

Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép és kitekintés 2025-2027-re

Budapest, 2024. október

Készítették:

Bod Péter Ákos

Cserhádi Ilona

Keresztély Tibor

Takács Tibor

Tartalomjegyzék

1. A középtávú fejlődési-alkalmazkodási pályára ható körülmények és tényezők	4
2. Világgazdasági környezet	8
3. A reálgazdasági folyamatok alakulása Magyarországon: helyzetkép és projekció	11
3.1. Makrogazdasági kereslet	15
3.1.1. Fogyasztás és jövedelmek	15
3.1.2. Felhalmozás	16
3.1.3. Külkereskedelem	17
3.2. Makrogazdasági kínálat	19
3.2.1. Potenciális növekedés és GDP gap	21
3.2.2. Munkaerőpiac	24
4. Makrogazdasági egyensúly	25
4.1. Az infláció alakulása 2025-2027 között	25
4.2. Külső egyensúly	27
5. Költségvetési pálya 2027-ig	29
6. Kockázatok és pályafordító eshetőségek középtávon	31
7. A 2025-2027-re vonatkozó előrejelzések összefoglaló táblázata	34

1. A középtávú fejlődési-alkalmazkodási pályára ható körülmények és tényezők

A világgazdasági, kereskedelmi folyamatokat számos súlyos kihatású változás, sokk törte meg 2019 után. A pandémia során megszakadtak termelési kapcsolatok, ellátási hiányok léptek fel árnövekedési hullámot indítva be, emellett drasztikusan módosultak a társadalmi életfeltételek, a munkavégzés formái is. A klimatikus viszonyokban, természeti környezetünkben lezajló aggasztó folyamatok is mind súlyosabb következményekkel jártak. A 2022-ben megindult háború pedig világszerte, de főleg Európában új helyzetet teremtett. Ezek hatásaira törések álltak be a korábbi növekedési pályákban. A magyar gazdasági teljesítményben is korábban nem látott hullámhegyek és völgyek következtek be; ezért is nehéz kellő alaposággal felbecsülni tartós növekedési képességünket.

Az egyidejűleg zajló sokféle változás (polikrízis) aligha múlik el. A permakrízis fogalmának megjelenése is jele annak, hogy a kihívások velünk maradhatnak. A gazdasági folyamatok korábbi trendjeinek gyengülése, akár megszakadása, a konjunktúra-ciklusok gyorsabb fordulatai: ezek mind a megnövekedett bizonytalanságból fakadnak. A gazdasági szereplők, a társadalom tagjai valamint a kormányok gyakran kényszerülnek korrekciós döntési helyzetbe.

A jelen munka ezért a 2025-27-es időszakra várható magyar gazdasági pályát alkalmazkodási folyamatként elemezi a sajátos kiinduló állapotok és a körvonalazható külső-belső viszonyok alapján. Az alkalmazkodás: kényszer, tekintettel a már bekövetkezett és folyamatban levő nagyerejű változásokra. Másfelől elvégzendő feladat a gazdasági vezetés számára.

Az előző, 2024 áprilisában végzett, a jelenlegivel azonos című elemzésünk a 2024 első negyedéről nyert adatok és az addigi fejlemények elemzésére támaszkodott. Az a munka szintén a sokféle bizonytalansági tényező számbavételéből indult ki; a jelen munkához hasonlóan egyetlen alappályát vázolt fel, az ahhoz tartozó kockázati elemzéssel, a lehetséges alternatív pálya vagy pályák számszerűsítése nélkül. Az eltelt félévben a tárgyalt rizikótényezők továbbra is fennmaradt, sőt új tényezők is felléptek vagy felerősödtek, valamint a korábban is regisztrált kockázati faktorok egy része mára materializálódott. Ilyen az európai (és hazai) ipari konjunktúra gyengélkedése, valamint a megnövekvő bizonytalanság-érzés miatti hazai beruházáscsökkenés. Mindkét esetben az idei évben a romlás a tavasszal feltételezetttnél is nagyobb.

A magyar gazdasági pálya külső feltételrendszerének várható alakulását illetően figyelembe vettük azokat az átfogó jelentéseket, amelyek az európai döntéshozók megrendelésére készültek, és így formálhatják az intézkedéseket, azokhoz gondolati keretként szolgálhatnak.

Ezen munkák között kiemelendő a Letta-bizottság anyaga¹ és a Draghi-jelentés². Közös gondolati irányuk, hogy az EU belső hatékonyságának növeléséhez és a globális versenytársakkal folyó vetélkedésben való helytálláshoz uniós szinten koordinált intézkedésekkel (iparpolitikával) szükséges fellépni.

Mindkét jelentés koncepcionális tartalma alapvetően más, mint az a magyar kormányzati politika, amely a korábbinál is nagyobb külső-belső gazdasági mozgástérre törekszik. Az európai integrálódás lehetséges jövőbeli irányainak taglalására itt nincs hely és mód, de ez a jelzett felfogásbéli ellentmondás fontos kockázati tényező a jelenlegi magyar kormánypolitika felől nézve, mivel a mag-Európa irányába való elmozdulás jelentősen korlátozná a kormány taktikai terét, és kritikusan érintene olyan gazdaságfejlesztési irányokat, amelyekbe sokat investált a magyar kormányzat (lásd keleti nyitás, elektromos járműipari csúcspozíció, a fejlesztői állam felfogásában fogant intervenciós politika). Az „európai szuverenitás” koncepciójának az érvényre jutása korrekcióra szorítaná a 2010 óta folytatott magyarországi aktív kormányzati működési módot. Az utóbbi időkben így is számos stratégiai területen következtek be olyan lényeges változások, amelyek kihatnak a magyar viszonyokra az itt elemzett középtávú időszakban. Ilyen a klímavédelem és a geopolitikai stabilitás közötti átváltás (trade-off) elmozdulása az európai, amerikai politikában. Noha a zöld átállás továbbra is vallott politikai cél, ám a nemzetközi politikai blokkosodás közepette a sokasodó biztonságpolitikai, ellátási gond szükségessé teheti a prioritások EU-szintű felülvizsgálatát. A kínai gyártású elektromos járművekre 2024 nyarán kivetett és 2024 októberében megerősített többlet-vám esete jelzi, hogy a hazai termelési kapacitások védelme és a stratégiai függőség enyhítése a korábbinál nagyobb hangsúlyt kap – akár még Németország (valamint mások mellett a magyar kormány) ellenkezésével szemben is. Az uniós működési rend (governance) és az EU-szintű szakpolitikai irányok potenciális változása tehát olyan hatótényező-csoport, amelynek összefüggéseit nehéz előre látni, mégis valamilyen formában figyelembe kell venni a magyar gazdasági növekedés középtávú prognosztizálásában.

Az időszakot illetően elemzésünk a további külső feltételekre épül. A digitalizáció, a mesterséges intelligencia és a kapcsolódó technológiai univerzum még a korábban gondoltnál is erősebben érinti a magyar gazdaság és társadalom működését. Gyors alkalmazkodás nélkül jelentős számú munkahely kerül veszélybe; relatív helyzetünk megtartása, a társadalom

¹ E. Letta: Much more than a market – Speed, security, solidarity, Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens, April 2024

² M. Draghi: The future of European competitiveness, September 2024

felkészítése nagy ráfordításokat igényel. Az erőforrások és áruk nemzetközi áramlását mind gyakrabban csorbitja az új-protekciónizmus felerősödése; ez a rendkívül nyitott magyar gazdaságot különösen erősen érinti. A külkereskedelem-bővülésre vonatkozó korábbi feltételezéseinket át kellett gondolnunk. A geopolitikai, biztonsági kockázatok gyors mérséklődését eddig sem feltételezhettük. Középtávon a védelmi kiadások magas szintjével számolunk. A klímaváltozás már eddig manifesztálódott, egyebek mellett az agrártermelés példátlan méretű ingadozásában. Számolnunk kell az árvizekkel, egyéb természeti jelenségek kapcsolatos kiadások, nemzetgazdasági veszteségek növekedésével. A zöld fordulat ügye hangsúlyos uniós irányvonal, egyben vállalt állami feladat nálunk is, ugyanakkor a korábbinál kisebbre prognosztizált gazdasági növekedési ütem mellett a ráfordítható hazai erőforrások kisebb mértékben nőnek.

Gazdaságunk várható gazdasági pályájának belső tényezőit is részben újra kell gondolni az utóbbi időkben megmutatkozó változások fényében. A közvetlen bázisidőszak (2023-2024) magyar gazdasági teljesítménye jelentősen elmaradt a független kutatóhelyek, nemzetközi intézmények prognózisai mögött, és különösen nagy lett a lemaradás a költségvetési törvénybe foglalt növekedési számokhoz képest. Nyilvánvaló, hogy ha eredetileg évi 4 százalékos GDP-bővülésre épül az állami költségvetés, akkor még példásan fegyelmezett gazdálkodás mellett sem teljesülhetnek a főbb tételek és az egyenleg-mutatók. Valójában a közvetlen bázisidőszak egészében nem volt nálunk érdemi gazdasági növekedés (2023-ban -0,9 százalék, 2024-ben +1,6 százalék várható).

Ez a nagyméretű túltervezése a gazdasági növekedésnek értelemszerűen kiélezte a kormányzat kiadási oldali aktivitása és az anyagi lehetőségek közötti ellentmondást. Korábban, a 2013-2019 közötti boom időszakában e vonatkozásban kisebb feszültség állt fenn, mivel akkor segített az EU-transzferek gyors beáramlása, a külpiazi konjunktúra, a szerény nemzetközi kamatszint. Az azt követő válságteli időszakban viszont a magyar gazdaság jövedelemtermelő képessége sokkalta kisebb mértékben nőtt. Az eleve túlsúlyos államháztartás visszahúzó tényezőként nehezedik a gazdaságra; annak erőtlen növekedési teljesítménye pedig visszahat az adóztatható alapok bővülési mértékére, mintegy tartósítva az államháztartás bevételi oldali gyengeségét. A helyzetet rontotta, hogy a magyar gazdasági pálya már évek óta tőkeigényes irányba mozdult el. A felhalmozási ráta megemelkedéséből viszont a nemzetgazdasági fogyasztási ráta szükségszerű mérséklődése is következik. Ez az összefüggés is része annak a gazdaságpolitikai vitatémának, hogy vajon milyen okok miatt csúszott vissza a magyar lakossági fogyasztási szint térségi összevetésben. 2022 nyarán megindult az állami felhalmozási kiadások kényszerű

visszavágása, és így ez a kiigazítási-megszorítási folyamat mérsékelte a beruházási, építőipari tevékenységek túlfűtöttségét. Ugyanakkor a megnövekvő piaci bizonytalanságok (és sok esetben a hazai szabályozók miatt rizikók) a magánberuházásokat is visszavetették. A beruházási visszaesés 2024-re várható mértéke jóval nagyobbnak mutatkozik, mint tavaszi prognózisunkban. A bruttó felhalmozás volumencsökkenése pedig negatív hat ki az itt tárgyalt középtávú időszak növekedési kilátásaira.

A költségvetés gyakori megcsúszására felfigyeltek a nemzetközi hitelminősítők is. A magyar szuverén besorolás 2024 őszén a befektetőknek nem ajánlott kategóriát csak egy, legfeljebb két fokozattal haladja meg (BBB, BBB mínusz). Az utóbbi időkben meghozott hitelminősítési döntésekben ugyanakkor stabilizáló tényezőként vették figyelembe a folyó fizetési mérlegben 2023 után beálló javulás, az FDI-beáramlás mértéke. Az indoklásokban visszatérően szerepel annak feltételezése, hogy Magyarország kisebb feszültségeket követően hozzájut az EU-s források zöméhez. Ezzel szemben lefelé húzó tétel a makacs éves államháztartási deficit és a jelentős államadóssági ráta, valamint az állami működés gyenge hatásfoka, a gazdaságpolitika gyakori inkonzisztenciája. Jelen munka azonban – a korábbi változathoz hasonlóan – azt feltételezi alapesetként, hogy marad a legfontosabb hitelminősítőknél a szuverén kockázati besorolás, de legalábbis megmaradunk a befektetőknek ajánlott kategórián (investment grade) belül. Ennek valószínűsége azonban romlik, és a leértékelése megnő, ha az RRF-alap végleg bezárul Magyarország előtt, és nem nyílnak meg azok az átmeneti jelleggel befagyasztott konvergencia-alapok, amelyek terhére már a kormány indított kifizetéseket (és így azok azáltal megnövelik az államháztartási hiányt). Az MNB rendezetlen tőkehelyzete is súlyos lefelé mutató kockázati tényező: ha az EKB szabályai vagy a tőkepiaci aggodalmak kikényszerítenék a hatalmas negatív jegybanki tőke visszapótlásának megkezdését, akkor komoly „vonal alatti tételek” jelennének meg az államadósság állományában is. Számításaink ezért a korábbi változathoz képest abban is módosultak, hogy a 2025-27-es időszakra eredetileg prognosztizálthoz képest kisebb uniós transzferek szerepelnek – ez kihat a külső mérlegállapotra. Azzal is számolnunk kell, hogy a keleti, ázsiai eredetű működőtőke beáramlást is fékezheti a geopolitikai blokkosodás.

A külső körülmények és a termelési erőforrásokkal való ellátottság (ideértve a demográfiai helyzetet, a munkaerőpiaci viszonyokat is) nem teszik lehetővé a politikai deklarációkban szereplő éves 3-6 százalékos remélt növekedési ütemet, de még a 3 százalékosat sem, fenntarthatóan, több év átlagában. A politikai ciklus várható alakulásától sem lehet eltekinteni. Már az EU-tagság elnyerése előtti időkben rendkívüli ciklikusságot vitt az állampénzügyi

folyamatokba az, hogy a parlamenti választás éve előtt a hivatalban levő kormány elengedte a költségvetési hiányt (az ellenzéki erők többsége pedig még rá is tromfolt az elígérkezésekre), majd a megnyert/elvesztett választást követően a késéssel beinduló szükségszerű költségvetési megszorítás az adott évben még nem lett képes leállítani a deficit felfutását (2002, 2006).

A későbbiekben a belpolitika helyzet másként alakult, valamint a 2004-ben elnyert EU-tagság viszonyai között lassan (de érdemben csak 2011 után, az EU-szintű 'austerity' keretein belül) szigorodott a 3 százalékos hiányplafon számonkérése: így 2013 és 2019 között nem mutatkozott markáns választási ciklus. 2021 nyaratól azonban 2022 tavaszág ismét fellazult az államháztartási fegyelem. Nem zárható tehát ki, hogy a 2026-ban esedékes parlamenti választást megelőzően keresletélénkítő, fogyasztásnövelő intézkedések születnek (ezek részben már a megelőző évben, 2025-ben is szerephez jutnak). A bemutatott gazdasági növekedési alappálya azonban nem tartalmaz olyan mértékű gazdasági dinamikát, amely lehetővé tenne érdemi költségvetési élénkítést 2025-2026 során; ha mégis lenne keresletélénkítő kísérlet, azt inkább a szükségesnél lazábbra fogott monetáris politika alkalmazásával lehet elképzelni, illetve az esetleges (részleges) fiskális ösztönzők alkalmazását gyors vissza-szigorítás követné 2026 második felében, egyensúlyi megfontolásokból. A költségvetési korrekció hatása azonban megjelenne a növekedési index gyengülésében.

2. Világgazdasági környezet

Az IMF 2024 júliusában frissített előrejelzése³ szerint a világgazdaság 2024-2025-ben a korábban vártnál némileg gyorsabban, 3,2 illetve 3,3 százalékkal növekedhet. Az 0,1 százalékpontos emelkedést elsősorban az információ- és kommunikációtechnológiai termékeket érintő megélénkült ázsiai exporttevékenység támogatja. A magasabb ütemnövekedés gátja a kamatok mérsékelt ütemű csökkenése, illetve a termelékenység visszafogott növekedése. Az óvatos monetáris politika oka a szolgáltatások esetében lelassult defláció. A világpiac meghatározó nemzetgazdaságai közül az USA-ban várhatóan már 2024 negyedik negyedében csökken a növekedési ütem, a pozitív kibocsátási rés 2025 végére zárulni fog. A 2024 őszén kezdődő kamatsökkentési ciklust a 2 százalékos inflációs célértékhez való közelítés tette lehetővé. A nagy távol-keleti gazdaságok közül Kína a vártnál erőteljesebb magánfogyasztásnak és exportnövekedésnek köszönhetően 2024-ben még elérheti az 5 százalékos növekedést, azonban a társadalom előregedése és a termelékenység viszonylag

³ IMF World Economic Outlook Update, July 2024

lassabb növekedése miatt középtávon alacsonyabb dinamikával számolhat: az IMF 2029-ig szóló középtávú előrejelzése a kínai gazdaságra 2026-tól már 4 százalék alatti növekedési ütemet prognosztizál. A dinamika növelése, de legalább fenntartása érdekében Kína 2024 őszén keresletélénkítő intézkedéseket vezetett be. Az IMF prognózisa szerint India ugyanakkor középtávon is évi 6,4 százalék körüli éves bővüléssel számolhat. Az euróövezet növekedése 2024-ben még 1 százalék alatt alakulhat, azonban termelési oldalról a szolgáltatások emelhetik a növekedést. Felhasználási oldalról elsősorban a nettó export növekedésének, jövedelmi oldalról a növekvő reálbérek emelkedésének köszönhetően 2025-ben a dinamika már 1,7 százalék körül alakulhat. A magyar gazdaság számára kiemelkedő jelentőségű német nemzetgazdaság az elhúzódó ipari és építőipari, elsősorban a járműipari problémák ellenére is növekvő, 1,3 százalékos növekedési ütemmel számolhat 2025-ben. A középtávú előrejelzés szerint azonban 2029-ig marad az ekörüli éves bővülés. A közép-kelet-európai gazdaságokra vonatkozó júliusi középtávú prognózis szerint a magyar gazdaság 2024-ben még 2 százalék felett bővülhet: ezt a várható növekedési ütemet az őszi kiadványban alighanem csökkenteni fogják. A romániai és a lengyel gazdaságra a magyar prognózisnál középtávon is érezhetően magasabb dinamikákkal számolnak. A szlovák és a bolgár gazdaság bővülése a magyarhoz hasonlóan alakulhat, míg a cseh növekedési ütem némileg alacsonyabb lehet. A növekedés felfelé mutató kockázatait jelentik az inaktívak fokozottabb bevonása a munkapiacra, a fiskális politikák csökkenő restriktivitása, a kínai ingatlanszektor problémáinak enyhülése, illetve a mesterséges intelligencia növekvő alkalmazása. A lefelé mutató kockázatok részben geopolitikai jellegűek: elhúzódó közel-keleti konfliktus, ukrán-orosz háború, az ellátási útvonalak elleni támadások. További kockázatokat jelentenek a klímaváltozás esetleges negatív hatásai. A magyar gazdaságot is érinti az a lefelé mutató kockázati tényező, hogy az infláció leszorítása miatt egyes nemzetgazdaságok fiskális megszorításokra kényszerülhetnek.

A „világinfláció” az IMF szakértői szerint a 2024. évi 5,8 százalékról 4,4 százalékra csökkenhet. A dezinfláció csökkenő mértékű, ennek elsődleges oka a szolgáltatások dezinflációjának viszonylagos lassulása. Az energiahordozók árainak további csökkenése várható, bár ezek mértéke a korábban vártnál szintén lassabb volt. Az IMF szakértői rámutatnak, hogy, ahol még viszonylag magas az infláció, a kamatcsökkentéseket kellő körültekintéssel szabad csak végrehajtani ahhoz, hogy lehetővé váljon a fiskális konszolidáció, adott esetben még monetáris szigorításra is szükség lehet.

Az *Európai Bizottság* (EB) 2024 májusában publikált, 2024-2025-re vonatkozó prognózisa⁴ az IMF-éhez hasonló bővülésekkel számol. Alapfeltevéseik között szerepel az orosz-ukrán háború elhúzódása, az Oroszország elleni szankciók fennmaradása és az ukrajnai menedékkérők számának a 2024. évi átlagos 4,3 milliőről 3,9 millióra való csökkenése 2025 végéig. Feltevések szerint a közel-keleti konfliktus regionális kiterjedésű marad. A vörös-tengeri útvonal támadása folytatódni fog, de ennek jelentős ár- illetve reálhatása a világ gazdaságra nem várható. Az eurózónában az EB 2024-2025-re 0,8, illetve 1,4 százalékos bővülést vár, az Európai Unió (EU) egészére az előrejelzett növekedési ütemek 2024-ben 1, 2025-ben 1,6 százalék. A 2023-ban tapasztalt stagnálás után 2024 első negyedévében már az élénkülés jelei mutatkoztak. Csaknem minden tagország gazdasága vissza tud térni a növekedési pályára, folytatódhat a felzárkózó gazdaságok konvergenciája. A várakozások szerint a növekedés mellett a dezinfláció folytatódik. Az EB szerint az eurózona inflációja 2025-ben 2,1 százalékosra csökken, de az EU egészére is csak 2,5 százalékos fogyasztói áremelkedést jeleznek előre. A csökkenő reálkamatok ellenére alacsony a vállalatok hitelkereslete. A feldolgozóiparban a kapacitáskihasználtság a szokásos szint alatt van, 2024-ben azonban az eszközberuházások még csak minimális növekedést mutathatnak. A nem-lakossági építmenyberuházások azonban az RRF⁵ támogatásoknak köszönhetően már élénkülhetnek. Ezzel szemben 2024-2025-ben a lakossági beruházásokat inkább halasztani fogják az árak csökkenésére vonatkozó várakozások miatt. A foglalkoztatottság már 2023-ra rekordmagasságot, 75,5 százalékot ért el a 20-64 közötti korosztályokban, a munkanélküliség 6 százalékra süllyedt. A reálbérek várhatóan 2025-re elérik a 2021. évi szintet, így a növekedést támogathatja a növekvő lakossági fogyasztás. Az EB szerint a növekedés lefelé mutató kockázatait jelentik a geopolitikai konfliktusok negatív hatásai; a nemzetközi kereskedelem és az energiapiacok sérülékenysége. Az elemzés megemlíti a magyar gazdaságot is érintő problémát: a GDP-arányos költségvetési hiány és államadósság csökkentésének szükségességét, ami erősen visszaveti az érintett gazdaságok növekedési kilátásait. Felfelé mutató kockázat azonban a megtakarítási hajlandóság csökkenése következtében élénkülő magánfogyasztás növekedése, továbbá a lakásberuházások is visszatérhetnek a korábbi szintekre.

Az *OECD* 2024 szeptemberében frissített előrejelzései⁶ összhangban vannak az IMF és az EB idézett prognózisaival. Várakozásaik szerint a növekedés üteme stabilizálódni, a dezinfláció folytatódni fog. 2024-re és 2025-re egyaránt 3,2 százalékos globális növekedést

⁴ European Commission: European Economic Forecast, 2024 May

⁵ Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszköz

⁶ OECD Economic Outlook, Interim Report: Turning the Corner, 2024 September

valószínűsítenek. Az európai gazdaságokban a kamatok csökkenése és a reálberek növekedése egy szerény bővülést tesz lehetővé: az eurózána 2025-ben 1,3 százalékkal növekedhet. A számunkra kiemelt fontosságú Németország azonban 2024-ben még stagnálásközei állapotban marad, 2025-ben mindössze 1 százalék növekedés várható. A növekedés lefelé mutató kockázatait jelentik a továbbra is fennálló geopolitikai feszültségek, a nemzetközi kereskedelem konfliktusai, amelyek fékezhetik a beruházásokat, illetve emelhetik az importárakat. A várt fokozatos dezinflációs pályától való eltérések zavarokat okozhatnak a pénzügyi rendszerben. Felfelé mutató kockázat a reálberek újbóli emelkedése, ami a fogyasztói bizalmat és a fogyasztást megemelheti, támogatva a gazdasági növekedést. A monetáris lazítások üteme folytatódhat, de a csökkentések időzítését és mértékét továbbra is az aktuális fejleményeknek, adatoknak megfelelően, kellő körültekintéssel kell végrehajtani.

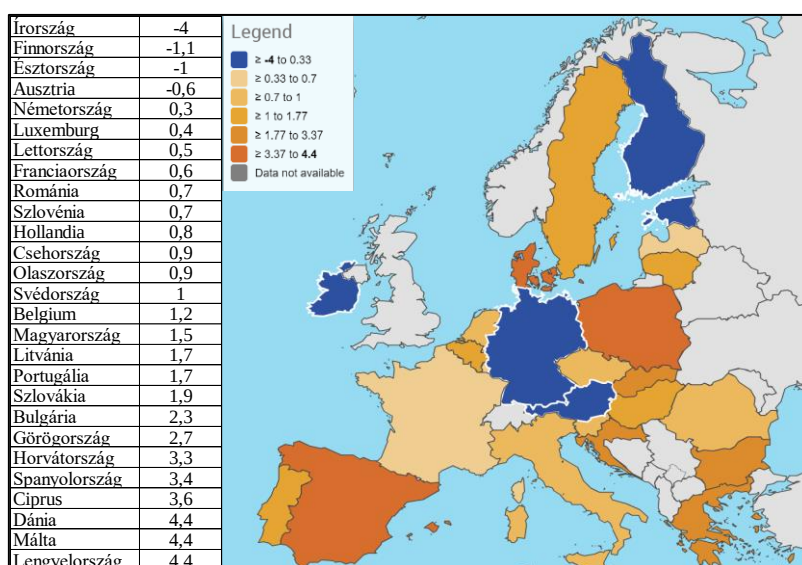
3. A reálgazdasági folyamatok alakulása Magyarországon: helyzetkép és projekció

2023 és 2024 – a középtávú növekedési pálya kiinduló bázisa

2023-ben a magyar gazdaság GDP volumenben mért teljesítménye 0,9 százalékkal csökkent, ami a 23. helyet jelentette az Európai Unióban, így 1,3 százalékponttal volt alacsonyabb mind az uniós, mind az eurozána átlagos 0,4 százalékos növekedésénél.

1. ábra

A GDP növekedési üteme az EU-ban, 2024. II. negyedév



Forrás: Eurostat (utolsó frissítés: 2024.10.11.)

2024-re vonatkozóan a magyar gazdaság szempontjából kiemelkedően fontos németországi konjunktúra nagyon bizonytalannak értékelhető, az első negyedévi visszaesést követően a második negyedévben is csak 0,3 százalékkal volt magasabb a német gazdaság teljesítménye, mint egy évvel korábban (1. ábra). Magyarországon 1,1 százalékos volt az első negyedéves, 1,5 százalékos a második negyedévre vonatkozó bővülés, bár ez utóbbiban jelentős bázishatás is érvényesült, mivel a rövidtávú konjunktúrát jelző mutatószám (az előző negyedévhez képesti szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adat) minimálisan csökkent (-0,1 százalék).

Összességében a magyar gazdaság a 2023. évi 0,9 százalékos zsugorodást követően 2024 első félévében 1,3 százalékkal bővült (1. tábla), így a középtávú pálya kiindulási bázisaként 2024-re 2 százalék alatti növekedést valószínűsítünk.

1. táblázat

A GDP negyedévenkénti volumenváltozása, 2023. I.-2024. II. negyedév

	2023. I.	2023. II.	2023. III.	2023. IV.	2024. I.	2024. II.
Az előző év azonos időszakához képesti kiigazítatlan (nyers)adatok szerint	-1,3	-2,6	-0,1	0,1	1,1	1,5
Az előző negyedévhez képesti szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok szerint	-0,5	0,2	1,1	0,2	0,6	-0,1

Forrás: KSH STADAT (utolsó frissítés: 2024.10.01.)

A 2024. első félévi növekedési pálya mind kínálati, mind keresleti oldalon tartalmaz óvatosságra intő jeleket. A termelési oldalon a 2023. évi bázis jelentősen módosult a 2024. októberi adatrevízió következtében. A mezőgazdaság növekedési üteme több, mint 30 százalékponttal csökkent a korábbi adathoz képest, így 36,9 százalékos lett. Az építőipar is jóval gyengébb teljesítményt nyújtott 2023 első két negyedévében a friss adatok szerint, mint azt korábban hittük (csak 89,6 és 88,8 százalék lett a korábban publikált 98,9 és 95,7 százalékos eredmény helyett). A visszaesést főleg a szolgáltatások teljesítményében mért jobb eredmény ellensúlyozta, így éves szinten a GDP növekedés üteme változatlanul -0,9 százalék maradt.

Felhasználási oldalról a legnagyobb aggodalom továbbra is a felhalmozás alakulásával kapcsolatos. 2023-ban a bruttó állóeszköz-felhalmozás 7,8 százalékkal, a készletfelhalmozást is tartalmazó bruttó felhalmozás volumene 17,1 százalékkal csökkent. 2024-re sem látszanak a kilábalás előjelei, hiszen a nagyon alacsony bázishoz képest is további 11-12 százalék közötti visszaesés volt kimutatható a felhalmozási tételeknél 2024 első félévében.

A fogyasztás 2023-ban a GDP-nél kisebb ütemben zsugorodott, 2024 első félévében viszont a GDP növekedésének kétszeresét is meghaladta (2,7 százalék lett). Ezen belül a lakosság vásárolt fogyasztása ennél is magasabb ütemben, 3,9 százalékkal nőtt. A belföldi kereslet 2023. évi 5,6 százalékos csökkenését és a 2024. első félévi 1 százalékos visszaesést egyaránt ellensúlyozta a külkereskedelmi egyenleg kedvező alakulása, de 2024-ben sajnálatosan már mind az export, mind az import volumencsökkenése mellett (az export 3,8 százalékkal, az import 6,5 százalékkal csökkent). Összességében a 2023. évi kismértékű GDP visszaesést követően a magyar gazdaság 2024 első félévében a növekedés mértéke elérte sz 1,3 százalékot, de a felhalmozási tendenciák továbbra is kritikusnak értékelhetők (2. táblázat).

2. táblázat

**A bruttó hazai termék (GDP) végső felhasználásának volumenindexei
2021. évi átlagáron (előző év azonos időszaka = 100)**

Felhasználási tételek	2023					2024		
	I.	II.	III.	IV.	I.-IV.	I.	II.	I-II.
Háztartások fogyasztási kiadása	96,5	96,3	97,2	102,2	98,1	103,6	104,2	103,9
Természetbeni társadalmi juttatás a kormányzattól	98,6	105	105,2	104,7	103,3	95,6	94,6	95,1
Természetbeni társadalmi juttatás a nonprofit int.	103,4	104,7	113,3	115,8	109,3	110,1	108,3	109,1
Háztartások tényleges fogyasztása	97	97,9	99	103,1	99,3	102,5	102,9	102,7
Közösségi fogyasztás	97,8	105,0	110,0	103,3	103,9	97,2	97,5	97,4
Végső fogyasztás összesen	97,2	99	100,7	103,2	100	101,7	102	101,9
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	96,0	89,0	89,0	96,8	92,2	92,7	84,7	88,0
Bruttó felhalmozás összesen	95,6	77,6	81,8	80,8	82,9	79,5	96,6	88,7
Belföldi felhasználás összesen	95,9	92,0	94,2	95,6	94,4	96,9	100,9	99,0
Export	107,7	102,3	100,3	96,1	101,5	94,6	97,9	96,2
Import	104,1	96,1	93,9	91,3	96,2	90,6	96,6	93,5
Bruttó hazai termék (GDP) összesen	98,7	97,4	99,9	100,1	99,1	101,1	101,5	101,3

Forrás: KSH STADAT (utolsó frissítés: 2024. október 1.)

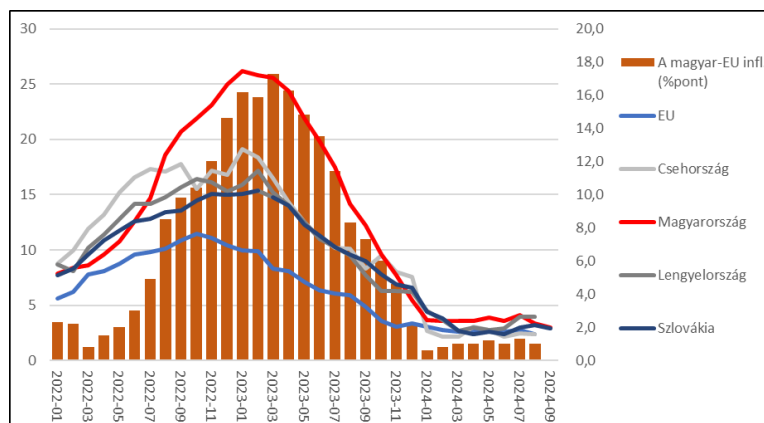
Az Európai Unió inflációja a 2022. januári 5,6 százalékos szintről indulva 2022 októberében érte el 11,5 százalékos maximumát, ezt követően viszont csökkenni kezdett, és 2023 februárjában már 10 százalék, 2023 szeptemberre 5 százalék, 2024. februárra 3 százalék alá esett, augusztusra pedig már csak 2,4 százalékos lett. A Visegrádi Négyeknél az infláció tetőzése később, 2023 elején következett be, a magyar infláció 7-11 százalékponttal magasabban tetőzött, mint a másik három tagországban (2. ábra). Összességében úgy látjuk, hogy 2024 augusztusára az Európai Unió tagországai általában sikeresen megbirkóztak a 2022-

ben kezdődő külső inflációs sokkal, Magyarországon is sikerült az árszínvonal-emelkedést 3 százalékra csökkenteni 2024. szeptemberére.

A 3. ábrán a tagországok kumulált inflációs terhelését vizsgáljuk 2021 decemberétől 2024 augusztusáig. Ebben az időszakban 17 tagországban 10 és 20 százalék közötti áremelkedés volt tapasztalható, 8 gazdaságban 20-30 százalék közötti mértékben növekedtek az árak, csak cseh és a magyar kumulált infláció haladta meg a 30 százalékot, a hazai árszint 2024 augusztusában 36,9 százalékkal volt magasabb, mint 2021 decemberében.

2. ábra

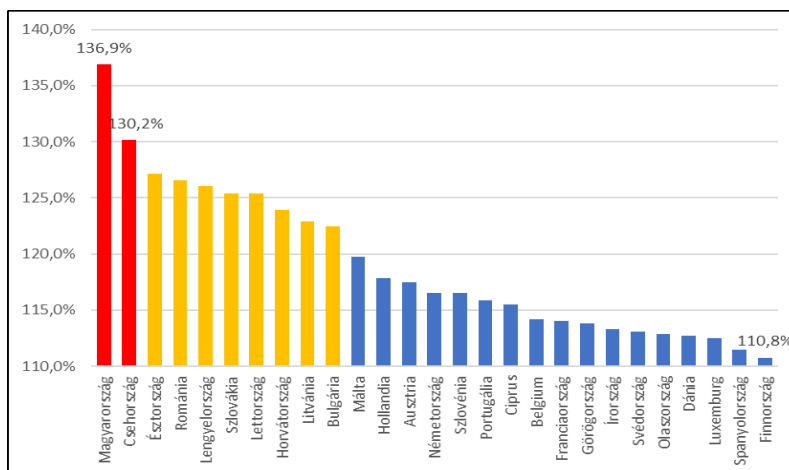
Az EU és a Visegrádi Négyek harmonizált havi inflációjának alakulása és a magyar inflációs többlet, 2022. január – 2024. augusztus (az előző év azonos időszakához képest százalékban, valamint többlet százalékpontban)



Forrás: Eurostat, HICP - havi adat (éves változása, utolsó módosítás: 2024. okt. 1.)

3. ábra

Harmonizált fogyasztói árindex, 2024 augusztus (2021. december=100)



Forrás: Eurostat, HICP - monthly rate of change (utolsó frissítés: 2024. október 1.)

3.1. A makrogazdasági kereslet várható alakulása

Makrogazdasági kereslet 2024-ben

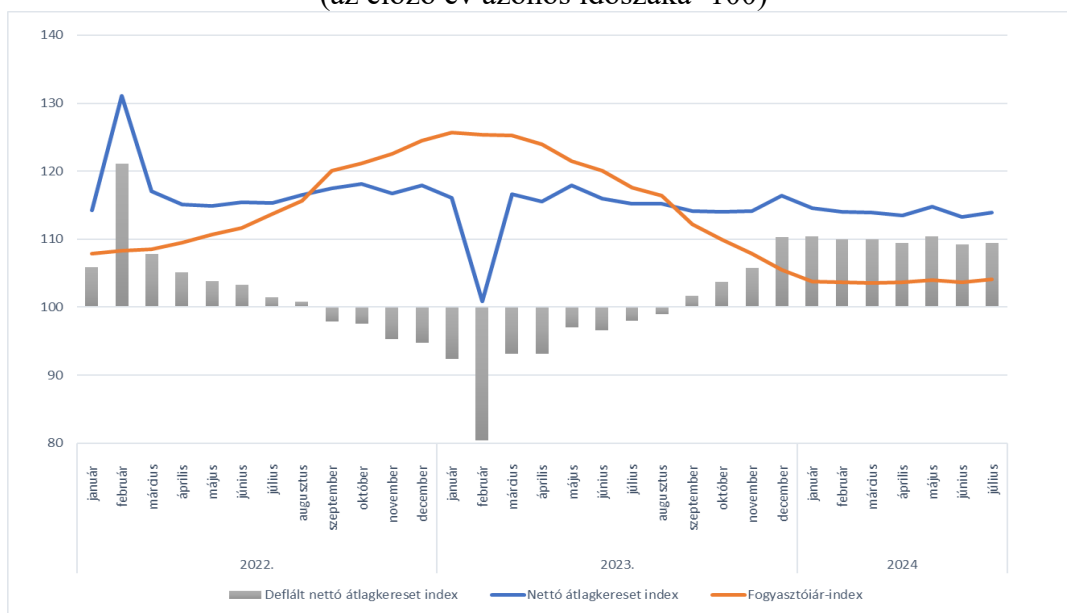
3.1.1. Fogyasztás és jövedelmek

A belső kereslet egyik legfontosabb tényezője a háztartások végső fogyasztási kiadásainak alakulása. Ez a keresleti elem rendkívüli mértékben függ az adott évi jövedelmi folyamatok mellett azoktól a lakossági percepcióktól és várakozásoktól is, amelyek alapján meghozzák fogyasztási-megtakarítási döntéseiket. A nettó reálkereset index 2022 szeptemberétől negatív tartományba került (az infláció üteme magasabb volt az átlagkeresetek növekedési üteménél, 2023 februárjában elérte a mélypontját, de szeptembertől kezdve ismét pozitívvá vált, és 2023 decembere óta tartósan 10 százalék körüli reálkereset növekedést jelez (4. ábra).

Azt feltételezzük, hogy 2024-re nettó reálkeresetindex végig 10 százalék körül marad. Mindezek alapján a háztartások fogyasztási kiadásainak 3,5 százalékos emelkedését valószínűsítjük 2024-re. A természetbeni társadalmi juttatások kisebb mértékben bővülnek, így összességében a háztartások tényleges fogyasztásának 3,3 százalék körüli növekedésével számolunk (3. táblázat).

4. ábra

A fogyasztóiár-index, a reálkereset, valamint a teljes munkaidőben alkalmazásban állók kedvezményei nélküli nettó átlagkeresetének alakulása
(az előző év azonos időszaka=100)



Forrás: KSH STADAT, 20.2.1.52. A teljes munkaidőben alkalmazásban állók kedvezményei nélküli nettó átlagkeresete nemzetgazdasági áganként, havonta (utolsó frissítés: 2024. szeptember 23.),
KSH STADAT 1.2.1.2. A fogyasztóiár-index fogyasztási főcsoportok szerint (2024. október 10.)

3.1.2. Felhalmozás

A 2024. évi felhalmozással kapcsolatban sajnos további jelentős kockázatokat látunk:

- a háború okozta ár-, keresleti- és beszerzési bizonytalanság továbbra is visszafoghatja a vállalkozások beruházási kedvét,
- a fiskális kiigazítás további súlyos beruházási áldozatokkal járhat kormányzati oldalon,
- az európai uniós források végleges elvesztése további súlyos veszteségeket okozhatnak.

A kormánynek a lakossági megtakarítások egy részének lakáscélú felhalmozássá alakítására vonatkozó terveinek 2024-ben valószínűleg még nem lesznek mérhető hatásai. Az első félévi kritikus tényadatok alapján 2024-re mind a bruttó felhalmozás, mind a bruttó állóeszköz-felhalmozás további 11-12 százalékos visszaesését prognosztizáljuk (3. táblázat).

3. táblázat

A bruttó hazai termék (GDP) felhasználásának alakulása 2023-2024-ben
2021. évi átlagáron (előző év azonos időszaka = 100)

Felhasználási tételek	2023	2024
Háztartások fogyasztási kiadása	98,1	103,5
Természetbeni társadalmi juttatás a kormányzattól	103,3	102,0
Természetbeni társadalmi juttatás a nonprofit intézményektől	109,3	105,0
Háztartások tényleges fogyasztása	99,3	103,3
Közösségi fogyasztás	103,9	99,0
Végső fogyasztás összesen	100,0	102,6
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	92,2	88,0
Bruttó felhalmozás összesen	82,9	89,0
Belföldi felhasználás összesen	94,4	99,0
Export	101,5	97,3
Import	96,2	93,7
Bruttó hazai termék (GDP)	99,1	101,6

Forrás: 2023: KSH STADAT (utolsó frissítés: 2024. október 1.), 2024: saját előrejelzés

A fogyasztási-felhalmozási folyamatok eredőjeként a belföldi kereslet stagnálásközei állapotban lesz, a zsugorodó külkereskedelem pozitívan járul hozzá a növekedéshez, így összességében szerény mértékű, 1,6 százalék körüli gazdasági növekedést várunk 2024-re (3. táblázat).

Előrejelzés 2025-2027-re

4. táblázat

A végső fogyasztás volumenindexei 2021. évi átlagáron, 2025-2027
(az előző év azonos időszaka=100)

	2025	2026	2027
Háztartások fogyasztási kiadása	102,5	102,5	100,0
Természetbeni társadalmi juttatás a kormányzattól	102,0	102,0	100,5
Természetbeni társadalmi juttatás a háztartásokat segítő nonprofit intézményektől	102,0	102,0	101,0
Háztartások tényleges fogyasztása	102,4	102,4	100,1
Közösségi fogyasztás	102,5	102,5	101,0
Végső fogyasztás összesen	102,4	102,4	100,3

Forrás: saját előrejelzés

5. táblázat

A felhalmozás és a belföldi felhasználás volumenindexei 2025-2027-ben
2021. évi átlagáron (előző év azonos időszaka = 100%)

	2025	2026	2027
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	103,5	104,5	98,0
Bruttó felhalmozás	103,5	104,5	98,0
Belföldi felhasználás	102,6	102,9	99,7

Forrás: saját előrejelzés

3.1.3. Külkereskedelem

A termék és szolgáltatáskülkereskedelem mindkét viszonylatban dinamikusn bővült 2022 folyamán. A 2023. évi recesszió mind a fogyasztás, mind a beruházások jelentős visszaesésével járt, ami az importot jelentősen visszafogta, ugyanakkor az exportteljesítmény is jelentősen

csökkent a külső kereslet visszaesése miatt (6. táblázat). Különösen szembetűnő volt a gépek és szállítóeszközök kivitelének csökkenése, ami a német gazdaság gyengélkedésének volt köszönhető. A magyar gazdaság 2024 első félévében tapasztalt mérsékelt növekedése nem tükröződött sem az import-, sem az exportvolumenek alakulásában. Az áruk kivitelének volumene 5 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest, míg az árubehozatal 8 százalékkal esett vissza. A szolgáltatások külkereskedelme ugyanakkor mindkét viszonylatban dinamizálódott: a kivitel volumene a második negyedévben már 4,5 százalékkal, a behozatalé 5,9 százalékkal nőtt. A legfontosabb felvevőpiacunknak számító német gazdaság középtávon várhatóan is csak mérsékelt növekedése, valamint a járműipar általános európai problémái miatt a termékek kivitele várhatóan viszonylag alacsony ütemben bővül. 2025-ben az alacsony bázis ellenére is csak 2,5 százalék körüli éves volumennövekedést várunk, jelentősebb dinamizálódás csak 2026 elején következhet be, majd 2027-ben némileg visszaeshet a növekedési ütem. Előrejelzéseink szerint a szolgáltatásexport növekedési rátái a termékexportéhoz hasonlóan alakulnak. A behozatali oldalon a szolgáltatások volumennövekedése 2026-ig az exportéhoz hasonló lehet, 2027-ben itt is a dinamika csekély visszaesését valószínűsítjük. A szolgáltatásimport visszaesése 2027-ben várhatóan kisebb lesz az áruimporténál (7. táblázat).

6. táblázat

Termék- és szolgáltatás külkereskedelem 2019Q1-2023Q4
(az előző év azonos időszaka=100)

Év	n.év	Export áruk	Export szolg.	Export összesen	Import áruk	Import szolg.	Import összesen	GDP
2019	I.	106.5	107.2	106.7	107.5	113.5	108.4	105.3
	II.	102.5	105.8	103.3	104.5	111.0	105.6	104.8
	III.	110.0	108.7	109.6	110.5	116.4	111.5	105.0
	IV.	100.8	108.2	102.4	105.0	120.4	107.5	104.4
2020	I.	101.3	96.0	100.2	103.1	102.6	103.0	102.2
	II.	80.1	62.0	76.0	84.5	80.5	83.8	87.2
	III.	103.1	74.5	96.0	99.2	77.3	95.3	95.9
	IV.	111.0	77.6	103.3	106.4	84.5	102.4	97.2
2021	I.	108.1	83.2	103.3	102.4	95.0	101.2	97.7
	II.	134.2	134.0	134.2	127.4	113.4	125.2	117.7
	III.	97.8	118.8	101.7	102.3	123.1	105.3	106.1
	IV.	95.2	123.4	100.0	97.1	123.3	100.9	107.4
2022	I.	103.4	135.0	108.3	109.3	119.7	110.8	107.9
	II.	105.0	130.2	109.4	105.9	133.6	109.6	106.7
	III.	115.4	118.6	115.9	111.1	120.7	112.5	104.3
	IV.	110.6	117.8	112.0	109.3	116.1	110.3	100.2
2023	I.	108.1	106.3	107.9	102.6	104.7	103.2	99.1
	II.	103.3	97.5	102.1	95.3	95.1	95.3	97.6
	III.	97.0	103.3	98.2	92.0	101.0	93.2	99.6
	IV.	95.8	96.3	95.9	91.6	92.7	91.6	100.0

Forrás: KSH Statdat

Export és import előrejelzés 2025-2027
(az előző év azonos időszaka=100)

	2025	2026	2027
Export áruk	102.5	104.0	103.3
Export szolgáltatások	103.5	104.0	103.0
Export összesen	102.7	104.0	103.2
Import áruk	102.7	104.0	101.0
Import szolgáltatások	102.5	104.0	102.0
Import összesen	102.7	104.0	101.2

Forrás: saját előrejelzés

A GDP végső felhasználásának előrejelzése 2025-2027-re

A GDP végső felhasználásának volumenindexei 2025-2027-ben
2021. évi átlagáron (előző év azonos időszaka = 100%)

Felhasználási tételek	2025	2026	2027
Háztartások tényleges fogyasztása	100.9	103.2	101.8
Közösségi fogyasztás	102.5	102.5	102.0
Végső fogyasztás összesen	101.2	103.1	101.8
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	103.5	105.5	104.0
Belföldi felhasználás összesen	101.9	103.7	102.4
Export	104.2	105.2	104.2
Import	103.4	105.7	103.8
Bruttó hazai termék (GDP)	102.5	103.5	102.8

Forrás: saját előrejelzés

3.2. Makrogazdasági kínálat

Mezőgazdaság

Termelési oldalról a mezőgazdaság teljesítménye 2023-ban a korábbi publikált adatnál kisebb mértékű, de még így is rendkívüli bővülést mutatott, az ágazat bruttó hozzáadott értéke 36,9 százalékkal nőtt. A báziscsökkentés következtében 2024 I. negyedévében 0,2 százalékos bővülést, a II. negyedévben pedig 6,8 százalékos volumencsökkenést tapasztalhattunk.

Összességében 2024 első felében a mezőgazdaság teljesítménye 3,9 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. Az aszály miatti rossz kukoricatermés miatt 2024 egészére azt feltételezzük, hogy a mezőgazdaság visszaesése – a bázishatás figyelembevételével - akár a 6 százalékot is elérheti (9. táblázat).

Ipar

Az ipar teljesítménye 2023-ban 4,3 százalékkal csökkent, sajnos az index 2022 negyedik negyedétől kezdve folyamatosan a negatív tartományban van. 2024-ben a visszaesés üteme csökkent (-3,8 -2,5 százalék a két negyedéves adat, így az első félévben 3,1 százalékos volt a az ipari bruttó hozzáadott érték csökkenése).

Az év második felére elérhető ipari termelési adatok nem adnak okot túlzott optimizmusra (a júliusi 1,3 százalékos visszaesést követően augusztusban 9,5 százalékos zsugorodást mért a statisztikai szolgálat, bár ez utóbbit árnyalja az a tény, hogy két munkanappal kevesebb volt 2024 augusztusában, mint az előző évben). Év elejétől elemezve a helyzetet azt láthatjuk, hogy az ipari termelés az év első nyolc hónapjában 3,8 százalékkal volt kisebb volt, mint előző évben. Az év hátralévő részére az ipar kismértékű élénkülését várjuk, így azt valószínűsítjük, hogy 2024-ben az ipar hozzáadott értéke 3 százalék körüli mértékben zsugorodik (9. táblázat).

Építőipar

Az építőipar súlyos válságjegyeket mutatott 2023-ban: a hozzáadott érték volumene 8,3 százalékkal visszaesett az előző évhez képest. A 2024 első félévében az alacsony bázishoz képest 4,1 százalékos volt a növekedés. 2024. június-júliusra vonatkozóan viszont ismét negatív termelési adatok láttak napvilágot, miszerint az építőipari termelés volumene 6,2 százalékkal csökkent, ezen belül az egyéb építményeknél a csökkenés mértéke a 10 százalékot is meghaladta. Jó hír viszont, hogy az útépitésekre kötött nagyértékű szerződéskötéseknek köszönhetően az új szerződések volumene 108 százalékkal nőtt 2024. júliusban, bár valószínűleg ennek a folyó évi új érték képződésre már nem lesz jelentős hatással. Mindezek alapján 2024-re az építőipari hozzáadott érték 2 százalék körüli bővülését valószínűsítjük (9. táblázat).

Szolgáltatások

A szolgáltatások hozzáadott értékének volumene 0,5 százalékkal visszaesett 2023-ban.

2024 első félévében 2,2 százalékkal nőtt az ág teljesítménye. Az év egészére azt feltételezzük, hogy az év során stabilizálódó reálkeresetnövekedés fogyasztásbővülést eredményez, ami

javítja a kereskedelem, a turizmus ágazat, és ezekhez kapcsolódóan a szállítás teljesítményét is.

Összességében a szolgáltatások teljesítményének 3,1 százalékos növekedésével számolunk 2024-re (9. táblázat).

9. táblázat

**A bruttó hazai termék (GDP) termelésének negyedéves volumenindexei
nemzetgazdasági áganként
(2021. évi átlagáron, előző év azonos időszaka = 100 százalék)**

Időszak		Mezőgazdaság, erdőgazdálkodás, halászat	Ipar	Építőipar	Szolgáltatások összesen	GDP
2023.	I.	102,9	97,4	89,6	100,5	98,7
	II.	134,4	94,3	88,8	98,5	97,4
	III.	154,8	97,7	94,0	98,7	99,9
	IV.	145,8	93,6	92,8	100,4	100,1
2023.	I–IV.	136,9	95,7	91,7	99,5	99,1
2024.	I.	100,2	96,2	102,2	102,2	101,1
	II.	93,2	97,5	105,3	102,2	101,5
2024.	I–IV.	94,0	97,0	102,0	103,1	101,6

Forrás: 2023, 2024. I.–II.: KSH STADAT (utolsó frissítés: 2024. október 1.), 2024: saját előrejelzés

3.2.1. Potenciális növekedés és GDP gap

A középtávú gazdasági előrejelzések egyik fontos eleme a potenciális GDP becslése, ugyanis a gazdaság hosszabb távú fejlődési lehetőségeit adott esetben jobban jellemzi, mint a hagyományos GDP mutató. Bár a potenciális GDP ötlete egyszerűnek tűnhet, a gyakorlati megvalósítás általában igen nehézkes. Ennek a legfőbb oka, hogy a potenciális GDP nem megfigyelhető, csak különböző módszerekkel becsülhető, és nem alakult ki egyértelmű szakmai konszenzus arról, hogy melyik a legjobb eljárás a potenciális növekedés becslésére. Elemzésünkben a HP-filter mellett döntöttünk, mert ez a legszélesebb körben alkalmazott módszer a potenciális GDP becslésére.

A költségvetési elemzések szempontjából kiemelten fontos a tényleges és a potenciális GDP különbségeként definiált GDP gap, vagyis az, hogy egy adott időszak gazdasági teljesítménye mennyivel van a hosszú távú növekedési pálya alatt, illetve felett. Ha ugyanis történetesen a

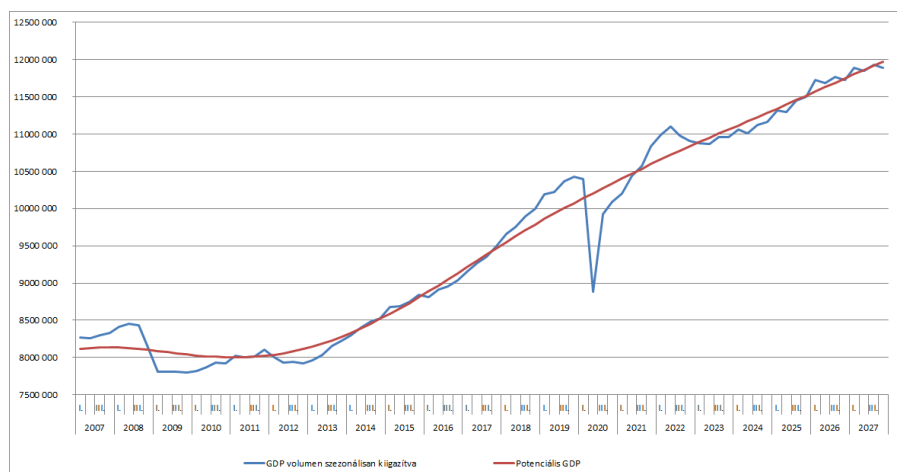
GDP gap pozitív, akkor az azt jelenti, hogy a gazdaság éppen jobban teljesít a hosszú távú trendhez képest, amiből pedig az következik, hogy az államháztartás bevételei is magasabbak lesznek a trend alapján elvárhatónál. Az államháztartás strukturális egyenlegének kiszámítása során ezt az eltérést kell figyelembe venni, és ennek megfelelően korrigálni az eredeti hiánymutatót.

Kiindulási adatbázisként a GDP 2015. évi változatlan áron számított szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott negyedéves idősortát használtuk. Az adatok 1995. I. negyedév és 2024. II. negyedév közötti időszakra vonatkoztak. Mivel a GDP gap számításhoz a megfigyelési időszakon túli adatokra is szükségünk volt – hiszen a középtávú kitekintésünk 2027-ig tart –, előrejeleztük a negyedéves GDP idősort. Az előrejelzés során a modellszámítások eredményeit és a szakértői becsléseket egyarányt figyelembe vettük. Az így kapott idősorra HP-filtert illesztettük, aminek eredményeként megkaptuk a potenciális GDP-t a teljes időszakra (2027 végéig). Utolsó lépésként kiszámítottuk a kibocsátási rést (GDP gap), ami a tényleges GDP és a potenciális GDP különbségeként adódott. Ennek során a tényleges GDP-t a szezonálisan kiigazított formában szerepeltettük⁷, hiszen ez jelentette a kiinduló adatbázisunkat. A GDP gap alakulását a potenciális GDP-hez viszonyított százalékos formában is kifejeztük. Az 5. ábra a potenciális és a tényleges GDP alakulását mutatja, míg a 6. ábra a GDP gap értékét a potenciális GDP százalékában. Az idősorok csak 2007-től kezdődnek, azért választottunk rövidebb időszakot, mert így jobban áttekinthetőek az ábrázolt időszak tendenciái. Eredményeink azt mutatják, hogy a 2008-2009-es válság előtt jelentős pozitív kibocsátási rés alakult ki, vagyis a magyar gazdaság ezt megelőzően a hosszú távú lehetőségei felett teljesített. 2009-ben ez szinte azonnal az ellenkezőjébe fordult át, majd az így kialakult negatív GDP gap 2011-re kezdett eltűnni. 2012-ben újabb visszaesés következett be, és a kibocsátási rés a 2009-eshez hasonló mértékű negatív értékeket vett fel, ezáltal szinte tankönyvszerűen kirajzolva a sokat emlegetett „W” alakú recessziót.

⁷ Egészen pontosan a KSH által közölt szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott negyedéves GDP adatokat használtuk (21.2.1.8. táblázat).

5. ábra

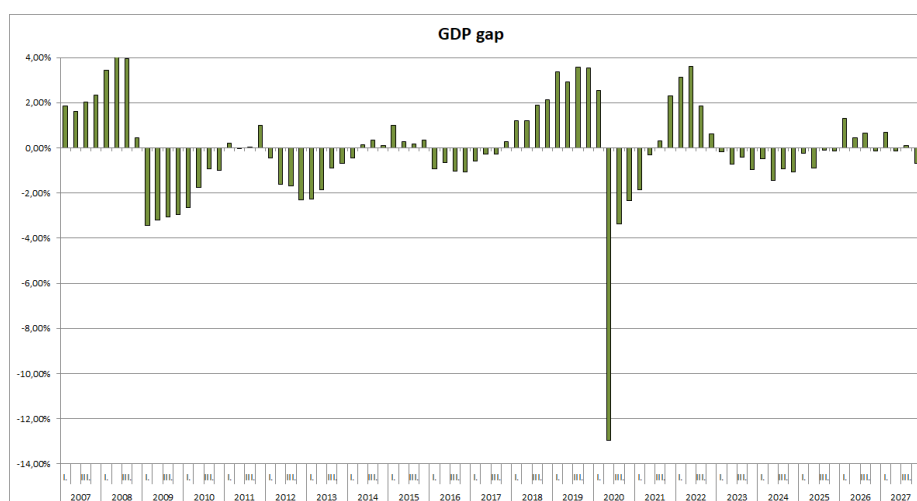
A szezonálisan kiigazított GDP és a potenciális GDP alakulása (millió Ft, 2015. évi áron)



Forrás: KSH, saját számítás és előrejelzés

6. ábra

A GDP gap alakulása (a potenciális GDP százalékában)



Forrás: KSH, saját számítás és előrejelzés

Ezt követően a GDP gap néhány évig zero körül ingadozott, majd 2018-ban gyors emelkedésnek indult. 2019-re megközelítette a GDP 4 százalékát, ami nagyjából megfelelt az előző válság előtti időszakra becsült szintnek. A koronavírus okozta gazdasági sokk a 2008-asnál sokkal nagyobb kilengést okozott: 2020 II. negyedévében -13 százalék közelébe süllyedt a GDP gap, azaz ebben a három hónapban az ország gazdasági teljesítménye ennyivel maradt el a hosszú távú egyensúlyi szinttől. A nagy zuhanást számításaink szerint gyors kilábalás követte, a következő negyedévre -3 százalék közelébe emelkedett a mutató értéke. Ezt lassabb, de folyamatos javulás követte, 2021 harmadik negyedévére pozitív tartományba került a kibocsátási rés, majd 2022 második negyedévében 3,6 százalékkal érte el a lokális maximumát. Ebben segített a választások előtti erőteljes kormányzati költekezés, a csak lassan szigorodó

monetáris politika, valamint az, hogy az orosz-ukrán háború negatív következményei még nem igazán éreztették hatásukat. Ezt követően mindhárom tényező a korábbival ellentétes irányba mozdult el, így 2023 elejétől ismét negatív tartományba került a GDP gap.

Számításaink szerint 2025 végéig negatív maradhat a kibocsátási rés, ami azt jelenti, hogy a dekonjunktúra akár 3 évig is elhúzódhat. 2026 első negyedétől számítunk pozitív GDP gap értékre, ami a választási évben várható fiskális lazítás hatására felpörgő kereslettel magyarázható. 2027-re a menetrendszerűen bekövetkező kiigazítás hatására ez gyorsan eltűnhet, kitekintésünk utolsó évére zéró közelébe csökkenhet a GDP gap értéke, ami azt jelentené, hogy abban az évben a tényleges gazdasági teljesítmény nagyjából megegyezik a potenciális értékkel.

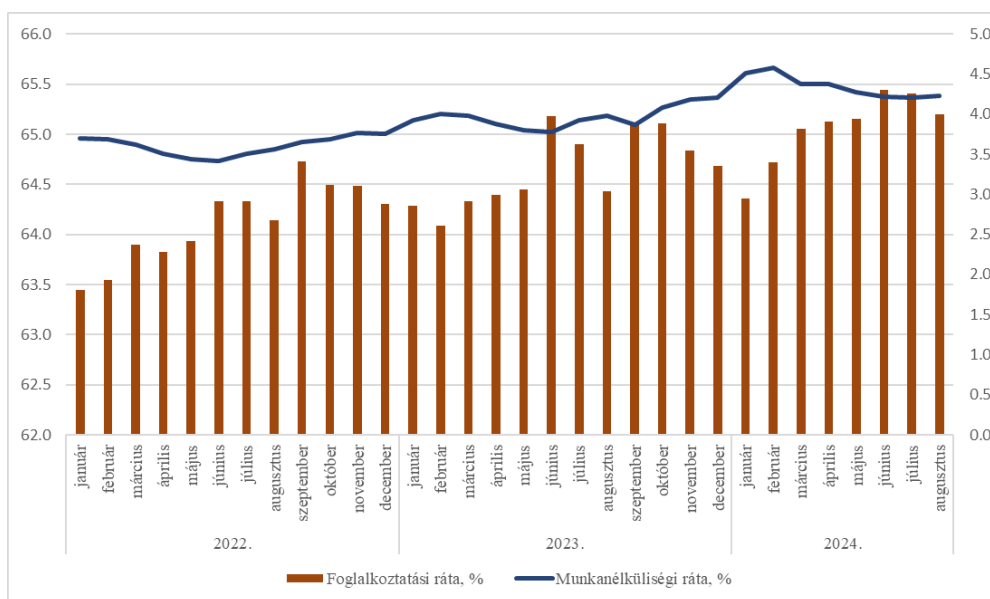
3.2.2. Munkaerőpiac

A pandémia elmúltával a 15-74 éves népesség foglalkoztatási aránya a szezonális mellett trendszerű növekedést mutatott, amit elsősorban a munkapiacra visszatérők létszámának növekedése, illetve a még oktatásban részesülő pályakezdekők bevonása eredményezett. A munkanélküliség ugyanakkor 2023 közepe és 2024 februárja között fokozatosan nőtt, ami a gazdaság 2023. évi enyhe visszaesésének következménye volt. 2024 februárjában a ráta elérte a 4,6 százalékot, amelyben szerepe volt a 2023 végi csoportos létszámleépítéseknek, illetve főleg a turizmus és a belkereskedelem ágazatokban működő kisvállalkozások megszűnésének. A munkanélküliségi ráta azonban nyár elejére ismét 4,5 százalék alá került, és azóta stabilizálódni látszik (7. ábra). Ugyanebben az időszakban a betöltetlen állások száma jelentősen, 78,6 ezerrel 71 ezerre csökkent. Az elsősorban alacsony képzettséget igénylő, így például az újonnan alapított, főleg az akkumulátorgyártás területén létesített új gyárakban az összeszerelő tevékenységek végzésére jelentős számú vendégmunkás érkezett hozzánk az Európai Unió kívüli országokból. A KSH júliusi közlése szerint a külföldi állampolgárságú alkalmazásban állók létszáma megközelítette a 100 ezer főt, ebből mintegy 78 ezer fő harmadik országbeli volt. Az Unió kívüli munkavállalók közvetítésének, toborzásának szabályozását ugyanakkor a kormányzat szigorítani tervezi. A versenyszférában is jelentős számú betöltetlen állás miatt a vendégmunkások „nem veszik el” a magyar munkavállalók munkahelyeit. Mivel jelentős struktúraváltásra nem számítunk középtávon sem, a vendégmunkások munkaerejére tartósan szükségünk lesz. A bérleszorító hatást éppen azzal próbálja a szabályozás kivédeni, hogy a vendégmunkásokat csak jellemzően munkaerőhiányos ágazatokban lehessen alkalmazni.

Előrejelzésünk szerint 2025-2026-ban a foglalkoztatás szerény mértékben tovább nőhet, 2027-től már stagnálásra számítunk. A munkanélküliségi ráta 2025-ben valamivel 4 százalék felett maradhat, 2026-ban valamelyest csökkenhet, míg 2027-ben a gazdasági ciklusnak megfelelően ismét 4 százalék fölé kerülhet.

7. ábra

A 15–74 éves népesség aktivitási aránya (bal tengely) és a munkanélküliségi ráta (jobb tengely) havonta, 2022-2024



Forrás: KSH Stadat

4. Makrogazdasági egyensúly

4.1. Az infláció alakulása 2025-2027 között

A középtávú előrejelzés bemutatása előtt érdemes röviden kitérni a jelenlegi helyzet kialakulásával kapcsolatos legfontosabb tanulságokra. A koronavírus-járvány kitörése előtti szűk évtized ugyanis inflációs szempontból egy különleges időszak volt: az intenzív globalizációnak köszönhetően az egyre kiterjedtebb ellátási láncok egyre olcsóbb termelést tettek lehetővé, ami tartósan nyomás alatt tartotta a globális árakat. Bár ennek a folyamatnak nyilvánvalóan megvoltak a természetes korlátjai, egyre elterjedtebbé vált az a gondolat, hogy a világ gazdaságai végleg búcsút inthetnek az inflációnak. Ráadásul kevesen foglalkoztak a komplex ellátási láncok sérülékenységéből adódó kockázatokkal: a rendszer bármely pontján keletkező szakadás globális hatásokkal járhat, a kialakuló kínálati hiány pedig hirtelen és jelentős áremelkedést okozhat.

A koronavírus-járvány következtében világszerte bevezetett utazási és egyéb korlátozások alaposan szétzilálták ezeket a láncokat, azonban a drámaian visszaeső kereslet dezinflációs hatásai kezdetben ellensúlyozták az ellátási láncok széttöredezéséből adódó inflációs nyomást. Emiatt a monetáris politika világszerte extrém módon laza maradt, sőt a fejlett országok többségében erőteljes költségvetési élénkítő programokkal egészült ki.

A 2021 közepétől felpörgő inflációra a monetáris és fiskális irányítók csak lassan reagáltak, és csak kis lépésekben korrigálták a fenntarthatatlanná vált állapotot, mivel általános volt a félelem attól, hogy szigorítás esetén újabb recesszió alakulna ki. Mindezek következtében 2022-re világszerte több évtizedes csúcsra emelkedtek az inflációs mutatószámok, és csak 2023 második felére tértek vissza a moderáltnak tekinthető szintekre. Ennek ára a monetáris és fiskális politika egyidejű szigorítása volt, aminek következtében erőteljes dekonjunktúra alakult ki, a fejlett országok jelentős része recesszióba süllyedt.

A fent említett folyamatok Magyarországra is jellemzőek voltak, sőt az átlagosnál jelentősebb mértékben éreztették hatásukat. Ennek oka, hogy számos országspecifikus tényező erősítette a hazai infláció gyors emelkedését. A valamennyi országra ható általános tendenciákon túl ezek közül az alábbiak voltak a legfontosabbak:

- a fogyasztás eltérő szerkezete: a hazai kosárban magasabb az élelmiszerek és az energia aránya,
- a mesterségesen alacsonyan tartott hatósági árak rendszere: ha minden szereplő tudja, hogy a rendszer fenntarthatatlan, előre beárazzák a várható áremelkedéseket,
- munkaerőhiány és kapacitáshiányos gazdaság (erősen pozitív GDP gap): bár ez a jelenség más országokra is jellemző volt, nálunk kimagasló volt a mértéke, főleg az építőipar esetében,
- ársapkák: ha az állam mesterségesen belenyúl a piaci árakba, torzítja az azokból származó információkat, ami rontja a piaci hatékonyságot, csökkenti a versenyt,
- laza költségvetési politika: a magyar kormány csak a 2022-es választásokat követően szánta rá magát némi korrekcióra, addigra a környező országok többsége már túl volt ezen, ezzel szemben nálunk 2020-23 közötti időszakban folyamatosan 6 százalék feletti volt a költségvetési hiány.

Mindezek következtében 2022/2023 fordulójára a 12 havi inflációs ráta 25 százalék közelébe emelkedett, és 2023 januárjában a havi index 25,7 százalékon tetőzött. Az éves átlagos árindex a 2022-es 14,5 százalék után tavaly 17,6 százalék volt. 2024 elejére 4 százalék alá csökkent a 12 hónapos index, azonban a havi áremelkedések üteme viszonylag magasan alakult az első

négy hónapban, ami óvatosságra ad okot. Májustól kezdődően már a havi indexek is kedvezően alakultak (kivéve a július havi adatot), így az alacsony bázis ellenére további csökkenés következett be. Szeptemberben 3 százalékra csökkent az előző év azonos időszakához viszonyított mutató, ami az optimistább elemzői várakozásokat is alulmúlta. Sajnos azt kell mondanunk, hogy ez inkább magyarázható egyszeri hatásokkal (pl. az üzemanyagárak lokális minimumra süllyedésével, vagy a háztartási energia árcsökkenésével), mint tartós dezinflációra utaló jelekkel. A maginfláció értéke például szeptemberben is 4,8 százalék volt, míg a szolgáltatások éves drágulása egyenesen 8,4 százalékos.

Ezek alapján az inflációcsökkenés folyamata lelassulhat, sőt a következő évben akár a visszajára is fordulhat. Számításaink szerint 2024 végére az alacsony bázis miatt 4,2 százalékra emelkedhet a 12 havi ráta, igaz, ez sokkal kedvezőbb, mint a korábbi elemzésünkben várt 6 százalékos mérték. Így az éves átlagos infláció 3,7 százalék lehet az idei évben.

Jövőre csökkenés helyett inkább stagnálás várható, számításaink szerint egész évben 4 százalék körül ingadozhat a 12 havi árindex. 2025 decemberére 4,1, az év egészére 4 százalékos rátát valószínűsítünk. A 2026-os választási évben jelentős jövedelemkiáramlásra lehet számítani, ami keresleti oldalról járhat inflációs kockázatokkal. 2027-re már tartósabb és megalapozottabb dezinflációt várunk, ami azt jelentheti, hogy nem csak egy hónapra érjük el a 3 százalékos jegybanki célt, hanem hosszabb távon is ennek közelében maradhat az éves árnövekedés mértéke.

4.2. Külső egyensúly

2024 első felében az előzetes adatok alapján a folyó fizetési mérlegben jelentős szufficit alakult ki. Ennek fő oka az áruegyenleg jelentős többlete, amelyet az importnak az előző évihez viszonyított jelentős visszaesése eredményezett. A visszaesést elsősorban a beruházások drámai csökkenése, illetve az ezekhez szükséges termékimport kiesése okozta. Az áruexport is visszaesett, de kisebb mértékben. A csökkenés mindkét viszonylatban már 2023 harmadik negyedétől kezdődött. A szolgáltatások külkereskedelme az egy évvel korábbihoz hasonlóan alakult, hozzájárulva a folyó fizetési mérleg többletéhez. Az MNB fizetési mérleg jelentése⁸ alapján a négy negyedéves értékek az energiamérleg javulását mutatják 2023 elejétől fogva. A magyar szempontból releváns Ural nyersolaj árelőnye a Brenttel szemben ugyanakkor 2024

⁸ MNB Fizetési mérleg jelentés, 2024 július

folyamán fokozatosan csökkent: az év elején az árkülönbözet még körülbelül 15 USD volt hordónként, ugyanez 2024 szeptemberében már csak 5 USD körül alakult. Az orosz importgáz árát meghatározó holland tőzsdei földgázár 2023 októberétől viszonylag meredeken csökkent egészen márciusig, azóta, ha viszonylag mérsékelt ütemben is, de emelkedő tendenciájú, jelenleg 38 euró/MWh körül alakul. A cserearány 2024 első felében szerény mértékben, 1,3 százalékkal javult. A folyó fizetési mérlegben a jövedelemátutalások egyenlegei nem mutattak jelentős változást az előző év azonos időszakához képest, csak a profitutalások egyenlege mutatott valamivel nagyobb hiányt 2024 első negyedében. A másodlagos jövedelmek egyenlege sem változott számottevő mértékben az egy évvel korábbihoz viszonyítva. A tőkemérleg alakulását elsősorban a beérkező uniós tőketranszferek határozzák meg. Ezek elmaradása 2024 első felében azt eredményezte, hogy a pozitív egyenleg látványosan csökkent, ami a második negyedében már 60 millió euró alá került. Korábbi elemzéseinkben csak a transzferek csúszásával számoltunk, de feltételeztük, hogy megegyezés lesz az uniós szervekkel, így a kohéziós transzferek és az RRF-ből igényelt támogatások, illetve hitel beáramlása még 2024-ben megtörténik. Jelenlegi előrejelzésünk szerint ezek a források főleg csak 2025 második felétől lesznek elérhetők. Számolni kell ráadásul bizonyos forrásvesztéssel is: 2024 végén a 2022-es allokáció lehívhatósága jár le. Az Európai Bíróság döntése értelmében ezen kívül további 300 millió euró forrásvesztéssel, valamint az ítélet végrehajtásának halogatása miatti büntetéssel kell számolni, ami a lehívható forrásokat fogja csökkenteni (a bírság akár a folyó transzferekből is levonható lesz). Becslések szerint a 2024. évi forrásvesztés elérheti akár az 1,5 milliárd eurót is. Ha nem lesz megegyezés 2025-ben sem, további hasonló mértékű forrásvesztéssel kell számolni. 2024-ben a folyó fizetési mérleg kedvező – lényegében a drámaian lecsökkent beruházások miatti importigény visszaesésének köszönhető – pozitív egyenlege miatt a transzferbeáramlások elmaradása mellett is várhatóan 2 százalék körül alakulhat GDP-arányosan a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége. A 2025 első felében várható szerény növekedés mellett az import növekedésével, így romló külkereskedelmi egyenleggel kell számolni. 2024 szeptember végén érezhetően, mintegy 5 forinttal gyengült a forint az euróval szemben, elsősorban a költségvetési hiánnyal kapcsolatos negatív várakozások miatt. Az árfolyam nem tudott teljes mértékben visszakorrigálni a korábbi szintre a kedvező szeptemberi költségvetési adat és a pozitív kormányzati nyilatkozatok ellenére sem. Jelenlegi előrejelzéseinkben nem számolunk középtávon sem lényeges változással, a 400 HUF/EUR körüli árfolyamot tartósnak ítéljük.

A US Energy Information Administration 2025-re lényegében az ideihez hasonló olajárakkal számol. A földgáz ára 2025-ben várhatóan csekély mértékben emelkedik a növekvő ázsiai kereslet, az elhúzódó háborús konfliktusok, illetve a csak korlátozott mértékben bővülő LNG kínálat miatt. Az alapszcenárióban 2026-2027-ben nem várunk jelentősebb változást az energiahordozók áraiban.

2025 második felében, már a választások felé közeledve, a gazdaságpolitika részéről számítani lehet egy lazább jövedelempolitikára, ami tovább ronthatja az áruegyenleget. A szolgáltatások külkereskedelmének egyenlege az áruegyenlegnél várhatóan továbbra is kedvezőbben alakul, a szolgáltatásexport bővülési ütemének csekély mértékű visszaesésére csak 2027-ben számítunk. 2026 első felében elkerülhetetlennek látszik a politikai ciklushoz igazodó lazítás, amelyet a választás után szükségessé váló megszorítások követhetnek. 2027-ben további egyensúlyjavító intézkedések miatt visszaeső, a 2024. évihez közeli, mindössze 1,5 százalék körüli növekedési rátával számolunk. Az államadósságon belül a devizaarány 2024 közepére megközelítette a megengedhető felső határnak tekintett 30 százalékot, így további jelentősebb devizakötvény kibocsátással nem számolunk. A külső egyensúly alakulásának kockázati tényezője a 2024 október elején tapasztalat árfolyamgyengülés, amelyet a növekvő geopolitikai – közel-keleti – feszültségek okoztak. 2025 egészében az euró árfolyama 400-405 forint körül alakulhat.

Összességében a külső egyensúlyunk a 2025-2027-es előrejelzési időszakban végig pozitív maradhat. A következő három évben az uniós tőketranszferek 2025 második felétől kezdődő esetleges újbóli beáramlása esetén is legfeljebb 1,5 százalék körüli GDP-arányos külső finanszírozási képességet valószínűsítünk.

5. Költségvetési pálya 2027-ig

A középtávú kitekintés előtt érdemes röviden összefoglalni a tavalyi folyamatokat, és ejteni pár szót az idei kilátásokról. Ha egy szóval kellene jellemezni a 2023-as év költségvetési folyamatait, akkor azt kellene mondanunk, hogy a tavalyi a kiábrándulás éve volt. 2020-ban a koronavírus-járvány gazdasági következményei miatt felfüggesztették az uniós költségvetési szabályrendszert, és a helyzetet kihasználva a magyar kormány azonnal elengedte a költségvetési hiányt. Azóta minden évben azzal az üzenettel indult a fiskális tervezés, hogy egy jelentősebb korrekciót követően pár ében belül visszaáll a 3 százalék alatti hiány. Ezt követően rendre azt láthattuk, hogy valamilyen ok miatt nem sikerült elérni az elvárt javulást, de némileg

csökkent a deficit. 2023-ban egyértelművé vált a helyzet: nem csökkent, hanem nőtt a hiány az előző évhez képest, és ennek mértéke tartósan beragadni látszik a 6-7 százalékos sávba.

A 2023-as hiánynövekedés mögött elsősorban az áfa-bevételek elmaradása áll. Nagyjából 1000 milliárd forintos alulteljesítésről beszélhetünk, amit nem sikerült kompenzálni az év közbeni intézkedésekkel. Ez azonban csak bő 1 százalékpontos hiánynövekedést eredményezett volna, viszont amikor a kormányzat érzékelte, hogy nem tudja teljesíteni a hiánycélt, rögtön közel 2 százalékponttal emelte meg azt, majd végül ezt is túlteljesítette további 0,5 százalékponttal. Összességében a várt 4,4 százalékos deficitből pár hónap alatt 6,7 százalék lett. Nagyon veszélyesnek érezzük ezt a fajta mentalitást, ugyanis a piac nem felejt el ezeket az „korrekciókat”, ami az államadósság egyre dráguló finanszírozásában csapódik le. 2023-ban a költségvetés kamatkiadásai megközelítették a GDP 4 százalékát, és idén minden bizonnyal meg is haladják azt. Egy esetleges leminősítés nagyon veszélyes spirált indíthatna el ezen a területen, amit mindenképpen el kellene kerülni.

Szerencsére az idei első 3-4 hónap rémisztő adatait követően mintha némi fény látszana az alagút végén. Az eddig nyilvánosságra került információk alapján úgy tűnik, hogy amennyiben fennmarad a kormány ezirányú eltökéltsége, akkor elérhető az idei évre megjelölt 4,5 százalékos deficitcél. Ne feledjük, hogy ez már egy többször felfelé módosított célérték, a piac aligha viselne el egy újabb – tavalyihoz hasonló – sokkot. Azzal a feltételezéssel élünk, hogy ezt a fiskális kormányzat is érzékeli, és így idén elmarad a szokásos év végi pénzszozás.

Egyre kevesebb és egyre kevésbé megbízható információ érhető el az ESA-híd alakulásával kapcsolatban. Az áprilisban megjelent konvergencia program szerint idén zéró körül lehet a mutató értéke, míg 2025-26-ban újra pozitív lehet a 2023-as negatív értéket követően. Mindez azt jelenti, hogy a következő két évben az eredményszemléletű hiány alacsonyabb lehet a pénzforgalmi mutatónál.

Véleményünk szerint jövőre 4 százalék alá csökkenhet költségvetés deficitje, azonban 2026-ra újra 4,5 százalékra emelkedhet az ESA hiány. A választási évben a legjobb esetnek azt prognosztizáljuk, hogy csak mérsékelten emelkedik a költségvetés deficitje. 2027-re viszont azt várjuk, hogy az aktuális kormány erőteljes kiigazításba kezd, és a reálgazdasági veszteségek ellenére kikényszeríti a maastrichti cél elérését, ugyanis az akkorra várható helyzetben (harmadik éve folyó túlzottdeficit-eljárás) egyszerűen nem lesz más ésszerű alternatíva.

2020-ban megtört az államadósság korábban csökkenő trendje, mintegy 14 százalékponttal emelkedett a GDP arányos mutató. Ezt követően érezhető mérséklődés következett be, ami jelentős részben annak volt köszönhető, hogy a gyorsuló infláció számottevően emelte a

nominális GDP értékét. 2023-ban folytatódott ugyan a csökkenés, de már csak minimális mértékben, az év végére 73,5 százalékon állt az adósságmutató. A következő években a lassan mérséklődő költségvetési hiány, a lassú növekedés és a csökkenő infláció nem kedvez az adósságcsökkentésnek, idén például kifejezetten emelkedésre lehet számítani. 2027-ig azért várható némi mérséklődés, a kitekintési időszak végére 71 százalék alá csökkenhet az államadóssági ráta (10. táblázat).

10. táblázat

A kormányzati szektor hiánymutatóinak és adósságának alakulása

	2024	2025	2026	2027
GDP folyó áron (millió Ft)	80 511 331	86 320 223	92 468 381	98 194 393
Pénzforgalmi egyenleg (millió Ft)	-3 600 000	-3 800 000	-4 400 000	-2 700 000
ESA egyenleg (millió Ft)	-3 596 000	-3 350 000	-4 170 000	-2 790 000
Strukturális egyenleg (millió Ft)	-3 240 945	-3 221 814	-4 407 181	-2 785 581
Pénzforgalmi egyenleg a GDP %-ában	-4,5%	-4,4%	-4,8%	-2,7%
ESA egyenleg a GDP %-ában	-4,5%	-3,9%	-4,5%	-2,8%
Strukturális egyenleg a GDP %-ában	-4,0%	-3,7%	-4,8%	-2,8%
Bruttó államadósság (millió Ft)	59 298 011	64 133 854	67 516 702	69 627 535
Bruttó államadósság a GDP %-ában	73,7%	74,3%	73,0%	70,9%

Forrás: KSH, saját előrejelzés

6. Kockázatok és pályafordító eshetőségek középtávon

Az egymást követő sokkhatások megemelték az üzleti és kormányzati döntések bizonytalansági szintjét az utóbbi fél évtizedben a magyar szempontból releváns külső gazdasági, technológiai, politikai környezetben. Ehhez társul, hogy a hazai politikai-üzleti ciklus kilengései felerősödtek, kezdve a 2020-as pandémiával. Közvetkezőképpen minden trendelemzésnél, kivetítésnél, modellszámításnál kalkulálni kell a gazdasági-pénzügyi folyamatok megnövekvő volatilitásával, továbbá a váratlan nem-gazdasági jellegű események, fejlemények bekövetkezésének gazdasági következményeivel.

A fentiekben bemutatott középtávú alkalmazkodási pálya („alappálya”) csupán egy a magyar gazdaság lehetséges időbeli lefutásai között; a vonatkozó kiinduló feltételek és a kritikusnak

ítélt hipotézisek a tanulmány elején szerepelnek. A gazdasági-technológiai folyamatok lehetséges elágazásaihoz és a vizsgált nagy területek (külgazdasági környezet, nemzetközi monetáris viszonyok, geopolitikai és biztonsági vonatkozások, EU-kapcsolatok) trendjeihez kapcsolódó kockázatokat a releváns szakmai anyagok és saját szakértői becslésünk alapján kíséreltünk meg kalibrálni. A sokféle pályaváltozatból egyet emeltünk ki, a fentiekben részletezett *alappályát*.

Azon túlmenően a továbbiakban az alappályánál kisebb részletezettséggel bemutatjuk azt a pálya-változatot, amely reflektál a munka véglegesítésének időpontjában közzétett kormányzati deklarációkra (gyorsítási pálya). A politikai megnyilvánulások a szándékolt gazdaságpolitika karakterére és a következő évek növekedési dinamikájára vonatkoznak (ám a jelen tanulmány lezárása idején költségvetési törvénytervezetben vagy egyéb állami dokumentumban még nem szerepelnek). Mint pályaváltozat, markánsan eltér a fent kifejtett alapváltozattól: a deklarációkban a bázisidőszak tényadatait és gazdasági növekedésünk hosszútávú trendjeit meghaladó GDP-növekedési tartományt neveztek meg.

Mind az alappályának, mind az alternatív (gyorsítási) pályának a megvalósulását különféle kockázatok övezik (az utóbbival kapcsolatban értelemszerűen többlet-rizikókkal is számolni kell). Ezek kapcsán a következők megjegyzéseket tesszük.

- Az itt vázolt középtávú időszakot közvetlenül megelőző szakaszban (a 2023-2024-es évek során) súlyos pénzügyi stabilizációs és antiinflációs feladat elé került a kormányzat. A makrogazdasági indikátorok mutatnak pozitív eredményeket (így a külső mérlegegyenleg, a dezinfláció, a foglalkoztatási ráta vonatkozásában), de *a változások konzisztenciája, fenntarthatósága* még kérdéses a jelen munka elkészítésének idején.
- A magyar társadalom sokszoros alkalmazkodási kényszert élt át ez utóbbi években. A rapid infláció és az arra adott válasz az üzleti szereplők illetve az állam részéről nagymértékben átrendezte a reáljövedelmek és vagyonok szerkezetét, a munkaerőpiacot és a munkavégzési szokásokat, valamint a fogyasztási szerkezetet. Több szakterületen felgyorsult a cégbezárás, a képzett munkaerő kiáramlása, erős térségei jellegzetességgel. A társadalmi átrendeződések miatt bizonytalanabbá vált a korábbi *fogyasztási és megtakarítási ráták* kivetíthetősége, a *munkavállalási aktivitás* előrejelzése.

- Új elem és kockázati tényező, hogy a hazai béremelkedések ellenére a környező országokban nőtt a reálkereset, ami miatt megváltozhatnak, megfordulhatnak a *gazdasági migrálási* folyamatok.
- A magyar fogyasztási képesség lemaradást érzékelve erősödik a politikai nyomás a *béremelést* illetően, alapvetően a gazdasági szereplőkre helyezve a bérkonvergencia terhét: ez felfelé mutató *bérinflációs kockázattal* jár.
- Az uniós átlagnál, sőt a térségi szintnél is tartósan és nagymértékben magasabb inflációnk megnövelte a társadalmi elégedetlenséget. A 2023 utáni dezinfláció adatai javulást mutattak, de a lakossági várakozások és bizonyos üzleti többletköltségek növelik az áremelkedés ütem újbóli gyorsulásának esélyeit (*inflációs várakozások*).
- Az újrainduló inflációs ciklus ellen a jegybanki politika elvileg fel tud lépni, de a monetáris szigorítás árszínhatása késéssel érvényesül. Ugyanakkor bármilyen kamatemelési ügyben kiéleződik a *kormány-jegybank konfliktus* a kormányzat növekedési szándéka és a jegybank antiinflációs mandátuma miatt. E vonatkozásban jelentős az eltérés az alappálya és az erőltetett növekedési pálya között: az utóbbihoz forintárfolyam-gyengülés és inflációs többlet tartozik.
- A jegybank negatív tőkéje súlyos, megoldatlan ügy, amelynek explicitté válása látványosan befolyásolja az államháztartás hiánymutatóit, és konfliktust generálhat a Stabilitás és Növekedési Paktum valamint a hazai stabilitási törvény kontextusában.
- Mivel 2026 választási év, ezért plauzibilis azt feltenni, hogy bár szükséges lenne folytatni a költségvetési kiigazítást 2025 során, de az állam kerüli a közvetlen lakossági elvonásokat, a népszerűtlen intézkedésekkel igyekszik megvárni 2026 második felét. Mindkét változatban, de különösen a gyorsított növekedési kísérleti verzió esetén 2027-ben recessziós hatás éri a gazdaságot makro-keresleti oldali kiigazítás miatt.
- Monetáris politikai szigorítás igényelhet az országhoz tartozó leminősítés; nagyobb kamatfelár mellett lehet finanszírozni az adósságot.
- A külső (orosz eredetű) energiaellátásról való teljes leválás terén Magyarország lemaradásban van az EU nagy többségéhez képest, átmeneti mentesítések mellett. A közös uniós energiapolitika szigorodása vagy saját ellátásbiztonsági meggondolások következtében további költséges átállási teendők adódnak a középtávú időszakban: ezekből többlet költségvetési kiadások és/vagy nagyobb hazai energiatarifák adódnak.
- Az EU-n kívülről származó FDI szigorúbb szabályozásának érvényre jutása nehezen kalibrálható, de a jelentős visszaesést idézheti elő a beruházási folyamatban, amennyiben

a szabályozási kockázat megnövekedése illetve (vám-)költségek megemelkedése miatt visszaléphetnek korábbi befektetők.

Egyelőre csak a kormányzat által célul kitűzött 3-6 százalékos közötti éves gazdasági növekedés vált publikussá, az ehhez választott eszközök, programok egyelőre részleteikben nem ismertek. Emiatt ehhez még konzisztens pályát nem tudunk hozzárendelni, csak az általunk alappályának tekintett scenáriótól való eltérések irányait tudjuk becsülni: 2025-26-ra nagyobb inflációval, 2025-re erősebb GDP-növekedéssel, amelyet követően viszont a szükséges korrekció 2027-re recessziót hozna.

7. A 2025-2027-re vonatkozó előrejelzések összefoglaló táblázata

11. táblázat

Makrogazdasági előrejelzések 2025-2027-re

	2025	2026	2027
Háztartások fogyasztási kiadása (előző év=100)	101.0	103.5	102.0
Háztartások tényleges fogyasztása (előző év=100)	100.9	103.2	101.8
Közösségi fogyasztás (előző év=100)	102.5	102.5	102.0
Végső fogyasztás összesen (előző év=100)	101.2	103.1	101.8
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (előző év=100)	103.5	105.5	104.0
Bruttó felhalmozás összesen (előző év=100)	103.5	105.5	104.0
Export (előző év=100)	104.2	105.2	104.2
Import (előző év=100)	103.5	106.0	104.0
Bruttó hazai termék (GDP) (előző év=100)	102.5	103.5	102.8
GDP folyó áron (millió Ft)	86 320 223	92 468 381	98 194 393
Pénzforgalmi költségvetési egyenleg (millió Ft)	-3 800 000	-4 400 000	-2 700 000
ESA költségvetési egyenleg (millió Ft)	-3 350 000	-4 170 000	-2 790 000
Strukturális egyenleg (millió Ft)	-3 221 814	-4 407 181	-2 785 581
Pénzforgalmi egyenleg a GDP %-ában	-4.4%	-4.8%	-2.7%
ESA egyenleg a GDP %-ában	-3.9%	-4.5%	-2.8%
Strukturális egyenleg a GDP %-ában	-3.7%	-4.8%	-2.8%
Bruttó államadósság a GDP %-ában	74.3%	73.0%	70.9%
Munkanélküliségi ráta	4,1%	4,0%	4,2%
Fogyasztói árindex	4.0%	4.3%	3.1%

Forrás: saját számítás