősen stabilan tartották magukat, bár volt időszak mikor a feldolgozóiparban a járműipar több mint 9%-ot tett ki (2016-ban), azóta azonban ez az érték csökkenő trendet mutat. A pandémia a járműiparban is jelentősen visszafogta a keresletet, azonban a részarány mérséklődése a feldolgozóiparon belül már jóval 2020 előtt megkezdődött.

A 2008-as világgazdasági válságból újjáéledő autóipar, köszönhetően a rendkívül kedvező makrogazdasági környezetnek, 2010 és 2019 között aranykorát élte és számos eladási rekordot megdöntött⁸. Az ágazat azonban kiváltképp konjunktúra-érzékeny és már a világválság előtt érződött a növekedés lanygulása a fejlett országokban. Ezen kívül az eszkárlódó kereskedelmi háború (akkor még csak az USA, Kína és Mexikó között) is elkezdte lefelé húzni a járműipart. A fogyasztói bizalom az USA-ban és az EU-ban hanyatlani kezdett, ami elejét vette az autóvásárlási láznak is, pedig a pénzügyi körülmények egészen a COVID-19 kezdetéig még rendkívül ideálisak voltak, igaz már láthatóak voltak a monetáris szigorítás jelei, amit a kereskedelmi bankok idővel be is áraztak a hitelekbe. Mindemellett a piac nagy valószínűséggel telítődött, mivel a kibocsátás gyorsabb volt, mint a járművek forgási sebessége, és a használtautópiac sem tudta teljesen felszívni a kínálatot. A háztartásokat vásárlásra ösztönző fiskális csomagok így részben kihasználatlanok maradtak, miközben a keretet a legtöbb fejlett országban még emelték is.

Az újautó értékesítések a fejlett országokban tehát már 2019-ben csökkenésnek indultak, azonban nem minden szegmensben. A prémium kategória hagyományosan robusztusabb, mint társai, ami segített valamelyest késleltetni a negatív hatásokat azokban az országokban, ahol ezeket a típusokat gyártották, többek között Magyarországon is. A konjunkturális ingadozások természetesen nem érték sokként az európai gyártókat, azonban a 2010-es évek második felétől már tömeggyártásban is elérhetővé váltak a tisztán elektromos járművek is, illetve a hozzájuk kapcsolódó infrastrukturális fejlesztések is megindultak. Korábban az európai márkák a tisztán elektromos meghajtású típusokat inkább csak kísérleti jelleggel, egyfajta tanulmányautóként forgalmazták, kifejezetten kis volumenű termelésre berendezkedve, elsősorban azért, mert a töltési infrastruktúra még a fejlett európai országokban is csak elvétve volt elérhető. A gyártott típusok teljesítményhatára pedig eltörpült még a manapság forgalmazott legkisebb kapacitású elektromos járművekhez képest is, így ezek a modellek a fogyasztók körében nem is voltak népszerűek.

2022-ben az Európai Unió tagállamai megállapodtak a szén-dioxid kibocsátási előírások módosításáról, és az erről szóló Európai Parlament és Tanács 2023/851-es rendelete 2023 áprilisában lépett hatályba. Ennek értelmében 2035-től nem hozható forgalomba olyan új személyautó és könnyű haszongépjármű az Európai Unió

⁸ A közel egy évtized alatt az USA-ban értékesített új autók száma több, mint 50%-kal emelkedett, amire korábban még nem volt példa a történelemben. A globális járműipar pedig 9 éven keresztül tudott növekedni, ami szintén egyedülálló nem csak ebben az iparágban, hanem a szinte a teljes feldolgozóiparban.

területén, amely nem zéró szén-dioxid kibocsátású.⁹ A szabályozás, bár nem érte váratlanul az európai termelőket, törést okozott az új járművek értékesítésében, mivel a kormányzatok támogatni kezdték a karbonsemleges autók vásárlását, amelyeknek azonban európai kínálata lényegében nem volt, ezért ezt a piaci szegmenst elsősorban az amerikai és kelet-ázsiai termelők szolgálják ki jelenleg is.

Mindazonáltal az európai gépjárműpiac az elérhető adatok alapján még nem szenvedett markáns törést, a fogyasztók továbbra is a német eredetű termékeket preferálják, sőt a végső kereslet több mint 80%-a mindenképpen európai eredetű, sőt 77% kifejezetten az EU-ból származik (a különbség részben Törökországhoz köthető).

1 táblázat: A top10 beszállító ország hozzáadott érték részesedése az járműipari termékek¹⁰ végső keresletében az Európai Unióban¹¹

Beszállító ország (felhasználó: EU27)	2010	***	Beszállító ország (felhasználó: EU27)	2020
Németország	34%		Németország	36%
Franciaország	10%		Franciaország	7%
Olaszország	8%		Olaszország	7%
Spanyolország	6%		Spanyolország	5%
Japán	3%		Kína	4%
Lengyelország	3%		Lengyelország	3%
Egyesült Királyság	3%		Csehország	3%
Csehország	3%		USA	3%
Svédország	3%		Svédország	3%
USA	2%		Japán	3%
EU27	79%		EU27	77%

Forrás: OECD

Európa globális szerepe az ágazatban igen jelentős, hiszen a világ végső autóipari keresletének nagyjából negyedét a kontinens vállalatai elégítik ki. Ugyanakkor 1-2 százalékpontos olvadás figyelhető meg az európai járműipari vállalatok által előállított globális hozzáadott érték részesedésében. Ugyan ez a csökkenés még nem jelentős, azonban egyszerű dekomponálás után kiderül, hogy a részarány csökkenése mögött elsősorban az húzódik meg, hogy a világ járműipari keresletének növekedésével az EU termelői nem tudtak lépést tartani. Hiába emelkedett tehát folyó áron az európai vállalatok hozzáadott érték beszállítása 17%-kal 2010 és 2020 között, eközben a globális kereslet folyó áron számolva 26%-kal lett több. Mindez arra utal, hogy új vagy korábbi Európán kívüli beszállítók piacot nyertek az európai termelőkkel szemben.

Némiképp paradox módon 2010 és 2020 között az Európai Unió főként tagállamaiban veszített piaci részesedéséből nem európai termelők javára (leginkább távol-keleti¹²

⁹ Ezzel kapcsolatban érdemes megjegyezni, hogy a nem zéró szén-dioxid kibocsátású használt járművek harmadik országból történő importját jelen szabályozás nem tiltja.

¹⁰ Megjegyezzük, hogy a járműipari („motor vehicles”) termékek kereslete hangsúlyosan magában foglalja az alkatrészeket, továbbá kiterjed a haszongépjárművekre is.

¹¹ Nagy-Britannia nélkül.

¹² Az elmúlt évtizedben japán és koreai márkák is jelentős piacot tudtak maguknak kiszakítani Európában, főként az árérzékeny fogyasztók körében. Nem csupán a járművek ára versenyképes, hanem a fenntartási költségek is. A kínai termelők részesedése 2020-ig bezárólag még nem ért el jelentős szintet az EU-ban.

gyártók), azonban nem európai piacokon valamennyit visszanyert, igaz jóval kevesebbet, mint amennyit máshol elvesztett. Az orosz piacvesztés talán az egyetlen, amely nem kizárólag piaci alapon történhetett, mivel a 2014-es krími incidens óta az EU szankciókkal sújtja Oroszországot, amelyek ugyan a 2022-es ukrajnai invázió előtt még nem terjedtek ki széles körűen kifejezetten járműipari termékekre, de megnehezítették az importőrök számára a beszerzést, különösen az alkatrészutánpótlás terén, amely gyengítette az orosz fogyasztók vásárlási kedvét az európai gyártmányú járművek iránt.

2. táblázat: Az európai hozzáadott érték arányának változása a teljes felhasználáson belül a legalább 1 milliárd dollár értékben európai hozzáadott értéket felhasználó országokban (top10 ország, százalékpont)

EU27 piacvesztés top10 ország		***	EU27 piacnyerés top10 ország	
Ország	Különbség 2010-hez képest		Ország	Különbség 2010-hez képest
Egyesült Királyság	-9 % pont		Szaúd-Arábia	17 % pont
Lengyelország	-7 % pont		Dél-Korea	5 % pont
Csehország	-6 % pont		Finnország	5 % pont
Belgium	-6 % pont		Svédország	3 % pont
Oroszország	-6 % pont		Japán	2 % pont
Románia	-5 % pont		Mexikó	1 % pont
Magyarország	-4 % pont		Dánia	1 % pont
Ausztria	-4 % pont		Kanada	1 % pont
Norvégia	-3 % pont		Szlovákia	1 % pont
Spanyolország	-3 % pont		Kína	0,5 % pont

Forrás: OECD

Az európai termelők versenyképességének erodálódása tehát már a dekarbonizációs szabályozás megszületése előtt megkezdődött a legfőbb felvásárlói piacokon. Az Egyesült Államokban a piaci részesedés 2,5 százalékponttal csökkent, ebben nagy szerepe volt a helyi termelők (valószínűleg nem kis részben a Tesla) térnyerésének. Ugyanakkor nem lehet eltekinteni attól, hogy az EU részaránya abszolút értékben még 2020-ban is a legmagasabb volt a legtöbb partnerországban, a kereskedelmi egyenleg szinte mindig többletet mutatott. Az amerikai fogyasztók például 6-szor több európai járműipari hozzáadott értéket használtak fel, mint amennyi amerikai hozzáadott értéket az EU fogyasztói, míg a kínai háztartások esetében ez az arány háromszoros volt. Igaz, ez utóbbiban az is benne van, hogy az európai járművek egyre növekvő részben tartalmazznak kínai hozzáadott értéket, így tehát elsősorban nem arról van szó, hogy a kínai járműipari termelők késztermékekkel nyertek volna piacot Európában, hanem inkább az alkatrészeken keresztül növelték saját hozzáadott értéküket, egyelőre még a hagyományos robbanómotoros termékeken keresztül.

A 3. táblázat azt mutatja, hogy egy országban hogyan alakult az EU-val szembeni kereskedelmi mérleg arány az elmúlt egy évtizedben. Az 1-nél *nagyobb* érték azt jelenti, hogy az adott országban a végső felhasználás nagyobb értékben tartalmaz az EU-ból származó járműipari hozzáadott értéket, mint amennyi járműipari hozzáadott értéket az EU végső felhasználása tartalmaz az adott országból, vagyis az adott országgal szemben az EU-nak kereskedelmi többlete van járműipari hozzáadott érték terén. Az 1-nél *kisebb* érték ezzel szemben arra utal, hogy az EU végső felhasználása több járműipari hozzáadott értéket tartalmaz az adott országból, mint amennyit az

EU beszállít az adott ország végső felhasználásába, vagyis az EU-nak kereskedelmi hiánya van.

3. táblázat: Járműipari hozzáadott értékek kereskedelmi egyenlege (arány) az EU-val szemben (top10 valamint Dél-Korea, Japán és V4 országok)

Ország	EU HÉ beszállítás (export) / EU HÉ felhasználás (import) ¹³	
	2010	2020
Németország	0,75	0,80
Franciaország	1,42	1,85
USA	8,14	6,59
Olaszország	1,45	1,42
Kína	3,35	3,48
Egyesült Királyság	3,91	3,82
Spanyolország	0,99	1,00
Lengyelország	1,16	1,18
Svédország	0,99	0,84
Hollandia	2,14	2,46
...	...	...
Csehország	0,55	0,37
Japán	0,34	0,45
Dél-Korea	0,72	0,96
Magyarország	0,47	0,62
Szlovákia	0,66	0,48
Világ	1,34	1,30

Forrás: OECD

Csehország, Magyarország és Szlovákia mérlege saját szempontjukból erősen szufficites, mivel több járműipari hozzáadott értéket szállítanak be az EU végső felhasználásába, mint amennyit onnan felhasználnak. Ugyanez igaz Németországra és a két távol-keleti autóipari hatalomra is, Dél-Koreára és Japánra is. Lengyelország, nagyobb piac lévén már deficitese, ahogy Franciaország és Olaszország is. Az Európai Unió 2010-ben és 2020-ban legalább 30%-kal több járműipari hozzáadott értéket szállított be a világnak, mint amennyit onnan felhasznált, vagyis versenyképességi előnye olvadt ugyan, de semmiképpen sem markánsan.

Mivel az OECD-nél legfrissebb nemzetközi input-output táblák 2020-ra vonatkoznak, ezért az elektromos járművel megjelenését tényadatokon még nem tudjuk értékelni. Ugyanakkor elmondhatjuk, hogy 2020-ban a Kínából származó hozzáadott érték az EU felhasználásában 3,7 milliárd dollár értékű volt és ez már tartalmazza a robbanómotoros járművekhez beszállított alkatrészeket is. Eközben a kínai végső felhasználás 13,1 milliárd dollár értékben tartalmazott európai hozzáadott értéket. Ahhoz tehát, hogy a kínai hozzáadott érték mérleg egyensúlyban legyen, nagyjából 10 milliárd dollár értékben kellene növekednie a kínai hozzáadott értékben az európai végső felhasználásnak, miközben az európai eredetű felhasználás nem csökken Kínában. Arra vonatkozóan, hogy ez hány darab kínai járművet tehet ki, csupán durva és szubjektív becslés adható, de megközelítőleg 30 és 70 ezer járművet jelenthet.¹⁴ Ez a szám, még ha alsó becslés is, egyáltalán nem számít soknak,

¹³ EU HÉ beszállítás: *i* országban felhasznált EU-ból származó járműipari hozzáadott érték
EU HÉ felhasználás: *i* országból származó járműipari hozzáadott érték felhasználás az EU-ban

¹⁴ A számítás alapja, hogy az EU 2020-ban 192 milliárd dollár értékben használt fel járműipari hozzáadott értéket a világból, ám ez minden kategóriára és az alkatrészekre is vonatkozik.

tekintve, hogy 2023-ban 1,5 millió karbonsemleges járművet értékesítettek az EU-ban, így nem elhanyagolható annak az esélye, hogy napjainkban az EU járműipari hozzáadott érték egyenlege a végső felhasználásban Kínával szemben már deficitese.

Az uniós gazdaságpolitika láthatólag joggal aggódik a kontinens járműipari versenyképessége miatt, ugyanis a világgal szemben 2020-ban „csupán” 57 milliárd dollárt tett ki a többlet a hozzáadott érték egyenlegben, ami csekélynek mondható, mivel ez az érték nagyjából a teljes német járműipari hozzáadott érték fele. Ugyanakkor a harmadik országokból származó és az EU-ban felhasznált járműipari hozzáadott értékben feltehetőleg még mindig nagyobb arányban szerepelnek az amerikai, dél-koreai és japán termékek, mint a kínaiak. Az európai részesedés a hozzáadott értékből a saját kontinensen belül több, mint 80%-os, ezért a jelentős piacvesztés esélye nem is feltétlenül Európában, hanem az EU-n kívül van.

A versenyképességi stratégia tehát több irányban is fejlesztendő. Egyrészt tompítani szükséges az európai hozzáadott érték csökkenését az európai járműipari végső felhasználásban, ami valóban jelentheti részben az értékláncok rövidítését, másrészt a hazai termelés erősítését, a fogyasztók európai márkák felé való terelését. Ez utóbbi még az elektromos járművek nélkül is nehezen megoldható feladat, hiszen a távol-keleti robbanómotoros járművek több tagállamban is piacvezető pozíciót élveznek. Az értékláncok rövidítése sem könnyű, részint azért sem, mert a harmadik országba települő európai tulajdonú termelőegységek főként a harmadik országok keresletét elégítik ki, az onnan visszaáramló európai hozzáadott érték aránya elenyésző. Jóval nagyobb arányt képviselnek a hozzáadott értékben azok a harmadik országbeli második körös vagy annál lejjebb található beszállítók, amelyek az európai beszállítóknál versenyképesebbek, jellemzően az alacsony bérköltségek miatt. Az ő cseréjük csak erős innovációs fejlesztés révén lehetséges.

A másik fejlesztési irány a versenyképességben, az arra való törekvés, hogy a harmadik országban lévő termelők és beszállítók üzemegységeket hozzanak létre az EU-n belül, növelve ezzel az európai hozzáadott érték részesedést. Mivel ez a harmadik országbeli termelő saját hozzáadott érték részesedésének csökkenésével is jár, ezért ez a stratégia akkor életképes, ha az EU-ba települő járműgyártó kompenzációban részesül, ami főként a logisztikai, másrészt a vámköltségek csökkenésén keresztül jelentkezik.

A harmadik fejlesztési pont az EU-n kívüli piacok megőrzésének támogatása, illetve új piacok meghódítása, ami elsősorban a fejlődő és felzárkózó országok járműpiacát jelenti. Az EU jelenleg ezeken a területeken is erős, azonban osztozni kell a piacon a távol-keleti termelőkkel. Itt meg kell jegyeznünk azonban, hogy ezekben az országokban a fejlődési lépések átugrása történik, azaz a legújabb technológiáknak (például az elektromos járművek) jellemzően nagyobb lehetőségei vannak.

Összességében az EU járműipara (2020-as világ input-output táblák alapján) még mindig piacvezető a világban, még ha 2010 óta láthatóan elindult az előny olvadása. 2020-ban a kínai gyártású (elsősorban elektromos) járművek, amelyeknek alternatíváját az európai termelők kínálata praktikusán nem tartalmazta, még nem szakított-

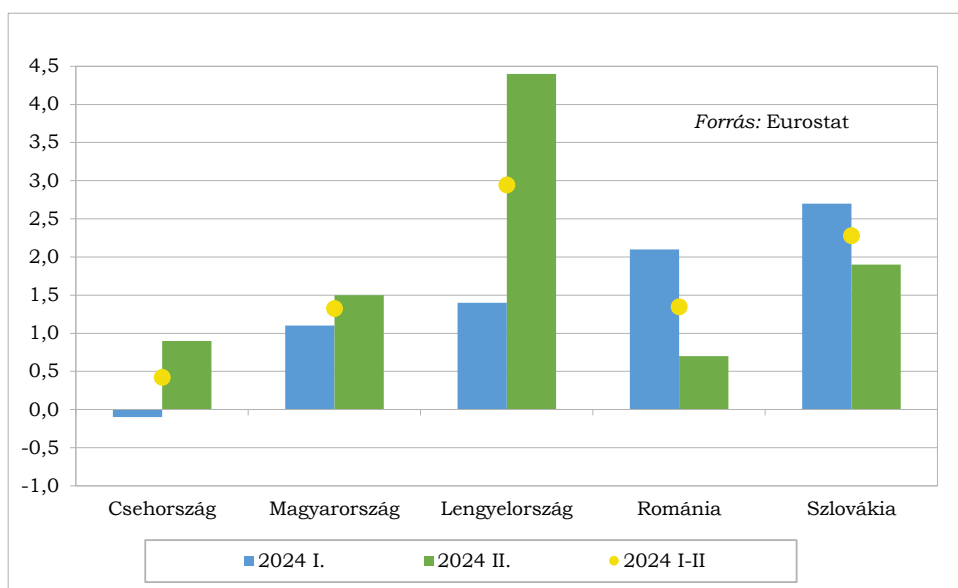
Ugyanebben az évben kb. 11 millió új személy- és haszongépjárművet hoztak forgalomban az EU-ban, ami 17 ezer dolláros átlagos hozzáadott értéket jelent. Ha Kína kereskedelmi hátránya 10 milliárd dollárnyi hozzáadott érték, akkor az átlagosan kb. 57 ezer járművet jelenthet. A 30-70 ezres szám a feltételezett szórás mellett adott erősen szubjektív becslés.

tak ki maguknak markáns részt az európai piacból, ugyanakkor a trend azt mutatja, hogy ez gyorsan meg tud változni. A nemrég kivetett büntető vámok azon túl, hogy valóban van versenyvédelmi aspektusuk, arra is jók lehetnek, hogy ösztönözzék a kínai vállalatok Európába települését. Ennek azonban az EU csak akkor tud haszonélvezője lenni, ha ki tud épülni egy olyan európai beszállítói hálózat, amely jelentős hozzáadott értéket tud előállítani.

2. Magyar gazdaság

A 2024 második negyedévére vonatkozó növekedési adatok újabb csalódást jelentettek: az első negyedévi 1,1% után a második negyedévben a növekedés mindössze 1,5%-ra tudott gyorsulni (szezonálisan és naptárhatással kiigazítva pedig 1,4%-ra lassult). Ráadásul az *előző negyedévhez képest* 0,1%-kal csökkent a GDP volumene. A GDP *szezonálisan és naptárhatással kiigazított volumene* a második negyedévben 0,8%-kal volt alacsonyabb, mint 2022 második negyedévében, vagyis amikor elérte a recessziót megelőző stimuluscsomag hatását tükröző csúcsszintet. Habár elmaradt az előzetes várakozásoktól, összességében ezzel az első félévi növekedési teljesítménnyel Magyarország nem lóg ki a régiós országok mezőnyéből.

A GDP év/éves növekedési rátái 2024 első két negyedévében (%)



A számok alapján első közelítésben a fő probléma a *belföldi kereslettel* van. A **háztartások fogyasztási kiadásának** dinamikája még a második negyedévben is csak 4,2% volt, ami a háztartások részéről viszonylag óvatos viselkedésre utal a *reálkeresetek* és hozzáférhető jövedelem 10%-hoz közelítő mértékű bővülése mellett. Ez azonban nem volt váratlan. További problémát jelent ugyanakkor, hogy az október elején revideált adatok alapján a kormányzattól kapott természetbeni transzferek meredek esése miatt a **háztartások tényleges fogyasztása** a vártnál sokkal nyögvenyelősebben, a második negyedévben 2,9%-kal bővült. Ezzel egyértelművé vált, hogy a magánfogyasztás a korábban vártnál jóval kisebb mértékben lesz csak képes a növekedés támaszaként szolgálni.

Még látványosabban tér el – kedvezőtlen irányban – a **bruttó állóeszköz-felhalmozás** dinamikája a korábbi várakozásoktól. Az első negyedéves durván 7%-os csökkenés után a második negyedévben a hanyatlás nemhogy enyhült volna, hanem meredekebbé vált, a visszaesés üteme meghaladta 15%-ot. Míg az első negyedévi csökkenés után még reálisnak látszott a lehetőség, hogy a bruttó felhalmozás nagyjából semleges lesz a növekedés szempontjából, addig a második negyedévi zuhanás után már bizonyos, hogy a bruttó felhalmozás érdemi lehúzó hatást fog gyakorolni az idei gazdasági növekedésre, annak ellenére is, hogy a második negyedévben a huzamosabb ideje tartó *készlet-leépülési* trend megfordult,

így a készletváltozás pozitív növekedési hozzájárulása jelentős részben ellensúlyozni tudta az állóeszköz-beruházások negatív hozzájárulását.

A fentiek együttes hatására a teljes **belföldi felhasználás** mindössze 0,9%-kal nőtt a második negyedévben, és – habár a továbbiakban gyorsulásra számíthatunk – egész éves növekedési üteme várhatóan *több mint 1%-ponttal lassabb lesz* 2024-ben annál, amit három hónappal ezelőtt még remélni lehetett. Eközben a második negyedévben a **nettó export** pozitív növekedési hozzájárulása ugyan jelentősen csökkent az első negyedévihez képest – miután az importcsökkenés mérséklődése gyorsabb volt, mint az exporté – de így is számottevő maradt. E pozitív hozzájárulás nélkül a GDP-növekedés üteme nem tudott volna 1% fölé sem emelkedni a második negyedévben.

Ennek ellenére a külkereskedelmi folyamatokat illetően sincs okunk különösebb optimizmusra. Az, hogy az áruexport még a második negyedévben is 3,7%-kal esett vissza, nyilvánvalóan összefügg a *termelési oldalon az ipar* – azon belül az ipari exportértékesítés – folytatódó vergődésével. A nemzetközi keresleti viszonyok továbbra is lesújtóak a magyar ipar számára kiemelt jelentőségű autógyártás, illetőleg az akkumulátorgyártás számára.

Az ipar csalódást keltő ideji teljesítménye és az ipari kilátások romlása egyrészt támpontul szolgál ahhoz, hogy miért is gyorsult fel drasztikusan a *beruházások* csökkenése. E gyorsulás legfőbb összetevője ugyanis a *feldolgozóipari* beruházások drámai zuhanása volt a második negyedévben, amiben bizonyosan része volt a rövid-, sőt a középtávú kilátásokkal kapcsolatos növekvő pesszimizmusnak is.

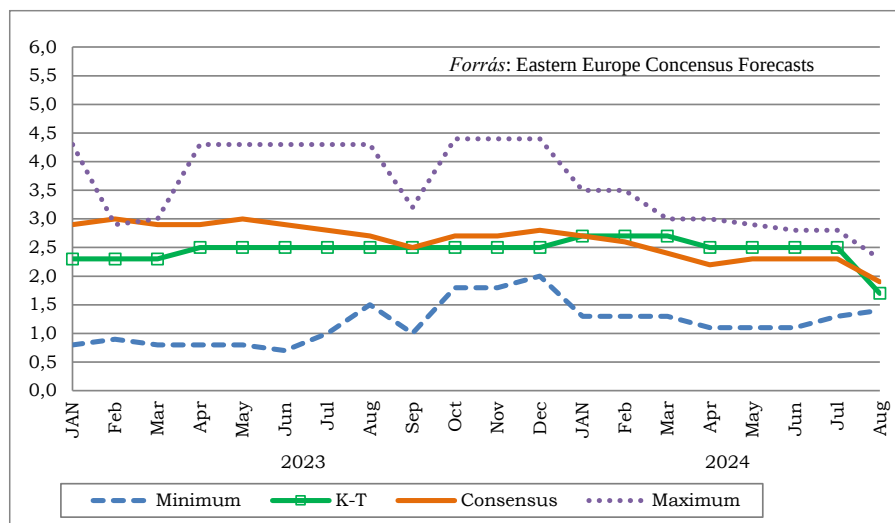
Másrészt mindez az exportkilátások kedvezőtlenebbé válását is maga után vonja, miközben a belföldi kereslet további erősödése várható. Az év második felében a nettó export már várhatóan lefelé húzza majd a növekedést, és a továbbiakban e negatív hozzájárulás fontos **kockázati tényezővé** válhat, amennyiben az ipar nemzetközi keresleti környezete nem javul.

Visszatérve a termelési oldalra, az ipari visszaesésen túl a revideált adatok szerint a **szolgáltatások** meglepően gyenge dinamikája – 2,2% az első és második negyedévben egyaránt – tartotta a GDP-növekedést 2% alatt. Ráadásul a *piaci szolgáltatások* növekedési üteme aggasztó módon kissé lassult (2,5% alá bukott) a második negyedévben. Az **építőiparban** némi élénkülésre került sor a második negyedévben (a jelek szerint nem tartósan), a **mezőgazdaságnak** pedig nyáron a tavalyi szünet után ismét extrém időjárási körülmények sújtották, aminek következtében az agrárszektor az idén újra lefelé húzza majd a növekedést.

A mostani, alapvetően kereslethiányos környezetben az **idei évre, illetőleg az azt követő három évre** vonatkozó kilátásokat mindenekelőtt az határozza meg, hogy a továbbiakban a belső és külső keresleti viszonyok milyen változására lehet számítani. Megjegyzendő: ahogy azt a bezuhanó feldolgozóipari beruházások szemléltetik, a külső és belső kereslet nem független egymástól. Noha technikailag teljesült az a fél évvel ezelőtti várakozásunk, hogy a *belföldi felhasználás* dinamikája javulni fog, e javulás a vártnál is lényegesen vontatottabb és ellentmondásosabb volt. A beruházásoknál a belső piaci orientáltságú ágazatoknál mutatkozó nagyon mérsékelt javulás távolról sem tudta ellensúlyozni a feldolgozóipari beruházásoknál mutatkozó markáns romlást. A *külgazdasági* keresletet illetően egyelőre gyakorlatilag nyoma

sincs a javulásnak, holott fél évvel ezelőtt még érzékelhető erősödést lehetett remélni az év vége felé.

Consensus prognózis Magyarország 2024. évi GDP-növekedésére



A belföldi kereslet idei erősödését nagyjából a vártak megfelelően támogatta a jelentős *reálkereset*-emelkedés noha a háztartások az év második felében is viszonylag óvatosak maradnak. A háztartások által kapott természetbeni transzfereket is tartalmazó magánfogyasztás 3%-ot kissé meghaladó ütemben bővül az idén.

Eközben a versenyszféra belföldi orientációjú szegmensénél végbement a (nagyon szerény növekedésbe fordulás, de ezt felülírja az exportorientált feldolgozóipar beruházásainak szabadesése. Ehhez társul az állami beruházások folytatódó csökkenése, illetőleg a háztartások egyelőre gyenge beruházási kereslete. Jelenleg a *bruttó belföldi felhasználás* 8% körüli visszaesésére számítunk 2024-ben.

Az idei *exportkeresletet* illetően sem az áruexportra, sem pedig az ipar export-értékesítésére vonatkozó adatok nem adnak különösebb okot a bizakodásra. Az exportcsökkenés ütemének fokozatos mérséklődése várhatóan folytatódik, sőt az utolsó negyedévben jelképes növekedésre is sor kerülhet, de ez egyelőre jelentős részben a bázishatásnak tudható be, semmint az exportkereslet valódi fellendülésének. (Ez különösen igaz a legfontosabb exportágazatra, a gép- és járműexportra.) Az importcsökkenés üteme eközben valamivel erőteljesebben mérséklődik, és az importot immár a készletcsökkenés sem húzza le. Így a nettó export az első félévi pozitív hozzájárulás után a harmadik negyedévben semleges, a negyedik negyedévben pedig már negatívan járulhat hozzá a GDP-növekedéshez.

Mindezek alapján az **idei évre vonatkozó előrejelzésünket jelentősen, 1,5%-ra csökkentettük**. E várakozásunkkal jelenleg valamivel pesszimistábbak vagyunk a Consensus Economics által szeptemberben mért elemzői konszenzusnál.

Ami a **2025-2027-es** időszakot illeti, feltevésünk szerint jövőre egyrészt folytatódik a belföldi kereslet élénkülése, mindenekelőtt annak köszönhetően, hogy a beruházások visszaesése véget ér. Másrészt feltételezzük, hogy a külgazdasági helyzet is javulni fog az európai gazdaság konjunkturális erősödése nyomán. Ám mivel egy ilyen erősödésnek egyelőre nem látni markáns előjeleit, a fellendülés mértékét illetően kevésbé vagyunk optimisták, mint más előrejelzők. (Ezzel kapcsolatban lásd a 2.1.

alfejezetet.) Így várakozásunk szerint az export dinamikája szerény marad az egész prognózis-időszak során, és a nettó export növekedési hozzájárulása folyamatosan negatív lesz. A háztartások *fogyasztói óvatossága fokozatosan oldódik*. A mérsékelt konjunktúra közepette a beruházások folyamatosan, de szerény mértékben nőhetnek az előttünk álló három évben – a dinamizmust folyamatosan visszafogja majd a nagyon korlátozott fiskális mozgástér, illetőleg az EU-források jelentős hányadának elvesztése.

Mivel a belföldi és a külső kereslet is csak lassan – korábbi feltevésünkhöz képest is lassabban – tér magához, jelenleg arra számítunk, hogy a növekedés üteme **2025**-ben sem éri el a 3%-ot. Ezt követően a növekedés üteme kismértékben gyorsulhat **2026**-ban – egyrészt mivel a szerény európai konjunkturális élénkülés még folytatódhat, másrészt pedig mivel a nehéz fiskális helyzet ellenére várható, hogy a választási évre való tekintettel fogyasztásélénkítő intézkedésekre kerül sor, aminek következtében a magánfogyasztás dinamikája valamelyest tovább gyorsul. **2027**-re viszont már nem várunk további gyorsulást, mivel feltevésünk szerint az európai, ezen belül a német gazdaság strukturális gondjai nem teszik lehetővé az exportkereslet folytatódó erősödését. Az európai ipart sújtó erősödő kínai verseny, a továbbra is létező energiaköltség-problémák tartósan velünk maradnak. Eközben a választási évet követően a belföldi keresletben is korrekcióra kerül sor, így a GDP-növekedés üteme ismét 3% alá süllyedhet.

2.1. Kitekintés: hazai és nemzetközi előrejelzők a középtávú növekedési kilátásokról

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

4. táblázat: A magyar GDP jövőbeli növekedésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedési ráta, %)

	OECD ^a	EU Bizottság ^b	S&P ^c	Kormány ^d	MNB ^e	Consensus Economics ^f	Reuters-felmérés ^g	Kopint-Tárki
2024	2,1	2,4	1,8	2,5	1,0 – 1,8	1,8	1,7	1,5
2025	2,8	3,5	3,0	4,1	2,7 – 3,7	3,2	3,3	2,8
2026	n.a.	n.a.	2,7	n.a.	3,5 – 4,5	n.a.	3,6	2,8-3,2
2027	n.a.	n.a.	2,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,5-2,9

a <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/69a0c310-en.pdf?expires=1728510455&id=id&accname=guest&checksum=913FA052F9E24FCCAF8D74948E96D797>

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

c <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/240924-economic-outlook-emerging-markets-q4-2024-lower-interest-rates-help-as-pockets-of-risk-rise-13259516>

d <https://kormany.hu/hirek/nagy-marton-lenduletbe-hozzuk-a-gazdasagot>

e Inflációs jelentés, 2024 szeptember. <https://www.mnb.hu/letoltes/hun-ir-digitalis-27.pdf>

f Eastern Europe Consensus Forecast, September 2024

g 2024 szeptember

Amint a fenti táblából kitűnik, a 2024-es növekedést illetően a véleménykülönbség immár számottevő: az OECD és az EU-Bizottság, illetőleg a kormány 2-2,5%-os

növekedéssel számol, miközben az MNB, az előrejelzői felmérések 1,4% és 1,8% közé teszik a növekedés ütemét. A Kopint-Tárki jelenlegi előrejelzése a mezőny pesszimista végéhez van közel. Megjegyzendő viszont, hogy a Bizottság, illetőleg az OECD optimista becslése viszonylag régi, májusi keltezésű – ekkor még az előrejelzői átlagok is 2% fölé tették a várható növekedést.

Ami a 2025-ös évet illeti, itt valamivel még nagyobb a szóródás. Abban nincs különbség, hogy mindegyik előrejelzés a növekedés kisebb-nagyobb fokú gyorsulását várja jövőre. A mértéket illetően az OECD és a Kopint-Tárki a legkonzervatívabb, ezt követi az S&P. A többi előrejelző 3% fölötti, ezen belül a kormány 4%-ot is meghaladó ütemet vár a jövő évre. 2026-ra vonatkozóan már csak kevés szervezet nyilvánít véleményt, ezek többsége bizonyos fokú gyorsulásra számít.

2027-re vonatkozóan a kiemelt előrejelzők közül csak a Standard&Poor adott növekedési prognózist: a Kopint-Tárkihoz hasonlóan lassulásra számít, a Kopint-Tárkihoz képest valamivel alacsonyabb növekedési ütemmel.

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

		GDP	Háztartások fogyasztási kiadásai*	Beruházások	Export	Import
2024	OECD	2,1	5,0	0,2	-0,3	-0,6
	MNB	1,0-1,8	3,4-4,0	(-7,2)-(-5,8)	(-1,5)-(-0,3)	(-3,8)-(-2,6)
	Kopint-Tárki	1,5	4,1	-8,0	-1,9	-2,9
2025	OECD	2,8	3,1	4,2	4,4	5,1
	MNB	2,7-3,7	3,4-4,4	1,5-4,5	4,9-6,7	4,7-6,7
	Kopint-Tárki	2,8	4,2	2,1	2,6	2,8
2026	OECD	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	MNB	3,5-4,5	2,9-3,9	1,5-4,5	5,3-7,1	3,4-5,4
	Kopint-Tárki	2,8-3,2	4,1-4,5	3,7-4,1	2,8-3,2	3,3-3,7
2027	OECD					
	MNB					
	Kopint-Tárki	2,5-2,9	3,0-3,4	3,5-3,9	2,8-3,2	3,1-3,5

Források: lásd az előző táblát

*: A Kopint-Tárkinak a fogyasztásra vonatkozó számai ebben a táblában eltérnek az alább található prognózistáblában található számoktól, mivel itt a fogyasztási kiadásokra adunk hozzávetőleges becslést, a későbbi prognózistáblában pedig a háztartások tényleges fogyasztására. Az utóbbi a Kopint-Tárki hivatalos fogyasztási prognózisa.

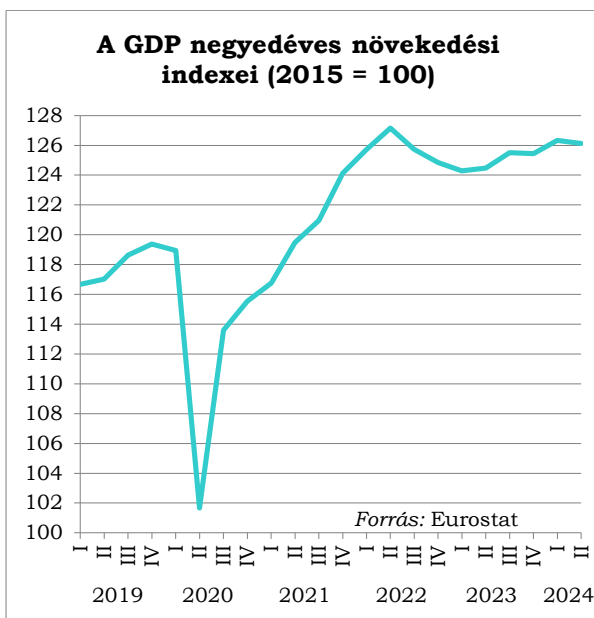
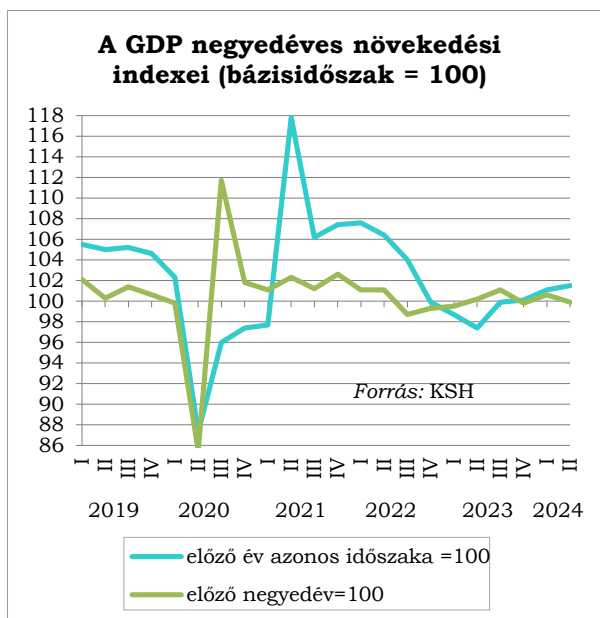
Ha a Kopint-Tárkinak a főbb GDP-komponensekre vonatkozó előrejelzését az OECD és az MNB megfelelő számaival vetjük össze, az idei évet illetően mindhárom prognózis feltételezi, hogy a nettó export pozitívan fog hozzájárulni az idei növekedéshez – fél évvel ezelőtt még az MNB és a Kopint-Tárki is pesszimistább volt e téren. A beruházásokat illetően az OECD stagnálásra számít meredek csökkenés helyett, ám e prognózis még az idei első két negyedév adatainak ismerete nélkül keletkezett.

2025-re vonatkozóan viszont az MNB növekedési előrejelzése éppen a nettó exportra vonatkozó várakozása miatt optimistább, mint a OECD vagy a Kopint-Tárki. Az MNB szerint a nettó export GDP-növekedéshez való hozzájárulása még jövőre is pozitív vagy semleges, miközben a Kopint-Tárki és az OECD negatív hozzájárulással számol. A beruházásokat illetően az OECD és az MNB is erőteljesebb növekedést vár 2025-ben, mint a Kopint-Tárki. A 2026-os MNB-előrejelzés a választási év ellenére a fogyasztás

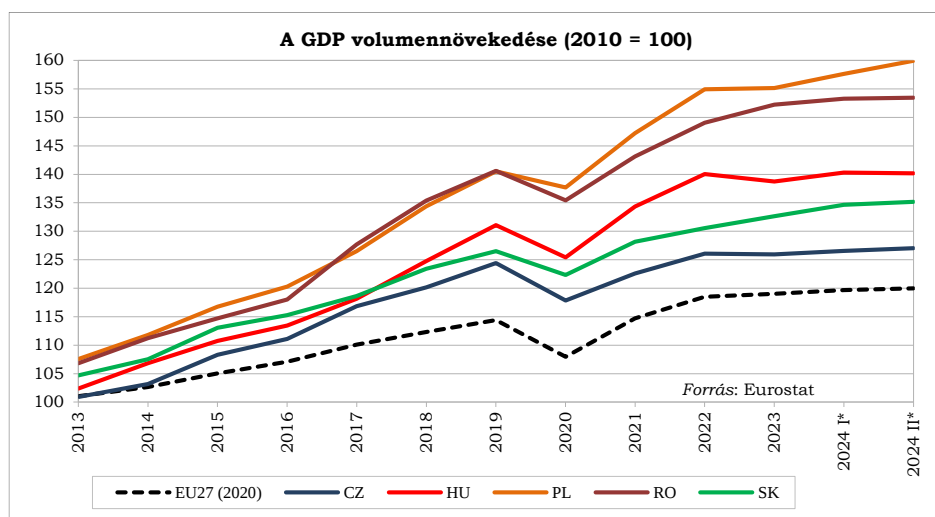
lassulására számít, illetőleg ezzel párhuzamosan az import lassulására és a nettó export fokozott növekedési hozzájárulására. Ezzel szemben a Kopint-Tárki szerint a fogyasztási kiadások némi további – hangulatjavító intézkedések által is megtámasztott – gyorsulása mellett a nettó export negatív növekedési hozzájárulása valamelyest erőteljesebbé válhat.

2.2. A GDP és komponensei

2024 második negyedében a GDP év/éves növekedési üteme 1,5%-ra gyorsult az első negyedévi 1,1%-ról. (A szezonálisan és naptárhatással kiigazított GDP viszont 1,4%-kal nőtt év/éves alapon, ami lassulás az első negyedévhez képest.) Az előző év azonos időszakához képest a GDP volumene minimálisan, 0,1%-kal csökkent. Összességében a második negyedévi adat újabb negatív meglepetést okozott az elemzői konszenzushoz képest. Az *idei első félév átlagában* a növekedés üteme 1,3% volt.



Az első félévi 1,3%-os növekedéssel Magyarországé csupán Csehországot múlta felül a térségben, és holtversenybe került Romániával.

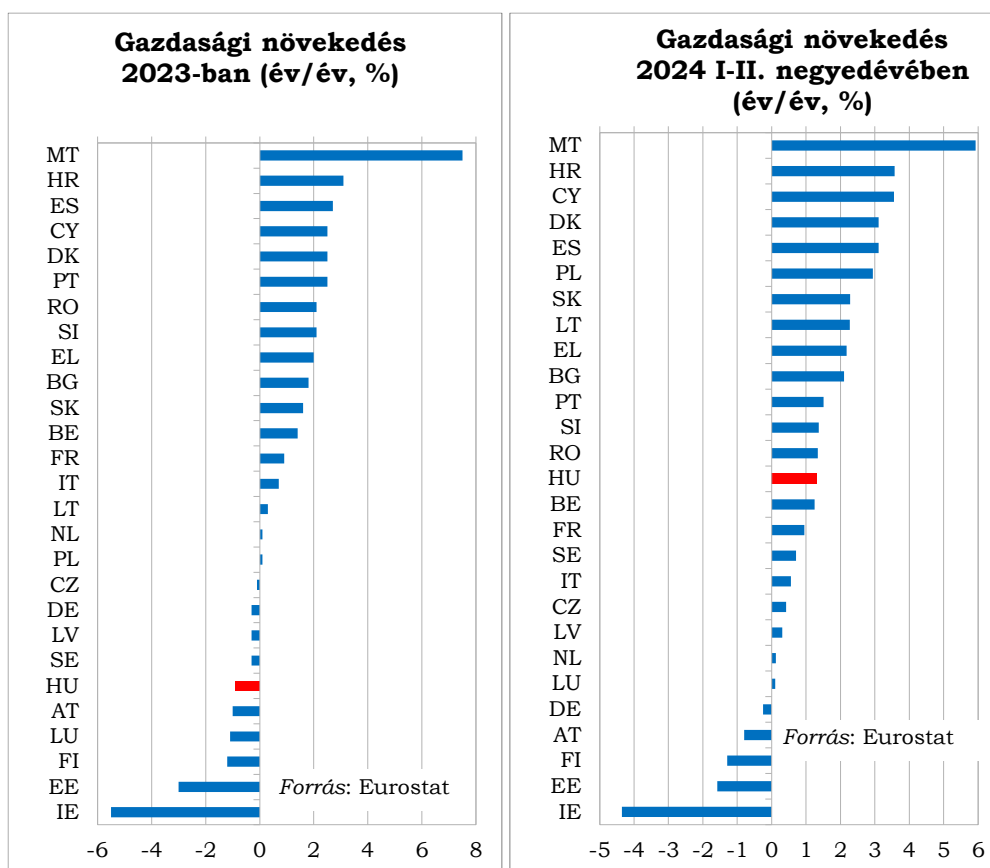


*: szezonálisan és munkanappal kiigazított adatok alapján

Ugyanakkor a féléves magyar növekedési teljesítmény jócskán lemaradt Szlovákiához és Lengyelországhoz képest. Az is megjegyzendő, hogy ebben a mezőnyben Magyarország volt az egyetlen, ahol a második negyedévben csökkent a GDP a megelőző negyedévhez képest.

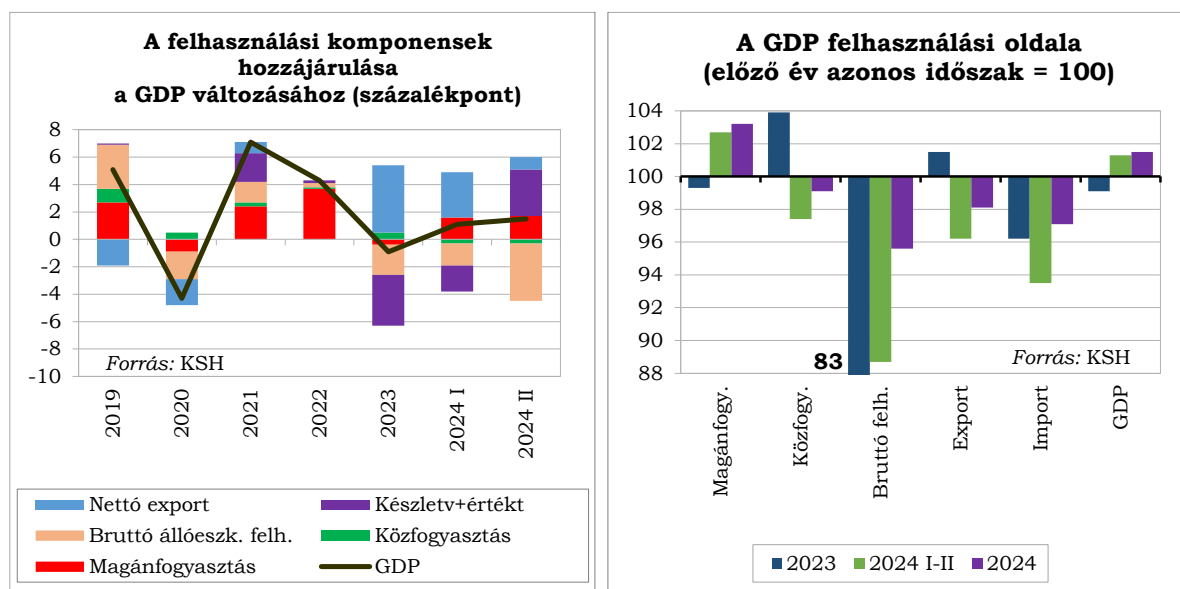
Ha az összes EU-tagállammal vetjük össze, a 2023. évi magyar gazdasági dinamika a hatodik legrosszabb volt, míg az idei első félévben a magyar növekedési ütem az uniós mezőny közepén helyezkedett el.

A **felhasználási oldalon** a **belföldi felhasználás** ugyan növekedésbe fordult az első negyedévi jelentős visszaesés után, ám ennek üteme nem érte el az 1%-ot. Másfelől a nettó export növekedési hozzájárulása számottevően – az első negyedévi hozzájárulásnak kevesebb mint harmadára – csökkent. Mindez összességében azt jelentette, hogy a GDP-növekedés csak néhány tized százalékponttal tudott gyorsulni az első negyedévhez képest.



A belföldi felhasználás legnagyobb komponensénél, a *háztartások fogyasztási kiadásainál* érzékelhető gyorsulást mért a KSH (3,6%-ról 4,2%-ra emelkedett a növekedési index). Ez azt jelenti, hogy a háztartások fogyasztói viselkedése fokozatosan ugyan, de igazodik a felgyorsult jövedelembővülés viszonyaihoz. Ezzel együtt a reálkereseti és reáljövedelmi indexekkel összevetve a háztartások továbbra is határozottan óvatosnak mutatkoznak, amit a nettó pénzügyi megtakarítások folytatódó bővülése is jelez. Eközben viszont – az október elején felülvizsgált adatok alapján – az állam által nyújtott természetbeni juttatások volumene folyamatosan (gyorsulva) zsugorodott az első két negyedévben, így a **háztartások tényleges fogyasztása** még a második negyedévben sem érte el a 3%-ot.

Negatív meglepetést okozott, hogy a **bruttó állóeszköz-felhalmozás** csökkenésének üteme nemhogy mérséklődött volna, de jelentősen, 15% fölé gyorsult. Emögött ezúttal a vállalati szektor beruházásainak csökkenésbe fordulása, és ezen belül mindenekelőtt a feldolgozóipari beruházások drasztikus zuhanása állt. A pesszimizmus és a kivárás tehát az exportorientált szektor jelentős részét is hatalmába kerítette. Ugyanakkor a készletváltozásban erős pozitív fordulatra került sor, így összességében a **bruttó felhalmozás** mégsem rontó, hanem javító tényezőként játszott közre a belföldi felhasználás alakulásában.

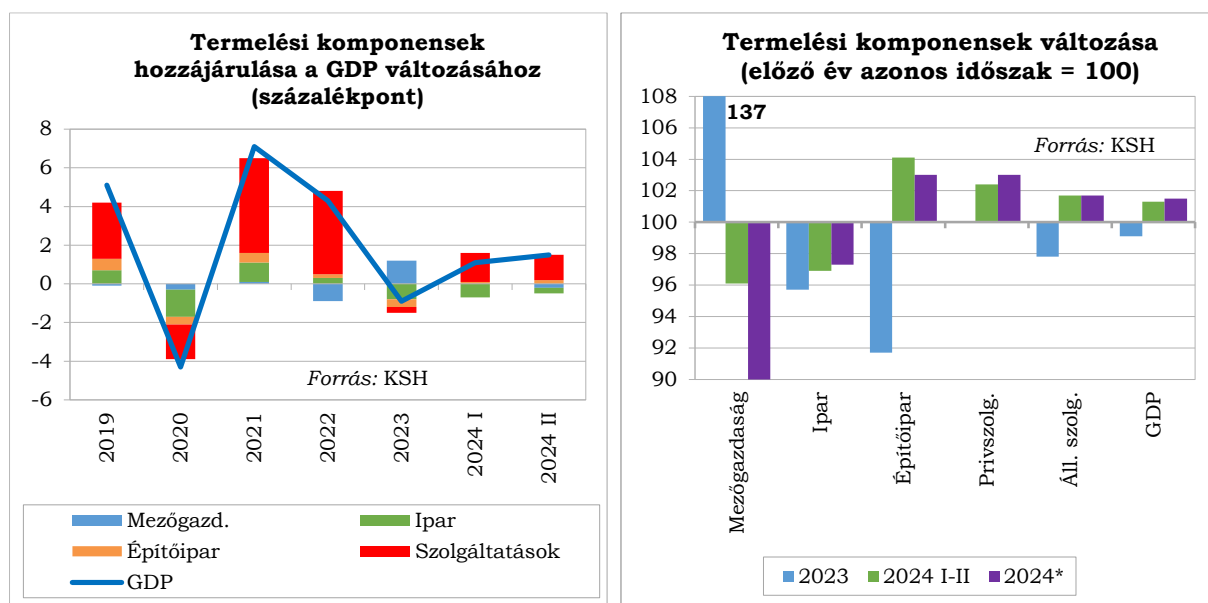


Mindeközben a **nettó áru- és szolgáltatásexport** növekedéshez való hozzájárulása az első negyedévi 3,3%-pontról mindössze 0,9%-ra gyengült, a várakozásokat kedvezőtlen irányba felülmúlva. Az iparral párhuzamosan az áruexport-dinamika erősödése (a csökkenés ütemének lassulása) elmaradt a várakozásoktól a második negyedévben, ugyanakkor az áruimport korábbi nagyon meredek esése látványosan lassult. Így az áru-, és egyben a teljes külkereskedelmet illetően is a korábbinál jóval szűkebbé (1,5 százalékpontnál kisebbé) vált az export és import dinamikája közötti különbség. A belföldi kereslet lassú élénkülése az egyik oldalon, a nemzetközi kereslet folytatódó gyengesége a másik oldalon végül mégiscsak egyre inkább kiiktatja a külkereskedelmet a növekedést hajtó tényezők sorából.

A **termelési oldalon** egyrészt továbbra is csalódást keltő volt az ipar teljesítménye: az ipari hozzáadott érték csökkenésének üteme csak szerény mértékben mérséklődött az első negyedévhez képest (2,5%-ra), méghozzá – az iparstatisztika adatainak tanúsága szerint – főként az **exportértékesítés** folytatódó gyengesége miatt. (Ehhez hozzá kell tenni, hogy a belföldi értékesítés javulása alapvetően bázishatás, nem pedig az értékesítés tényleges erősödésének az eredménye.) A fő lehúzó erő a korábban vártnál jóval mérsékeltebb európai és globális kereslettel szenvedő e-autószektor, illetőleg ezzel összefüggésben az akkumulátoripar. Az építőipari növekedés némileg élénkült, ugyanakkor a mezőgazdaságot az idén ismét sújtja a kedvezőtlen időjárás.

A legfeltűnőbb ugyanakkor az, hogy a felülvizsgált adatok szerint a **szolgáltatások** dinamikája – a vásárolt fogyasztás bővülése ellenére – egyáltalán nem erősödött a második negyedévben, sőt, ezen belül a **piaci szolgáltatások** növekedési üteme még csökkent is az első negyedévihez képest. Noha (aránylag szerény) növekedésbe fordult

a kereskedelem, valamint gyorsult a szálláshely-vendéglátás szektor növekedési üteme, ezt ellensúlyozta az info-kommunikációs szolgáltatások látványos lendületvesztése, illetőleg a szállítás-raktározási és ingatlanágazat, valamint a szakmai-tudományos-szolgáltatást támogató tevékenységek enyhébb ütemcsökkenése.



Az **idei év egészére** vonatkozó kilátásokat egyrészt meghatározza, hogy habár a továbbra is dinamikus reálkereset-emelkedés mellett a fogyasztási kiadások dinamikája tovább erősödhet a második félévben (2,5%-ra), a **háztartások tényleges fogyasztásának** éves növekedési üteme még kedvező esetben (a transferek csökkenési ütemének bizonyos fokú mérséklődését is feltételezve) is aligha fog jelentősen **3% fölé** emelkedni. (Az első félév halmozott fogyasztásbővülése 2,7%-os volt.) Másrészt az **állóeszköz-felhalmozás** még akkor is erőteljesen (**8%-al**, esetleg még nagyobb mértékben) csökken az idén, ha a második félévben enyhül a visszaesés üteme. Várakozásunk szerint a teljes bruttó felhalmozás is negatív növekedési tényező lesz a 2024-es év egészét tekintve, habár itt a készletalakulástól függően pozitív meglepetés is elképzelhető. Összességében a **belföldi felhasználás** éves növekedése várhatóan nem haladja meg (jó eséllyel el sem éri) a második negyedévben látott ütemet.

Eközben a külkereskedelemben az eddig látott trend folytatódása várható, azaz az importdinamika nem látványos, de érezhető erősödése, az **export** halványabb és ingadozóbb javulása mellett. Ezért arra számítunk, hogy a nettó export növekedéshez való pozitív hozzájárulása éves átlagban a második negyedévit is alulmúlja, ezen belül a második félévben az import már gyorsabban fog nőni az exportnál.

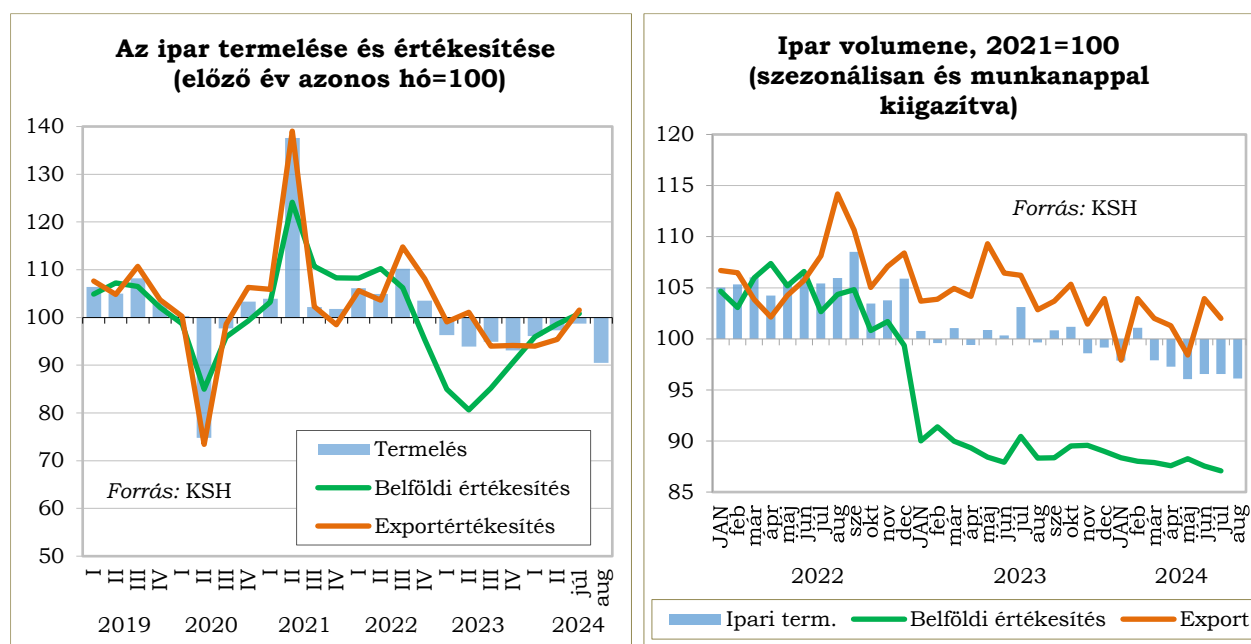
A **termelési oldalon** egyrészt azzal kell számot vetni, hogy a jelek szerint a háztartások javuló jövedelmi helyzete sokkal kevésbé tud élénkítően hatni a szolgáltatásokra, mint azt korábban vártuk (ahogy magánfogyasztás dinamikája maga is gyengébb lesz a három hónappal ezelőtt vártnál). Így a szolgáltatások 2,5% körüli növekedésével számolunk jelenleg. Másrészt mára világos, hogy az ipar esetében a stagnálás is esélytelen – ehelyett 2-3%-os teljesítménycsökkenés várható. Ehhez fog társulni az építőipar szerény bővülése és a mezőgazdasági hozzáadott érték számottevő zsugorodása.

Összeségében, **az idei GDP-re vonatkozó előrejelzésünket számottevően, 1,5%-ra mérsékeljük. 2025-ben** a növekedési ütem 2,5-3%-osra gyorsulhat. A már korábban is riasztó mértéket öltő, ám jelenleg még tovább eszkalálódó világpolitikai feszültségek és konfliktusok azonban további jelentős negatív kockázatot jelentenek az európai és a magyar gazdaság számára. Mivel a világgazdasági helyzetet illetően drámai javulást **2026-2027-ben** sem várunk, ennek megfelelően az exportdinamika látványos élénkülésével sem számolunk. Ennek megfelelően a GDP-növekedési ütem élénkülését-lassulását jelentős mértékben befolyásolják majd a hazai impulzusok, ezen belül a 2026-os választások. A választást megelőző élénkítési kísérletek fiskális okokból a korábbiakhoz képest vérszegényebbek lesznek, de a magánfogyasztásra és a háztartások beruházásokra érzékelhető hatást gyakorolhatnak. Ennek megfelelően **2026-ban** valamivel gyorsabb növekedést, **2027-ben** pedig a növekedési dinamika mérséklődését várjuk.

2.3. A GDP termelési oldala

2.3.1. Ipar

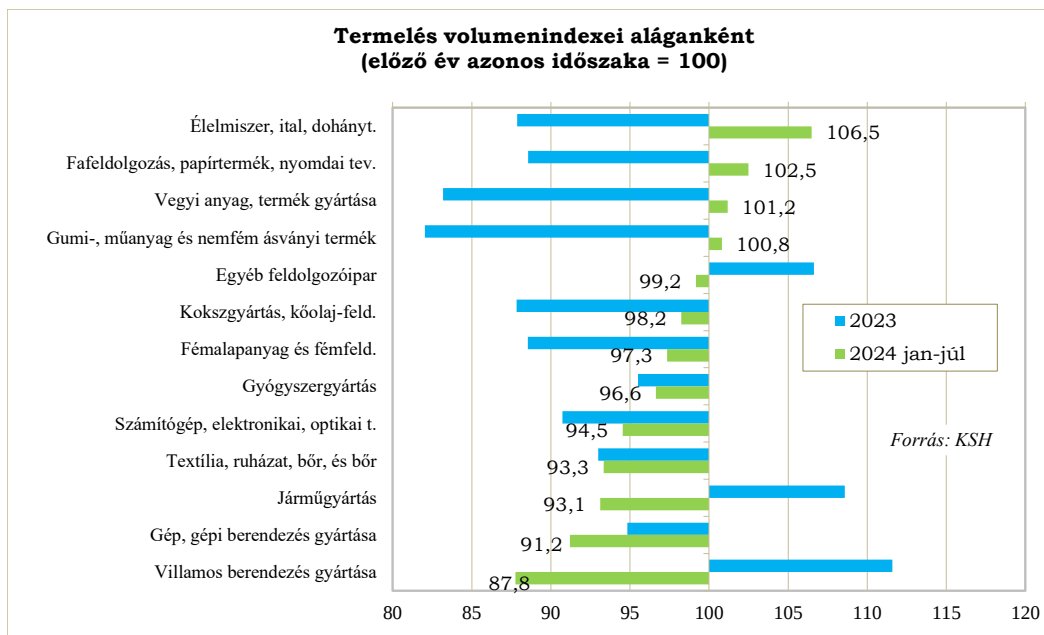
A 2023. évi ipari visszaesést követően az idei év elején az elemzők még egyöntetűen a növekedés visszatérését várták 2024-ben – ez a várakozás illuzórikusnak bizonyult. Az első nyolc hónap átlagában az ipari termelés 3,8%-kal csökkent éves összevetésben. A tavalyi évvel ellentétben a növekedést ezúttal az exportértékesítés húzta le inkább (4,4%-os csökkenéssel az első hét hónapban), de a belföldi értékesítés visszaesésének az üteme csak kevéssel volt mérsékeltebb (2.3%), és az is csak az alacsonyabb bázis miatt. A szezonálisan kiigazított fixbázisú idősor alapján a belföldi értékesítés a tavalyi zuhanást követően még mindig lassan lefelé araszol, holott a fogyasztási kereslet, illetőleg általában véve a belföldi felhasználás trendje javuló. Eközben az exportértékesítés a januári hirtelen esés után nem tud érdemben erőre kapni, és a nemzetközi hírek alapján nem is látszik, hogy mikor válhatnak kedvezőbbé a keresleti feltételek.



Ágazati bontásban idén az *akkumulátorgyártás* visszaesése a legfőbb lehúzó erő az iparban, miután a villamosgép-ágazat kibocsátása csökkent a legnagyobb mértékben (mintegy 12%-kal) január-júliusban éves összevetésben. Ezt követi a gép-berendezés gyártás, valamint (kb. 7%-os visszaeséssel) a járműipar. A feldolgozóipari ágak kevesebb mint egyharmadánál mérték növekedést az első hét hónapban – köztük van a tavalyi kedvező termés által is megtámasztott élelmiszeripar, a gumi- és műanyagipar, illetve a 2022-2023-ban súlyos visszaesést elszenvedett vegyipar is.

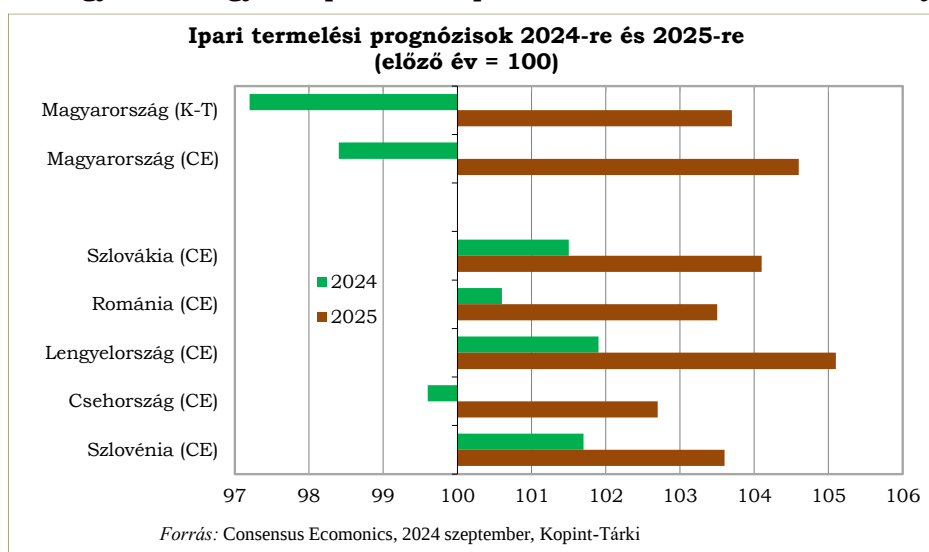
A szezonálisan kiigazított adatok alapján az akkumulátorgyártás által dominált villamosgép-ipar kibocsátása rendkívüli mértékű leépülésen esett át 2023 októbere és 2024 májusa között, nagyjából az exportértékesítés zuhanása miatt. A rákövetkező két hónapban a termelés ismét növekedésnek indult hó/hó összevetésben (szintén az exportnak köszönhetően), ám hogy e pozitív fordulat pusztán korrekció-e, vagy valódi fordulat, az kérdéses, mivel a nemzetközi szintéről nem érkeznek olyan hírek, amelyek alapján közelgő trendváltást sejtetnének az elektromosautó-ipart illetően. Mivel az autóiipari exportnál sem látszik jele

fellendülésnek, az is kérdéses, hogy a gumi- és műanyagiparnál mutatkozó kezdeti emelkedés mennyire lesz tartós – igaz, ez utóbbi ágazatban, illetőleg a vegyiparban támogatja az év/éves növekedést az alacsony bázis.



Az idei év fennmaradó részét illetően egyfelől azzal számolunk, hogy a belföldi kereslet kissé erősödni fog, ami – ha késve és szerény mértékben is – lehetővé teszi a belföldi értékesítés lassú emelkedését, amely azonban csak az év legvégére eredményezhet pozitív év/éves növekedést. Az exportértékesítés esetében hasonló emelkedő irányzat megjelenését az idén már nemigen várunk – az egyre alacsonyabb bázis miatt ugyanakkor itt is végbemehet az év/éves indexek lassú javulása, hacsak az újabb potenciális válságforrások – például az eszkalálódó konfliktus a közel-keleten – nem mérnek újabb csapásokat az iparra.

A fentiek alapján **2024-re vonatkozóan az ipar számottevő, 2,5-3%-os csökkenésére** számítunk. **2025-ben** várhatóan visszatér a növekedés, habár a külgazdasági környezettel kapcsolatos bizonytalanságok miatt erősen kérdéses, hogy ennek üteme eléri-e a 4%-ot. E prognózisunk pesszimistább a konszenzusnál, ugyanakkor figyelemre méltó, hogy a magyar iparral kapcsolatos konszenzus is lényegesen



pesszimistább a térség többi országának iparával kapcsolatos várakozásoknál, ideértve pl. Szlovákiát is, holott ez utóbbi ország iparának autóiipari kitettsége is rendkívül erős.

A fentiekhez képest jelentős javulásra **2026-2027 során** sem számítunk. Emögött mindenekelőtt az a feltevés húzódik meg, hogy az európai, és különösen a német ipar megromlott ár-versenyképessége, valamint az európai cégek relatív lemaradása az európai ipar számára kulcsfontosságú területen, az autóiipari átállásban, megnehezíti a tartósan dinamikus növekedést a magyar iparban is. Az elkövetkező évek egyik fontos kérdése, hogy a belépő új kapacitások milyen mértékben képesek lendületet adni a magyar iparnak úgy, hogy ezek az új kapacitások a jó eséllyel továbbra is mérsékelt európai és globális (autó-)ipari kereslettel találják szembe magukat.

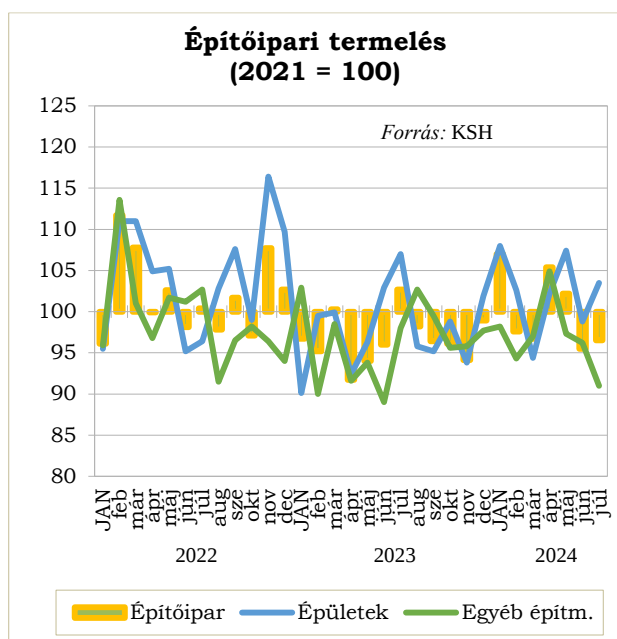
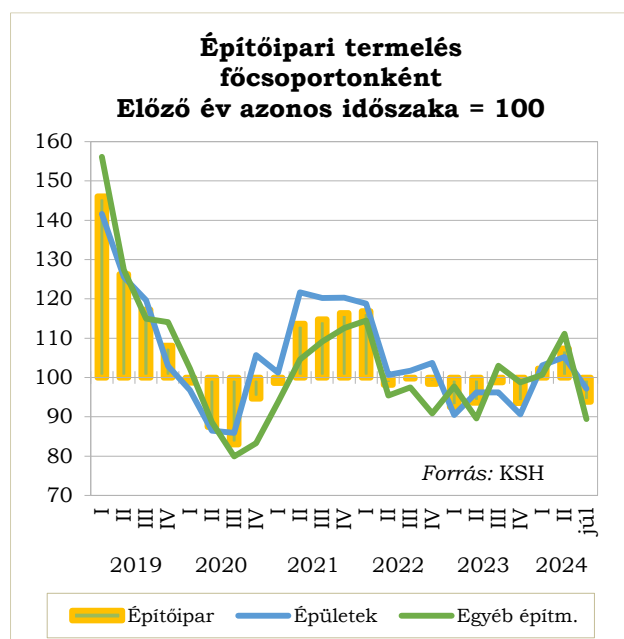
2.3.2. Építőipar

Az építőipari kibocsátás a tavalyi folyamatos visszaesését az idei első negyedévben mérsékelte, a második negyedévben dinamikusabb kibocsátás-növekedés követte. A második negyedévben mért gyorsulás elsősorban a mélyépítés átmeneti megugrásának tudható be. Összességében azonban a növekedés elsősorban a bázisidőszak különösen alacsony teljesítményének az eredménye – a szezonálisan kiigazított kibocsátás havonta ingadozó adataiból legfeljebb nagyítóval vehető ki valamiféle trendszerű emelkedés. *Júliusban* pedig mindkét építőipari főcsoportban csökkenést mért a KSH éves összevetésben, a magasépítésben a magasabb bázis, a mélyépítésben viszont a szezonálisan kiigazított kibocsátás tényleges mélyrepülése miatt. Az *első hét hónap átlagában* az építőipar növekedési üteme mindössze 3%-os volt.

Az ágazat a kereslethiánytól szenved elsősorban. A mérsékelt termelésnövekedés ellenére az építőipari cégek többsége az árbevétel és a jövedelmezőség romlásáról számolt be az első félévben. A kereslet mérséklődése az ipari és logisztikai ingatlanoknál is fékezően hat, bár ebben a szegmensben az ázsiai ipari befektetések húzóereje révén folytatódhat a fokozatos növekedés. A mélyépítés terén a kereslet beszűkülését egyértelműen az **állami beruházásoknak** a fiskális okokból történt drasztikus befagyasztása okozza.

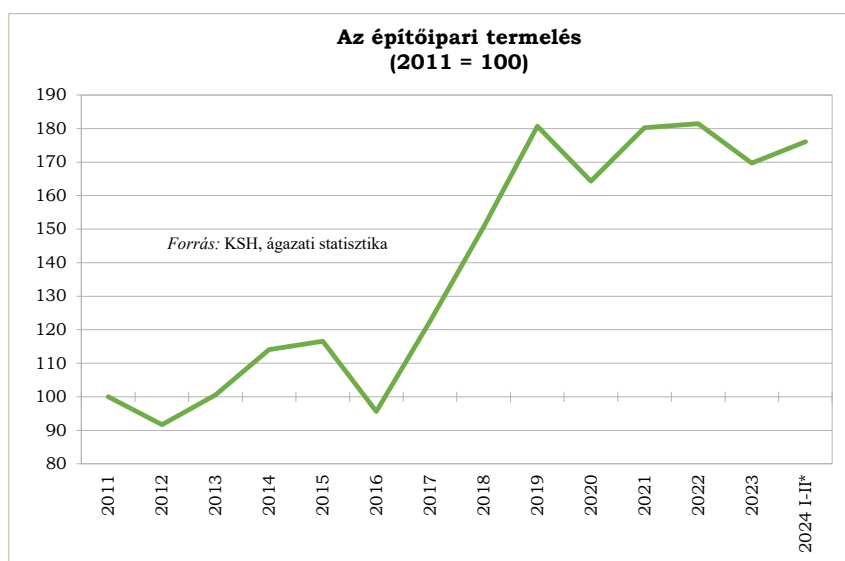
A borús összképet erősíti, hogy az *iBuild* adatbázis szerint az *újonnan indított* építési projektek volumene – az első negyedévben tapasztalt, mindenekelőtt egy vasúti projekt megkezdésének betudhatóan erősebb aktivitáskezdés után – a második negyedévben ismét visszaesett. A csökkenés mindkét építőipari főcsoportra kiterjedt, de a mélyépítésben az aktivitáskezdés jóformán befagyott.

Ehhez képest a távolabbi kilátások mintha a mélyépítésben lennének biztatóbbak: e főcsoportban a *rendelésállomány* az idén februártól kezdve magasabb, mint egy évvel korábban, és ezt tetézte júliusban egy megugrás: az útépitésekre vonatkozó nagyértékű új megrendelések miatt a rendelésállomány volumene júliusban 48%-kal volt magasabb, mint egy évvel korábban. A magasépítésben viszont rendelésállomány év/éves növekedése a tavasz végére csökkenésbe fordult.



Jelenleg **az eddigihez hasonló, 3%-os vagy minimálisan gyorsabb bővüléssel** számolunk az idén. Egyelőre kérdéses, hogy 2025-ben e növekedés milyen mértékben tud gyorsulni, különös tekintettel az állami beruházások folytatódó visszafogására.

2026-ra az építőipari aktivitás növekedési ütemét 5% fölé viheti a lakáspiaci élénkítő intézkedések hatásának begyűrűzése az újlakás-piacra. Ugyanakkor továbbra is kérdéses, hogy az állami kereslet képes lesz-e lökést adni az építőiparnak, mindenekelőtt a mélyépítésnek. A 2027-re várt fiskális kiigazítás az építőipari növekedés visszalassulását is kikényszeríti, ámbár ennek negatív hatását késleltetheti az építési projektek több évet felölelő életciklusa. Ugyanakkor az EU-forrásokhoz való hozzáféréssel kapcsolatos borús kilátások miatt az építőipar aligha lesz képes látványosan új lendületet venni az előrejelzési horizonton.



2.3.3. Lakásépítés, lakáspiac

A 2023 utolsó negyedében mért rövid életű növekedés után az idei első két félévben folytatódott az *újonnan épült lakások* száma éves alapon, az első negyedévben 24, a másodikban 13%-os ütemben. A visszaesés egyaránt kiterjedt a természetes személyek és a vállalkozások által épített lakásokra. A 2023 harmadik negyedétől 2024 második negyedévéig terjedő négy negyedév során összesen 17.321 lakás épült – ennél alacsonyabb éves számot utoljára 2017-ben mértek. Az *építési bejelentések/engedélykérelmek* száma szintén tovább esett, habár az első félévi átlagos ütem (17,5%) mérsékeltebb volt, mint a 2023-ban mért 39%-os zuhanás.

A kilátásokat illetően az iBuild adatbázis adatai szerint a *társasházi lakásépítkezés* területén az újonnan indított építkezések volumene az idei első félévben nőtt valamelyest éves összehasonlításban, habár jócskán elmaradt a 2023 előtti években látott szintektől.

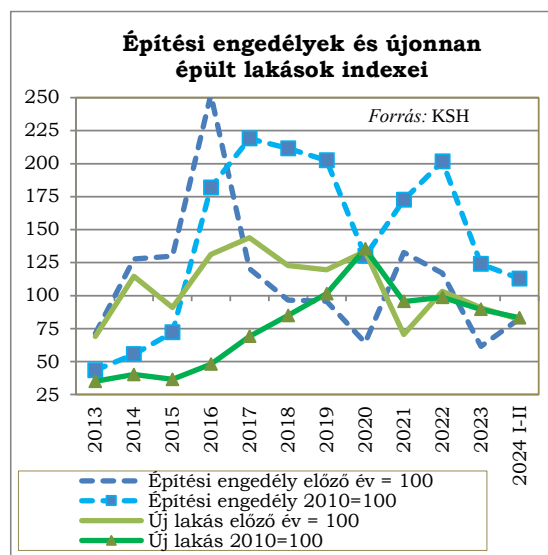
A tavalyi évhez képest élénkülően van a lakások iránti kereslet, és a finanszírozási környezet is javult a kamatcsökkentéseknek köszönhetően. A lakáshitel-felvétel erőre kapott. Viszont a hitelezés továbbra is túlnyomórészt a *használt lakások* vásárlására fordítódik, így az építőipari aktivitás erősödéséhez egyelőre nemigen járul hozzá. További élénkítő hatással járhat a speciálisan adózók CSOK-hoz és a babaváró hitelhez való hozzáféréseinek megkönnyítése (idén októbertől), de főleg az önkéntes nyugdíjpénztári megtakarítások lakáscélokra fordításának adómentessé tétele (2025 januárjától).

A fentiek – illetőleg a háztartási jövedelmek várhatóan folytatódó emelkedése – előbb-utóbb az újlakás-keresletre is fellendítően hatnak. Szintén dinamizáló hatású lehet, ha az MNB valóban újraindítja a Zöld Otthon programot 2025-ben. Így jövőre emelkedésnek indulhat az építési engedélykérelmek/bejelentések száma. Az épített lakások számát illetően a pozitív fordulat későbbre várható. Az **idei évet** illetően azonban legfeljebb a hanyatlás ütemének mérséklődését remélhetjük.

2025-től, de még inkább 2026-tól kezdve

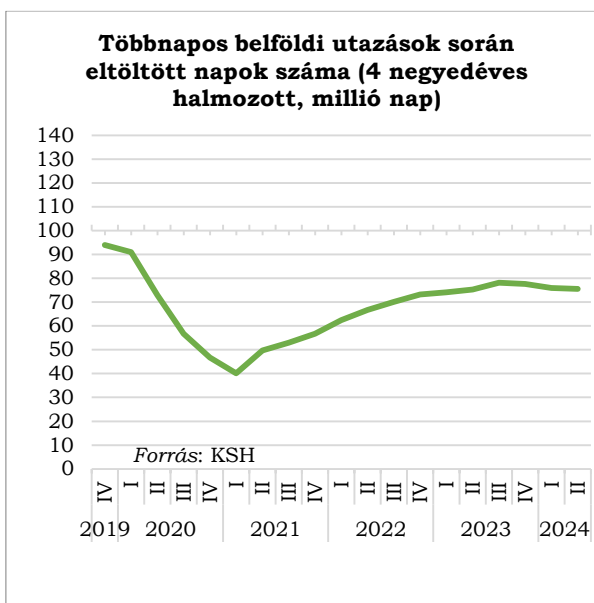
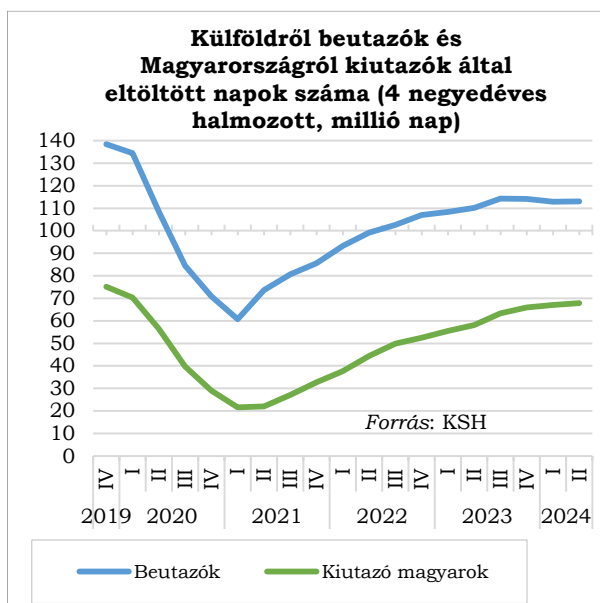
az épített lakások száma bővílhet, és a növekedés kitarthat néhány évig, de a növekedési ütem jó eséllyel mérsékelt marad. A fiskális helyzet miatt a kormányzat eszközei a lakásépítési aktivitás erősítésére várhatóan korlátosak maradnak. Az elmúlt

évtized során a lakásépítési engedélykérelmek/bejelentések száma nem változott trendszerűen, hanem csak egy sávon belül ingadozott. Kérdés, hogy az újabb emelkedő ciklus csúcsán az engedélykérelmek, illetőleg az építések száma képes lesz-e meghaladni a korábbi rekordszinteket.

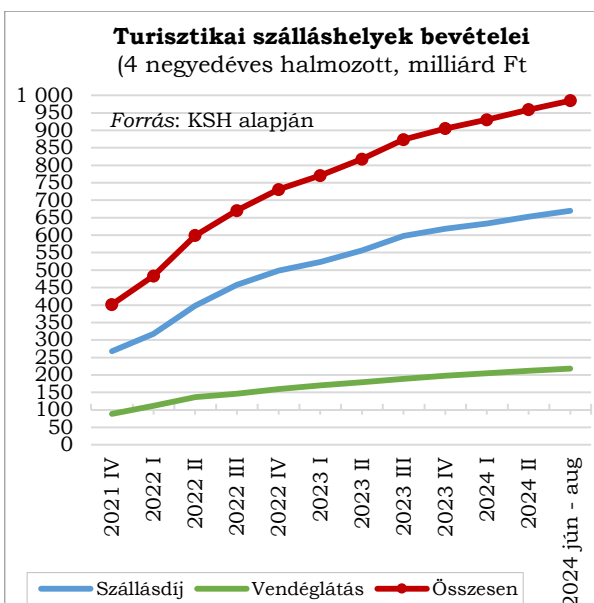
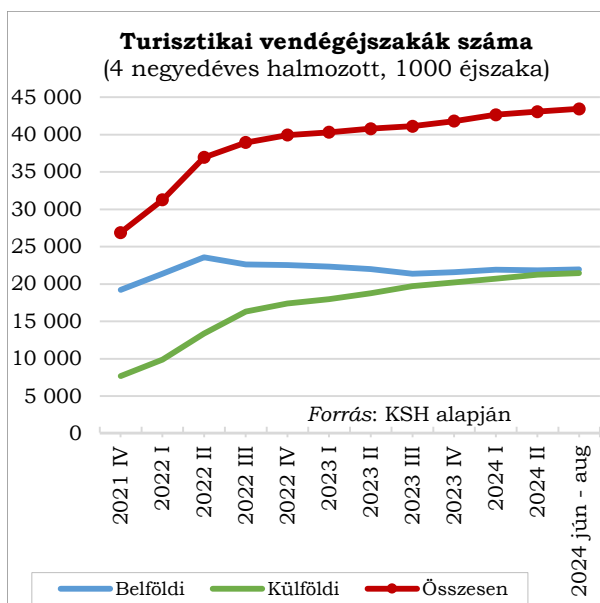


2.3.4. Turizmus

A 2020-as sokkból való helyreállítás tavaly egyenetlenül folytatódott. A KSH adatai alapján a beutazó külföldiek által Magyarországon eltöltött napok száma *év/éves alapon* az idei és első két negyedévében is tovább nőtt, ugyanakkor 2023 második negyedévéhez képest már a szezonális hatástól tisztított (görgetett) tartózkodási napok száma is kissé mérséklődött. Ugyanez elmondható a többnapos belföldi utazások során eltöltött napok számáról is. Eközben a külföldre utazó magyarok által eltöltött napok száma továbbra is negyedévről negyedévre emelkedik, ha lassuló ütemben is.



A *szálláshely-adatok* alapján továbbra is csak a külföldi kereskedelmi vendégéjszakák száma emelkedik (az első félévben éves összevetésben 14%-kal, viszont július-augusztusban már csak 4,5%-kal), miközben a belföldi vendégéjszakák száma minimálisan még mindig csökkent (habár a csökkenésnek vége szakadhatott a harmadik negyedévben). Az idén végbemenő reálkereset-emelkedés mellett

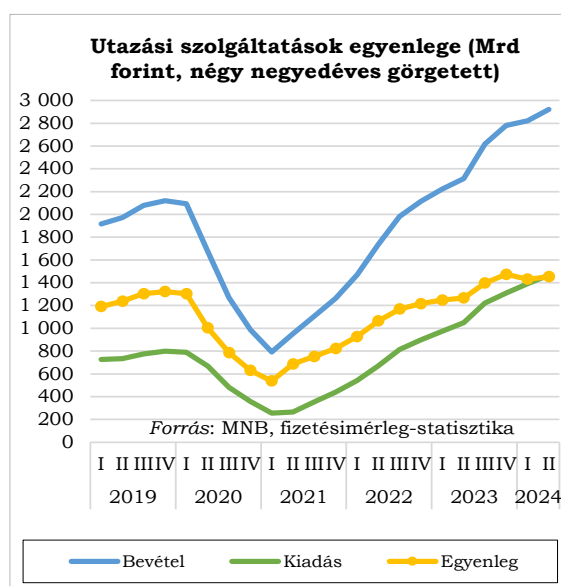


figyelemre méltó a belföldi vendégejszakák számának esése, miközben a Magyarországról kiutazók által külföldön töltött napok száma viszont nő.

Mivel ebben az évben (szemben a tavalyival) az alacsonyabb jövedelműek jelentős hányadánál is dinamikusán nőnek a keresetek (a mediánkereseti adatok tanúsága szerint), az említett ellentmondás inkább annak a jele lehet, hogy a külföldi utazások jóval nagyobb estek vissza 2020-ban, mint a belföldiek, így az előbbiek helyreállítási periódusa is dinamikusabb.

A *folyó fizetési mérleg* turizmushoz kapcsolódó tételének (a szolgáltatásmérlegen belül az „utazás” tétel) bevételi és kiadási oldalán egyaránt folytatódott az emelkedő trend az idei első félévben. A négy negyedéves görgetett *turisztikai mérleg* forintban mért többlete jócskán az inflációt meghaladó ütemben emelkedik év/éves alapon. Ám a görgetett többlet *előző negyedévhez viszonyított növekedése megtorpant* az idén – a második negyedévben a nominális többlet alacsonyabb volt, mint 2023 végén. Ez azt tükrözi, hogy a kiadások növekedési rátája már 2022 óta folyamatosan magasabb a bevételekénél.

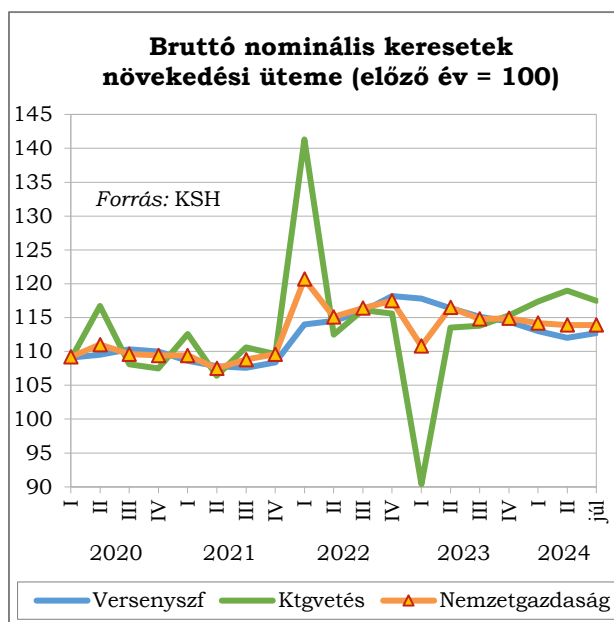
2024 fennmaradó részében, illetőleg a rákövetkező három évben a háztartási jövedelmek folyamatos (bár az ideinél mérsékeltebb) bővülését várjuk, ez pedig növeli a turisztikai keresletet. A kiutazó és beutazó turizmus bővülése/helyreállása jó eséllyel folytatódik, de belföldi és kiutazó turizmus közötti eltolódás folytatódása esetén a turisztikai mérleg további javulása immár kérdéses.



2.4. A GDP felhasználási oldala

2.4.1. A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarítása

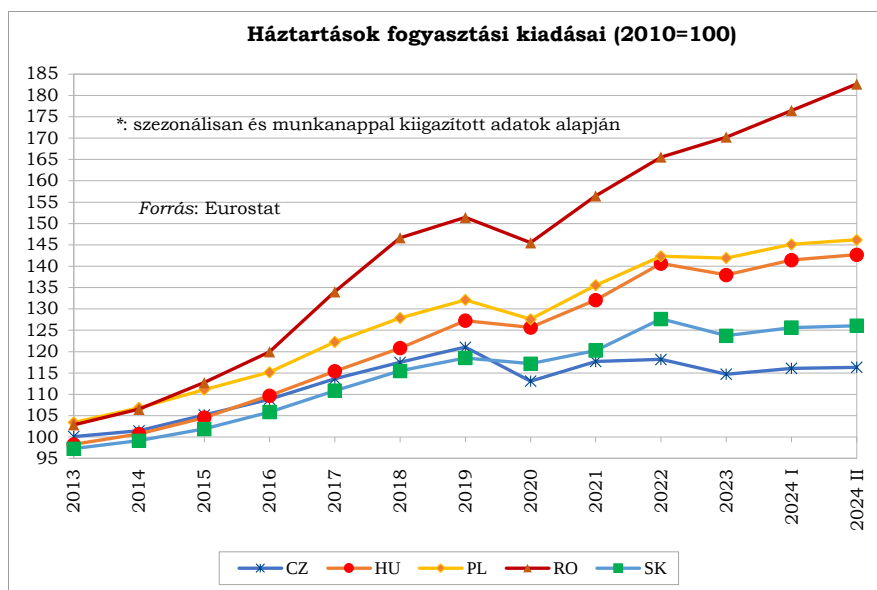
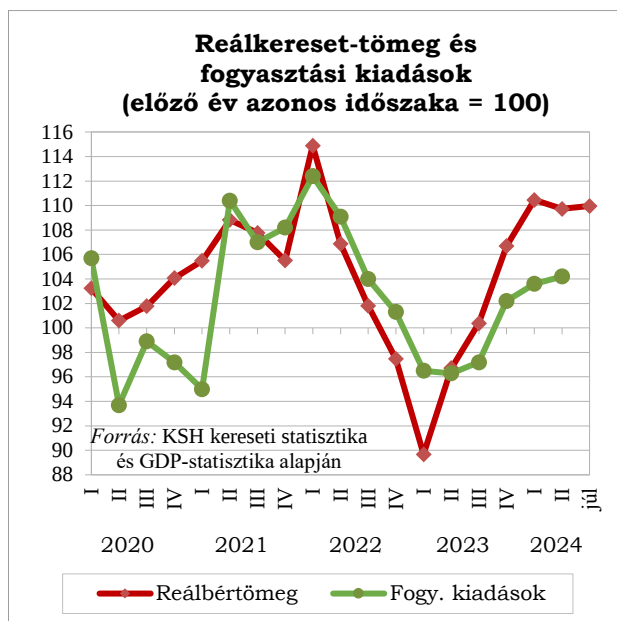
A **nominális átlagkereset** 2024 első hét hónapjában 14%-kal nőtt, mindössze 3,8%-os héthavi infláció mellett, aminek következtében a reálkeresetek a szóban forgó periódusban 9,8%-kal emelkedtek. A **mediánkereset** reálértékének növekedési üteme ennél is gyorsabb volt, közel 2%-ponttal. Mivel az alkalmazotti létszám a recesszió mellett is kissé tovább nőtt, a **nettó reálkereset-tömeg** 10%-kal volt magasabb január-júliusban, mint az előző év azonos időszakában. Az éven belül a növekedési ütem trendje ugyan csökkenő, de a lassulás enyhe, így a reálkereseti dinamika az egész idei évet tekintve kedvező, még az infláció év végére várt gyorsulását figyelembe véve is.



Míg a tavalyi év átlagát tekintve a **háztartások fogyasztási kiadásainak** csökkenése nagyjából hasonult a reálkeresetek visszaesésének üteméhez, addig idén a reálkeresetek meredek emelkedéséhez a vásárolt fogyasztás látványosan szerényebb bővülése párosul: a növekedési ütem az első negyedévben 3,6%-os, a másodikban pedig 4,2%-os volt. Vagyis a háztartások – legalábbis makroszinten – továbbra is **óvatosnak** mutatkoznak, holott a reálkereset-tömeg visszaesésének időszaka 2023 közepe táján véget ért. A háztartások által a kormányzattól kapott természetbeni társadalmi szolgáltatások csökkenése

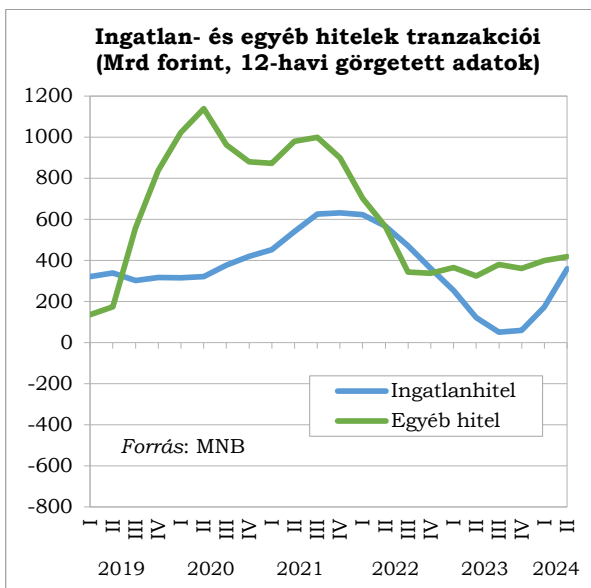
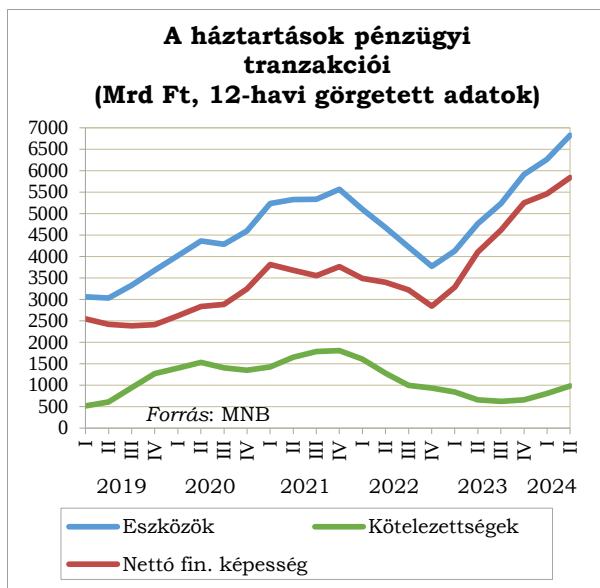
miatt a *teljes magánfogyasztás* dinamikája jócskán elmaradt a vásárolt fogyasztás növekedési ütemétől (2,5% az első, 2,9% a második negyedévben).

Mindez azért is érdekes, mert a KSH szektorszámláinak adatai alapján nemcsak a reálkereset-tömeg, hanem a háztartások **teljes hozzáférhető jövedelmének** volumene is jelentősen, az első félév átlagában 10%-ot meghaladó ütemben emelkedett.



Ha a jövedelem-bővüléshez képest mérsékelt, a többi visegrádi országhoz képest viszonylag erős volt a fogyasztási kiadások növekedési üteme az első félévben, noha a teljesen külön pályán mozgó román fogyasztási dinamikától messze elmaradt. A háztartások említett óvatossága látványosan megmutatkozott egyrészt abban, hogy – a szektorszámlák adatai alapján – a háztartások állóeszköz-felhasználása az első után a második negyedévben is csökkent, vagyis a beruházási aktivitás a fogyasztáshoz képest is visszafogott. Másrészt pedig egyelőre folytatódik a háztartások **nettó finanszírozási képességének** nominális értékének meredek év/éves emelkedése.

Noha idén már a hitelfelvételi egyenleg is gyorsulva nő – alapvetően a helyreállítási fázisban levő *ingatlanhitelezés* jó ütemű bővülése miatt – a bruttó pénzügyi megtakarítások értéke még gyorsabban emelkedik. A *négy negyedéves görgetett GDP*-arányos **megtakarítási ráta** a 2023. évi 7%-ról az első negyedévben 7,1%-ra, a második negyedévben pedig 7,4%-ra emelkedett. (A második negyedév önmagában vett megtakarítási rátája 11,9%-ra rúgott).



Várakozásunk szerint a háztartások körében az óvatossági motívum az **idei év** további részében is csak fokozatosan oldódik, ezért a fogyasztás dinamikája is csak lassan gyorsul tovább a második félévben. A jövedelem és fogyasztás dinamikája között szélesre nyílt rés ellenére is óvatosságra ösztönözhet, hogy a reálkereset-emelkedés üteme némileg mérséklődik – a mérséklődés alapvetően a versenyszférában érhető tetten – az inflációs ráta pedig kismértékben gyorsulni fog az eddig mért ütemekhez képest. A reálkeresetek éves emelkedése várhatóan számottevően meghaladja a 9%-ot. Jelenleg a háztartások fogyasztásának **3,2%-os** növekedésére számítunk az idén, ami 2025-ben némileg tovább gyorsulhat, az ideinél érezhetően visszafogottabb reálkereset-bővülés ellenére. Ez utóbbinak a fogyasztást mérséklő hatását gyengítheti a háztartások növekvő optimizmusa, ráerősíthet viszont a beruházási kedv javulása, tehát a jövedelem-felhasználáson belül a beruházás súlyának emelkedése.

2026-2027 folyamán a reálkereset-emelkedés – a jövő évihez hasonlóan – lassabb lehet, mint 2024-ben, ám stabilan folytatódik. Ennek fényében arra számítunk, hogy a háztartások fogyasztási kereslete is folyamatosan bővülni fog. Feltesszük, hogy 2026-ban a *fogyasztás dinamikája még nem fog lassulni*, részben a tartós jövedelemnövekedésnek az óvatossági motívumot tovább oldó hatása, részben pedig a választási évet kísérő – bár a korábbiakhoz képest sokkal visszafogottabb – hangulatjavító intézkedések miatt. **2027-ben** viszont korrekcióra, és ezzel párhuzamosan a magánfogyasztás növekedési ütemének érezhető lassulására számítunk.

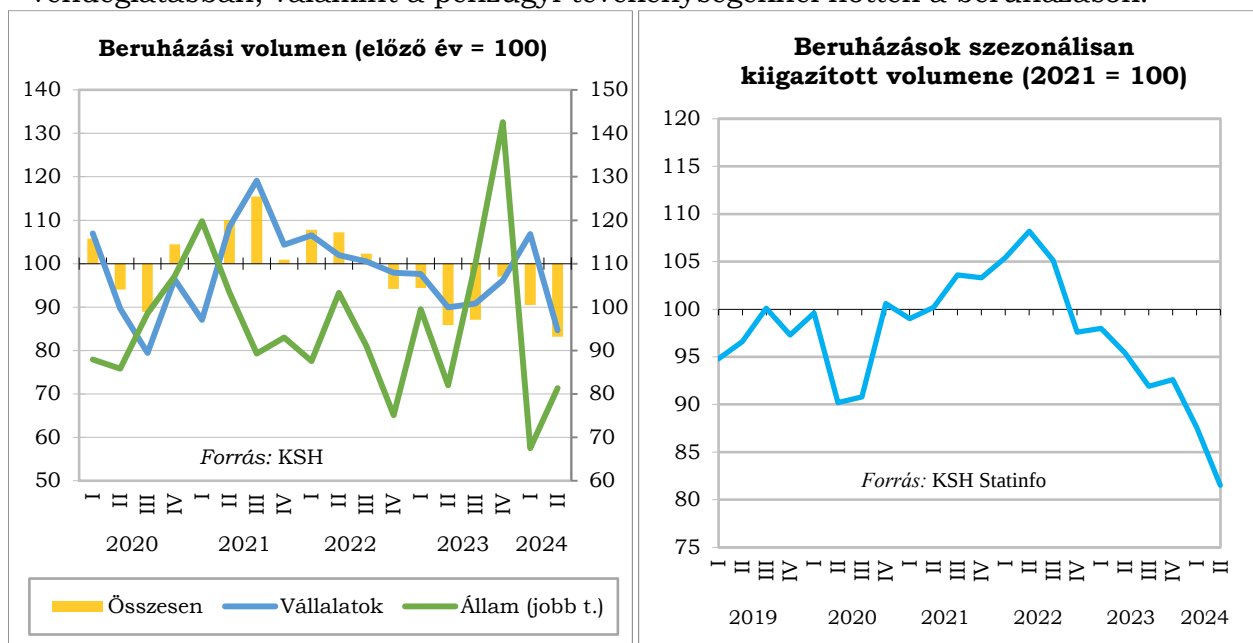
2.4.2. Beruházások

2024 második negyedévében a nemzetgazdasági beruházások volumene 16,8%-kal csökkent év/éves alapon. Ilyen mértékű visszaesésre csak egyszer volt példa az elmúlt 25 év során. A volumencsökkenés immár majdnem két éve tart. A szezonálisan kiigazított beruházási volumen ismét látványosan tovább csökkent, és 2018 első negyedéve óta nem látott szintre süllyedt.

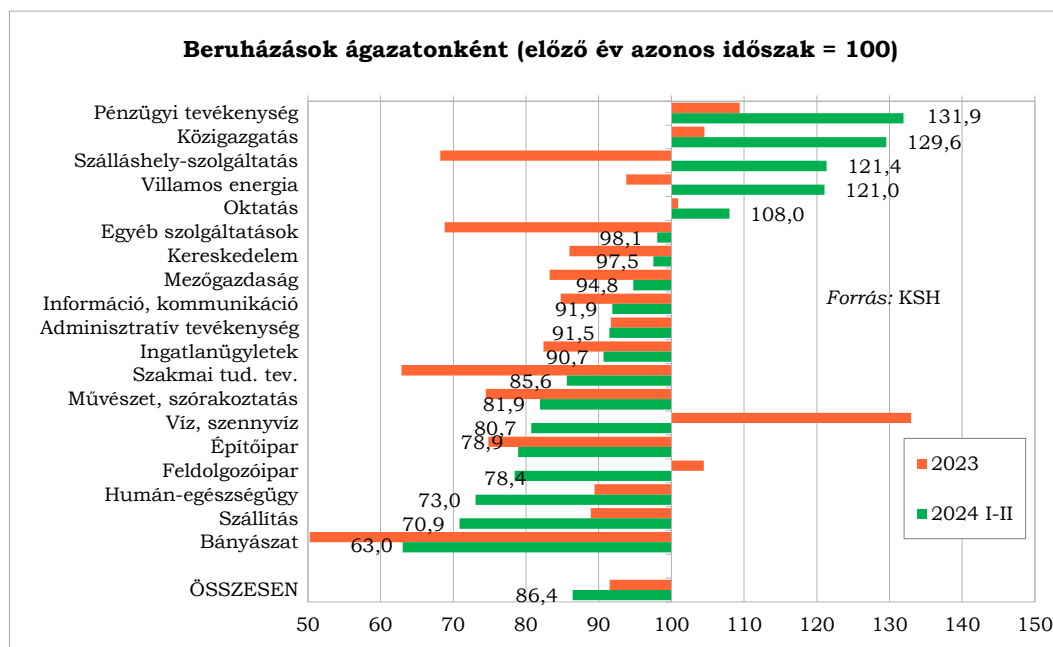
A KSH által közölt statisztika szerint folytatódott az *állami beruházások* zuhanása, habár az első negyedévvél ellentétben már nem 30%-ot meghaladó, csak 20%-hoz közelítő ütemben. Kedvezőtlen fordulatra került sor viszont a *közép- és nagyvállalati beruházásoknál*: az első negyedévi rövid életű, közel 7%-os növekedés után kb. 15%-kal csökkent az üzleti beruházások volumene. A közölt adatokból sejthetően a kisvállalati-háztartási szektor beruházásainak erőteljes esése is folytatódott a második negyedévben.

A versenyszféra beruházásait mindenekelőtt a *feldolgozóipari* beruházások példátlanul súlyos, 35%-os zuhanása húzta le. A külgazdasági keresleti viszonyok vártnál sokkal kedvezőtlenebb alakulása nyomán a vállalatok a jelek szerint drasztikusan visszafogták beruházási aktivitásukat. Szintén 35%-kal estek vissza a szállítási-raktározási beruházások, ami az infrastruktúraberuházások iránti állami kereslet összezsugorodását tükrözi. A jelentősebb súlyú ágak közül erőteljes esést produkált a kereskedelem (az első negyedévi növekedés után), viszont minimális növekedést mértek az ingatlanágazatban (hat negyedéven át tartó folyamatos esés után). Az állami beruházások erőteljes csökkenésének a forrása annyiban nem világos, hogy az egészségügyi-szociális ágazat beruházásainak esését bizonyosan ellensúlyozni tudta a nagyobb súlyú közigazgatás és oktatás beruházásainak növekedése.

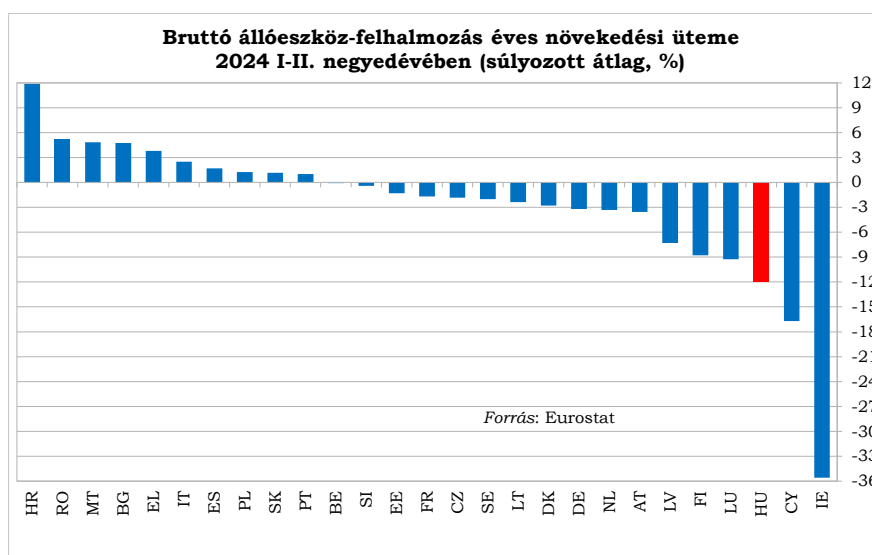
Összességében a második negyedévben a nemzetgazdasági ágak közel kétharmadában beruházáscsökkenést, egyben (mezőgazdaság) pedig lényegében stagnálást mértek. A korábban említetteken felül egyrészt az állami megrendelésektől függő energetikai ágazatban, másrészt két csekély súlyú ágazatban, a szálláshely-vendéglátásban, valamint a pénzügyi tevékenységeknél nőttek a beruházások.



Az első félév átlagában a beruházások volumene 13,6%-kal maradt el az előző év azonos időszakához képest. A GDP-statisztika szerinti bruttó állóeszköz-felhalmozás visszaesése valamivel mérsékeltebb, 12%-os volt. Ez ismét kiugróan kedvezőtlen adat *uniós összevetésben* – csupán Ciprus és Írország produkált még nagyobb zuhanást az év első felében.

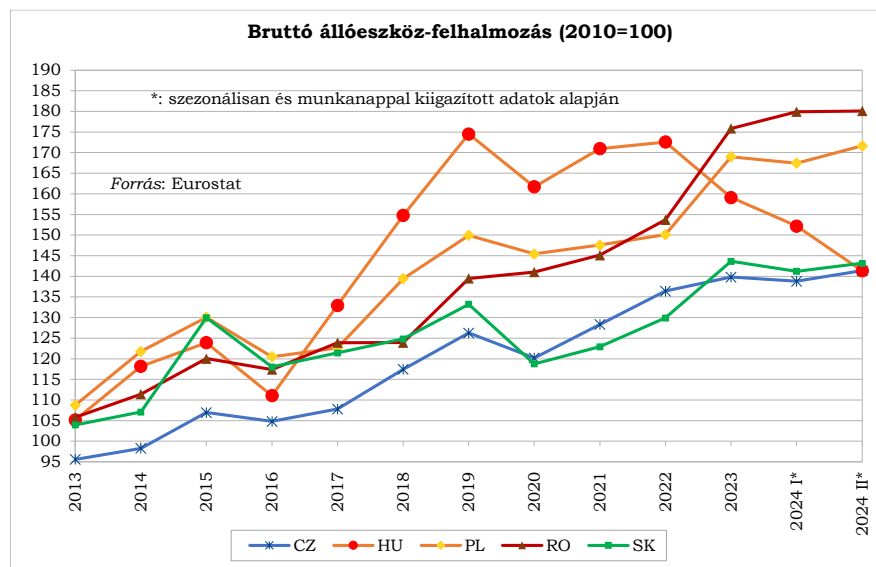


A magyarországi állóeszköz-felhalmozás éves és negyedéves összevetésben is meredeken esett az első két negyedévben. Ez látványosan különbözik a régió országaitól: a többi visegrádi országban és Romániában az idei kedvezőtlen évben is nagyjából stabil maradt beruházások szezonálisan kiigazított volumene, szemben a meredeken eső magyarországi trenddel.



Míg az év elején még remélni lehetett, hogy az idén a beruházások szerény növekedésbe fordulnak, mostanra ez lekerült a napirendről. A külgazdasági keresleti viszonyokat illetően egyelőre csekély javulás sem látszik, sőt a jövőbeli fellendülés

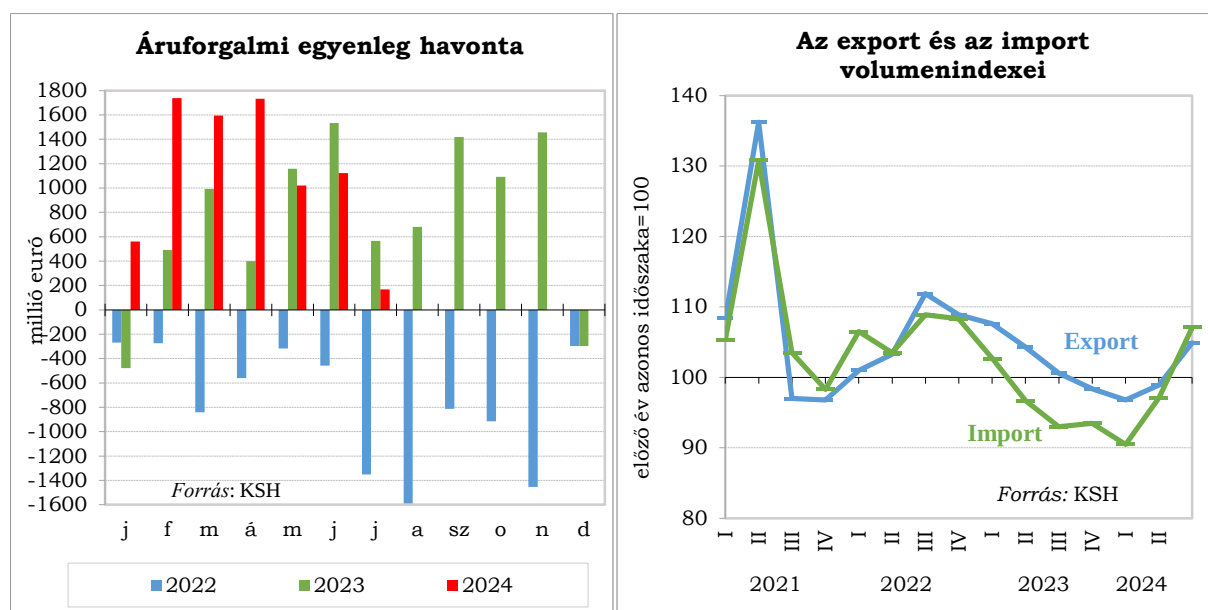
perspektívája is egyre bizonytalanabb. A fiskális korlátok változatlanul fennállnak. A háztartások keresletének fokozatos megszilárdulása nyomán bizonyos élénkülésre kerülhet sor a belföldi orientációjú vállalatoknál. De még ha az utolsó negyedévre növekedésbe fordulnak is a beruházások, **éves átlagban 8% körüli** volumen-csökkenést várunk. **2025-ben** is csak nagyon szerény beruházásnövekedéssel számolunk. **2026-ban** a beruházási dinamika tovább élénkülhet, de jó eséllyel még ekkor sem emelkedik 4% fölé, miután a kormánynak nagyon még a választási évben is korlátozottak lesznek a lehetőségei a beruházások ösztönzésére, különösen, hogy a létező forrásokat inkább háztartások hangulatának javítására fogja fordítani. **2027-ben** a beruházások növekedési üteme némileg mérséklődhet, a gazdasági növekedés lassulását követve.



2.4.3. Külkereskedelem

Az idei év első harmadában még folytatódott a külkereskedelmi pozíció javulása. Habár az *export* volumene már e négy hónap átlagában is csak alig tudott nőni, a gyenge belföldi kereslet miatt az *import* számottevően csökkent. Ennek következtében a *külkereskedelmi többlet* is hónapról hónapra magasabb volt január-áprilisban, mint egy évvel korábban. Ehhez a 2%-os cserearányjavulás is hozzájárult.

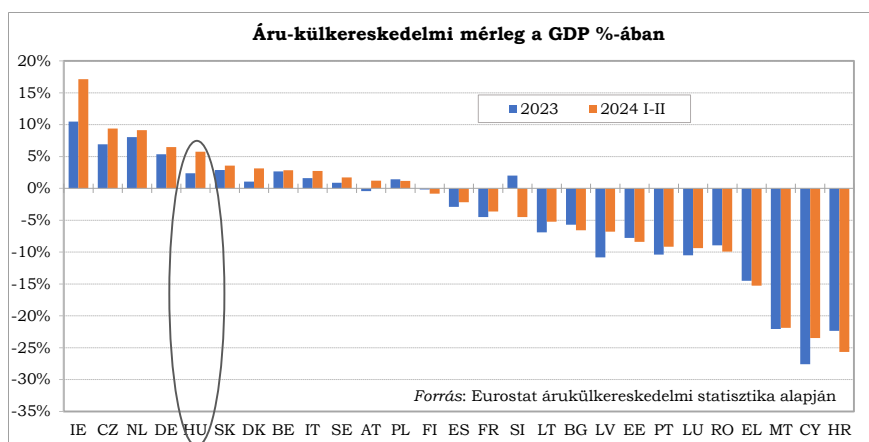
Az ezt követő három hónapban azonban fordult a kocka: a külkereskedelmi többlet csökkenni kezdett év/éves alapon, miután az export folytatódó (sőt kissé mélyülő) esése mellett az importcsökkenés üteme lassult. (Az előzetes adatok alapján augusztusban átmenetileg megtorpanhatott ez a trend.) A szezonálisan kiigazított volumenadatok is azt mutatják, hogy májustól kezdve az exportvolumen tovább ereszkedő trendjéhez az import részleges helyreállása párosult. Az importdinamika erősödése kisebb-nagyobb mértékben valamennyi árucsoportnál megfigyelhető, különösképpen a nyersanyagoknál és a gépeknél (de ez utóbbin belül *nem* a szállítóeszközöknél), noha mindkét főcsoport esetében még május-júliusban is csökkent az import volumene. Az export esetében elsősorban a gépek és szállítóeszközök (azon belül is főleg a szállítóeszközök és akkumulátorok) miatt gyorsult a volumencsökkenés üteme május-július folyamán.



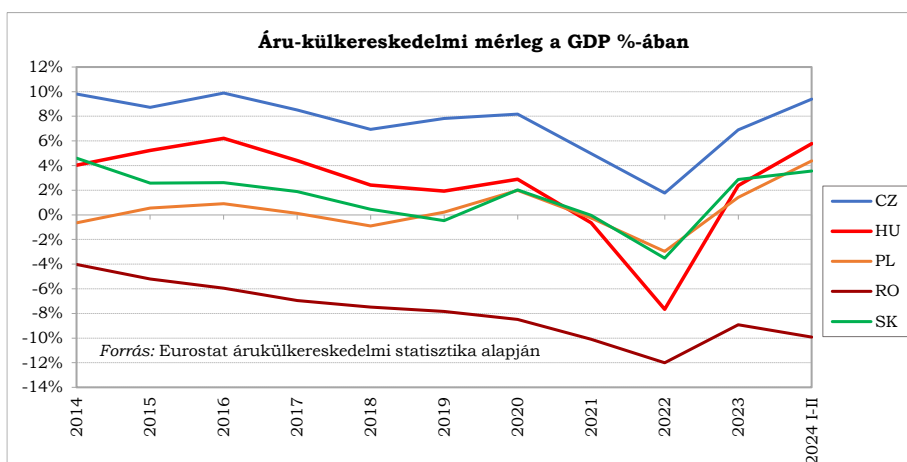
Így aztán miközben január-áprilisban az euróban mért külkereskedelmi többlet még az egy évvel korábbinak négyszeresére rúgott, addig a január-augusztusi többlet már csak 76%-kal haladta meg az előző év azonos időszakában mért szintet. Ez utóbbihoz az is hozzájárult, hogy júliusban a *cserearányok* eddigi szerény javulása romlásba váltott, az energiahordozóimport-árak megugrása miatt.

Miközben 2023-ban az éves GDP-arányos külkereskedelmi hiány javulása 2022-höz képest páratlan mértékű volt uniós összevetésben, az idei első félévben mért további javulás is az negyedik legmagasabb volt az EU-n belül. A másfél éven át tartó javulás után a GDP-arányos magyar többlet a tagállamok mezőnyének felső harmadába emelkedett.

A magyarországi ráta javulásának meredeksége a régiós országokhoz viszonyítva is kiemelkedő, így három évnnyi szünet után az idei első félévben Magyarország volt ismét a második helyezett a külkereskedelmi többlet GDP-hez viszonyított arányát tekintve.



A továbbiakban az import dinamikája – ha szerény mértékben is – tovább erősödhet a valamelyest magára találó belföldi kereslet hatására, az export esetében viszont egy hasonló erősödés sokkal bizonytalanabb. Az év fennmaradó részében a havi többletek folytatódó év/éves csökkenése várható – év vége felé a deficitbe fordulás sem kizárt. Ezzel együtt az **egész éves többlet** elérheti a 9-10 millió eurót, vagyis túlszárnyalja a 2023-as értéket, feltéve, hogy egy olajárrobbanás nem borítja a jelenlegi trendeket.



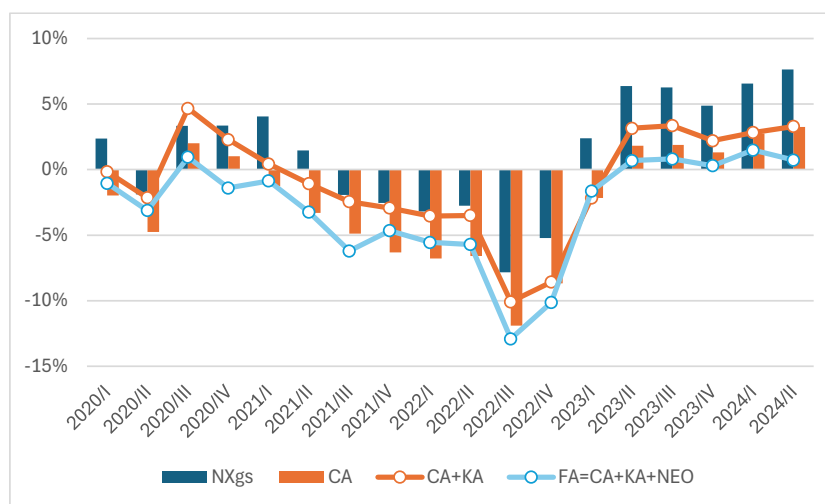
2025-27 között várakozásunk szerint az import növekedési üteme meg fogja haladni az exportét, habár a különbség nem lesz látványos, miután a belföldi felhasználás élénkülésének üteme is aránylag mérsékelt marad. A világgazdasági élénkülés 2025-től kezdve ugyanakkor jó esetben is meglehetősen halvány marad. Mivel az európai ipar – így a magyar is – strukturális problémákkal is küzd, azzal számolunk, hogy az export növekedési üteme már nemigen gyorsul tovább 2026-2027-ben, ugyanakkor a belföldi felhasználás 2027. évi lassulása miatt ismét a paritás közelébe kerülhet az export és az import növekedési üteme. Jelenleg nem várunk újabb energiaár-sokkot – bár ennek esélye a közel-keleti háborús válság nyomán most nagyobb, mint fél éve volt – így nem számolunk azzal, hogy a cserearány-változás drasztikusan rontaná a külkereskedelmi mérleg alakulását attól, ami a volumenváltozásokból természetesen adódna.

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

Az MNB a 2024. második negyedévi fizetési mérleg adatok publikálásával egyidejűleg tette közzé a korábban közölt adatok revízióit is, amelyekből az derül ki, hogy 2023-ban a folyó fizetési mérleg korrekciójának (deficitből többletbe fordulásának) mértéke az eddig ismertnél is nagyobb volt: 2023-ban a GDP-arányos egyenleg 9,2 százalékponttal (a 2022. évi -8,5-ről +0,7%-ra) változott (a korábban publikált megfelelő mutatók: -8,3, illetve +0,2). A folyó mérleg tavalyi változásának – nem csupán hazai, hanem európai összehasonlításban is kirívó – mértéke alapvetően a nettó export változásához köthető, ezért erre a következőkben külön figyelmet fordítunk.

2024 első felében az MNB szezonálisan kiigazított mutatója szerint az elmúlt év végéhez viszonyítva kissé emelkedett a folyó mérleg tavaly kialakult többlete: a GDP arányában az első, illetve a második negyedévben 2,7, illetve 3,3%-ot tett ki. Ettől alig különbözött a folyó és a tőkemérleg összevont egyenlege (CA+KA) – az úgynevezett felülről számított finanszírozási képesség –, ami arra utal, hogy minimálissá váltak az EU-alapokból származó tőketranszferek (lásd az alábbi ábrát, amelyen a folyó mérleget (CA) narancssárga oszlop, a CA+KA-t narancssárga vonal jelöli). Az ábra a közelmúlt fejleményeinek előzményeit is bemutatja a 2020-as évek elejétől, így látható, hogy az ideihez hasonló helyzet csupán 2022 végén és 2023 elején fordult elő. A megfigyelt időszakban az volt a jellemző, hogy a tőkemérleg többlete tompította a folyó mérleg hiányát, illetve (2020 második felében és 2023 három negyedévében) hozzá tett a többletéhez.

A GDP arányos nettó export, a folyó fizetési mérleg egyenlege és az alulról, illetve felülről számított finanszírozási képesség negyedéves alakulása 2020 és 2024 között (szezonálisan kiigazított adatok)



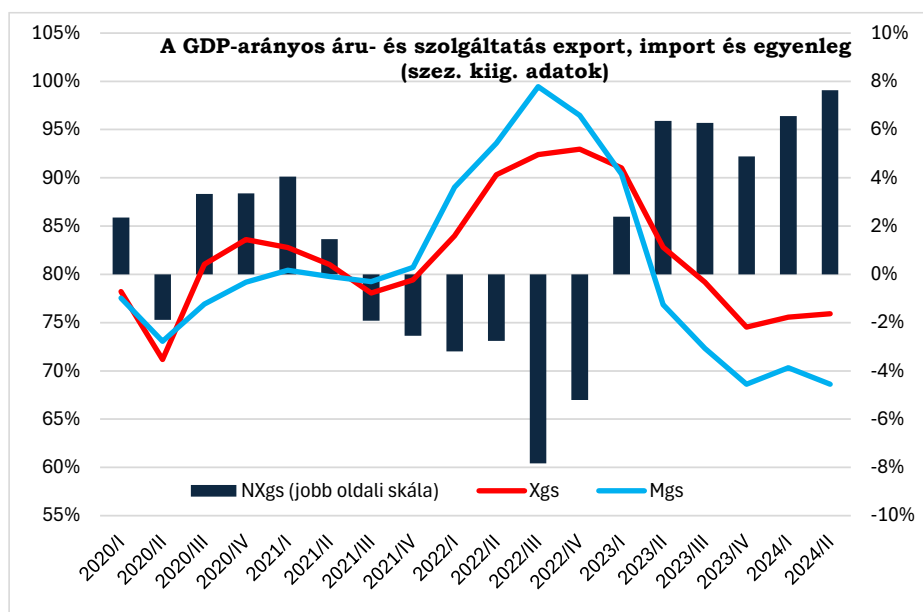
Jelölések: NXgs: áru- és szolgáltatásegyleg, CA: folyó fizetési mérleg egyenleg, CA+KA: a folyó-és tőkemérleg összevont egyenlege; FA: a pénzügyi mérleg egyenlege; NEO: tévedések és kihagyások egyenlege.

Forrás: itt és a szakasz további ábráinál: MNB és saját számítás

Az ábrán az úgynevezett alulról számított finanszírozási képesség mutatója, a pénzügyi mérleg (FA) egyenlege is szerepel (kék vonal), amely, ritka kivételekkel,

nagyobb deficitet, illetve (2023 második negyedéve óta) kisebb többletet mutat, mint a felülről számított indikátor (ennek hátterében nem regisztrált tőkekiáramlás is meghúzódhat), a vizsgált időtávon azonban a külső egyensúly kétféle alapmutatója hasonlóan változott, és mindkettő – mind a romlás, mind a 2022 végén kezdődő javulás időszakában – alapvetően a nettó exportot (az áru- és szolgáltatás-kereskedelem egyenlegét) követte.

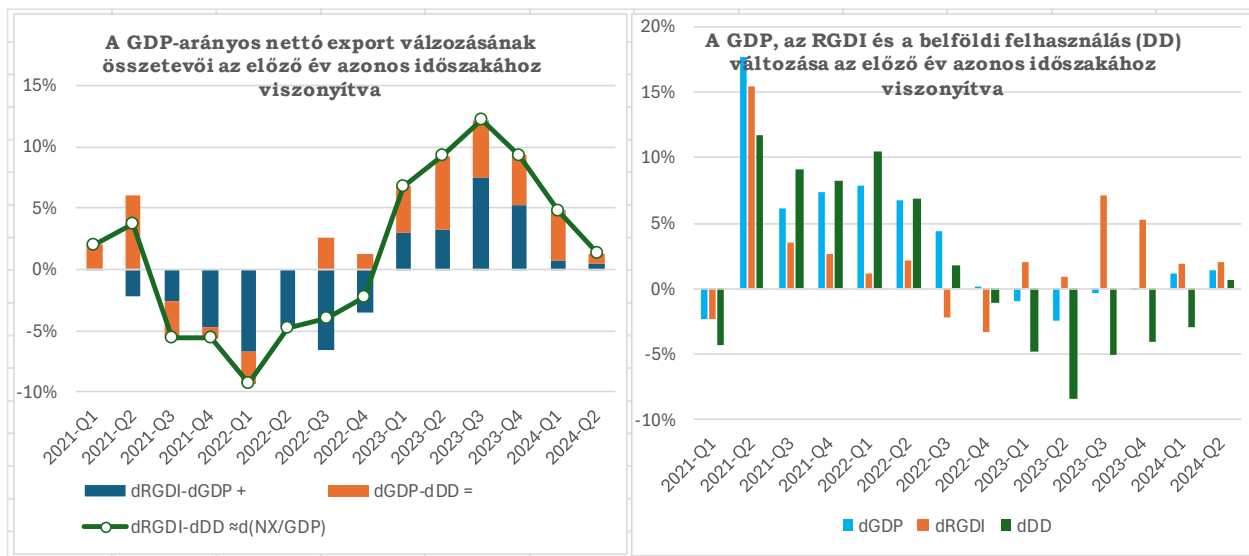
Ezért azt is érdemes megnézni, hogy a nettó export alakulásához hogyan járult hozzá a kivitel, illetve behozatal változása. A következő ábrán látható, hogy a deficit csökkenése, majd a nettó export többletbe fordulása annak tulajdonítható, hogy a GDP-arányos külkereskedelmi forgalom mindkét szárának csökkenése közben a kivitel az importnál kevésbé esett vissza (a 2022. évi csúcs és 2024 második negyedéve között az exportráta 16, az importráta 31 százalékponttal csökkent). 2024-ben az exportráta stabilizálódni látszik, az importráta alakulását nehéz megítélni.



Jelölések: Xgs, Mgs és NXgs: áru- és szolgáltatásforgalmi kivitel, behozatal és egyenleg

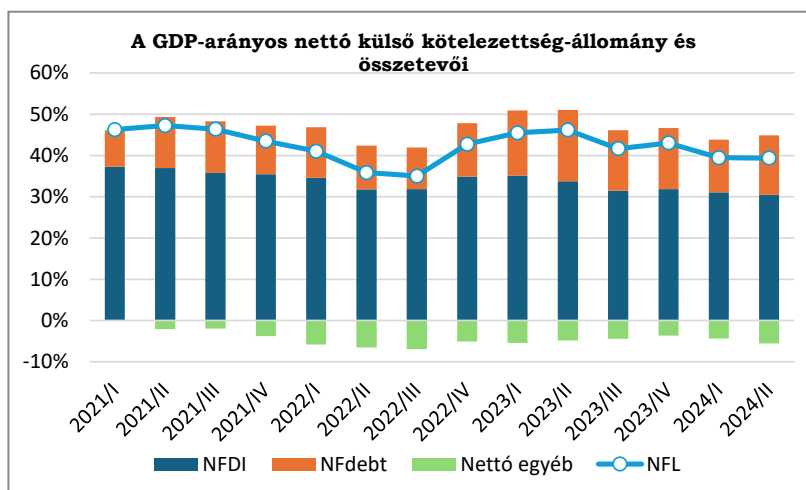
A fentiekben folyó áron mért mutatókra támaszkodtunk, korábbi jelentéseinkben azonban felhívtuk a figyelmet arra, hogy jelentős cserearány-változások esetén fontos a folyó áron mért változásokon belül megkülönböztetni egymástól az ár- és a volumenarányok változásának hatását. Előző jelentésünkben a GDP-arányos nettó export változását közvetlenül (a külkereskedelemre összpontosítva) bontottuk volumen-, illetve cserearány-összetevőre, most ezt a felbontást három alapvető makrogazdasági aggregátum egymáshoz viszonyított alakulása alapján végezzük el.

A következő ábra bal oldalán a GDP, az RGDI (a cserearányhatással kiigazított GDP) és a belföldi felhasználás változása látható az előző év azonos negyedévéhez viszonyítva. Ezek a változások önmagukban is érdekesek, szempontunkból azonban a közöttük fennálló relációknak a külső egyensúlyra gyakorolt hatása a fontos, erről pedig az ábra jobb oldali grafikonja ad képet.



Jelölések: dGDP, dRGDI és dDD: a GDP, a cserearány-hatással kiigazított GDP és a belföldi felhasználás volumenváltozása az előző év azonos időszakához viszonyítva

Az RGDI és a GDP közötti növekedési különbség a cserearány-hatást (sötét oszlop), a GDP és a belföldi felhasználás közötti növekedési különbség pedig a nettó exportra gyakorolt volumen-hatást (narancssárga oszlop) mutatja. A kétféle hatás összege (az RGDI és a belföldi felhasználás növekedése közötti különbség) pedig megközelítően a GDP-arányos nettó export változásának felel meg. A GDP-arányos nettó export romlása 2022 végéig tartott, és ebben meghatározó szerepe volt a cserearány-romlásnak (ezt felerősítette, illetve alig ellensúlyozta a volumenhatás). Az ezt követő fordulat után viszont a cserearányok javulásánál láthatóan nagyobb szerepe volt annak, hogy a GDP-étől elmaradt a belföldi felhasználás változása. Az ábra jobb oldalán pedig ellenőrizhető, hogy ez az elmaradás a belföldi felhasználás volumenének drasztikus visszaesése révén valósult meg.



Jelölések: NFDI: nettó külföldi működőtőke, NFdebt: nettó külföldi adósság, NFL: nettó külföldi kötelezettség

2024-ben már alig hatottak a külkereskedelmi egyenleg javulását korábban támogató tényezők. A belföldi felhasználás élénkülését várhatóan az import növekedése és külkereskedelmi többlet leapadása kíséri majd.

Röviden érdemes kitérni arra, hogy 2024 második negyedében a fizetési *mérleg pénzügyi mérlegében* a közvetlen tőkebefektetések (tartozások) tétel „Részesedések” sora *mínusz* 5 milliárd eurót mutatott (ez a GDP mintegy 3,5 %-ának felel meg), így a teljes nettó FDI-forgalom 2,5 milliárd eurónyi tőkekiáramlást jelzett. A hatalmas negatív tétel aligha lehet más, mint a budapesti repülőtér államosítására fordított összeg.

A GDP-arányos nettó külső kötelezettségállomány 2023 közepe óta kissé csökkent, a nettó adósság- és FDI-ráta egyaránt mérséklődött. Az ábrán zöld oszloppal jelzett „nettó egyéb” főleg a monetáris aranykészletet fedi. Az aranyfelhalmozás indítékai nem igazán ismertek.

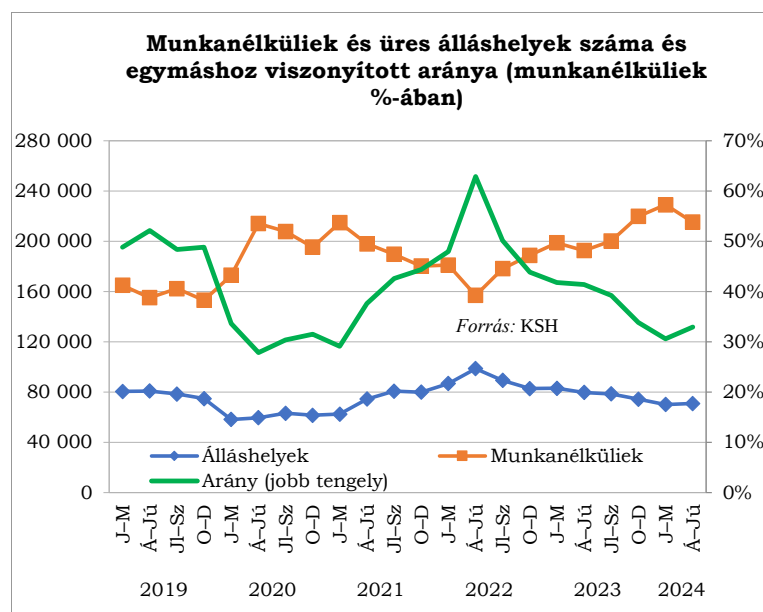
2.6. Foglalkoztatottság, munkanélküliség

A *munkaerő-felmérés* (KSH-LFS) adatai szerint a foglalkoztatás lassú emelkedése továbbra is folytatódik. A *foglalkoztatottak* számának háromhavi görgetett átlaga az első negyedévi 0,6% és a második negyedévi 0,5% után június-augusztusban 0,7%-kal emelkedett. Ez a közmunkások számának folytatódó esésével, ugyanakkor a külföldi telephelyen dolgozók számának folyamatos (bár némileg lassuló) bővülésével párosul. Összességében az *elsődleges munkapiac*on dolgozók száma az első félévben tovább nőtt az idén, teljes foglalkoztatotti létszámét kissé meghaladó ütemben.

Mindezt árnyalja azonban, hogy az LFS-adatok szerint az első félévben a növekedés nagyrészt a társadalmi közszolgáltatásoknál valósult meg, miközben a feldolgozóipari és építőipari foglalkoztatás stagnált, a piaci szolgáltatásoknál pedig kissé csökkent. További adalék, hogy a *kereseti statisztika* szerint a *teljes munkaidős* alkalmazottak száma folyamatosan csökken az idén, noha a részmunkaidősök számának emelkedése miatt az állományi létszám még mindig nő év/éves alapon. A *versenyszférában* az üres álláshelyek aránya alacsonyabb volt az idei első félévben, mint a 2021-es év Covid-lezárásoktól sújtott első negyedéve óta bármikor.

Eközben a háromhavi görgetett *munkanélküliségi ráta* – a tavalyi év második felében tapasztalható emelkedő trendje után az idei év elején tetőzött, majd a második negyedév óta 4,3% környékén stagnál. A munkanélküliek *abszolút számának* 2022 ősze óta tartó emelkedése viszont folyamatos, habár az üteme lassul. A munkanélküliségi ráta azért tud ennek ellenére stagnálni, mert közben a *gazdaságilag aktív*ak száma is emelkedik, vagyis még mindig zajlik az inaktívok köréből az aktívok körébe történő átáramlás.

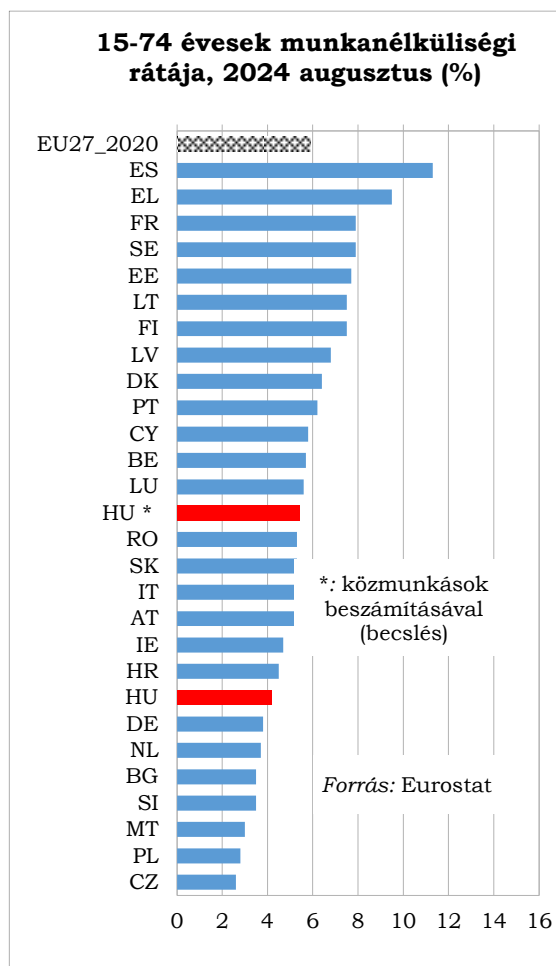
A munkanélküliek számának emelkedése mellett az *üres álláshelyek* száma négy negyedévi csökkenés után az idei második negyedévben valamelyest emelkedett, az **álláshelyeknek a munkanélküliek számához viszonyított százalékos arányához** hasonlóan. Ám e szerény emelkedés alapvetően a költségvetési szektorban keletkezett álláshelyeknek tudható be. az üres álláshelyek aránya a versenyszférában megegyezett az idei első és második negyedévben.



Megjegyzendő, hogy európai uniós összevetésben a munkanélküliség tekintetében a magyar pozíció továbbra is jónak mondható, legalábbis, ha a magyar módszertannak megfelelően nem vesszük számításba a közmunkásokat. Amennyiben a nemzetközi módszertannak megfelelően a munkanélküliek körébe beleszámoljuk a közfoglalkoztatottakat, akkor a magyar munkanélküliség augusztusban is pontosan az uniós mezőny közepén helyezkedett el.

Az idei év fennmaradó részében folytatódhatnak a felemás tendenciák: a foglalkoztatottak száma várhatóan tovább nő a mérsékelt ütemű gazdasági növekedés közepette, ám ennek üteme elmaradhat a tavalyi éves átlagos 0,6%-tól. Az év második felében a szerény mértékű gazdasági élénküléssel párhuzamosan a munkanélküliségi ráta minimálisan mérséklődhet, ugyanakkor az éves ráta 4,4% körül alakulhat.

A javuló tendencia folytatódik **2025-2027-ben** is, ennek hatására a munkanélküliség ismét 3,6%-ra süllyedhet. A foglalkoztatás várhatóan tovább bővül, bár ezzel kapcsolatban kockázatot jelent a megmaradt munkapiaci kínálat korlátossága.

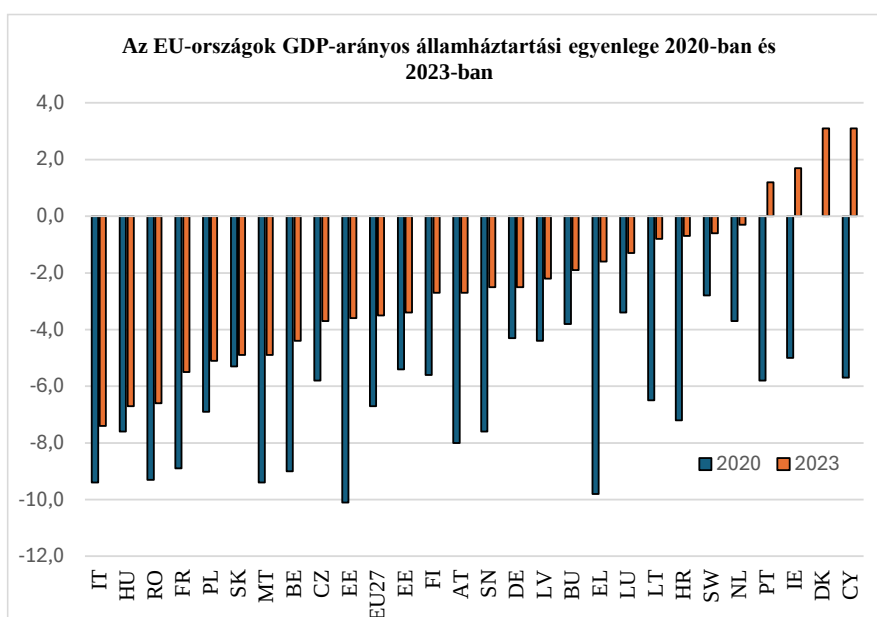


3. Államháztartás

3.1. Költségvetési egyenlegek az EU-ban és Magyarországon, 2020-2023

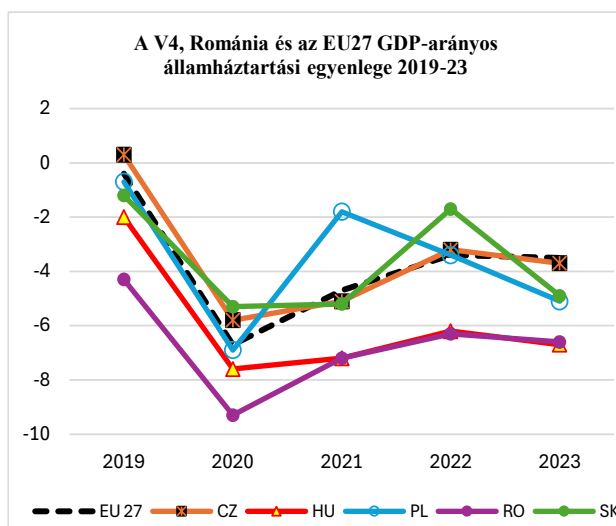
2023-ban az EU-ban folytatódott a 2020-as koronavírus idején szétzilálódott államháztartási helyzet konszolidációja. Az EU27 összesített deficitje a 2020. évi 6,4%-ról 2021-23 között rendre 4,7, majd 3,3, illetve 3,5 százalékra csökkent. A magyar költségvetési deficit ugyanakkor lényegében alig mérséklődött: miután 2020-ban a GDP 7,6%-át tette ki, a következő években is 6% felett maradt, 2021-23 között rendre 7,2, majd 6,2, illetve 6,7 százaléka volt.

2023-ban az EU-országok között Magyarországon volt a második legmagasabb költségvetési hiány Olaszország mögött és Románia előtt. Az EU-ban, Magyarországon kívül csupán ez a két ország ért el hasonlóan magas, a GDP 6 százaléka feletti költségvetési hiányt, az elmúlt **3 éven keresztül**.



Forrás: Eurostat database /Economy and Finance / Government Finance Statistics

A három másik V4-ország államháztartási hiánya 2020-ban is alacsonyabb volt, mint a magyar (és a román), 2021-23-ban a GDP 2-5 százaléka között mozgott. 2021-ben a lengyel, 2022-ben a szlovák költségvetési deficit mindössze a GDP 2%-át tette ki, 2023-ban azonban mindkét ország hiánya romlott kissé, 5%-ra, de még mindig jóval alacsonyabb, mint a magyar és a román. A költségvetési konszolidáció tehát a többi országban sem volt feltétlenül töretlen, mindenesetre a hiány csökkentésére határozott erőfeszítések történtek.



3.2. Fiskális folyamatok 2024 első kétharmadában

A 2023 nyarán elfogadott törvény a költségvetés 2024. évi hiányát 2.679 ezer milliárd forintban, a GDP 2,9%-ában határozta meg, 4%-os gazdasági növekedés mellett. 2024 tavaszán, miután a költségvetési hiány már az első 4 hónapban elérte az egész évre tervezettet, mindkét prognózis módosult. A költségvetési hiánycélt egy kormányzati bejelentés a GDP 4,5%-ára emelte, durván 4 ezer milliárd forintra, a növekedési prognózist pedig 2-3%-ra csökkentette, ez folyó áron kb. 80 ezer milliárd forint GDP-t jelent. Azóta már az utóbbi előrejelzés is csökkent, 1-2% közöttire.

2024 augusztus végén az államháztartás központi alrendszere 2.857,7 milliárd forintos *pénzforgalmi* hiánnyal zárt. Az új, 4,5%-os GDP-arányos pénzforgalmi hiányhoz a Pénzügyminisztérium számításai szerint 3.982 milliárd forintos pénzforgalmi hiány tartozik. Ez a hiányszám pedig 88 ezer milliárd forintos GDP-t feltételezne, ami irreális feltételezés. Az idei várható nominális GDP legfeljebb 80 ezer milliárd forint lehet, amelyhez kb. 3.600 milliárd forintos hiány tartozik. Ennek pedig az első 8 hónapban közel a 80%-a teljesült, azaz jóval több, mint az időarányos 67% lenne.

Ennél kedvezőbb képet mutat az *eredményszemléletű* elszámolás. A Pénzügyminisztérium adatai szerint az első negyedévi 5,4%-os eredményszemléletű hiányt a második negyedévben 2,3%-os deficit követte, azaz az év első felében összességében 1.490 milliárd forintnyi hiány halmozódott fel, a pénzforgalmi elszámolású mintegy 2.900 milliárd forinttal szemben. Ez a becsült, időarányos GDP 3,7%-a.

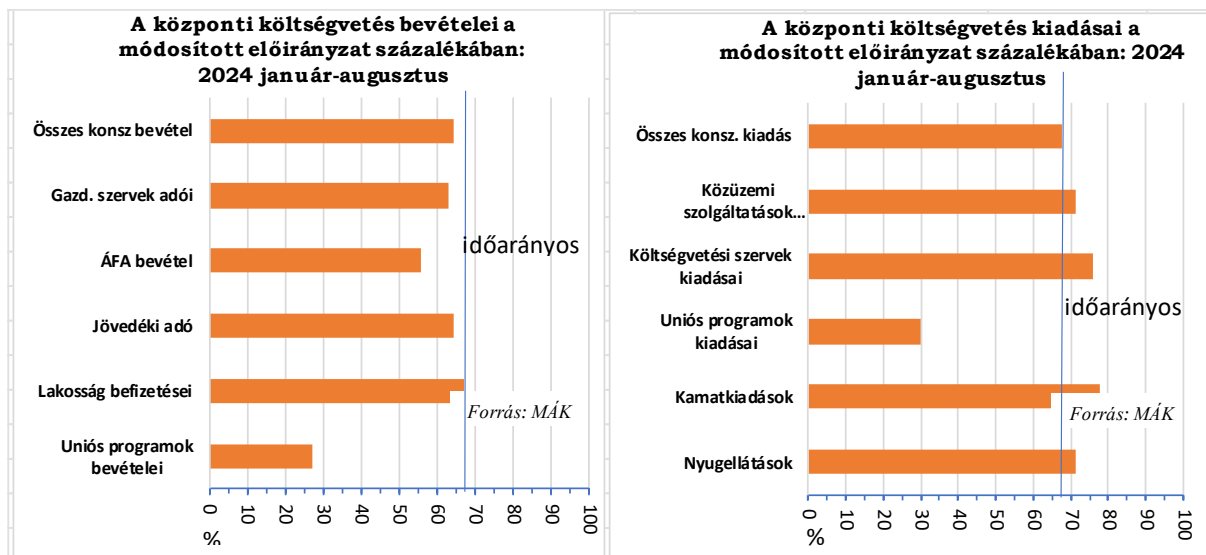
Az októberi EDP jelentés 2024-ben 4.539 milliárd forintos pénzforgalmi hiánnyal számol, az eredményszemléletű hiányt pedig 3.515 milliárd forintban határozza meg. Az utóbbi pontosan a 4,5%-os GDP arányos ESA hiányt célozza meg. A pénzforgalmi és az eredményszemléletű (ESA) hiány közötti különbség, az ún. ESA híd, kb. 1.000 milliárd forint, amely különböző pénzügyi műveletek, többek között az Európai Unió programok (ezen belül az RRF) költségvetési kiadásainak a pénzforgalmi egyenlegből való kivételét jelentik. Ezek közül az RRF-re költött költségvetési kiadások visszakerülnek az ESA hiányba, amennyiben az év végéig nem születik megállapodás a magyar kormány és az Európai Bizottság között, amelyre komoly esély van.

Ennél nagyobb probléma, hogy a PM októberi EDP jelentése továbbra is 81.700 milliárd forintos nominális GDP-vel számol 2024-re, holott a tényadat inkább 80 ezer milliárd forint alatt lehet, a GDP vártnál alacsonyabb növekedése és az árindex gyorsabb süllyedése miatt. Ez a GDP arányos ESA mutatókban több tized százalékpontnyi többletet jelenthet.

Visszatérve a pénzforgalmi adatokhoz, az első 8 hónapban a legjelentősebb elmaradás az ÁFA bevételek terén tapasztalható, ami elsősorban az irreálisan magas előirányzattal magyarázható. A költségvetés ugyanis 2024-ben az ÁFA bevételek 22%-os emelkedését irányozta elő az előző évhez képest. Ez úgy alakult ki, hogy a 2023 közepén elfogadott költségvetés a bázisévre, 2023-ra még 1.000 (!) milliárd forinttal nagyobb ÁFA bevétellel számolt, mint amennyi ténylegesen befolyt, és erre rakódott (volna) rá a várt idei növekedés. Az ÁFA bevételek az első 8 hónapban ugyan 12%-kal meghaladták az előző évit, az előirányzattól azonban jelentősen elmaradtak. Éves szinten az ÁFA-ból várhatóan legalább 1.000 milliárd forinttal kevesebb

fog befolyjni, mint a tervezett, még akkor is, ha az év utolsó negyedében a háztartások fogyasztási hajlandósága és képessége erősödik. A jövedéki adóból is a tervezettnél kevesebb folyt be, az üzemanyagok jövedéki adójának jelentős emelése ellenére. Az egyéb, fogyasztási típusú adókból (távközlési adó, biztosítási adó, turizmusfejlesztési hozzájárulás) túlteljesítés tapasztalható az első 8 hónapban, ezek azonban kisebb összegű bevételek.

Emellett a kamatkiadások is jócskán meghaladták a tervezettet az első nyolc

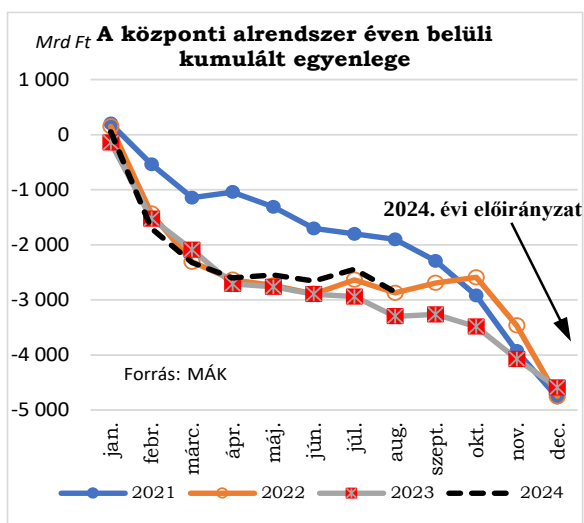


hónapban (2.414 milliárd forint). A tavaszi EDP jelentésben megfogalmazott kamatfizetési előrejelzés 2024-re 3.951 milliárd forint, ami az akkor várt 81.000 milliárd forintos GDP 4,87%-a. Mivel azóta a várható GDP nominális összege mérséklődött, a GDP arányos kamatfizetés 2024-ben megközelítheti a GDP 5%-át.

Az uniós programok elszámolása terén mind a bevételek, mind a kiadások alacsonyabbak voltak a tervezettnél: a tervezett bevételek 27,2%-a folyt be, a kiadásoknak pedig a 30%-a valósult meg. Az Uniós programokból való részleges kimaradásunk tehát a 2024. évi költségvetési egyenleget tehát kevésbé rontotta, mint a gazdasági növekedésünk kilátásait.

Az első 8 hónapban a kumulált pénzürgalmi hiány lefutása valamivel kedvezőbb, mint a 2023. évi. Az éves deficit jelentős része azonban az elmúlt években az év utolsó két hónapjában keletkezett, ezért az éves hiány várható mértéke azon múlik, hogy 2024-ben a kormány szakít-e az évvégi költekezés rossz hagyományával. Erre feltehetőleg van esély, mivel a kormány már eddig is jelentős költségvetési konszolidációs intézkedéseket hozott.

2024 júliusában a kormány felemelt egyes adókat, illetve visszavonta a különadók visszavonásáról szóló ígérletét. Az MNB ezek hiánymérséklő hatását 2024-ben 137 milliárd forintra becsüli, amelyhez egy



569 milliárd forintos kiadásátcsoporthozjárul. A hiány mértéke azonban elsősorban a kiadások csökkentésén múlik, e téren azonban még sok a bizonytalanság. Április óta több kiadás-csökkentési program is megjelent, amelyek kevés konkrétumot tartalmaztak és egymáshoz való viszonyuk, a közöttük való átfedés sem azonosítható.

A kormány 2024. áprilisában 675 milliárd forint állami beruházás elhalasztását jelentette be, erről azonban több információ nem jelent meg. Ezt egy 369 milliárd forintos intézkedés-csomag követett, amelynek már ismerjük a részleteit. Az utóbbiból 160 milliárd forintot a Beruházási Alap megvágása képvisel, amelynek a tartalma nem ismert. A többi elsősorban infrastrukturális (pl. vasút, közút), egészségügyi és honvédelmi, valamint fővárosi beruházásokat tartalmaz¹⁵ Ezek után szeptember végén megjelent kormányrendelet 130 állami projekt törléséről/elhalasztásáról intézkedett, ezek ugyan tételeken azonosíthatók, az általuk várt megtakarítás azonban nem, ezért megtakarítási hatásuk sem számszerűsíthető¹⁶.

A magas 8 havi pénzforgalmi hiány, illetve a hiány-ráta nevezőjében lévő nominális GDP-nek a kormány ESA jelentésében előrejelzettnél alacsonyabb szintje az előző jelentésben előrejelzett 5,5%-os hiány-prognózis fenntartását indokolná. Ugyanakkor a bejelentett adóemelések és kiadás-csökkentési intézkedések becsült hatásait alapul véve **a 2024. évi államháztartási hiány-előrejelzést a GDP 5%-ára csökkentjük.**

Ugyanakkor további bizonytalanságot jelent, hogy amennyiben a kormány és az EU Bizottság között a Helyreállítási és Ellenállóképességi Alapról (RRF) szóló megállapodás az év végéig nem születik meg, akkor az ESA deficitben beszámításra kerül a kormány által erre a célra elköltött teljes összeg. Az is kérdéses, hogy a kormányra az Európai Unió Bírósága által kirótt 200 millió (+napi 1 millió) eurós büntetés mikor kerül elszámolásra az ESA hiányban.

3.3. Kitekintés 2005-2027-re – államháztartási deficit

Mivel még a 2024. évi hiány előrejelzése is nehéz, tekintve azokat a folyamatosan változó intézkedéseket, amelyeket a kormány a hiány csökkentése érdekében hoz. Nem kizárt, hogy az év végéig újabb lépésekre kerül sor. A nemzetközi intézmények előrejelzései kevés támpontot nyújtanak, mivel a többségük még az év tavaszán készült, ezért nem ismerhették, sem a várakozásoknál magasabb hiány-tényszámokat, sem a költségvetési konszolidációs lépéseket.

Az **IMF** World Economic Outlook című kiadványa 2024-re az IMF 2023 októberében még 3,8%-os hiányt jelzett előre, a kormány által akkor tervezett 3,1%-kal szemben.

¹⁵ A kormány 1202/2024 (VII.8) határozata fejezetek közötti és fejezeten belüli, a rendkívüli kormányzati intézkedésekre szolgáló tartalékból, a Rezsivédelmi Alapból és a Központi Maradványelszámolási Alapból történő előirányzat átcsoportosításról. Magyar Közlöny 2024. 74. szám.

<https://magyarkozlony.hu/dokumentumok/d3f99fa03573b140eea0adf18aedcad777559f8d/megtekintes>

¹⁶ A kormány 1291/2024 (IX.19) határozata kormányhatározatok felülvizsgálatáról. Magyar Közlöny 2024. 93. szám.

<https://magyarkozlony.hu/dokumentumok/3160d455ee59153703b80566be4d424085e3370f/megtekintes>

Ezt az előrejelzést 2024 áprilisában 5,1%-ra emelte, miközben a GDP növekedési prognózisát 2,2%-ra mérsékelte. Az államadósság GDP-arányát pedig az év végére 74,3%-ban jelölte meg, a 2023. év végi 73,4% után. Az IMF tehát 2024-re enyhén emelkedő államadósság-rátával számol.

Ezt követően 2025-27 között fokozatosan csökkenő hiánypályát jelez előre: 4,2, 3,1, illetve 2,9%-ot a GDP arányában, miközben a GDP növekedési ütemét 2025-ben 3,3, 26-27-ben pedig 3%-ra várja.

Az **OECD** 2024 májusi előrejelzése 2024-re 4,5%-os államháztartási hiányt várt (ez már a kormány hasonló bejelentése után készült), 2025-re pedig 3,7%-ot, ez is megegyezik a kormány várakozásával. Az államadósságot azonban az IMF-hez hasonlóan szintén növekvő pályára tette, 2024 végén 74,1, 2025-ben pedig 74,5%-ra.

Valamivel pesszimistább előrejelzést tett közzé az **Európai Bizottság** a 2024. áprilisi jelentésében. Az államháztartás hiányát 2024-ben a GDP 5,4%-ára prognosztizálta, a GDP 2,4%-os növekedése mellett. Az államadósságot, az IMF-hez hasonlóan, 2024. végén a GDP 74,3%-ára becsülte. Mindhárom intézmény tehát **emelkedő államadósság rátával számol** 2024-ben. Az EU őszi előrejelzése 2024 novemberben jelenik meg.

A 2024 júniusi Inflációs jelentésben az **MNB** a költségvetés 2024. évi ESA hiányát a GDP 4,5-5,5%-ára, 2025-ben a 3,5-4,5%-ára, a 2026. évit pedig 2,8-3,8%-ra becsülte. Azóta ezt az előrejelzést a szeptemberi Infláció jelentésben 2024-re 4,3-4,7%-ra majd a következő évekre rendre 3,2-4,2, illetve 2,8-3,8%-ra módosította. Tehát az MNB azt jelzi előre, hogy a költségvetés leghamarabb 2026-ban kerülhet a 3% alá. Az államadósságot az MNB viszont csökkenő pályán rajzolja meg, a kormányhoz hasonlóan, 2024-ben is (73,2%-ra), majd 72,3, illetve 2026-ban 70,8%-ra.

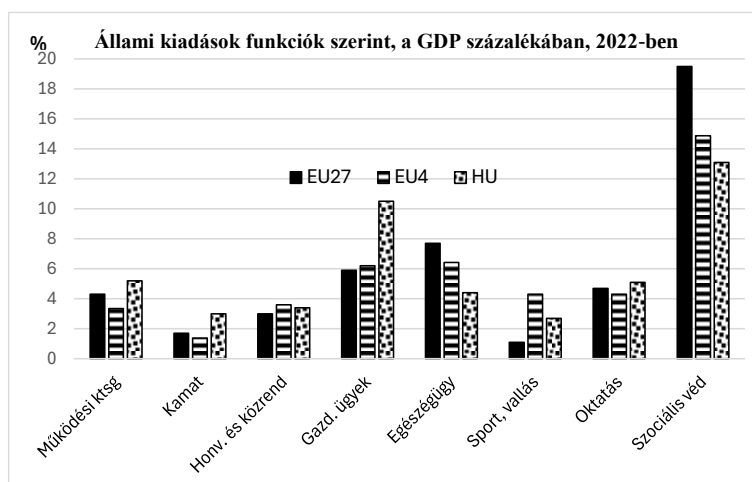
A **független** előrejelzők pesszimistább pályát rajzolnak le, bár ebből a forrásból jóval frissebb adatok érhetők el, mivel itt havi adatgyűjtésről van szó. A mintegy 25, elsősorban külföldi előrejelző intézmény prognózisát összegző/átlagoló Consensus Economics¹⁷, illetve a 33 résztvevőt magában foglaló FocusEconomics¹⁸ 2024 szeptemberében *2024-re 4,9, illetve 5,0% 2025-re pedig 4,1, illetve 4,2%-os GDP-arányos államháztartási hiányt vár* Magyarországon. Ezek az értékek az előrejelzések medián átlagai. Az előrejelzések 2024-re a Consensusnál 4,1% és 5,7% között ingadoznak, a FocusEconomics-nál pedig 4,1%, és 5,4% között. 2025-re a megfelelő értékek a Consensusnál 3,5, illetve 4,9%, a Focus Economics-nál 3,5% és 4,3%. A hasonlóság nem véletlen, hiszen több előrejelző mindkét felmérésben részt vesz. A felmérésekből levonható következtetés témánk szempontjából az, hogy az általános szakértői megítélés 2024-ben 5, 2025-ben pedig 4,2% körüli költségvetési hiányt vár Magyarországon, ami mindkét évben meghaladja a kormány és az OECD előrejelzését.

A Kopint-Tárki mind **2025-re**, mind **2026-ra** 4-4,5%-os GDP-arányos államháztartási hiányt valószínűsít. 2025-ben a kiadáscsökkentés és bevételnövelési intézkedések hatása már érvényesülni fog, ugyanakkor erősek a költségvetési determinációk. Az állam működési kiadása és a kamatkiadás továbbra is magas, az egészségügyből és az oktatásból már nincs megtakarítási lehetőség. Csupán az állam gazdasági

¹⁷ <https://www.consensus-economics.com/>

¹⁸ <https://www.focus-economics.com/>

kiadásaiból lehet lefaragni, ez teheti lehetővé a hiány 0,5-1%-os csökkentését. 2026-ban pedig a választási év korlátozza be a kormány hiánycsökkentési mozgásterét.



2027-ben esély van arra, hogy a deficit jelentősebb mértékben, a GDP **3-3,5%-**ára mérséklődjön.

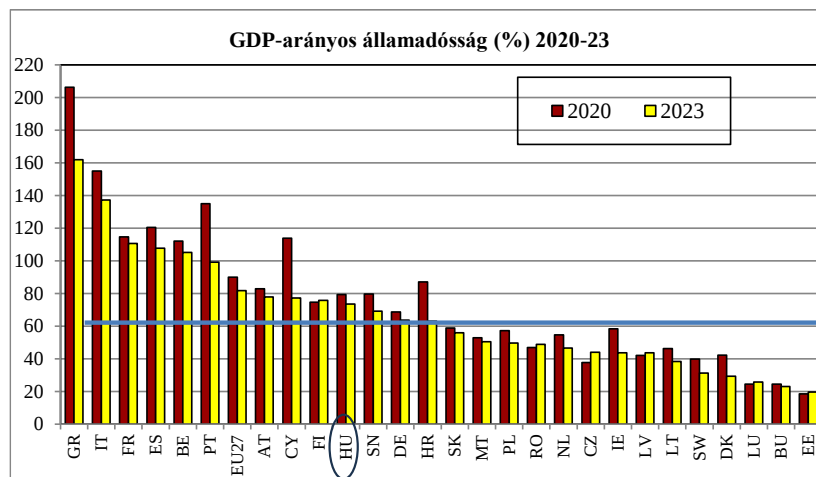
A 2025-27-es időszak államháztartási pozícióját az fogja meghatározni, hogy sikerül-e a kormánynak visszatérnie a pandémia előtti időszak szerkezetű költségvetéshez és a költségvetési fegyelemhez. E téren két dilemma is felmerül. Az egyik, hogy kiadásokat sokkal nehezebb visszavágni, mint elengedni, ahogyan az elmúlt években történt. Ehhez nem csak a kiadások kiigazítására, hanem szisztematikus áttekintésre és új alapokra helyezésére lenne szükség. A magyar gazdaság kedvezményezett szereplői, különösen, akik az európai támogatási programokból jelentős extraprofítra tettek szert, az elmúlt 2,5-3 évben hozzászoktak a „puha költségvetési korláthoz”. A bevételek növelésének kevés tere van, mivel, a magyar államháztartás már most is a gazdaságban keletkező jövedelmek és fogyasztás valamivel nagyobb arányát vonja el, mint a régiós versenytársak. Márpedig a magasabb adóelvonások negatívan hathatnak a gazdaság növekedésére, amely terén szintén vannak régiós elmaradásaink az elmúlt években. Tehát elsősorban a kiadások lefaragására mutatkozik nagyobb tér, mint a bevételek növelésére.

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

Mind 2025-re, mind 2026-ra 0,5-1%-körüli **elsődleges** költségvetési hiányt valószínűsítünk, 4, illetve 3,5%-os GDP-arányos kamatfizetés mellett. 2027-ben az elsődleges egyenleg már 0 körüli lehet.

3.4. Államadósság: tények és kitekintés

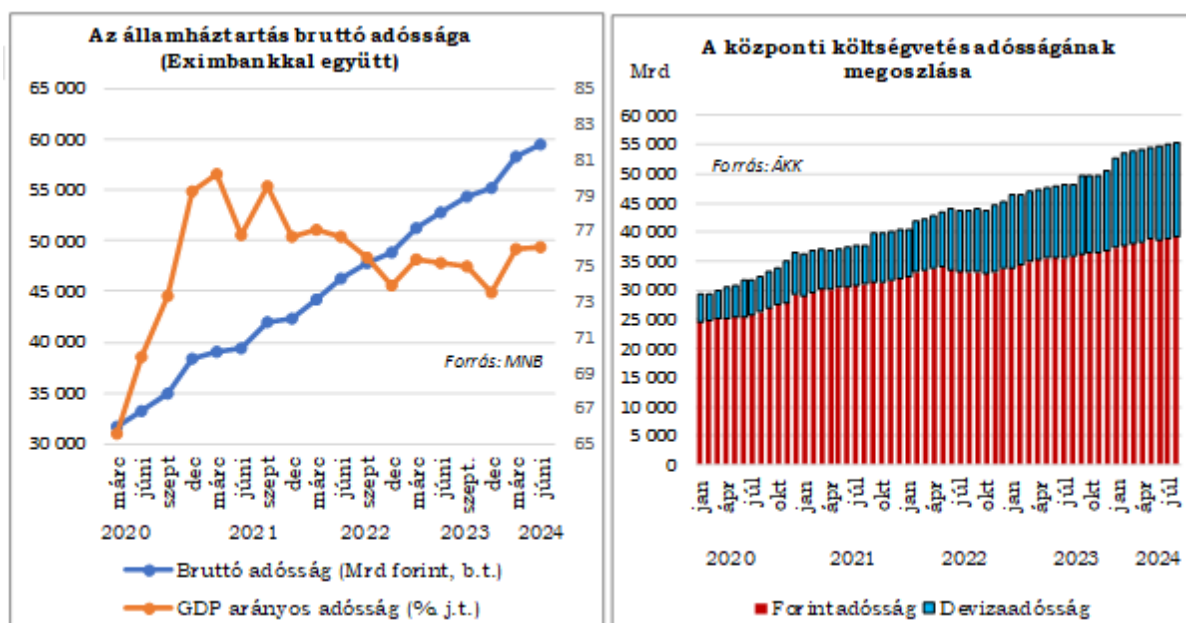
2023-ban a **kormányzati szektor bruttó adósságállománya** (Eximbankkal együtt) az MNB adatai szerint névértéken közel 6.300 milliárd forinttal emelkedett és meghaladta az 55 ezer milliárd forintot. A GDP-arányos államadósság 2023. végére 73,5%-ra csökkent.



Ezzel a magyar államadósság az európai mezőnyben nagyjából a középmezőnyben helyezkedik el. A többi régió ország a magyarnál kisebb államadósság rátával rendelkezik.

2024 első félévében a magyar államháztartás bruttó adóssága az MNB adatai szerint 4.415 ezer milliárd forinttal, 59.552 ezer milliárd forintra emelkedett (ez tartalmazza az Eximbank adósságát is). Az államadósság növekedése elsősorban az első negyedévben volt jelentős (3.146 milliárd forint), a második negyedében szerényebb volt a növekedés (1.269 milliárd forint).

A GDP arányában az államadósság 2024 júniusára 75,8%-ra emelkedett, az előző év végi 73,5%-ról.



2024 augusztusában az ÁKK és a Pénzügyminisztérium adatai szerint a magyar államadósság – az Eximbank adóssága nélkül – 55.314 milliárd forint volt, az első 8 hónapban 4.449 ezer milliárd forinttal emelkedett. Az év folyamán a devizaadósság aránya 28-29,1% között mozgott, éppencsak alatta maradt a 30%-os limitnek. Az Államadósság Központ 2022-ben emelte fel a deviza-arány felső határát 25-ről 30%-ra. Azóta folyamatosan ennek a határnak a közelében mozog. A deviza-arány többek között az árfolyam-kitettség miatt is fontos tényező. Ebből a szempontból nagy jelentősége van a forint-árfolyam szeptember végétől való gyengülésének 400 forint fölé. Előrejelzésünk szerint ugyanis a forint már nem fog tartósan visszatérni a 400 forintos euróárfolyam szint alá.

A 2024. évvégi államadósságráta szempontjából jórészt kedvezőtlen tényezőkkel kell számolni. Az árfolyam gyengülése növeli az államadósság forintban kifejezett értékét, a nominális GDP-nek a vártnál alacsonyabb szintje pedig az adósságráta mértékére hat kedvezőtlenül. A fentiek valószínűtlenné teszik az államadósságrátának a júniusi 75,8%-ról a tavaly évvégi 73,5% alá való csökkentésének az esélyét, még abban az esetben is, ha sikerül betartani a 4,5%-os ESA költségvetési hiányt. Az államadósság ugyanis nem a számított ESA-hiány, hanem a tényleges pénzforgalmi hiány, illetve annak finanszírozási szükséglete alapján alakul ki. Emellett ide számítanak azok az állami tulajdonvásárlások, amelyek a kormány nem egyéb vagyონrészek értékesítéséből (pl. részvényeladás), hanem hitelből finanszíroz. A fentiek következtében 2024. végére **74% körüli GDP-arányos adósságrátát** jelzünk előre. Természetesen nem lehet kizárni, hogy pénzügyi eszközökkel sikerül az adósságrátát a tavalyi 73,5% alá szorítani.

2025-ben 2,8%-os gazdasági növekedés és 4% körüli államháztartási hiány mellett az államadósság rátája 72,5%-ra csökkenhet, 2026-27-ben pedig tovább mérséklődhet 1-2 százalékponttal.

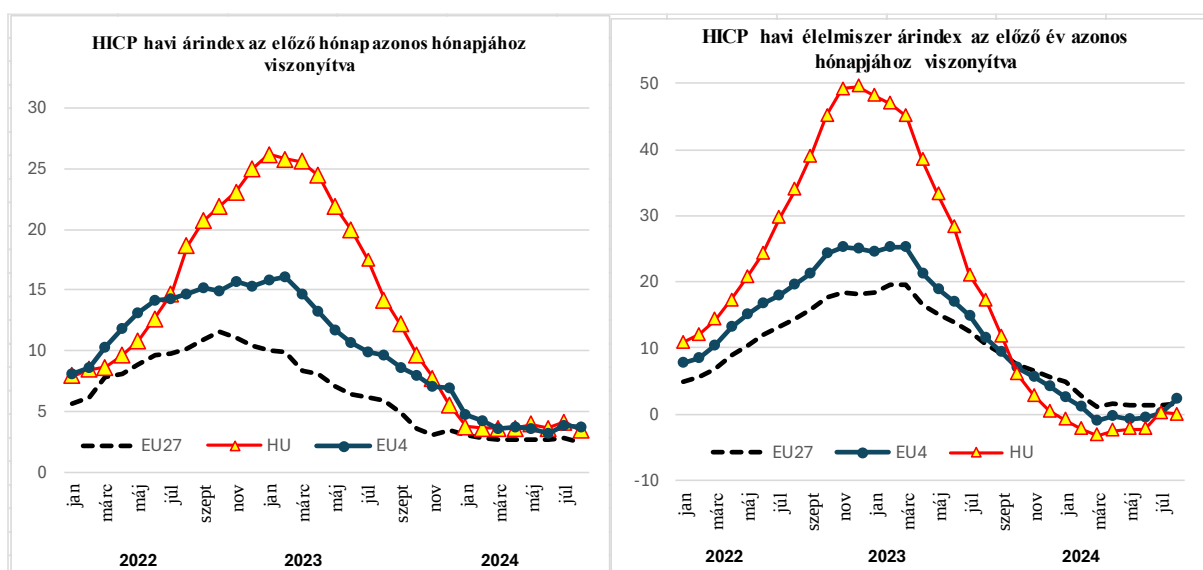
4. Infláció

2023-ban az fogyasztói árak 17,6%-kal voltak magasabbak, mint az előző évben. Az év folyamán a havi árindexek hónapról-hónapra mérséklődtek, a januári 26%-ot követően a decemberi áremelkedés már mindössze 5,5% volt. Az árindex csökkenése 2024-ben is, ha lassabban is, de folytatódott.

2024 első 9 hónapjában az év/éves árindex átlagosan 3,7% volt, ezen belül az egyes hónapokban 3,0-4,0% között ingadozott. Az éven belül szeptemberben volt a legalacsonyabb az év/éves árindex, 3,0%, ami a piaci várakozásokat is jócskán alulmúlta.

Európai összehasonlításban a magyar infláció (17,6%) 2023-ban messze kimagasló volt, háromszor akkora, mint az EU-átlag, és másfélszerese a második lemagasabb árindexű országénak (Csehország). Az élelmiszerek éves átlagos áremelkedése (22,9%) a duplája volt az európai átlagnak (11,7%). A kelet-közép-európai országok, ha nem is olyan mértékben, mint Magyarország, de élen jártak az áremelkedésben.

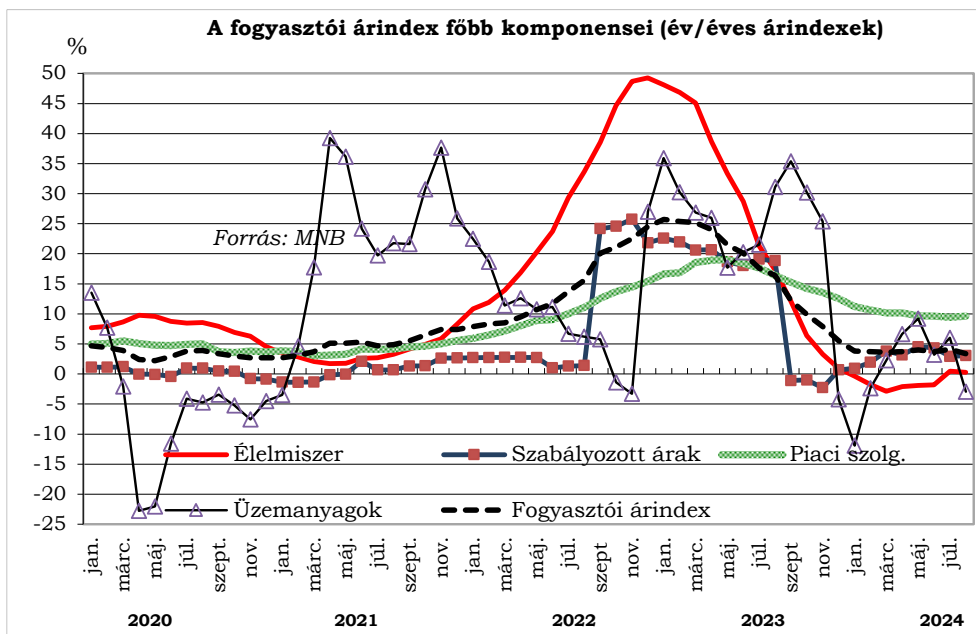
2024 első 8 hónapjában a magyar árindex már lényegében belesimult az európai és a regionális átlagba. Az élelmiszerek árindexe pedig 2023 őszétől már alacsonyabb is volt, mint az átlag, a negatív tartományba is belépett. Ennek ellenére az elmúlt 2,5 év kumulált áremelkedése Magyarországon volt a legmagasabb, a 2024 éveleji árcsökkenés korántsem kompenzálta az előző év drámai áremelkedését.



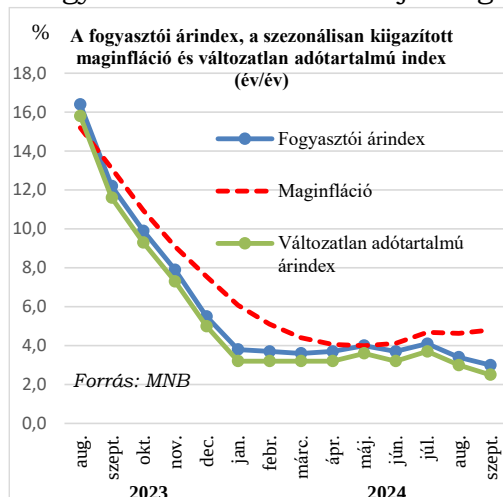
2024 első 9 hónapjában legnagyobb mértékben a szolgáltatások fogyasztói ára emelkedett (9,5%), amelyet az élvezeti és a ruházatkodási cikkek áremelkedése követett (4,6-4,6%). Ehhez képest az élelmiszerek ára csak mérsékelten növekedett, (2%), igaz, ez az előző évi rekordáremelkedés következtében előállt kiemelkedő szintre rakódott rá. Az élelmiszerek többségének az ára az esetleges csökkenés ellenére továbbra is magasabb maradt, mint a környező országokban. Az üzemanyagok ára 1,9%-kal nőtt, a tartós fogyasztási cikkeké (mínusz 1,2%) és a háztartási energiáé (mínusz 5,2%) pedig csökkent. Az utóbbi lényegesebb az átlagos fogyasztói árindex szempontjából, mivel a teljes árindexben 23,6%-ot képvisel, míg a tartós fogyasztási cikkek csupán 8,2%-ot. A fogyasztói árindex számításainak sajátossága miatt a háztartási energia ára annak következtében mérséklődött, hogy csökkent a háztartások által

elfogyasztott mennyiség, ami az emelt árú villamos energia- és gáz részarányának a visszaesésével, s ezáltal az átlagos ár csökkenésével járt együtt.

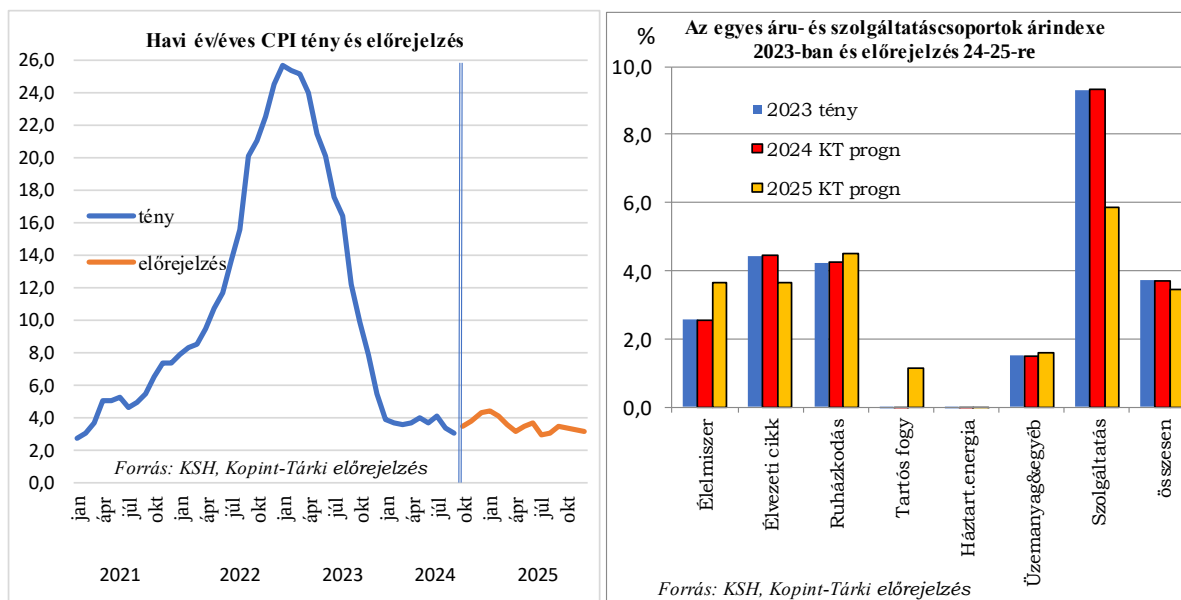
A 9 hónap átlagában a szolgáltatások árindexe továbbra is magas maradt, 9,5%, szeptemberben azonban hó/hó alapon már csökkent (mínusz 0,8% hó/hó). A havi adatokból az állapítható meg, hogy a monopol/oligopol pozícióban lévő cégek által nyújtott szolgáltatások (internet, távközlés, autópályadíj, lakhatási költségek) éveleji jelentős áremelése a második negyedévben jórészt lecsengtek. Továbbra is fennmaradt az az áremelkedési hatás, amelyet a jelentős béremelkedés vált ki, mivel itt jelentős részben munkaerő-intenzív tevékenységekről van szó.



2023 augusztusa óta a **maginfláció** a korábbinál nagyobb mértékben haladja meg a tényleges inflációt, ami azt mutatja, hogy a gazdaságban lévő belső inflációs nyomás nagyobb, mint amit a rövid távon ható, eseti elemek (pl. időjárás a zöldség gyümölcs esetében, vagy a világpiaci árak változása az üzemanyagok esetében) figyelmen kívül hagyásával készített maginfláció. Az 1-2 százalékpontos különbség egy későbbi inflációs nyomás veszélyére figyelmeztet. A változatlan adótartalmú árindex 0,4-0,5 százalékponttal alacsonyabb, mint a tényleges árindex, ami azt jelzi, hogy az adóemelések ekkora pótlólagos infláció okoztak (jórészt az üzemanyagárakban). Még nagyobb lenne ez a hatás, ha figyelembe vennénk a multinacionális láncokra kivetett kiskereskedelmi extraprofitadó felemelésének a hatását, mivel ezt a pótlólagos adóterhet a kereskedők értelemszerűen érvényesítik az áraikban. Enélkül a külföldi láncok árelőnye még nagyobb lenne a hazai láncokkal szemben, és az általános árszint is alacsonyabb lenne.



2024-re a Kopint-Tárki **3,7%-os** éves átlagos árindexet vár. A decemberi infláció 4,5% körül lehet. 2025-re az év elején még az ideinél valamivel magasabb árindex várható (a bázishatás miatt), de az év folyamán az infláció mérséklődhet, és az évvégi árindex lesüllyedhet a 3% körüli szintre. **2025-ben** az ideinél alacsonyabb, **3,6%-os éves** átlagos inflációt jelzünk előre. Mindkét éves előrejelzés kockázatát a költségvetés kiélezett helyzete miatti bizonytalanság okozza, nevezetesen, sor kerül-e és ha igen, milyen mértékben a költségvetési bevételek növelését célzó adóemelésekre.



5. Kamatok, árfolyam

5.1. Jegybanki kamatok

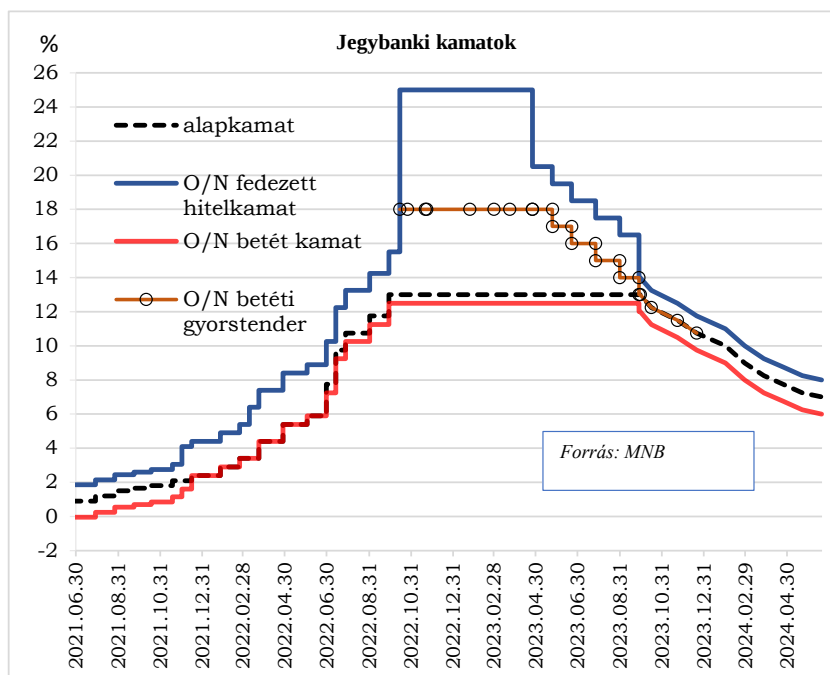
Miután 2023 szeptemberére az irányadó ráta elérte az alapkamatot (13%), megkezdődött az alapkamat óvatos csökkentése, eleinte havi 75-100, majd 50 bázisponttal, aminek eredményeként 2024 június végére 7%-ra mérséklődött. Az év második felében azonban a kamatcsökkentések ritkábbá és kisebb mértékűvé váltak, így a két 25 pontos csökkentés után szeptember végére az alapkamat 6,5% lett.

Az alapkamat csökkentésével párhuzamosan került sor az O/N betéti és az O/N hitelkamatok csökkentésére. A kamatfolyosó továbbra is viszonylag szűk és szimmetrikus maradt (± 1 százalék), 2024 szeptemberétől 5,5, illetve 7,5%.

A kamatcsökkentésre a devizapiac alig reagált, a forint árfolyama nem gyengült.

A jegybank továbbra is fenntartja, hogy a kamatcsökkentés „adatvezérelt” marad, azaz az inflációs tényadatok és a várakozások tükrében kerülhet sor további csökkentésre. A piac 2024 végéig még egy 25 pontos kamatcsökkenést tart valószínűnek, ezért a konszenzus 6,25 százalékos alapkamatot jelez előre az év végére. Ugyanakkor, az inflációs várakozások az utóbbi hónapokban határozottan mérséklődtek: míg korábban az előrejelzések szinte egyöntetűen 4%-os fogyasztói árindexet vártak 2024-re, addig ez ma már 3,7-3,9%, és a decemberre vonatkozó prognózis is csökkent a korábbi 5%-ról 4,5-4,7%-ra.

A Kopint-Tárki a fentiek fényében 2024 végére **6,25%-os alapkamatot** tart a legvalószínűbbnek. Az inflációs pálya várhatóan kedvezőbb alakulása mellett ezt támasztja alá a nemzetközi devizapiaci helyzet, az amerikai és az EKB-kamatcsökkentései, valamint az, hogy a forint árfolyama az eddigi kamatcsökkentésekre nem reagált negatívan. Az előretekintő inflációs pálya is mérséklődött az új előrejelzésekben. A forint árfolyamának a szeptember végi gyengülése, a 400 forintos euróárfolyam átlépése azonban óvatosabb kamatvágást tesz lehetővé.



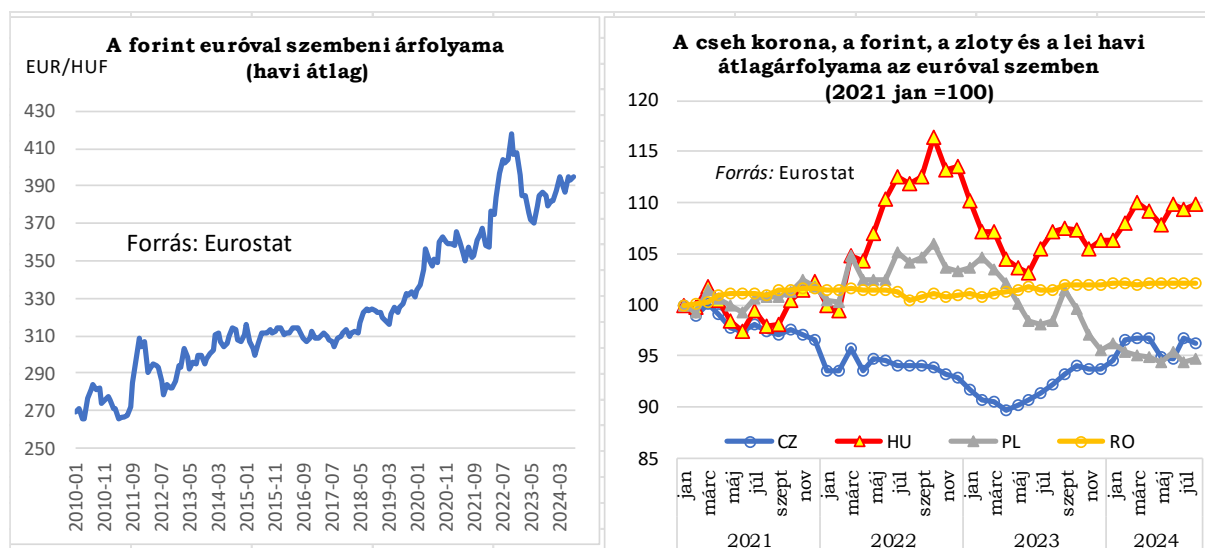
5.2. Árfolyam

A forint euró-**árfolyama** 2023-ban 370-390 forint között ingadozott, az évet 382,78-as euro-árfolyamon zárta. 2024 első 9 hónapjára azonban már a 380-395 forint közötti euróárfolyam volt jellemző. Az első 8 havi átlagárfolyam 382, az augusztusi átlagos euro-árfolyam pedig 394,7 forint volt. Szeptember végén a forint euró-árfolyama átlépte a 400 forintot, és azóta ezen az enyhén 400 forint feletti szinten maradt. Feltételezésünk szerint idén már nem fog jelentősen romlani, hacsak nem következik be valamilyen rendkívüli esemény.

A régióban a lengyel zloty árfolyama 2024 év eleje óta enyhén erősödik. A 2023. évi erősödés után a cseh korona árfolyama is jórészt stagnált 2024 január óta, erős ingadozások mellett. A román lei stabil árfolyamát a folyamatos jegybanki intervenciók biztosítják. 2023 közepe óta a forint gyengülése nagyjából hasonló mértékű volt a cseh koronához, azzal a különbséggel, hogy a cseh korona így sem érte el a 2021. januári szintet, míg a forintét jó 10%-kal meghaladta azt.

Az elmúlt 14 évben (a lenti ábra bal oldali grafikonja) a forint árfolyama, tendenciáját tekintve szinte töretlenül gyengült 2010 óta, amelyet csak kisebb kiugrások, legutóbb pl. a 2022 őszi 420 forint körüli intermezzó szakított meg. 2018 óta a forint gyengülése határozottan felgyorsult. A magyar gazdaságnak a régiós összehasonlításban erős sérülékenysége, az EU-források hiánya, a várhatóan még mindig magas államháztartási hiány következtében **az árfolyam további gyengülésére lehet számítani**. Az optimista forgatókönyv szerint ez lehet enyhe gyengülés: 2025-ben 410 forint/euró éves átlag árfolyamra, a következő években pedig további 2-5%-os további gyengülés. Ezen csak az változtatna, ha a magyar kormány megfelelő lépései következtében megnyílnának az Európai Unió Kohéziós támogatásai, amelyek nem csak pénzügyi segítséget jelentenének, hanem növelnék az ország iránti befektetői bizalmat is.

2020. évi bázison a forint CPI alapú nominális effektív árfolyama 14%-kal gyengült, a reál effektív árfolyam viszont erősödött. A PPI alapú reálárfolyam viszont mind a 2010, mind a 2020. évi két bázison erősödött, azaz a magyar termelői árindexek nagyobb mértékben haladták meg a partnerországok súlyozott átlagát, mint a nominális árfolyam leértékelődése. Ez az ár-versenyképesség romlására utal.

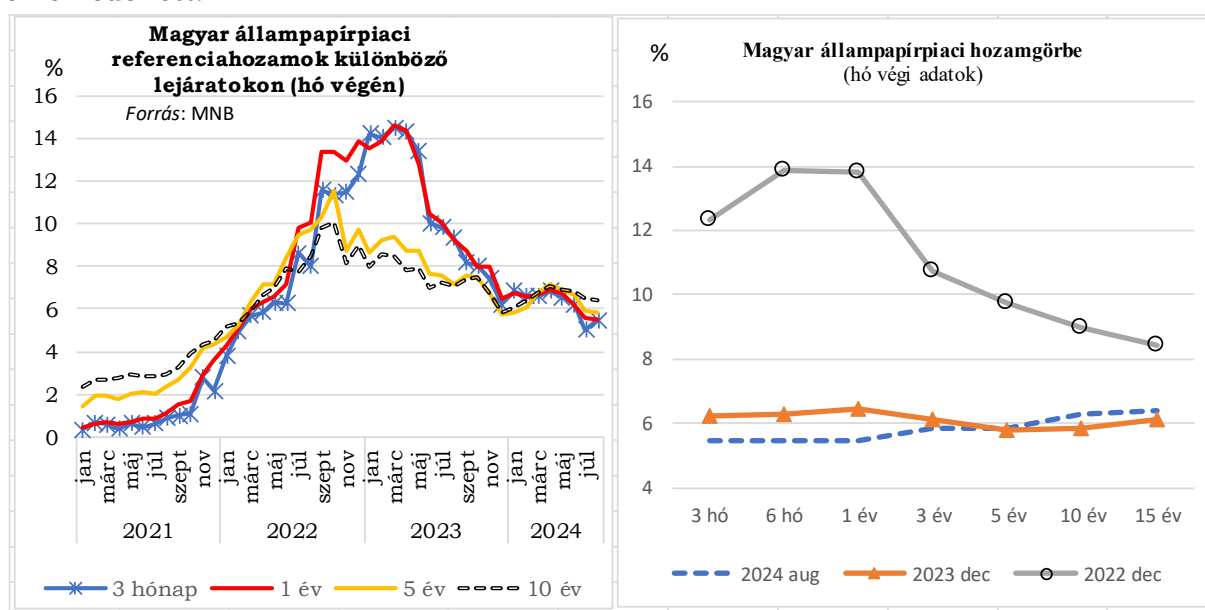


5.3. Állampapírpiazi hozamok

2024 első 8 hónapjában az állampapírpiazi referenciahozamok enyhén mérséklődtek. Elsősorban a rövid lejáratokon, de a hosszú hozamok is visszaestek.

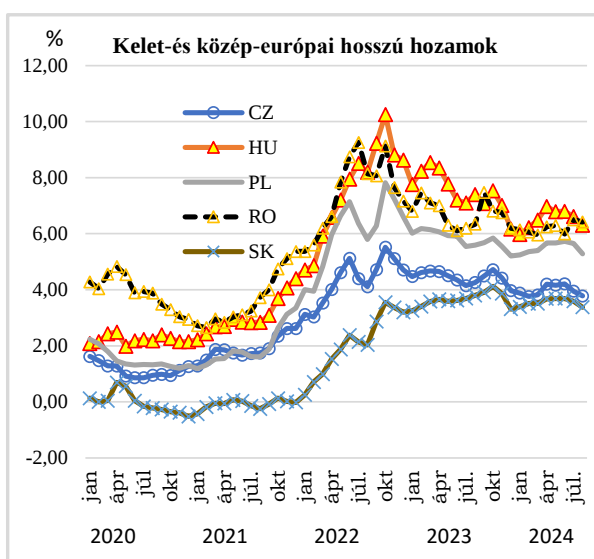
Az elmúlt 3 év folyamán 2021-ben a hosszú hozamok haladták meg a rövid papírokéét, mivel utóbbiak rendkívül alacsony szinten, 1% körül mozogtak, az 5-10 éveseké pedig 2-3% körül. 2022-23-ban elsősorban a rövid hozamok emelkedtek nagy magasságokba, jónéhány hónapon keresztül 14% körüli szintre. Eközben a 10 éves referenciahozamok is elérték a 10%-ot. 2023 vége óta minden lejáraton csökkentek a hozamok, és a különböző lejáratokon összezsúsztak, lényegében 6% körül.

A hozamgörbe már 2023 végén is majdnem lapos lett, és így is maradt 2024 augusztusában, azzal a különbséggel, hogy 2023 végén a rövid és a hosszú hozamok majdnem pontosan megegyeztek, míg augusztusban a hozamgörbe már enyhén emelkedő lett.



A régióban továbbra is a magyar és a román 10 éves referenciahozam maradt a legmagasabb. 2022 és 2023 közepe között a magyar hozamok enyhén meghaladták a románét, 2023 ősze óta azonban már szinte azonos szinten állnak. 6-6,5% körül. A lengyel hozamok ennél valamivel alacsonyabbak (5,5-6%), a cseh és a szlovák hozamok pedig 4%-on. Mindazonáltal az egyes országok közötti különbség mérséklődött a 2022. közepi állapothoz képest.

A következő évekre a hozamok alakulása kiszámíthatatlan: részben az államháztartási hiány és finanszírozási igénytől, de elsősorban a nemzetközi pénzügyi feltételektől függ.



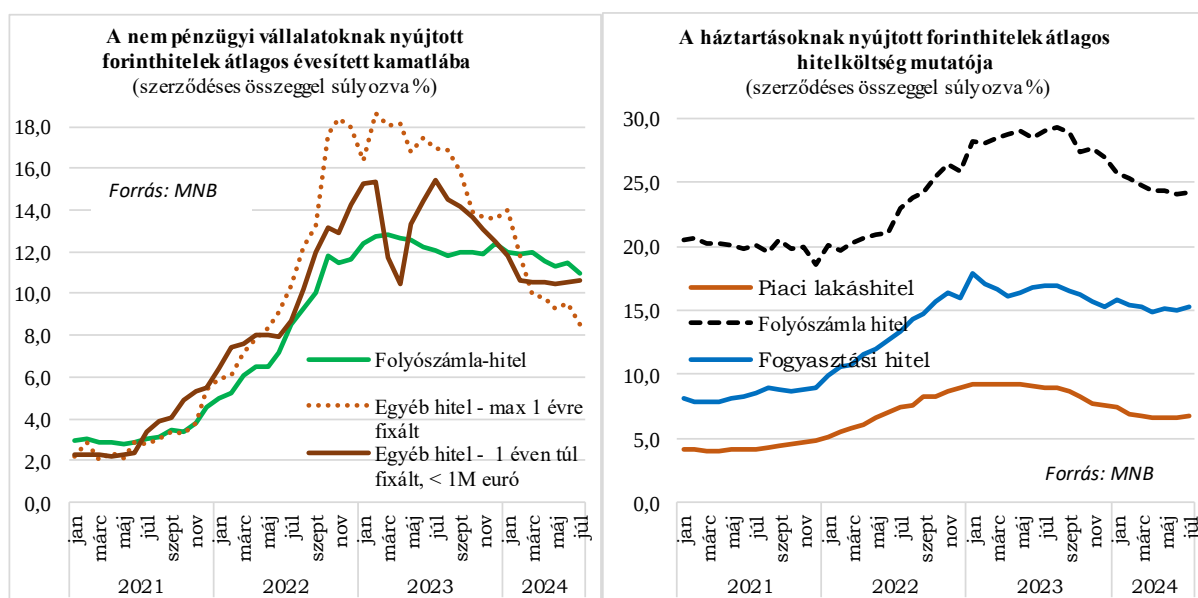
5.4. Vállalati és lakossági kamatok

A jegybanki alapkamat és a piaci hozamok csökkenése **a vállalatoknak és a háztartásoknak nyújtott forinthitel-kamatok** esetében is érvényesült - bár korlátozottan.

A vállalati kamatok jelentős drágulást követően 2023 közepe óta mérséklődésnek indultak. A forgóeszköz-finanszírozás szempontjából lényeges **vállalati folyószámlahitelek** átlagos kamata rendkívül lassan csökkent: 2023-ban 11-12% körül ingadozott. 2023. október 9-től a bankok önkéntes kamatplafont vezettek be, amelynek értelmében 2024. január 1-től 10% alá kellett volna csökkennie a folyószámlahitelek kamatának. Ez azonban nem következett be, a kamatszint csak 2024 augusztusában is még 11% volt. Az **egyéb vállalati hitelek** kamata nagyobb volatilitást mutatott. A maximum 1 éves kamatfixálású hitelek kamatlába az év folyamán 18% fölé is volt, de 2024 augusztusra megközelítette a 8%-ot. A legalább 1 éves kamatfixálású, 1 millió euró alatti forinthitelek kamata a 8 hónap folyamán a 10-11%-os szint között stagnált. Valamennyi hitelfajta iránti vállalati kereslet lényegében stagnált az év első 7 hónapjában, közepes havi ingadozás mellett.

A **háztartásoknak** nyújtott **fogyasztási hitelek** átlagos kamata 2023 januárban tetőzött, megközelítve a 18%-ot, majd lassú és váltakozó csökkenés után 2024 első 8 hónapjában 15% körül stabilizálódott. A fogyasztási hitelek állománya az év folyamán folyamatosan emelkedett, áprilisban átlépte a 100 milliárd forintot.

A **folyószámlahitelek** kamata nagyobb mértékben csökkent, a 2023 nyárvégi majdnem 30%-os csúcsról 2024 augusztusára 25% alá. Még ez jóskán meghaladja a 2023 előtti 20% körüli szintet, a csökkenésnek tehát még tág tere van. A folyószámlahitelek összege valamivel meghaladja az előző évit, ami a lakosság fizetési képességének a leképeződése. Igaz, közben a látra szóló és folyószámlabetétek összege jóval nagyobb mértékben emelkedett: 2024 júliusában a háztartások 1.300 milliárd forinttal nagyobb összeget tartottak látra szóló betétekben, mint 1 évvel korábban (annak ellenére, hogy a látraszóló és folyószámla betétek átlagos betéti kamata 2014 óta 1% alatt van, 2024 júliusában 0,27% volt).



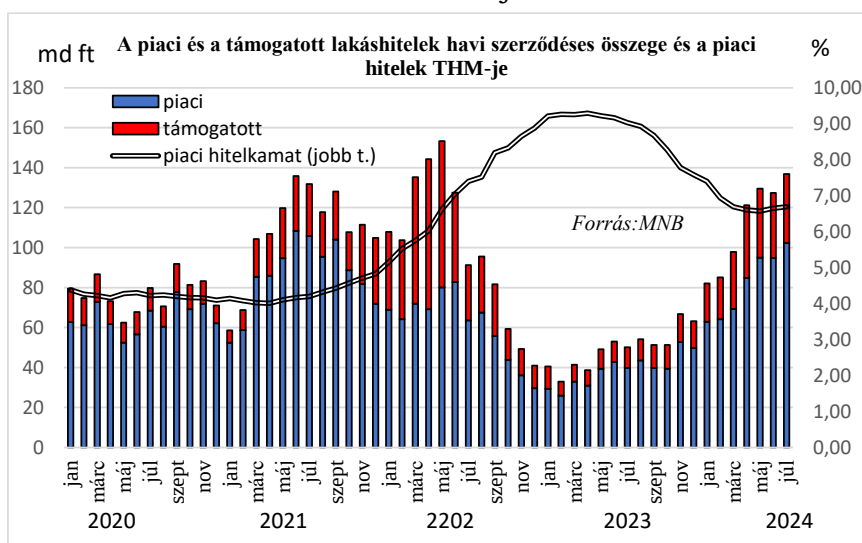
Lakáshitelek

A lakáshitelek kamatai 2024 első 8 hónapjában számottevően mérséklődtek. A **piaci** (nem-támogatott) **lakáshitelek** teljes hitelköltség-mutatója a 2023 januári 9,22%-ról 2024 januárban 7,4%-ra esett vissza, ezt követően pedig 6,6% körül ingadozott. Itt tehát megvalósult a bankok önkéntes korlátozása, miszerint 2023. október 9 után az új lakáshitelek hitelköltségmutatója ne haladja meg a 8,5, 2024. január 1-jétől pedig a 7,3%-ot. Ezzel egyidejűleg csökkent a támogatott lakáshitelek hitelköltsége is, ahol a költségek zömét az állam viseli: a 2023 év eleji 15%-ról 2024 augusztusára 8,8%-ra. Júniusban és júliusban éppenséggel emelkedtek a támogatott lakáshitel-kamatok.

2024 szeptemberében a gazdasági miniszter arra kérte a bankok szövetségét, hogy 2 hónapon belül dolgozzák ki annak feltételeit, hogyan tudják a lakáshitelek éves átlagos hitelköltség mutatóját 5% alá szorítani. 2024-ben tehát ez már nemigen léphet érvénybe. A kiemelt ügyfelek számára jelenleg is elérhető 5,5-6 százalékos THM, az átlag azonban augusztusban pontosan 6,69% volt. A jegybanki kamatok csökkenésével párhuzamosan 2025-ben egyre nagyobb esélye lesz a lakáshitel-kamatok további csökkentésének.

A lakáshitel kamatok csökkentésétől a kormány a lakásépítések élénkülését és a lakhatási helyzet javítását. A 10% körüli kamatok mellett ugyanis a lakosság érdeklődése a lakáshitelek iránt erősen csökkent. A lakáscélú hitelfelvétel 2023-ban az előző évinek kevesebb, mint a felét tette ki, ezen belül az építésre, bővítésre felvett hitelek +alig több mint az ötödét. A piaci kamatozású lakáshitelek havi szerződéses összege pedig majdnem 40%-kal volt alacsonyabb 2023-ban, mint 2022-ben.

2024 első nyolc hónapjában a lakáshitelfelvételi kedv határozottan élénkült. Továbbra is jellemző azonban, hogy a hitelek 77%-a használtlakás vásárlást finanszírozott. 10,8% szolgált új lakás építésére, további 10,9% pedig építésre, bővítésre, felújításra és korszerűsítésre. Az alacsonyabb lakáshitel-kamatok tehát az építőipar fellendítéséhez csak korlátozottan járulnak hozzá.



Hivatkozások

European Commission (2024): European Economic Forecast – Spring 2024.
https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-forecast-and-surveys/economic-forecasts_en

IMF (2024) World Economic Outlook – 2024 July Update
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2024/07/16/world-economic-outlook-update-july-2024>

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

MNB (2024): Inflációs jelentés 2024 szeptember <https://www.mnb.hu/kiadvanyok>

OECD (2024): Economic Outlook, Volume 2024 Issue 1 (May) https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-outlook_16097408