

MEGRENDELŐLAP

Megrendelem a KOPINT Konjunktúra Kutatási Alapítvány
2025. évi KÜLGAZDASÁG c. folyóiratát példányban,
előfizetési díj éves: 15 600 Ft, féléves: 7800 Ft, lapszámonként: 2600 Ft.

Megrendelő neve:

Megrendelő címe:

Megrendelő postafiókció:

Megrendelő e-mail-címe:

Telefon:

Telefax:

Ügyintéző neve, telefonszáma:

Fizetési mód: Csekken: ☐ Átutalással: ☐
(Számlaszámunk: 11100104-19659963-10000001)

Kérjük, hogy a 2025-ös megrendelésüket az alábbi elérhetőségeken jelezzék számunkra.

Külgazdaság Szerkesztősége

1024 Budapest, Margit körút 47–49. 5. em. 4. • 1518 Budapest, Pf.: 71
web: www.kulgazdasag.eu • e-mail: kulgazdasag@kopint-tarki.hu
Tel.: 309-2695 • Fax: 309-2647

2025/3–4 Külgazdaság

KÜLGAZDASÁG

A tartalomból:

Konjunktúraelemzések 2025 tavaszán
CIB Bank (Trippon Mariann), Budapesti Corvinus Egyetem (Bod Péter Ákos – Cserhádi Ilona – Keresztély Tibor – Takács Tibor), GKI Gazdaságkutató Zrt. (Bank Dénes – Petz Raymund), Kopint-Tárki Zrt. (Nagy Katalin – Palócz Éva – Vakhal Péter), Magyar Gazdaságfejlesztési Ügynökség Gazdaságelemzési Központ (Horváth Diána – Molnár Dániel), Magyar Nemzeti Bank (Köllő Attila).

Hárs Ágnes – Simon Dávid: Visszavándorlók a hazai munkapiacra

Bethlendi András: A reálgazdaság finanszírozása a közép- és kelet-európai országokban a koronavírus-járvány alatt és után

LXIX. évfolyam
2025/3–4

KOPINT Konjunktúra Kutatási Alapítvány



KÜLGAZDASÁG

A KOPINT Konjunktúra Kutatási Alapítvány folyóirata

CONTENTS

SZERKESZTŐBIZOTTSÁG:

Halmi Péter (elnök)

Ádám Zoltán, Bruszt László, Csaba László, Csáki György, Deák Dániel, Gács János, Halpern László, Julius Horváth, Kapás Judit, Karsai Gábor, Köves András, Laki Mihály, Landau Edit, Muraközy Balázs, Oblath Gábor, Palócz Éva, Perényi Áron, Schweitzer Iván, Szalavetz Andrea, Tóth István György, Vakhal Péter, Várhegyi Éva

A SZERKESZTŐSÉG:

Főszerkesztő: Losoncz Miklós (e-mail: Losoncz.Miklos@uni-bge.hu)

Szerkesztők: Fáber Ágoston (e-mail: agostonfaber@gmail.com)

Farkas Zoltán (e-mail: zoltan.farkas@kopint-tarki.hu)

Olvasószerkesztő: Zsámboki Péter

Szerkesztőségi titkár: Rózsás Erika (e-mail: erika.rozsas@kopint-tarki.hu)

Jogi szerkesztők:

Horváthy Balázs (e-mail: horvathy.balazs@tk.mta.hu)

Raffai Katalin (e-mail: raffai.katalin@jak.ppke.hu)

Szabó Sarolta (e-mail: szabo.sarolta@jak.ppke.hu)

Economic Analyses in Spring 2025 3

CIB Bank – Mariann Trippon 5

Corvinus University of Budapest – Péter Ákos Bod – Ilona Cserhádi – Tibor Keresztély – Tibor Takács 20

GKI Economic Research Co. – Dénes Bank – Raymund Petz 44

Kopint-Tárki Zrt. – Katalin Nagy – Éva Palócz – Péter Vakhal 61

Hungarian Economic Development Agency Economic Analysis Centre – Diána Horváth – Dániel Molnár 80

Magyar Nemzeti Bank – Attila Köllő 92

Macroeconomic indicators and forecasts 98

Ágnes Hárs – Dávid Simon: Returnees in the domestic labour market 100

András Bethlendi: Financing the real economy in the Central and Eastern European countries in the Covid and post-Covid period 125

A folyóiratot a Magyar Tudományos Akadémia támogatja.

Támogatói okirat száma: KFB-027-2024

TARTALOM

Konjunktúraelemzések 2025 tavaszán	3
CIB Bank – Trippon Mariann	5
Budapesti Corvinus Egyetem – Bod Péter Ákos – Cserháti Ilona – Keresztély Tibor – Takács Tibor	20
GKI Gazdaságkutató Zrt. – Bank Dénes – Petz Raymund	44
Kopint-Tárki Zrt. – Nagy Katalin – Palócz Éva – Vakhal Péter	61
Magyar Gazdaságfejlesztési Ügynökség Gazdaságelemzési Központ – Horváth Diána – Molnár Dániel	80
Magyar Nemzeti Bank – Köllő Attila	92
Makrogazdasági mutatók és előrejelzések	98
Hárs Ágnes – Simon Dávid: Visszavándorlók a hazai munkapiacon	100
Bethlendi András: A reálgazdaság finanszírozása a közép- és kelet-európai országokban a koronavírus-járvány alatt és után	125

**A folyóirat példányonként megvásárolható
a szerkesztőségben.**

**A Magyar Közgazdasági Társaság,
valamint a Magyar Közgazdaságtudományi Egyesület tagjai számára
a szerkesztőség előfizetés esetén 33 százalék kedvezményt ad.**

**A szerkesztőség címe: 1024 Budapest, Margit körút 47–49. 5. em. 4.
1518 Budapest, Pf. 71**

Telefon: 06-1-309-2695 • Fax: 06-1-309-2647

E-mail: kulgaszasag@kopint-tarki.hu

Munkatársak elérhetősége:

Főszerkesztő: Losoncz Miklós (e-mail: Losoncz.Miklos@uni-bge.hu)

Szerkesztők: Fáber Ágoston (e-mail: agostonfaber@gmail.com)

Farkas Zoltán (e-mail: zoltan.farkas@kopint-tarki.hu)

Olvasószerkesztő: Zsámboki Péter

Szerkesztőségi titkár: Rózsás Erika (e-mail: erika.rozsas@kopint-tarki.hu)

**A KOPINT Konjunktúra Kutatási Alapítvány
Külgazdaság honlapja:**

www.kulgaszasag.eu, illetve www.kopintalapitvany.hu

A szerkesztésért felel: Losoncz Miklós. A szerkesztőség címe: 1024 Budapest, Margit körút 47–49. 5. em. 4. Tel.: 06-1-309-2642, 06-1-309-2695. E-mail: kulgaszasag@kopint-tarki.hu. Kiadja a Kopint Konjunktúra Kutatási Alapítvány, 1065 Budapest, Nagymező utca 37–39. A kiadásért felel: Palócz Éva, a Kuratórium elnöke.

Előfizetésben terjeszti a Magyar Posta Zrt. Postacím: 1900 Budapest. Előfizetésben megrendelhető az ország bármely postáján, a hírlapot kézbesítőknél, www.posta.hu WEBSHOP-ban (<https://eshop.posta.hu/storefront/>), e-mailen a hirlapelofizetes@posta.hu címen, telefonon 06-1-767-8262 számon, levélben a MP Zrt. 1900 Budapest címen.

Külföldre és külföldön előfizethető a Magyar Posta Zrt.-nél: www.posta.hu WEBSHOP-ban (<https://eshop.posta.hu/storefront/>), 1900 Budapest, 06-1-767-8262, hirlapelofizetes@posta.hu

Külföldön terjeszti még a Batthyány Kultúr-Press Kft. 1014 Budapest, Szentháromság tér 6. Tel.: 201-8891, e-mail: batthyany@kultur-press.hu. Belföldi előfizetési díjak: 1 évre: 15 600 Ft, fél évre 7800 Ft, összevont számok ára 2600 Ft.

Megjelenik kéthavonta összevont számok formájában. HU ISSN 0324-4202

Tördelés: Király és Társai Kkt.

Cégvezető: Király Ildikó

Készült a Prime Rate Zrt. nyomdájában

Konjunktúraelemzések 2025 tavaszán

A *Külgazdaság* 2001 óta közli a gazdaságkutatók előrejelzéseit és elemzéseit, köztük a Magyar Nemzeti Bank kitekintését. A tavalyi évre a kormányzati cél lendületes gazdasági növekedés, az infláció leszorítása, valamint a költségvetés 3 százalékos hiánya volt. Ezzel szemben a hazai össztermék csupán 0,5 százalékkal bővült, az infláció leszorítása csak időlegesen sikerült, az államháztartás uniós elszámolású hiánymutatója (ESA 2010) pedig a hazai össztermék 4,9 százaléka volt. A negyedik negyedév sem sikerült valami fényesen. A kormányzat 2025-re repülőrajtot tervezett, de az idei első negyedév statisztikai adataiból csak egy botladozó gazdaság képe bontakozik ki. Az idei évre szóló költségvetési törvényt a kormány 3,4 százalékos növekedést, 3,2 százalékos inflációt és 3,7 százalékos GDP-arányos költségvetési hiányt feltételezve állította össze, ezek a remények azonban márciusra szertefoszlottak. Április 2-án pedig Donald Trump amerikai elnök vámemelési tervei feldúlták a magyar gazdaság globális környezetét, tovább rontva a kilátásokat.

Idén is arra kértük a gazdaságkutatók és -elemzők tekintélyes csapatát, hogy közöljék prognózisaikat a *Külgazdaságban*. A Magyar Nemzeti Bank szokás szerint az idei első inflációs jelentés alapján készült összefoglalóval vesz részt ebben a lapszámban. Az elemzések 2025. április 7. és 15. között érkeztek szerkesztőségünkbe.

Abstract

Economic Analyses in Spring 2025

Since 2001, *Külgazdaság* has been publishing the forecasts and analyses of economic researchers, including the outlook of the National Bank of Hungary. For last year, the government's goals included dynamic economic growth, mitigating inflation and a budget deficit of less than 3 per cent of GDP. By contrast, in 2024, the gross domestic product grew by a mere 0.5 per cent, inflation was suppressed only temporarily, and the general government's EU deficit indicator (ESA 2010) was 4.9 per cent of GDP. The fourth quarter did not prove to be a success either. The government planned a dynamic start for 2025, but the statistical data for the first quarter of this year paint a picture of a stumbling economy. The government elaborated the budget law for this year on the assumption of 3.4 per cent GDP growth, a 3.2 per cent inflation rate and a 3.7 per cent budget deficit relative to GDP, but these hopes were dashed by March. And on 2 April, US President Donald Trump's tariff hike plans devastated the global environment of the Hungarian economy, further worsening the outlook.

This year, we asked prestigious economic researchers and analysts to publish their forecasts in *Külgazdaság*. As usual, the National Bank of Hungary presented a summary of its prognosis in this issue based on its 2025 Inflation Report. The manuscripts reached our editorial office between 7 and 15 April 2025.

CIB Bank: A korrigált makropálya is túl derűlátó

TRIPPON MARIANN*

A magyar gazdaság külső környezetét 2025-ben a megszokottnál jóval nagyobb bizonytalanság jellemzi. Donald Trump amerikai elnök hivatalba lépése óta az új adminisztráció várható lépéseivel, azok időzítésével, makrogazdasági és piaci hatásaival kapcsolatos várakozásainkat szinte naponta korrigálni kell.

A magyarországi kilátásokat legközvetlenebbül a kereskedelempolitikai döntések érintik. Az új amerikai adminisztráció hivatalba lépése előtt és közvetlenül a beiktatás utáni időszakban alapforgatókönyvünkben fokozatos, differenciált vámelemelésekkel kalkuláltunk. Azzal a feltételezéssel éltünk, hogy az Egyesült Államokba Kinából érkező importtal szemben alkalmazott vámok erőteljesen emelkednek, míg az európai importra kivetett vámok visszafogottabb mértékben nőnek. Kanada és Mexikó esetében nem számítottunk a vámtéher érdemi emelkedésére. Ezek a prognózisok azon a (mára hibásnak bizonyult) feltételezésen alapultak, hogy a vámok kivetését meghatározó mértékben gazdasági megfontolások motiválják. Ennek jegyében Kína elszigetelése stratégiai prioritás marad, miközben az USA hagyományos történelmi szövetségeseivel és gazdasági partnereivel a jó kapcsolatok fenntartására törekszik. Esetükben a vámfenyegetések tárgyalási taktikaként értelmezhetők, a „belengetett” vámokat tárgyalásos úton elfogadható szintre lehet majd mérsékelni. Európa esetében így azzal a feltételezéssel éltünk, hogy a vámtételek minimálisan nőnek, cserébe azonban az Európai Unió vállalja a védelmi kiadások növelését és azt, hogy nagyobb mennyiségű fosszilis energiahordozót vásárol az Egyesült Államoktól.

2025. április 2. után azonban a mérsékelt, gazdaságilag racionális forgatókönyvekkel szemben a legpesszimistább várakozásunknál is agresszívabb forgatókönyv bontakozott ki a szemünk előtt. A globális gazdaság generációk óta nem látott protekcionista hullámmal szembesül. Ha az április 2-án bejelentett vámtételek érvényben maradnak, az Egyesült Államok effektív vámtarifája 25 százalék közelébe, az elmúlt évszázad legmagasabb értékére emelkedne. Ez alapjaiban rajzolhatja át a globális

* Trippon Mariann, a CIB Bank vezető elemzője. E-mail: trippon.mariann@cib.hu

A kézirat 2025. április 8-án érkezett a *Külgazdaság* szerkesztőségébe.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2025.69.3-4.5>

kereskedelmet, a beszállítói láncokat, komoly gazdasági károkat okozva nem csak a vámokkal sújtott gazdaságokban, de az Egyesült Államokban is.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E00, E24, E31, E62.

Kulcsszavak: makrogazdasági előrejelzés, kereskedelempolitika, növekedés, infláció.

Abstract

CIB Bank:

The adjusted macro trajectory is too optimistic

MARIANN TRIPPON

The external environment of the Hungarian economy in 2025 is characterized by much more uncertainty than usual. Since the inauguration of US President Donald Trump, our expectations about the expected actions of the new administration, their timing, macroeconomic and market effects have to be adjusted almost daily.

The outlook for Hungary is most directly affected by US trade policy decisions. Before the new US administration took office and in the immediate post-inauguration period, our baseline scenario assumed gradual, differentiated tariff rate increases. We assumed that tariff rates on imports into the US from China would increase sharply, while those on European imports would grow at a more moderate pace. For Canada and Mexico, we did not expect a substantial increase in the tariff burden. These projections were based on the assumption (now proven wrong) that the imposition of tariffs was motivated to a significant extent by economic considerations. In this spirit, isolating China remains a strategic priority, while the US seeks to maintain good relations with its traditional historical allies and economic partners. In their case, tariff threats can be interpreted as a negotiating tactic, and the envisaged tariffs can be reduced to an acceptable level through negotiation. In the case of Europe, we have therefore assumed that tariffs will increase minimally, but in return the EU will commit to increasing defence spending and buying more fossil fuels from the US.

However, after 2 April 2025, a more aggressive scenario than our most pessimistic expectations emerged against the moderate, economically rational scenarios. The global economy is facing a wave of protectionism not seen for generations. If the tariff rates announced on 2 April remain in place, the US effective tariff would rise to near 25 per cent, the highest in a century. This could fundamentally redraw global trade and supply chains, causing serious economic damage not only to the economies hit by tariffs, but also to the United States.

Journal of Economic Literature (JEL) codes: E00, E24, E31, E62.

Keywords: macroeconomic projection, trade policy, growth, inflation.

Átértékelési kényszer

Márciusi alapforgatókönyvünk a magasabb amerikai vámok hatását már részben tartalmazta, az április 2-ai bejelentések azonban további korrekciót indokolnak az előrejelzésekben. Az bizonyos, hogy a globális kereskedelmet ért sokk stagflációs hatású: mind a növekedési, mind pedig az inflációs kilátásokat rontja az Egyesült Államokban és a többi érintett gazdaságban is. A globális recesszió esélye emelkedett, de továbbra sem ez a legvalószínűbb forgatókönyvünk.

A pontos hatások modellezése jelen anyag zárásakor (2025. április 4.) még nem lehetséges. Az amerikai elnök bejelentéseiben ugyanis csak az egyes országokra kivetendő átlagos vámok szerepeltek, miközben Trump jelezte, hogy ezek ágazatonként, termékcsoportonként változhatnak. Azt sem tudjuk, hogy a vámokkal sújtott országok hogyan kalibrálják válaszlépéseiket. Nem világos, hogy a következő időszakban tárgyalásos úton módosulhatnak-e a meghirdetett tarifák. Modelljeink az extrém kereskedelempolitikai bizonytalanság pszichológiai hatásait sem képesek teljes egészében megragadni.

Továbbra is élnek halovány remények – részben a negatív piaci reakciókat látva –, hogy a bejelentett vámok érdemben csökkenhetnek, az elmúlt hetek eseményei azonban így is tartós negatív következményekkel járhatnak a globális kereskedelemre. Középtávon a legnagyobb veszélynek a tervezhetőség hiányát érezzük: egy konzisztens, megalapozott és véglegesnek tekinthető vámcsomagnak is lennének inflációs és növekedési hatásai, de ehhez a gazdasági élet szereplői képesek lennének alkalmazkodni. A kiszámíthatatlanság azonban lehetetlenné teszi a tervezést, a vállalatoknak nincsenek kapaszkodói, amelyek nélkül lehetetlen megalapozott üzleti döntéseket hozni – akár beruházásokról, akár beszállítói láncok átalakításáról, akár árazásról.

Az euróövezet növekedésére vonatkozó szimulációink alapján a 20 százalékos vámtarifa a monetáris unió GDP-jét 0,4 százalékkal mérsékelné az idei évben. A német költségvetési fordulat középtávon javítja a növekedési kilátásokat, a két hatás azonban időben elcsúszva jelentkezik. Rövid távon a fiskális lazítás még biztosan nem jár akkora növekedési többlettel, amely képes lenne a kereskedelempolitikai lépések negatív hatását ellensúlyozni. Számításaink szerint az euróövezet GDP-je idén 0,7 százalékkal nőhet, majd 2026-ban 1 százalék közelébe gyorsulhat. A 2026-os előrejelzés azonban azon a feltételezésen alapul, hogy az április 2-án bejelentett vámtételek 12–18 hónapon belül tárgyalásos úton mérsékelhetőek.

A német költségvetési fordulat, az adósságfékszabályok átalakítása (a GDP 1 százaléka feletti védelmi kiadásokat kivonják az adósságszabály alól, az infrastrukturális kiadásokra 500 milliárd eurós, 12 évre szóló speciális alapot hoznak létre, megszüntetik a szövetségi államokra vonatkozó egyensúlyi költségvetési követelményt) a következő tíz évben számításaink szerint éves átlagban a GDP valamivel több mint 2 százalékát kitevő fiskális impulzust jelent. A 2026–2027-es két-éves időszakra vonatkozóan így a GDP 0,5 és 1 százaléka közötti bruttó növekedési hatást becsülünk.

A kiszámíthatatlan, csapongó, potenciálisan számottevő makrogazdasági hatással járó intézkedések a jegybankok dolgát is megnehezítik. A jegybanki prognózisok változásának iránya viszonylag egyértelmű: alacsonyabb növekedés és magasabb inflációs pálya körvonalazódik. A mértéket és időzítést tekintve azonban minden bizonnyal a monetáris politikai irányítói is a sötétben tapogatóznak. Ilyen helyzetben a számunkra két legfontosabb központi bank, az Európai Központi Bank és az amerikai Fed nyíltpiaci bizottsága is kivárási álláspontra helyezkedhet.

A vámbejelentéseket követő piaci turbulenciában a Fed és az EKB kamatpályájára vonatkozó várakozások jelentősen elmozdultak. A Fed esetében a határidős jegyzések a korábbi egy-két kamatcsökkentés helyett az év végéig már négy, összesen 100 bázispontnyi lazítást áraznak. Saját előrejelzésünk az év végéig 50 bázispontnyi kamatcsökkentést tartalmazott már a vámbejelentés előtt is, ezt egyelőre nem módosítjuk. Az EKB-ra vonatkozó kamatpályánkat sem korrigáljuk egyelőre. Várakozásunk szerint az EKB folytatja normalizálási ciklusát. Az év közepére 2 százalékra süllyed az irányadó kamat, majd ezen a szinten stabilizálódik.

Magyar gazdaság: lanyha növekedés, inflációs kockázatok, költségvetési feszültségek

Lanyha növekedés, magas szinten beragadó infláció jellemezheti a magyar gazdaság idei évét. A munkaerőpiaci feszességek tovább oldódhatnak, a bérek két számjegyű ütemben nőhetnek. A külső egyensúlyi pozíciónk erős marad, a költségvetési hiánycél teljesülését viszont kockázatok övezik. A Magyar Nemzeti Bank alapkapata kismértékben csökkenhet, az euró-forint keresztárfolyam jellemzően 400 felett mozoghat az idei évben.

Bár 2024 utolsó negyedében a magyar gazdaság kilábal a technikai recesszióból, a növekedés továbbra is lanyha és nem megfelelően kiterjedt. 2024-

ben éves szinten szezonálisan és munkanaphatással kiigazítva 0,6 százalékkal nőtt a GDP. Márciusi alapforgatókönyvünk 2025-re 2 százalékos reálbővüléssel kalkulált, az előrejelzés körüli kockázatokat azonban már egy hónapja is lefelé éreztük erősebbnek. A kereskedelmi háború április elején új szakaszába lépett, emiatt korábbi növekedési prognózisunkat lefelé kényszerültünk módosítani. A külső keresleti környezet romlásának negatív hatását a német fiskális fordulat potenciális pozitív hatása az idén még nem fogja ellensúlyozni, az utóbbi faktor csak 2026-tól és időben elnyújtva érződik majd. Ebben az esztendőben az egyre gyengébb külső keresleti kilátások miatt az idei év végétől és 2026-tól belépő új feldolgozóipari termelőkapacitások növekedési hozzájárulása is visszafogott lehet. A 2025. márciusi kétszázalékos reálnövekedési előrejelzésünket így 1,5 százalékra korrigáltuk. A negatív revízió mögött termelési oldalon az ipar lényegesen rosszabb teljesítménye áll, míg felhasználási oldalon a beruházásoktól várunk gyengébb teljesítményt. A nettó export hozzájárulása is alacsonyabb lehet, mint korábban gondoltuk. A háztartások fogyasztására vonatkozó prognózisunkat egyelőre nem revideáltuk, de a vártnál magasabb infláció, a borúsabb munkaerőpiaci kilátások, valamint a bizalom potenciális gyengülése lefele mutató kockázatot jelent.

A növekedés szerkezetében érdemi változásra tehát nem számítunk a tavalyi évhez képest, a teljes növekedéshez felhasználási oldalon 2025-ben is a háztartások fogyasztása járulhat hozzá a legnagyobb mértékben. Tavaly a háztartási fogyasztás reálértékben 5,1 százalékkal bővült, a teljes GDP-növekedéshez 2 százalékponttal járult hozzá. A fogyasztást a kevésbé feszes, de stabil munkaerőpiac, a tovább emelkedő nominális és reálkeresetek, a szektor magas megtakarításállománya, a háztartások erős mérlegpozíciója és egyes költségvetési intézkedések is támogatják. A fogyasztói bizalomra azonban a vártnál magasabb infláció és az emelkedő inflációs várakozások negatívan hatnak. Prognózisunk szerint 2025-ben a háztartások fogyasztása 3,7 százalékkal emelkedik.

Az elmúlt negyedévekben mélyrepülésben lévő beruházások esetében a fordulatot a 2025-ös év sem hozza el; a viszonylag stabil fogyasztási képpel szemben a beruházások alakulásával kapcsolatban pesszimisták vagyunk. Az éves beruházási volumen 2025-ben újabb 1,7 százalékkal eshet vissza. A nemzetgazdasági beruházások gyakorlatilag 2022 közepe óta folyamatosan zsugorodnak, reálértéken a 2022 második negyedévi szinttől a tavalyi év végéig már 25 százalékkal zuhantak. Az állami beruházások esetében a költségvetési kiigazítás, az EU-források hiánya, a vállalati beruházásoknál a bizonytalan keresleti kilátások, a korábbi költségsokkok hatása, valamint a kiszámíthatatlan jogi, adózási és szabályozási környezet fogta

vissza az aktivitást. Az amerikai adminisztráció protekcionista lépései súlyosbítják a bizonytalanságot, ez pedig további, egyébként tervezett beruházások elhalasztását, törlését, felfüggesztését eredményezheti.

A beruházások élénkülését segíthetné az EU-források intenzívebb beáramlása, alapforгатókönyvünk szerint azonban a zárt források feloldására a 2026-os választásokig nem kerül sor. Az állami támogatással meghirdetett különböző hitelprogramok valamennyire segíthetik a vállalkozói szektort, a tovább romló keresleti kilátások és az extrém bizonytalanság azonban ezt teljes egészében ellensúlyozza. A vállalati beruházások élénkülésének elengedhetetlen előfeltétele lenne a keresleti környezet érdemi javulása és a nagy fokú bizonytalanság enyhülése.

A GDP termelési oldalán az ipar kilátásai egyre borúsabbá válnak. Az ágazat kibocsátása 2023-ban és 2024-ben 5,5, illetve 4 százalékkal esett vissza, ezt idén újabb 1,5 százalékos zsugorodás követheti. Vagyis előrejelzésünk szerint 2025-ben már harmadik egymást követő évben csökkenhet az ipari termelés volumene. A legjobban a külpiacon termelő szektorok szenvednek. 2024-ben a feldolgozóiparban nagy súlyt képviselő villamos berendezések gyártásának volumene 13,6 százalékkal, a járműgyártás kibocsátása 9 százalékkal múlta alul az egy évvel korábbi szintet. Az akkumulátorgyártás éves szinten körülbelül a felére esett vissza.

Érdemi fordulatot 2025 elején sem láttunk, már az áprilisi vámbejelentések előtt is gyenge képet mutatott a szektor. Az év első két hónapjában 6,4 százalékkal zsugorodott az ipari termelés. A KSH előzetes jelentése szerint gyakorlatilag minden alágazatban csökkent a termelés, a legnagyobb mértékben a járműiparban és a villamos berendezések gyártásában.

A feldolgozóipar értékesítésének 73 százaléka 2024-ben exportpiacainkon talált vevőre. Legfontosabb exportpiacunk az EU, azon belül is kiemelten Németország, így a hazai ipar kilátásait alapvetően az európai konjunktúra határozza meg. Bár a magyar iparnak közvetlenül az Egyesült Államokba irányuló kivitele viszonylag alacsony (4 százalék alatt van), az EU teljes kivitelének körülbelül egyötödét az USA-ba exportálják, így az eszkalálódó vámháború közvetett módon komoly ütést mér az európai beszállítói láncokba mélyen integrált magyar iparra is.

Az export teljesítményére a gyenge külső kereslet már az elmúlt években is rányomta bélyegét. A KSH adatai szerint a külkereskedelmi termékforgalom exportoldalán 2024-ben a volumen 2,1 százalékkal, az euróban számolt kiviteli értéke 3,7 százalékkal mérséklődött. A külkereskedelmi termékforgalomban azonban így is masszív többlet keletkezett: a mérsékelt csökkenő kivitel ugyanis ennél nagyobb mértékben visszaeső importtal párosult. A behozatal alacsonyabb szintje a gyenge

belföldi (részben fogyasztási, de még inkább beruházási célú) keresletet és a javuló energiamérleget tükrözte. 2024-ben a termékforgalmi mérleg többlete rekordmagasra, 11,6 milliárd euró fölé emelkedett – ami a lanyha belső felhasználás leképeződése. A külkereskedelmi mérleg kiviteli oldalán idén sem számítunk élénkülésre, és az import dinamikája is visszafogott marad. A külkereskedelmi mérleg többlete az idén 10 milliárd euró körül alakulhat.

A munkaerőpiac feszessége a tavalyi évben fokozatosan enyhült, komoly törés azonban a gyenge aktivitás ellenére sem materializálódott. Bár a gyenge kereslet által leginkább sújtott ágazatokban megjelentek a szelektív elbocsátások, arra a vállalatok többsége a tavalyi évben még nem a munkaerő-állomány leépítésével reagált. A munkanélküliségi ráta 2023 második negyedévében rövid időre 4 százalék alá süllyedt, ezt követően azonban fokozatosan feljebb kúszott, és jellemzően a 4,5 százalékos szint körül ingadozik. A lefelé korrigált GDP-vel együtt a munkanélküliségi rátára vonatkozó előrejelzésünket is megemeltük. A vámok negatív hatásainak leginkább kitett feldolgozóipari ágazatokban intenzívebbé válhatnak az elbocsátások, ami a munkanélküliségi rátát átmenetileg megemeli. 2025-ben éves átlagban 4,5 százalékos munkanélküliségi rátát várunk. A gazdasági kilábalás 2026-ban gyorsulhat, de mivel a vállalati szektorban a munkaerő esetében is jócskán vannak szabad kapacitások, a kereslet javulása első körben nem a munkanélküliségi ráta mérséklődésében fog megmutatkozni.

Továbbra is úgy látjuk azonban, hogy középtávon a magyar gazdaság állandó jellemzője marad a feszes munkaerőpiac. Azt ugyanis továbbra is kettősség jellemzi. A kereslet hiányától leginkább szenvedő ágazatokban elbocsátásokat látunk (ez a folyamat az előttünk álló hónapokban intenzívebbé válhat), míg a gazdaság más szegmenseiben a munkáltatókat folyamatos kihívás elé állítja a szakképzett munkaerő hiánya. A lazuló munkaerőpiac ellenére a foglalkoztatási és aktivitási ráta történelmi csúcsok körül ingadozik. A KSH továbbra is 300 ezer fő körüli munkaerő-tartalékot mutat ki, ám földrajzi és képzettségbeli/készségbeli sűrűlódások miatt ennek csak kisebb része vonható be a foglalkoztatottságba. Kijelenthetjük, hogy a hazai munkaerőpiaci tartalékok gyakorlatilag kimerültek.

A demográfiai folyamatok is egyre erőteljesebb korlátozó tényezőt jelentenek. A munkaképes korú lakosság előrejelzésünk szerint a következő esztendőekben évi 0,5 százalékkal mérséklődhet, amit a gazdasági bevándorlás nem tud teljes egészében ellensúlyozni. A mennyiségi bővülés időszaka lezárult, miközben a meglévő munkaerő-állomány minőségének emelését tartós és rövid távon nem orvosolható

strukturális problémák nehezítik, mint például az oktatás és az egészségügy elhanyagolt helyzete.

A feszes munkaerőpiaci kondíciók folyamatos nyomást helyeznek a bérekre. 2024-ben a nemzetgazdasági átlagkeresetek 13,2 százalékkal nőttek, a vállalati szektorban 12,1, az állami szférában 16,8 százalék volt az éves bővülési ütem. A 2025. januári béradatok várakozásunknál kissé magasabb dinamikát mutattak, a nemzetgazdasági átlagot jelentő 10,4 százalékos éves bővülés mögött a költségvetési szektor kereseteinek 11,8 százalékos, a vállalati szektorénak 9,9 százalékos emelkedése állt. A tavaly év végén és a 2025 elején készült munkaerőpiaci felmérések szerint a vállalatok a januári tényszámnál érdemben kisebb béremelést terveztek. A két számjegyű, az év eleji minimálbér- és garantált bérminimum-emelést (9, illetve 7 százalék) meghaladó dinamika azonban megerősíti, hogy a gazdaságban a munkaerőpiaci feszesség enyhülése ellenére továbbra is erős a bérnyomás.

A képzett munkaerő hiánya és a vállalatok törekvése, hogy még az átmenetileg gyengébb keresleti környezetben is megőrizték munkaerő-állományukat, láthatóan erősen tartja a munkavállalók alkupozícióját. A januári adat után az idei évre vonatkozó prognózisunkat kismértékben feljebb korrigáltuk: az év egészében 9,5 százalékos nominális és közel 5 százalékos reálkereset-bővülést várunk. A reálkeresetek folyamatos emelkedése a fogyasztás kilátásait értelemszerűen támogatja ugyan, de a munkatermelékenység bővülési ütemét meghaladó bérdinamika egyértelműen a felfelé mutató inflációs kockázatokat erősíti. A reálkeresetek és a munkatermelékenység Magyarországon a 2010-es évek közepétől egyre inkább elszakadnak egymástól. Prognózisunk szerint 2024 és 2026 között a reálkeresetek éves átlagban 6,5 százalékkal nőhetnek, ugyanakkor a munkatermelékenység éves átlagban csupán 1,5–1,8 százalék közötti mértékben javul.

A 2023. januári 25,7 százalékos inflációs csúcsot követően a pénzromlási ütem intenzíven lassult, majd 2024 szeptemberében átmenetileg elérte a jegybank 3 százalékos inflációs célját. A dezinfláció ezen a szinten azonban nem csak megtorpant, vissza is fordult. Az éves átlagos infláció azonban 2024-ben így is 3,7 százalékra szelődött az előző évi 17,6 százalékról.

2025 első két hónapját a pénzromlási ütem további emelkedése jellemezte. 2025 februárjában már újra 5,6 százalékos éves inflációt mért a KSH, ez az ütem azonban márciusra 4,7 százalékra lassult. Az infláció január–februári gyorsulásában külső, az MNB hatókörén kívül álló tényezők is szerepet játszottak, de a volatilis tételektől, adóváltozásoktól megtisztított magindexek alakulása azt mutatja, hogy az árnyomás az alapfolyamatok szintjén továbbra is erős maradt. A KSH maginflációs mutató-

ja februárban 6,2 százalékon állt, az MNB indirekt adóváltozásoktól szűrt indexe 6 százalékgig emelkedett. Márciusban e két mutató 5,7 százalékra, illetve 5,4 százalékra korrigált. A lassulás pozitív fejlemény, de a mutatók szintje továbbra is jócskán meghaladja az MNB 3 százalékos célja körüli toleranciasáv 4 százalékos felső szélét.

A pénzromlási ütem 2024-es meredek csökkenése mögött a korábbi inflációs sokkok kifutása, a magas bázis, a világpiaci élelmiszerek és energiahordozók árának normalizálódása, a forint stabilabb, erősebb árfolyama, a fogyasztás szerkezetében a koronavírus-járvány után megfigyelhető eltolódás a szolgáltatások irányába és a beszállítói láncok helyreállításának pozitív hatása azonosítható. Ezek a hatások azonban az időben előre haladva fokozatosan gyengültek, majd részben megfordultak. Az elmúlt hónapokat a globális nyersanyag- és élelmiszerárak ismételt emelkedése, a forint árfolyamának volatilitása, majd gyengülése jellemezte, ami negatívan hatott a hazai inflációs folyamatokra is. Az év eleji adóváltozások és intenzív átárazások szintén emelték a pénzromlási ütemet, az áruk inflációjának a kiterjedélyesedő vámháború adhat újabb lökést.

A legpesszimistább elemzői várakozásokat is felülmúló év eleji adatok érdemben feljebb tolták a 2025-ös év inflációs pályáját. A már bejelentett intézkedések közül az élelmiszerek árréssapkája átmenetileg mérsékelheti a pénzromlási ütemet, miközben a Nemzetgazdasági Minisztérium a bankokkal és a távközlési cégekkel is egyeztetéseket folytat árazási kérdésekről. Az árréssapka inflációra gyakorolt tényleges és teljes hatását az áprilisi inflációs statisztika mutatja majd meg, számításaink szerint annak bevezetése az éves átlagos inflációt 0,3 százalékponttal mérsékelheti. Ugyanakkor a korábbi évek tapasztalatai alapján kijelenthető, hogy az árakat célzó különböző kormányzati intézkedések tartósan nem képesek mérsékelni az inflációt. Bár rövid távon a kimutatott árindexeket csökkentik, középtávon a piaci folyamatokba való beavatkozás több csatornán keresztül is emeli az inflációt.

Az eszkalálódó vámháború hazai inflációra gyakorolt hatását nehéz számszerűsíteni, a vámbejelentések utáni gyorsbecslésünk azonban az inflációs prognózis esetében kisebb változást mutat, mint a GDP esetében. Az inflációra gyakorolt hatás ugyanis több ellentétes irányú folyamat eredője lesz. A gyengébb kereslet dezinflációs hatású lehet, az EU potenciális válaszlépései ellenben emelhetik az inflációs rátát; viszont amennyiben az USA piacáról kiszoruló export egy része esetleg Európába irányul át, a megnövekedett kínálat szintén árleszorító hatással járhat. A forint gyenge/gyengülő árfolyama felfele mutató kockázatot, a globális lassulás miatt az energiahordozók potenciálisan alacsonyabb világpiaci ára lefele mutató kockázatot jelent. A sok eltérő előjelű hatás eredménye az, hogy egyelőre nem nyúltunk bele

drasztikusan az inflációs előrejelzésbe. 2025 átlagában 4,8 százalékos pénzromlási ütemet várunk, az év hátralévő hónapjaiban az év/év árindexek egy viszonylag széles sávban, 4,4–5,0 százalék között ingadozhatnak. Az inflációs cél elérése időben kitolódott, számításaink szerint legkorábban 2026-ban sülyedhet újra az infláció a jegybank 2–4 százalék közötti toleranciatartományába. A 3 százalékos jegybanki cél fenntartható módon való elérése azonban még tovább késhet. Az áruk dezinflációja, a külső sokkok és a volatilis, várakozásaink szerint fokozatosan gyengülő árfolyam sem támogatja már a belföldi infláció mérséklődését. Így ahhoz, hogy az infláció újból megközelítse az árstabilitással konzisztens szintet, a szolgáltatások inflációjának kellene lassulnia. A magas nominális bérdinamika, a hatékonysági problémák, az alacsony munkatermelékenység és a viszonylag erős, 2026–2027-ben prognózisunk szerint tovább élénkülő fogyasztás együttesen azt eredményezi, hogy a cégeknek megfelelő mozgásterük lesz arra, hogy költségeik növekedését legalább részben áthárítsák.

2024 szeptemberéig folytatódott a monetáris politika lassú, fokozatos normalizálása, amelyet a sülyedő infláció és a külső környezet is segített. Az MNB Monetáris Tanácsa legutóbb tavaly szeptemberben mérsékelte 25 bázisponttal az irányadó rátát, amely 2024 októbere óta 6,5 százalékon áll. A romló hazai inflációs kilátások, a forintban denominált eszközök sérülékenysége és a változó külső környezet drasztikusan beszűkítette a jegybank mozgásterét. A 2025. évi kilátásokat jellemző historikusan is magas bizonytalanság, a romló hazai inflációs kilátások, az inflációs cél elérésének időbeli kitolódása, a gyengén horgonyzott és emelkedő inflációs várakozások rövid távon nem teszik lehetővé az irányadó kamat mérséklését. Emellett az új jegybanki vezetés számára – különösen az első időszakban – kiemelten fontos feladat a hitelesség felépítése, ami erős pótlólagos indok a rendkívül prudens monetáris politika fenntartásához.

A Monetáris Tanács márciusi kamatmeghatározó ülése után kiadott közlemény és a Varga Mihály új elnök által tartott sajtótájékoztató hangneme ennek megfelelően szigorú maradt, az előretekintő iránymutatás pedig megerősítette, hogy az alapkamat huzamosabb ideig a jelenlegi 6,5 százalékos szinten maradhat. Mindez összhangban állt saját várakozásunkkal és a piaci prognózisokkal is. A kommunikáció szerint a jegybank a jövőben is óvatos, pénzügyi piaci és inflációs szempontból is türelmes, stabilitásorientált monetáris politikát kíván vinni. A jövőbeli kamatpályával kapcsolatban a jegybank mozgásterét az inflációs kilátások alakulása (amelyet a várakozások, a globális nyersanyagárak alakulása, a kereskedelempolitikai lépések és a forint árfolyama is befolyásolhat), a globális piaci hangulat, a nagy jegybankok

lépései és az ország kockázati megítélése határozzák meg, de a döntéshozók szerint az inflációs cél eléréséhez a pozitív reálkamat fenntartására szükség van.

Az április 2-ai amerikai vámbejelentéseket követő piaci turbulencia közepette a hazai alapkamatra vonatkozó piaci várakozások is átalakultak, a határidős jegyzések újra monetáris lazítást kezdtek árazni. Mi viszont azt gondoljuk, hogy az MNB mozgástere egyelőre nem tágult érdemben.

A vámháború és a még inkább megnövekedett bizonytalanság, a törékeny piaci hangulat és az a tény, hogy a piaci percepció szerint a régióban a magyar gazdaság az egyik leginkább kitett a vámháború negatív hatásainak, semmiképpen sem nyitja meg az utat a folytatódó normalizálás előtt. Előrejelzésünk szerint a következő két negyedévben az MNB irányadó kamata nem változik, mert a jegybanknak nagyon óvatosan kell lavíroznia a romló növekedési kilátások, inflációs kockázatok és pénzügyi stabilitási megfontolások útvesztőjében. Optimista forgatókönyvünk az év végéig két kamatcsökkentést tartalmazott (az év utolsó negyedévére időzítve), egyelőre ezen nem módosítunk. A forint április eleje óta mutatott intenzív gyengülését követően felmerülhet viszont az a kérdés, vajon szükség lehet-e kamatemelésre. Megítélésünk szerint a monetáris szigorításhoz továbbra is nagyon magasan van a léc, szerintünk csak a 2022. őszihez hasonló extrém piaci feszültségek esetén kerülhetne erre sor. Az alapforgatókönyvünkben szereplő 50 bázispontos lazításnál nagyobb mértékű kamatcsökkentésekre pedig csak abban az esetben lehet reális esély, ha a globális növekedési kilátások esetleges gyors romlására a fejlett jegybankok is látványos lazítással reagálnak.

2024-ben folytatódott az államháztartás egyenlegének javulása, bár az eredménysszemléletű GDP-arányos deficit a GDP 4,9 százalékán állapodott meg, jelentősen meghaladva az eredeti hiánycélt. Az uniós elszámolású (ESA) egyenleg a 2020-ban mért mínusz 7,5 százalékot követően négy év alatt 2,6 százalékponttal javult. Ugyanezen időszak alatt a GDP-arányos kamatkidadások a magas adósságállomány és az emelkedő finanszírozási költségek együttes hatására 2,3 százalékról a GDP 5 százaléka közelébe ugrottak. Mindez annyit tesz, hogy a mérséklődő költségvetési hiány mögött az elsődleges egyenlegben négy év alatt bekövetkezett 5,3 százalékpontos kiigazítás áll. Ez drasztikus költségvetési keresletszűkítést jelent, aminek negatív növekedési hatásai a beruházásokban és a GDP alakulásában is visszaköszönnek. A mérséklődő deficit ellenére az államadósság GDP-hez viszonyított aránya a 2023 végén mért 73 százalékról 2024. december végére 73,6 százalékra emelkedett.

A kormány 2025-re 3,7 százalékos hiányt tervez, annak ellenére, hogy márciusban jelentősen ártírták a 2025. évi makrogazdasági pályát. A márciusi hivatalos előrejelzés a korábbi 3,4 százalékkal szemben 2,5 százalékos GDP-bővüléssel kalkulál 2025-re. A negatív revízió mögött elsősorban a gyengébb keresleti környezet, a visszafogottabb export és a lanya beruházási aktivitás áll, a háztartások fogyasztására vonatkozó prognózisát csak minimális mértékben, 4,4 százalékról 4,1 százalékra korrigálta a kormány. A bruttó állóeszköz-felhalmozás esetében azonban a decemberi prognózisban megjelölt 5,1 százalékos bővüléssel szemben már csak 2,3 százalékos várnak. A lefelé módosított GDP-növekedés mellett az inflációs prognózist felfelé korrigálta a kormány, új előrejelzése szerint 2025 átlagában 3,2 százalék helyett 4,5 százalék lehet a pénzromlás éves üteme. A publikálás időpontjában a frissített makrogazdasági pálya a decemberinél jóval realisabb volt, a fő változókra vonatkozó várakozások nagyságrendileg nem tértek el a piaci előrejelzésektől. Az azóta bekövetkezett globális események alapján azonban a növekedést tekintve már a korrigált pálya is túlzottan derűlátónak tűnik.

A 3,7 százalékos deficitcél nem tartjuk elérhetőnek, számításaink szerint idén az eredményszemléletű hiány a GDP 4,3 százalékára rúghat. Az általunk felvázolt költségvetési pálya mellett az adósságráta csökkenését is kérdőjelek övezik. Az eltérés meghatározó része a kormány és saját makrogazdasági pályánk közötti eltérésből adódik. A 2026. évi országgyűlési választás elé időzített, a háztartásokat támogató költségvetési intézkedések idén még csak mérsékelten érintik a költségvetés egyenlegét. A háromgyermekes anyák az évnek csak az utolsó három hónapjában élveznek majd személyijövedelemadó-mentességet. Ez az intézkedés a nyugdíjasok áfavisszatérítésével együtt az idén 80–90 milliárd forint kiadást jelenthet, ami a GDP valamivel több mint 0,1 százaléka. 2026-tól azonban az szja-mentesség kiterjesztésének költségvetési terhe fokozatosan emelkedik, 2027-ben már megközelítheti a GDP 1 százalékát.

A kamategyenleg idén közel 1 százalékponttal javulhat, ezt követően azonban nem várunk komoly változást. Számításaink szerint a következő három év átlagában az államadósság finanszírozási költsége a GDP 3,5–4 százaléka között stabilizálódik, vagyis ahhoz, hogy a 2025 utáni hiánycélok teljesüljenek, vagy ne legyen túl nagy a túllépés, az elsődleges egyenleg szintjén kiegyensúlyozott költségvetés fenntartása szükséges. Az államnak a költségvetési egyensúly fenntartása mellett és az európai uniós források hiányát is figyelembe véve nagyon kis mozgástere van és lesz költségvetési élénkítésre.

Az általunk felvázolt költségvetési pálya mellett nem tartjuk kizártnak, hogy 2025-ben az államadósság/GDP arány kis mértékben tovább emelkedik. Az adósság finanszírozásával kapcsolatban azonban komoly kockázatokat nem érzékelünk. Ugyanakkor a régiós összehasonlításban is magas államadósság-állomány és részben az ezzel összefüggésben kialakult, részben az országspecifikus kockázatokat tükröző, régiós átlag feletti kockázati felár tartósan terheli az államháztartást. A magyar kamatkiadások GDP-hez viszonyított aránya tavaly megközelítette az 5 százalékot, miközben Csehország a GDP kevesebb mint 1 százalékát, Szlovákia valamivel több mint 1 százalékát, de még Lengyelország is csak 2,5 százalékát költötte adósságfinanszírozásra.

Amíg a költségvetési egyensúlyt illetően érdemi kockázatokat látunk, addig az ország külső egyensúlyi pozíciója a következő években is erős maradhat. A külső egyensúly terén 2023–2024-ben 180 fokos fordulat következett be. A 2022. évi 14,4 milliárd eurós hiányt követően 2023-ban a folyó fizetési mérleg egyenlege pozitívba fordult, 2024-ben már 4,6 milliárd eurót közelítő, a GDP 2,2 százalékát kitevő többletet mutatott. A javulás meghatározó része a külkereskedelmi mérleghez, azon belül is az áru egyenleghez köthető; 2022 és 2024 között 16,7 milliárd euróval javult a szaldó. A képet árnyalja, hogy 2023 és 2024 között a folyó fizetési mérlegben ki-mutatott áruexport és áruimport egyaránt csökkent, a behozatal azonban nagyobb mértékben. Ez az élénkülő fogyasztás melletti visszaeső beruházási célú importot és az alacsonyabb energiaszámlát tükrözte, így a folyó fizetési mérleg áru egyenlege kismértékben meghaladta a GDP 5,5 százalékát. A szolgáltatások többlete magas szinten maradt. A jövedelemmérleg hiánya 2024-ben 1,6 milliárd euróval mérséklődött, tovább javítva a folyó fizetési mérleg pozícióját.

A folyó fizetési mérleg GDP-arányos többlete 2025-ben a GDP 1,8 százalékára mérséklődhet. A romló pozíció mögött elsősorban a külkereskedelmi egyenleg pozitív szaldójának csökkenése áll. A gyenge külső kereslet miatt az áruexport növekedési üteme idén nem éri el a behozatal bővülési ütemét, az energiaegyenlegben azonban folytatódó, bár a tavalyinál kisebb mértékű javulást várunk. A szolgáltatások egyenlege a tavalyi szint körül alakulhat. A jövedelemegyenleg drasztikus változásra nem számítunk.

2025 eddig eltelt időszakában az euró-forint keresztárfolyam meglehetősen széles, 397 és 416 közötti sávban ingadozott. Az év első heteit jellemző gyengülés átmenetileg 416 fölé tolta a kurzust, ahonnan márciusban rövid időre 400 alá, 397 közelébe süllyedt. A 400 alatti szinteken azonban elfogyott a lendület. A devizapár egy ideig a 400-as szint körül ingadozott, majd a durvuló kereskedelmi feszültségek

nyomán drasztikusan megugró kockázatkerülés 410 közelébe tolta azt. A CIB Bank alapfogatókönyve szerint az idei év meghatározó részét a 400–420 közötti csatornában tölti az euró-forint keresztárfolyam, ebből a sávból tartósan és nagymértékben egyik irányba sem fog kimozdulni a kurzus.

Fizetőeszközünk első negyedéves erősödése mögött több külső és belső tényező is azonosítható. Az általánosságban inkább támogató globális befektetői hangulat, a dollár gyengülése, az ukrán háború lezárásával kapcsolatos erősödő optimizmus és a szigorú hazai monetáris politika egyaránt hozzájárult az átmeneti felértékelődéshez. A 2024 végén felépült rövid (a forint gyengülésére nyitott) pozíciókat lezárták, sőt több piaci szereplő átállt a másik oldalra (a forint erősödésére nyitott pozíciót), ami megmagyarázza a viszonylag gyors süllyedést az euró-forint keresztárfolyamban. A váltakozó, általánosan optimista, majd globálisan pesszimista piaci hangulatban az országspecifikus tényezők háttérbe szorultak, miként az év elején, úgy április első napjaiban is szoros korreláció volt megfigyelhető a régiós devizák között. Leértékelődésük a globális kockázati étvágy erőteljes gyengülése közepette szinkronban zajlott.

A piaci pánik elültével a forint árfolyama is stabilizálódhat, érdemi és tartós erősödéssre azonban nem számítunk. Bár a piaci hangulatot jelenleg a vámháború potenciális hatásaival kapcsolatos félelmek alakítják, ahogy haladunk előre az időben (és közeledünk a 2026-os választások időpontjához), az EU-val kapcsolatos feszültségek, az EU-források sorsa, a költségvetési folyamatok és a belpolitikai fejlemények – amelyek közül egyik sem kifejezetten forintot erősítő tényező – ismét fókuszba kerülhetnek, megemelve a piaci volatilitást.

Középtávon a fokozatos nominális leértékelődési trend folytatódásával kalkulálunk. Ez az immár több mint egy évtizedes trend 2023-ban átmenetileg megtört, ehhez azonban egy igen masszív pozitív kamatkülönbözet kellett (annak minden negatív mellékhatásával egyetemben). Ez a kamatkülönbözet mára érdemben csökkent, leolvadása pedig fokozatosan húzta ki a támaszt a forint alól. Rövid távon az euróval szemben kissé nőhet, a dollárral és a zlotyval szemben szinten maradhat a szpred, egy-két évre előretekintve pedig inkább szűkülhet, mint tágulhat a kamatdifferencia. A szélsőséges forgatókönyvektől eltekintve tehát önmagában a hazai kamatszint nem indokolja a jelentős erősödést, a szigorú monetáris politika csak az árfolyam viszonylagos stabilizálására elegendő.

Léteznek ugyanakkor olyan forgatókönyvek, amelyek tartósan pozitív irányba módosítanák a forinteszközök megítélését. Ilyen scenárió lehet az EU-val való viták megnyugtató rendeződése, a zárolt EU-források kiszabadítása vagy az orosz–ukrán

háború tartós rendezése, amely az energiahordozó-árak mérséklődésén keresztül egyrészt javítaná fundamentumainkat, másrészt a még meglévő „háborús prémium” kiárazódásán keresztül erősíthetné a forintot. Az EU-val való békekötésre a 2026. évi választások előtt minimális esélyt látunk, az ukrajnai háború idei lezárásának valamivel nagyobb a valószínűsége, de ha létrejön is a béke a szomszédunkban, ez inkább az év második felében vagy 2026-ban következhet be.

Az infláció kordában tartásában és az inflációs cél elérésében természetesen segíthetne a felértékelődő árfolyam, a nagymértékű nominális (és egyben reál) felértékelődés azonban az ország költség-versenyképessége szempontjából valószínűleg nem kívánatos a gazdaságpolitika irányítói számára. Számukra a forint stabil, de folyamatos, fokozatos nominális leértékelődése lenne optimális. Ha a minimumcél a reálárfolyam szinten tartása, és évi 1,5–2 százaléknyi inflációs többlettel számolunk, akkor legalább ilyen mértékű évi átlagos nominális forintgyengülést feltételezhetünk. Ebből következik, hogy ha mégis nagyon erősödni „szeretne” a forint, az MNB ki fogja használni a lehetőséget, és tovább faragja az irányadó rátát – ami a kamatkülönbözet szűkülésén keresztül mérsékelheti a forintra nehezedő felértékelődési nyomást.

Budapesti Corvinus Egyetem: Gazdasági élénkülés szűk kormányzati mozgástér és a külső keresleti viszonyok romlása mellett?

**BOD PÉTER ÁKOS – CSERHÁDI ILONA –
KERESZTÉLY TIBOR – TAKÁCS TIBOR***

A recessziós jellegű, inflációval és árfolyamgyengüléssel terhelt előző két év után 2025-ben visszatér a növekedés. Az év eleji folyamatok és a nemzetközi viszonyokban beállt megrázkódtatások azonban a korábban reméltnél és különösen a kormány által jelzettnél gyengébb növekedést valószínűsítene. A költségvetés hiányhajlama, a magas szinten beragadt adósságállomány és annak költséges finanszírozása viszont beszűkíti a kormány gazdaságpolitikai mozgástérét, holott a politikai ciklus logikájából élénkítési intézkedések következnenek. Az inflációs veszély sem múlt el. A forint árfolyamának stabilizálásához magas kamatszintre van szükség, amely tovább gyengíti a beruházási szándékokat. A vázolt pálya a folyamatok elemzésén, a külső és belső kockázatok értékelésén alapul olyan alapváltozatként, amelyhez további, nem kalibrálható politikai, pénzügyi és külgazdasági rizikók tapadnak.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E17, E62, E66, H68.

Kulcsszavak: makrogazdasági előrejelzés, fiskális politika, növekedési szerkezet, egyensúly.

* Bod Péter Ákos, a Magyar Tudományos Akadémia doktora, a Budapesti Corvinus Egyetem professor emeritusa. E-mail: petera.bod@uni-corvinus.hu

Cserhádi Ilona egyetemi docens, Budapesti Corvinus Egyetem, Adatelemzés és Informatika Intézet, Statisztika Tanszék. E-mail: ilona.cserhati@uni-corvinus.hu

Keresztély Tibor egyetemi docens, Budapesti Corvinus Egyetem, Adatelemzés és Informatika Intézet, Statisztika Tanszék. E-mail: tibor.keresztely@uni-corvinus.hu

Takács Tibor habilitált egyetemi docens, Budapesti Corvinus Egyetem, Adatelemzés és Informatika Intézet, Statisztika Tanszék. E-mail: takacs.tibor@uni-corvinus.hu

A kézirat 2025. április 8-án érkezett a *Külgazdaság* szerkesztőségébe.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2025.69.3-4.20>

Abstract

Corvinus University of Budapest:

Economic recovery with narrow fiscal space and deteriorating external demand conditions?

PÉTER ÁKOS BOD – ILONA CSERHÁTI – TIBOR KERESZTÉLY –
TIBOR TAKÁCS

Growth returns in 2025 after two years of recessionary nature, also loaded with inflation and exchange rate depreciation. The data of the first months of the year and the turmoil in international conditions, however, all point to weaker growth than previously hoped for and much weaker than what the government had projected. Persistent central budget deficit, high debt ratio, and its costly financing will limit the economic policy space of the government, even though the logic of the policy cycle would imply stimulus measures. The inflationary threat has not gone away either. To stabilize the HUF exchange rate, a high interest rate is needed, which in turn will further weaken investors' appetite. The path outlined hereby, based on the analysis of macroeconomic trends and our assessment of external and internal risks, is the baseline scenario, exposed, obviously, to further political, financial, and trade risks that are hard to calibrate.

Journal of Economic Literature (JEL) codes: E17, E62, E66, H68.

Keywords: macroeconomic forecast, fiscal policy, economic growth structure, equilibrium.

**Bevezető megjegyzések a 2025-ös év gazdasági karakteréről:
recessziót követő átmenet, áthúzódó egyensúlytalanságokkal**

A magyarországi gazdasági folyamatok alakulását 2025 elejétől nagymértékben a nemzetközi gazdasági, pénzügyi és politikai folyamatok formálták, a maguk hirtelen irányváltozásaival és rendkívüli bizonytalanságaival. Ezek részletes áttekintése előtt azonban megjegyzendő, hogy a külső hatások törékeny átmenetben levő gazdaságot érnek. A megelőző két esztendőben a magyar gazdaság recesszióban vagy annak határán volt. Egyensúlyi viszonyai pedig – főként az inflációs mutatók, de a költségvetési egyenleg is – magukon viselték a 2020 utáni válságokkal teli időszak jegyeit, valamint a gazdaságpolitika gyakori improvizálásainak és irányváltásainak következményeit.

A 2023-as nagy inflációs hullám az év végére levonult ugyan, és annak bázisán a fogyasztói árindex alakulása szinte megnyugtatónak látszott 2024-ben, de a valósgos viszonyok másként alakultak. Az „inflációnak vége” kincstári optimizmust

nem tükrözték a lakossági, üzleti várakozások, és azt a monetáris tényezők sem támasztották alá. A kormányzati körök a magas bázishoz mért inflációs mutatókra hivatkozva túl korán jelentették be, hogy úrrá lettek az infláción. Holott a 2020 utáni magyar gazdasági pályának éppen az a sajátossága, hogy Magyarország nemcsak az EU átlagánál, hanem az annál gyorsabb pénzromlással jellemezhető keleti perifériánál is hajlamosabb az inflációra.

Az inflációs hajlam okai, tényezői többfélék, és kihatnak az elemzett 2025-ös esztendőre, valamint 2026-ra is (amely itt csak érintőlegesen jön szóba). A tényezők egyike a volatilis, de trendszerűen gyengülő forintárfolyam, amely elsődlegesen az importáron keresztül fejt ki árszintnövelő hatást. Másodlagosan a hazai forintkeresetek euróban számolt értékén keresztül kihat a bérigényekre, a magyar munkavállalók gazdasági migrálására. A Magyar Nemzeti Bank az inflációs célkövetés rendszeréből adódóan nem jelöl meg árfolyamcél, de ennek ismételtetése gyengítően hat a forint árfolyamára. Annak gyakori kilengése sűrűbb átárzásokat idéz elő, és ez is inflációs tényező. Megjegyzendő, hogy az MNB hivatalos inflációs célja (3 százalék plusz-mínusz egyszázalékos sávval) az Európai Unió tagállamai között a legmagasabb. Szintén forintgyengítő tényező, hogy a kormánynak nincs céldátuma az euróvezeti belépéshez, és a maastrichti ismérvek egyike sem teljesül (ebben a nemzeti valutát működtető tagországok között a legrosszabbul állunk). További inflációt növelő tényezőnek tartjuk a gyakori kormányzati beavatkozásokat az árakba, az árképzésbe, a kamatokba. Ezek legfeljebb rövid távra fékeznek, inkább csak lefojtják, meghosszabbítják átmenetileg az áremelési folyamatokat, az üzleti szereplők árazási gyakorlatának és az anticipációnak a befolyásolásával pedig végeredményben árfelhajtó hatással járnak.

Az inflációs hajlamot erősítő tényező a költségvetés állapota is. Amint a továbbiakban bemutatjuk, az uniós deficitszabályok (EDP) 2020-as felfüggesztésével visszaélve az államháztartás olyan deficitpályára került, amelyről 2025-ben sem képes visszatérni a háromszázalékos határértékre. A rendszeres kormányzati túlköltség keresleti oldalon fejt ki inflációs hatást. Az pedig, hogy a költségvetési kulcsadatok megcsúsztatása, gyakori felülvizsgálata rendszeressé vált, rossz képet állít ki a makrogazdasági tervezés minőségéről, az elfogadott költségvetési törvény implementációjáról.

Kevesebben említik, de inflációs hatással jár az MNB utóbbi években keletkezett komoly vesztesége is. Bár annak mértéke nem számít be a hivatalos államháztartási hiányba, ám a jegybanktól a hazai gazdasági alanyokhoz kerülő transzferek többlet-

vásárlóerőként jelentkeznek a bankoknál és az alacsony fix kamatozású jegybanki hitelkonstrukciók kedvezményezettjeinél.

A 2025-ös évben az MNB alapítványai és vállalkozásai körül kipattant hírek reputációs következményeit nehéz megítélni. Ám az országhoz tartozó kockázat megítélésében lefelé húzó tényező lehet az ügy a kormány nehezen értelmezhető külpolitikai fordulataival és konfliktusaival, valamint a belpolitikai feszültségek erősödésével együtt.

Bár Magyarország szuverén besorolása a 2025-ös év kezdetén mindegyik vezető hitelminősítőnél meghaladja a befektetőknek nem ajánlott (bóvli) szintet, és a korábban kritikus helyzetű folyó fizetési mérleg sem áll rosszul, ám a gazdasági növekedés gyenge, tényleges mértéke harmadik éve elszakad a hivatalosan tervezettől, az államháztartási hiányhányad pedig eleve túl nagy a hasonló fejlettségű régiós államokhoz viszonyítva. Ráadásul a hitelminősítők eddig rendszeresen azt feltételezték, hogy a magyar kormány végül rendezi az EU intézményeivel fennálló konfliktusait, és így hozzájárul a lehívható uniós alapok nagyobb részéhez; ennek azonban már minimálisak az esélyei. A kormány alkotmányozó, jogalkotási aktivitása, a belpolitikai viszonyok éleződése, a kormányzati kommunikáció nyelvezete mind azt valószínűsíti, hogy 2025-ben nem javul a viszony a kormány és főbb európai partnerei, valamint az uniós intézmények között, hogy lehetővé válna a hozzájárás a befagyasztott, felfüggesztett uniós forrásokhoz. Mindezek a hitelkockázati besorolás romlását idézhetik elő.

A reálgazdaságban, a gazdasági szerkezetben végbemenő folyamatok közül kiemelendő, hogy 2025-re is áthúzódik a feldolgozóipar húzóágazatainak stagnálási-zsugorodási folyamata. A korábbi években végbement felfutás az elektromos automobilizmushoz kötődő ipari tevékenységekben 2022 után már nem folytatódott, sőt azóta ezek az ágazatok visszahúzzák az ipari dinamikát. A kormányhivatalok a hasonló profilú új kapacitások belépésétől várják az ipari termelés és export újbóli lendületét, azonban a világkereskedelmi és geopolitikai bizonytalanságok miatt azt valószínűsítjük, hogy az új gyártóüzemek késve, esetleg a tervezettnél kisebb kapacitással lépnek be. Így azok nem lesznek képesek ellensúlyozni 2025 egészében a feldolgozóipar stagnáló-csökkenő trendjét. Az új kapacitások érdemi felfutásának fontos előfeltételei (energiaellátás, lakossági elfogadás, uniós szintű vámengedélyezés) sem vehetők biztosra az év során.

Világ gazdasági folyamatok

A Nemzetközi Valutaalap 2025–2026-ra a világ gazdaság egészére évi 3,3 százalékos növekedést prognosztizált 2025 januárjában.¹ Az akkori előrejelzés azt feltételezte, hogy az USA gazdasága 2025-ben 2,7 százalékkal nő, a bővülés üteme 2026-ra 2,1 százalékra eshet vissza. A két nagy távol-keleti gazdaság, Kína és India esetében a korábbi dinamikákhoz képest némi ütemcsökkenéssel számolt a januári prognózis: India várhatóan tartani tudja az évi 6,5 százalékos növekedési ütemet, a kínai gazdaság 4,5 százalék körüli ütemben fejlődhet 2025–2026-ban. Az OECD-előrejelzések 2025 márciusi frissítése² az USA-ban 2025-ben már csak 2,1, 2026-ban 1,6 százalékos növekedést vár. Kínára ugyanakkor az IMF-éhez hasonló bővülést valószínűsít. Azonban az OECD előrejelzése sem számolt még az USA 2025 áprilisában radikálisan megemelt vámtarifáival, illetve ezek várható reálhatásaival. Azokra a vezető tanácsadócégek és hitelminősítők reagáltak először, csökkentve a korábban előrejelzett növekedési ütemeket. A büntető jellegű vámtarifák várhatóan az amerikai gazdaságra is negatív hatással lesznek. A Fitch Ratings szerint az USA-ban a bővülés már 2025-ben is 2 százalék alá eshet, 2026-ban pedig további csekély mértékű ütemcsökkenésre lehet számítani.

Az európai fejlett gazdaságok kissé gyorsuló, de az amerikaiénál jóval mérsékeltebb ütemben bővíhetnek. A számunkra kiemelkedően fontos német nemzetgazdaság a többi fejlett nyugat-európai országokhoz képest is gyengén teljesíthet, bár mind az IMF, mind az OECD előrejelzése szerint 2025-ben már kikerülhet a recesszióból, jövőre pedig 1 százalék fölé kerülhet a növekedési ütem. A német feldolgozóipar, illetve ezzel összefüggésben az export problémáit azonban az amerikai vámok súlyosbítják, a növekedést – hasonlóan a többi fejlett euróövezeti országhoz – a reálberek emelkedésével élénkülő fogyasztás támogathatja. A nemzetközi politikai bizonytalanság a növekedés lefelé mutató kockázatát jelenti, ugyanakkor az európai gazdaságokban, elsősorban Németországban a védelmi és infrastrukturális beruházások felfuttatása – amit a fiskális szabályok enyhítése tesz lehetővé – mérsékeltten emelheti az év elején várt növekedési ütemeket.

¹ IMF (2025). World Economic Outlook Update, Global Growth: Divergent and Uncertain. January <https://reliefweb.int/report/world/world-economic-outlook-update-january-2025-global-growth-divergent-and-uncertain-enarjaruzh>

² OECD (2025). Economic Outlook Interim Report, March 2025. Steering through uncertainty. https://www.oecd.org/en/publications/oecd-economic-outlook-interim-report-march-2025_89af4857-en.html

A globális dezinfláció trendje folytatódhat a világ gazdaságban, bár egyes országokban az áremelkedések üteme stabilizálódhat, sőt, az inflációs ráták akár meg is emelkedhetnek. Az USA által kezdeményezett vámháború az infláció felfelé mutató kockázatát jelenti. Válaszreakcióként a monetáris politika esetleges szigorítása ronthatja a növekedési kilátásokat. Az OECD számításai szerint a magas vámok fennmaradása elsősorban az USA eddig robusztus, fogyasztás vezérelte növekedési ütemét fogja csökkenteni.

A megemelt amerikai vámtarifák a termék-külkereskedelem, illetve a folyó fizetési mérleg tartós hiányának csökkentését célozzák. Kiemelt területnek számít a személygépkocsik és alkatrészek behozatalának visszaszorítása, azok részben hazai termeléssel való kiváltása, illetve annak ösztönzése, hogy a külföldi gyártók a kapacitásaik egy részét az USA-ba telepítsék, ottani munkahelyeket teremtve. A magyar exportban jelentős súlyú autó- és akkumulátorgyártás az elégtelen kereslet miatt már 2024-ben is számottevően visszaesett, az ágazat helyzetét 2025–2026-ban az USA vámpolitikája tovább súlyosbítja. Az MNB számításai szerint³ (MNB, 2025) a hazai ágazatok hozzáadott értékét tekintve éppen a villamos berendezések, így az akkumulátorok gyártása szenved meg a leginkább a negatív hatásokat, míg a járműgyártás az egyéb gépek gyártása mögött a harmadik legnagyobb vesztes lehet. Az MNB hangsúlyozza, hogy a hazai növekedés egyik nagy kockázatát a nemzetközi kereskedelmet nehezítő vámok jelentik, amelyekhez a nemzetközi értékláncok átszervezésével csak középtávon lehet alkalmazkodni.

Az orosz–ukrán háború további elhúzódása ellenére egyelőre nem érezhető az energiahordozók árának jelentősebb, tartós emelkedése, ami gyorsíthatja az inflációt 2025-ben. A holland tőzsdei gázár 2023 közepe óta csekély mozgást mutatott, az Ural típusú kőolaj ugyanebben az időszakban többnyire a Brent-ár alatt, hordónként 70 dollár körül mozgott.

Külgazdasági folyamatok és külső egyensúly

A magyar gazdaság 2024-ben stagnálásközeli teljesítményt mutatott, a GDP volumene a 2023. évi 0,9 százalékos visszaesés után mindössze 0,5 százalékkal emelkedett. A külkereskedelem volumene zsugorodott: az export 2,1, az import 3,7 százalékkal csökkent. Az elégtelen külső kereslet következtében jelentősen visszaesett a gépek és szállítóeszközök, valamint a villamos gépek, készülékek és műszerek

³ MNB (2025). Inflációs jelentés, március <https://www.mnb.hu/letoltes/hun-ir-digitalis-29.pdf>

kivitele, holott az autóipari és akkumulátorgyártó kapacitások felfuttatásának fő célja éppen az exportteljesítményünk jelentős javítása lenne. E termékcsoportokban ugyanakkor a behozatal is jelentősen csökkent. Az áruforgalmon belül a feldolgozott termékek, ezen belül a gyógyszerek, gyógyszerészeti termékek exportja nőtt érezhetően.

A behozatalnak a kivitelnél nagyobb mértékű visszaesése következtében a termékforgalom mérlege jelentősen javult az előző évhez képest: a többlet 11,6 milliárd euró lett. A kedvező mérleget a cserearány 0,6 százalékos javulása is támogatta. 2025-ben nem várható a termék-külkereskedelem dinamizálódása. Az elektromos autók, illetve akkumulátorok kereslete az európai eredetű autókat és alkatrészeket sújtó amerikai vámpolitikai intézkedések miatt esetleg még csökkenhet is. Magyarországról közvetlenül is és a német piacon keresztül is érkeznek termékek az USA-ba. Az Európai Unióból belül valamiféle külön kedvezményes elbánásra valószínűleg nem lesz lehetősége Magyarországnak, bár Trump elnök kölcsönösségi alapon nem zárta ki az ilyen egyedi mentességek lehetőségét.

A szolgáltatások külkereskedelme is jelentős, mintegy 10,6 milliárd eurós többletet ért el, azonban itt mindkét viszonylatban érezhető növekedést tapasztaltunk. A szolgáltatásexport volumene 4,3 százalékkal, az importé 7,1 százalékkal nőtt. A kiviteli értékhez elsősorban az üzleti szolgáltatások járultak hozzá, érezhetően növekvő euróértékkel. A második legnagyobb kiviteli érték a szállításból származik, itt azonban az euróérték lényegében a 2023. évinek felelt meg. A turizmus a harmadik legnagyobb tétel a kivitel összértékében, ahol értékben mérsékelt, kétszázalékos növekedés következett be. A pozitív értékegyenleg több mint felét az üzleti szolgáltatások adták, ugyanakkor a turizmus volt az egyetlen olyan szolgáltatáscsoport, amelyben euróban számítva deficit alakult ki (a turizmus forintegyenlege viszont pozitív lett).

2025-re egyelőre csak az első két hónap termékforgalmáról van adatunk. A viszonylag kedvezőnek tűnő januári adat után a kivitel volumene februárban jelentősen, 6,4 százalékkal visszaesett. Ugyanebben a hónapban az ipari termelés is drasztikusan, 8,7 százalékkal csökkent. Az ipar legnagyobb súlyú ágai közül éppen az export szempontjából kiemelkedően fontos járműgyártásban, valamint a villamos berendezések gyártásában volt jelentős a visszaesés. Az első két hónapot tekintve az export volumene 1,3 százalékkal mérséklődött, míg az importé 0,6 százalékkal nőtt. A kéthavi többlet 2,1 milliárd euró lett, ami az előző év azonos időszakában mért szufficitnél 240 millió euróval kisebb a cserearány csekély javulása és a hazai fizetőeszköz érezhető gyengülése mellett.

Előrejelzéseink szerint a termékek külkereskedelmében jelentős volumenváltozás az előző évihez képest nem várható. 2025 egészében az árukivitel volumene egy százalékot valamivel meghaladó mértékben tovább csökkenhet, a szolgáltatások esetében három százalék körüli növekedést valószínűsítünk. A nagy külföldi beruházások 2025 folyamán még kevésbé éreztetik hatásukat az exportban, illetve a növekedésben. A kereslet kedvezőbbé válása esetén a BYD és a BMW csak 2026-tól kezdheti meg nálunk a termelést – utóbbi a tervezettnél kisebb kapacitással –, a CATL-é csak fokozatosan fut fel 2026-ig, és a Mercedes sem hajtotta végre eddig a korábbra várt jelentős kapacitásbővítést. Összességében a külkereskedelmi termékgazdaságban a tavalyihoz képest romlást várunk, de az egyenleg pozitív marad. A teljes export 2025 egészében várhatóan néhány tized százalékponttal csökkenhet. A cserearányok enyhe romlását valószínűsítjük, a kivitelt a várhatóan tartósan gyenge, 400 forint feletti forintárfolyam támogatja. De összességében a gazdaság export vezérelt növekedése rövid távon aligha tér vissza. A valószínűsíthető választási hatás (a fogyasztás élénkítése) miatt 2026 első felében a külkereskedelmi termékmérleg átmenetileg tovább romolhat.

A termékimport esetében stagnálást valószínűsítünk. A beruházások a 2024. évi jelentős visszaesés után sem fognak érdemben emelkedni, ami az importigényen keresztül ronthatná a termékmérleget. A reálbérek növekedése az árubehozatalt kis mértékben emelheti, ez azonban még az első két hónap adataiban nem tükröződik. A szolgáltatásimport az exportéhoz hasonló ütemben nőhet.

A folyó fizetési mérleg egyéb tételeinél 2023-ban jelentős változásokat figyelhettünk meg: a tulajdonosi jövedelmek kiáramlása jelentősen, több mint 2000 milliárd forinttal nőtt. Rekordszintre emelkedett folyó áron a munkabér-hazautalások mennyisége is, a növekmény mintegy 250 milliárd forint körül alakult. A 2024-re vonatkozó fizetési mérleg eddig ismertté vált adatai alapján további növekedés egyik tételnél sem várható, az éves összegek az előző évihez hasonlóan alakulhatnak. 2025-ben sem valószínűsítünk jelentősebb változást. Az Európai Unióból származó folyó transzfereket nem érinti a tőketranszferekre vonatkozó felfüggesztés, így összességében mind 2024-ben mind 2025-ben pozitív folyómérlegre számítunk: GDP-arányosan 2024-ben 2 százalék, 2025-ben 1 százalék lehet a folyó fizetési mérleg többlete.

A tőkemérleg tételeit is magában foglaló (felülről számított) külső pénzügyi pozíciót a tőkemérleg 2025-ben nem fogja jelentősen megváltoztatni. A helyreállítási alaphoz elvileg megszerezhető források a jogállamisággal kapcsolatos feltételek nem

teljesítése miatt várhatóan nem folynak be; eddig mindössze egy 300 milliárd forint körüli összeg érkezett 2023 végén az energiaellátás és felhasználás zöldítését, illetve az orosz fosszilis importtól való leválást célzó RePower forrásból. A tökemérleg pozitív egyenlege 2024-ben és 2025-ben egyaránt 1 milliárd euró körül alakulhat, ez a 2025-re várható GDP mindössze fél százalékát teheti ki.

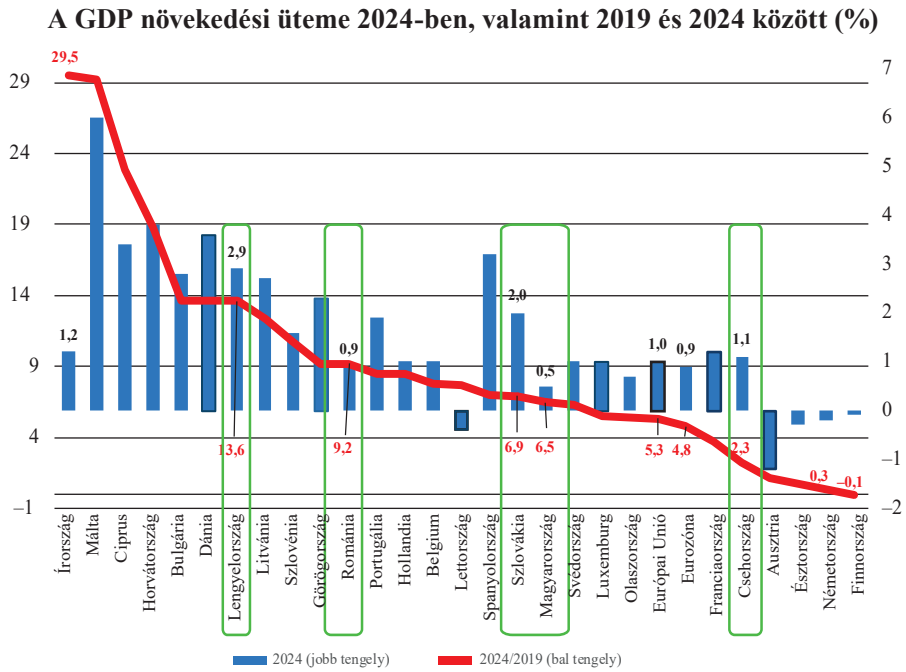
Van-e tere a keresletélénkítésnek?

A magyar gazdaságot 2024-ben kismértékű (0,5 százalékos), leginkább a fogyasztásbővülésre támaszkodó növekedés jellemezte az Európai Unió átlagos inflációját szignifikánsan meghaladó, 3,7 százalékos árszintemelkedés mellett. Ezt a gazdasági teljesítményt 4,9 százalékos GDP-arányos államháztartási hiány kísérte, amely, bár csökkenő mértékű (a megelőző négy évben a deficit 6 százalék felett volt), de még mindig túlzottan magas.

Növekedés

A tavalyi 0,5 százalékos növekedés csak a 22. volt az uniós rangsorban, de az ennél gyengébb teljesítményt nyújtó tagországokban (köztük Ausztriában és Németországban) már recesszió volt. A hosszabb távú növekedési teljesítményt a 2019-hez (a koronavírus-járvány előtti utolsó évhez) viszonyított bővüléssel mértük. Ebben az összehasonlításban három ország (Írország, Málta és Ciprus) 20 százalék feletti, további hat ország 10 százalék feletti mértékben bővült. Az Európai Unió egésze 5,3 százalékkal, az eurózóna 4,8 százalékkal nőtt. A visegrádi négyek közül a lengyel gazdaság teljesítménye volt a legjobb (13,6 százalék), Szlovákia és Magyarország közel azonos mértékben 6,9 százalékos és 6,5 százalékos növekedést tudott elérni, míg Csehország mindössze 2,3 százalékkal bővült. A növekedési teljesítmény alapján Magyarország 2024-ben öt tagországot, az utolsó öt év összességében kilenc országot tudott maga mögé utasítani (*1. ábra*).

1. ábra



Forrás: Eurostat.

Háztartások

A háztartások jóllétének alakulását leginkább azok egy főre jutó, vásárlóerő-paritáson mért tényleges fogyasztásával mérhetjük. Kelet-Közép-Európa országai közül egyik sem éri el az uniós átlagot, Magyarország 2023-ban ezen értékelés szerint a legrosszabb értéket mutatta az Európai Unióban (1. táblázat). A 2024. évi adatok még nem ismertek, de a viszonylag dinamikus (4,3 százalékos) fogyasztásbővülés következtében javulhatott ez a mutatószám.

A háztartások egy főre jutó tényleges fogyasztása vásárlóerő-paritáson
(PPS, EU27 = 100 és százalékpont)

Ország	2019	2023	2023–2019 (százalékpont)
Litvánia	89	88	–1
Románia	77	86	9
Szlovénia	81	85	4
Lengyelország	80	83	3
Csehország	88	81	–7
Szlovákia	68	77	9
Horvátország	68	76	8
Észtország	77	75	–2
Lettország	67	74	7
Bulgária	60	70	10
Magyarország	66	70	4

Forrás: Eurostat.

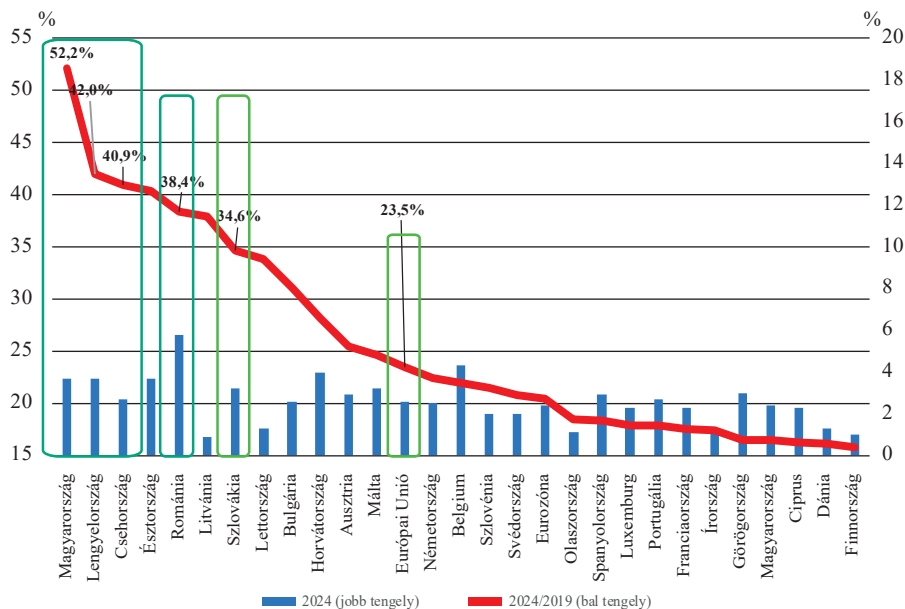
Infláció

Az Eurostat adatai alapján a V4-ek és Románia inflációja magasan az uniós átlag felett alakult 2019–2024 között, a Magyarországra számított kumulált index 52,2 százalék volt szemben az Unió 23,5 százalékos átlagával. Az öt ország 2024. évi harmonizált fogyasztói árindexei is az uniós átlag felett maradtak (2. ábra).

A gazdasági pálya inflációs karaktere mellett az is megemlítendő, hogy e szerény növekedési, fogyasztási teljesítményt Magyarország folyamatosan magas államháztartási hiányok mellett érte el: 2020–2021-ben a GDP-arányos hiány 7 százalék felett volt (–7,5 százalék és –7,1 százalék), 2022–2023-ban 6–7 százalék közötti (–6,2 százalék és –6,7 százalék), míg 2024-ben a kormányzati szektor hiánya (a 2025. április 1-jei előzetes adatok szerint) 4002 milliárd forint, azaz a GDP 4,9 százaléka lett. A kormányzati szektor GDP-arányos adóssága 2022-től a 73–74 százalékos sávban mozog, többek között a magas éves GDP-deflátorok mellett, amelyek a folyó áras GDP-t megemelik.

2. ábra

A harmonizált fogyasztói árindex növekedési üteme 2024-ben, valamint a 2019 és 2024 közötti árszintemelkedés (%)



Forrás: Eurostat

A 2025. évre várható makrogazdasági feltételrendszer

A 2025. évet jelentős mértékű külső és belső bizonytalanságok terhelik. A külső konjunktúra kilátásai az elhúzódó katonai konfliktusok, az Európa és az USA közötti bizalmi válság, valamint a Trump-kormányzat által kirobbantott világméretű vámháború következtében folyamatosan romlanak. A vámháború rövid távú hatásait a Kiei Világgazdasági Intézet KITE nevű általános egyensúlyelméleti modelljével végzett legfrissebb, 2025. április 3-án publikált szimulációk (Hinz et al., 2025) alapján vizsgáltuk.⁴ Ezek szerint Trump kereskedelempolitikája elsősorban az amerikai gazdaságnak árt. A modellszámítások szerint a javasolt vámok egy éven belül közel

⁴ Hinz, J., Mahlkow, H., & Wanner, J. (2025). The KITE Model Suite: A Quantitative Framework for International Trade Analysis. March https://trade.ifw-kiel.de/KTTM/KITE_whitepaper.pdf

1,7 százalékkal csökkenthetik az amerikai gazdasági növekedést, több mint 7 százalékkal emelhetik az árakat, és 19,7 százalékkal csökkentik az exportkilátásokat. Az Európai Unió ezzel szemben alig több mint 0,2 százalékos, Németország pedig legfeljebb 0,3 százalékos termeléseszkökenésre számíthat. Mindezek alapján (a rövid távú modelleredményeket elfogadva) azt valószínűsítjük, hogy 2025-re a magyar gazdaságnak még nem kell rendkívüli mértékű külső keresletcsökkenést elszenvednie, de hosszabb távon a vámháború elhúzódása mind a termelési láncok ismételt felborulása, mind a bizonytalanság következtében kialakuló, a beruházásokat és a globális kereskedelmet érintő reálveszteségek miatt beláthatatlan következménnyel járhat. Ehhez járulnak még az orosz kőolajimportra kivetendő esetleges korlátozások is, amelyek tovább növelik az energiaárak körüli bizonytalanságokat.

A belső kockázatok termelési oldalról leginkább az ipar, felhasználási oldalról a beruházások alakulásához kapcsolódnak. A helyzetet nehezíti, hogy a már öt éve tapasztalható expanzív költségvetési politika és az uniós források hiánya miatt a költségvetés mozgástere egy olyan, állami ösztönzőkre épülő keresletélénkítés megvalósításához kötött, amelynek anélkül kellene érezhető gazdasági dinamikát produkálnia 2025-ben (vagy legalább 2026 elejére) –, hogy a külső környezet szereplői, a befektetők és a minősítő intézetek a költségek fenntarthatatlannak minősítsék. Egy leminősítés tovább emelné az államadósság már amúgy is drága finanszírozását, és negatív árfolyamhatást is eredményezhetne. A kormányzat ezért a saját finanszírozású vállalkozásélénkítő programjai (például a Demján Sándor Hitelprogram) mellett – amelyekhez jelentős önerős beruházáselvárás is kapcsolódik – kísérletet tesz a lakossági megtakarítások felhasználásának és hitelfelvételének ösztönzésére is (Vidéki Otthonfelújítási Program, a nyugdíjpénztári megtakarítások lakáscélú felhasználásának megteremtése, munkáshitel). Ezek együttesen javíthatják a fogyasztási dinamikát 2025-re, de a hosszú távú lakossági megtakarítások mesterségesen ösztönzött azonnali elköltése később érzékenyen ronthatja az idősök életminőségét. A bejelentett kormányzati adókedvezmények 2025-re még nem jelentenek jelentős költségvetési bevételkiesést/lakossági többletjövedelmet: a csed és a gyed személyi jövedelemadó-mentességét 2025 júliusától, a háromgyermekes anyák szja-kedvezményét és a nyugdíjasok általános forgalmiadó-visszatérítését csak 2025 októberétől vezetik be. Az intézkedések költségvetési hatása hosszabb távon erősödik, például az adómentesség 2029-től az összes kétgyermekes anyára vonatkozik.

A növekedés motorja 2025-ben a háztartások fogyasztása lesz. 2025 januárjában a kiskereskedelem forgalmának volumene 4,7 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakában mért eladásokat. Előrejelzésünk szerint az év egészében a reáljövedelmek a kereseteknél kisebb mértékben, 2,9–3,1 százalék közötti ütemben nőnek, aminek megfelelően a fogyasztási kiadások is 3 százalék körüli mértékben bővülnek. A közösségi fogyasztás és a természetbeni társadalmi juttatások ennél némileg szerényebb ütemben nőhetnek, így összességében a végső fogyasztás volumene 2,8 százalékkal bővülhet.

2024-ben a bruttó állóeszköz-felhalmozás volumene 11,3 százalékkal, a negyedik negyedévben 13,8 százalékkal esett vissza. 2025-re az eddigi információk alapján valószínűleg még mindig nem következett be fordulat (az építőipari termelés januárban 9,6 százalékkal, az ipari termelés volumene februárban 8,7 százalékkal csökkent). 2025-re azt valószínűsítjük, hogy az állami beruházások volumene tovább csökken, míg a vállalatok beruházásai várhatóan stagnálnak vagy minimális mértékben bővülnek, így összességében a bruttó állóeszköz-felhalmozás volumenének egyszázalékos bővülését prognosztizáljuk. A belföldi felhasználás volumene a belső keresleti elemek eredményeként 2,3 százalékkal bővülhet.

Az export a romló külső kereslet miatt stagnálás közeli állapotba kerül, míg a még mindig visszafogott beruházási és kicsit élenkebb fogyasztási kereslettel összhangban az import 0,5 százalék körüli ütemben bővülhet. Ez azt jelenti, hogy a külkereskedelem 2025-ben negatívan járulhat hozzá a növekedéshez, így a GDP a belföldi felhasználásnál kisebb ütemben, várhatóan 1,7 százalék körüli mértékben bővül (2. táblázat).

2. táblázat

A GDP végső felhasználásának volumenindexei 2024–2025-ben

(2021. évi átlagáron, előző év azonos időszaka = 100)

Felhasználási tételek	2024	2025
Háztartások fogyasztási kiadása	105,0	103,0
Természetbeni társadalmi juttatás a kormányzattól	100,2	102,0
Természetbeni társadalmi juttatás a nonprofit int.	104,9	102,0
Háztartások tényleges fogyasztása	104,3	102,8

Felhasználási tételek	2024	2025
Közösségi fogyasztás	94,2	102,5
Végső fogyasztás összesen	102,6	102,8
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	88,7	101,0
Bruttó felhalmozás összesen	93,9	101,0
Belföldi felhasználás összesen	100,3	102,3
Export	100,9	99,8
Import	96,7	100,5
Bruttó hazai termék (GDP)	100,5	101,7

Forrás: KSH Stadat, saját előrejelzés.

Előrejelzés 2025 – termelési oldal

Úgy tűnik, 2025-ben folytatódik az a tendencia, hogy a mezőgazdaság, az ipar, az építőipar csökken vagy stagnáláshoz közeli állapotban van, és a növekedést alapvetően a szolgáltatások bővülése eredményezi.

A mezőgazdaság tavalyi 10,4 százalékos visszaesését követően 2025-ben a szájs- és körömfájás-járvány jelenti a legnagyobb bizonytalanságot, ezért jelenleg a mezőgazdaság teljesítményének szinten maradásával számolunk. Az ipari GDP a 2023. évi 4,3 százalékos esést követően 2024-ben további 3 százalékkal csökkent. A havi termelési adatok alapján úgy tűnik, hogy az ágazat mélyrepülése 2025 első két hónapjában is folytatódott, a termelés volumene januárban 3,9, februárban 8,7 százalékkal zsugorodott az előző év azonos időszakához képest. Reményeink szerint az év második felében új kapacitások lépnek be, így összességében csak további 1 százalékos visszaesést prognosztizálunk. A szolgáltatások iránti kereslet a háztartások rendelkezésre álló jövedelmével együtt bővíthat, ebben az ágazatban a kereskedelem, információ, kommunikáció ágazatban, valamint a védelmi kiadások terén várunk dinamikusabb növekedést. Összességében a szolgáltatások volumene 2,6 százalékos bővülésének köszönhetően a GDP 1,7 százalékos növekedését prognosztizáljuk 2025-re (3. táblázat).

A GDP termelésének volumenindexei 2024–2025-ben

(Előző év azonos időszaka = 100)

Időszak	Mezőgazdaság, erdőgazd., halászat	Ipar	Építőipar	Szolgáltatások	GDP
2024	89,6	97,0	99,4	102,1	100,5
2025	100,0	99,0	99,0	102,6	101,7

Forrás: KSH Stadat, saját előrejelzés.

Az infláció alakulása 2024–2025-ben

A középtávú előrejelzés bemutatása előtt érdemes röviden kitérni a jelenlegi helyzet kialakulásának legfontosabb tanulságaira. A koronavírus-járvány kitörése előtti szűk egy évtized ugyanis inflációs szempontból különleges időszak volt: 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 korlátai, egyre elterjedtebbé vált az a gondolat, hogy a világ gazdaságai végleg búcsút inthetnek az inflációnak. Ráadásul kevesen foglalkoztak a komplex ellátási láncok sérülékenységből adódó kockázatokkal: a rendszer bármely pontján keletkező szakadás globális hatásokkal járhat, a kialakuló kínálathiány 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 deflációs hatásai kezdetben ellensúlyozták a széttöredezésből adódó inflációs nyomást. Emiatt a monetáris politika világszerte extrém módon laza maradt, sőt a fejlett országok többségében erőteljes költségvetési élenkítőprogramokkal 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 a szigorítás újabb recessziót válthat 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 erősebben éreztették hatásukat, mint a többi fejlett országban. 2022 folyamán a 12 havi inflációs ráta szinte folyamatosan emelkedett, és 2023 januárjában az index 25,7 százalékon tetőzött. Ezt követően lassú, majd az év közepétől gyorsabb javulás kezdődött, és 2024 elejére 4 százalék alá csökkent a 12 hónapos index, azonban a havi áremelkedések üteme egészen ápriliséig viszonylag magas maradt. Szeptemberben 3 százalékra csökkent az előző év azonos időszakához viszonyított mutató, ami az optimistább elemzői várakozásokat is alulmúlta. De már a tavaly őszi elemzésünkben is hangsúlyoztuk, hogy ez inkább egyszeri hatásokkal (például az üzemanyagárak lokális minimumra süllyedésével vagy a háztartási energia árcsökkenésével) volt magyarázható, mint tartós dezinflációra utaló jelekkel. Sajnos igazunk lett, tavaly október óta folyamatosan emelkedik az inflációs ráta, a 2025 februárjában regisztrált 5,6 százalék az EU tagállamai között a legmagasabb érték.

Számításaink szerint márciustól némileg csökkenhet az előző év azonos időszakához viszonyított mutató értéke, azonban ez a kedvező tendencia csak a nyár közepéig tart majd ki. Augusztustól ugyanis a bázishatás ennek ellenében dolgozik, a tavaly augusztus–októberi igen kedvező havi értékeknél idén rosszabb adatok valószínűsíthetők ebben a három hónapban. Így 2025 végére a 12 havi ráta 5,7 százalékra emelkedhet, míg az éves átlagos infláció 5,5 százalékos lehet az idei évben.

A potenciális növekedés és a GDP-rés

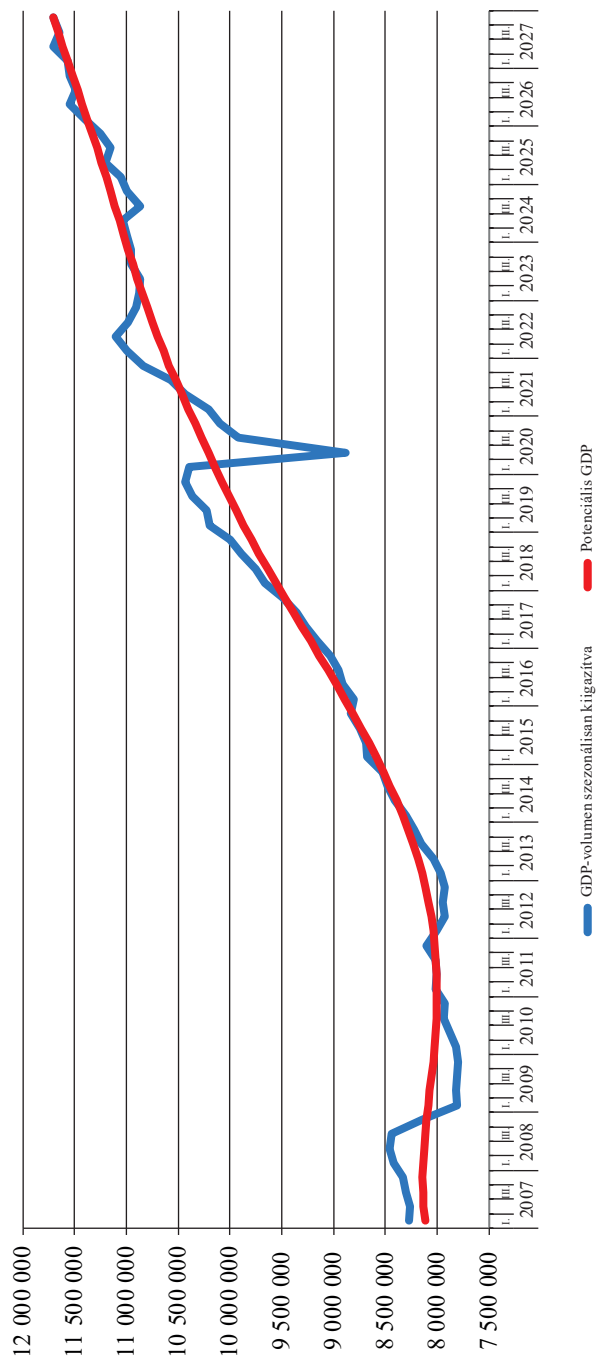
A tényleges és a potenciális GDP, valamint az ezek különbségeként definiált GDP-rés (gap) szemléletesen jelzi, hogy a gazdaság éppen milyen konjunkturális fázisban van. Ha a GDP-gap pozitív értéket vesz fel, akkor az azt jelenti, hogy a gazdaság aktuálisan jobban teljesít a hosszú távú trendhez képest. Ilyenkor az erős konjunktúra inflációs hatású, célszerű a monetáris és a fiskális politikát is szigorúbbra hangolni. Mindez a költségvetési mutatók értékelése során is fontos szempont, hiszen ilyenkor 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 bázisként a GDP 2015. évi változatlan áron számított, szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott negyedéves idősorát használtuk. Az adatok 1995. I. negyedév és 2024. IV. negyedév közötti időszakra vonatkoztak. Mivel a GDP-gap számításához a megfigyelési időszakon túli adatokra is szükségünk volt, előrejelzést készítettünk a negyedéves GDP idősorára, amelynek során

3. ábra

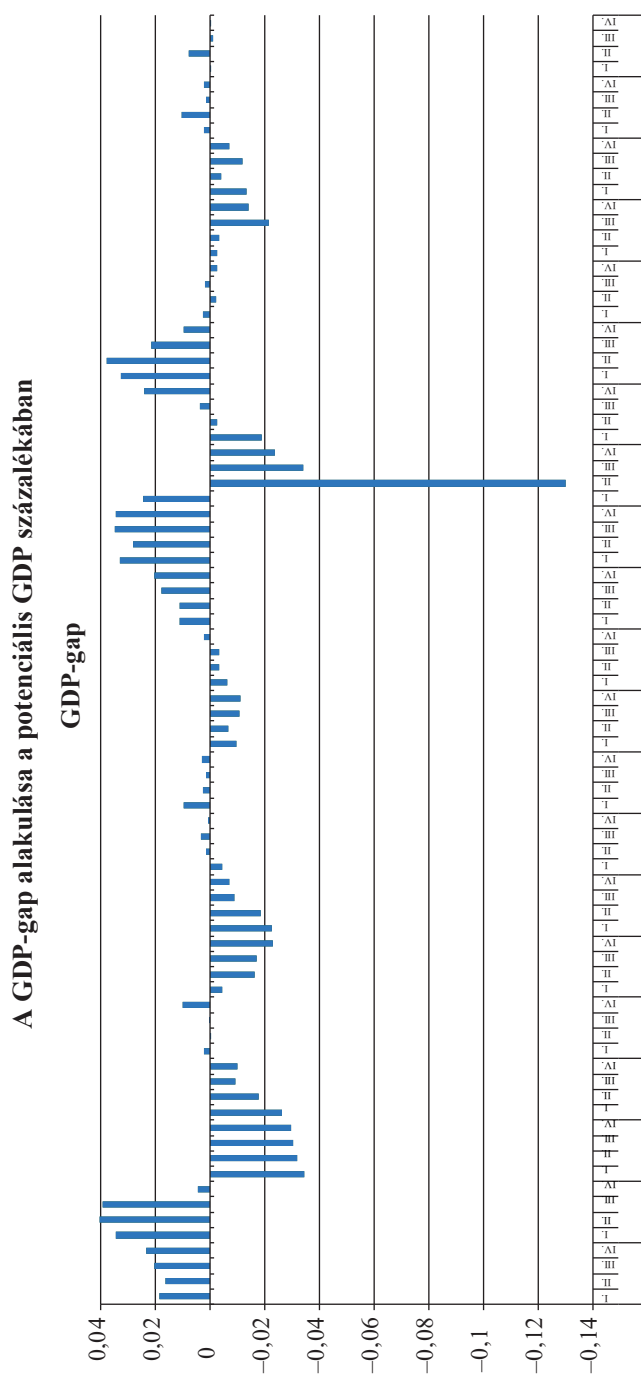
A szezonálisan kiigazított GDP és a potenciális GDP alakulása

(Millió forint, 2015. évi áron)



Forrás: KSH, saját számítás és előrejelzés.

4. ábra



Forrás: KSH, saját számítás és előrejelzés.

modellszámításokat és szakértői becsléseket egyaránt figyelembe vettünk. Az így kapott idősorra HP-filtert illesztettünk, aminek eredményeként megkaptuk a potenciális GDP értékét. Végül kiszámítottuk a kibocsátási rést (GDP-gap), ami a tényleges GDP és a potenciális GDP különbségeként adódott. A GDP-gap alakulását a potenciális GDP-hez viszonyított százalékos formában is kifejeztük. A 3. ábra a potenciális és a tényleges GDP alakulását mutatja, míg a 4. ábra a GDP-gap értéket 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. Ezt követően a GDP-gap néhány évig zero körül ingadozott, majd 2018-tól gyors emelkedésnek indult. 2019-ben elérte a GDP 3,5 százalékát, ami megközelítette az előző válság előtti időszakra becsült szintet. A koronavírus okozta gazdasági sokk a 2008. évinél sokkal nagyobb kilengést okozott: 2020 II. negyedében –13 százalékra 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 –3,4 százalékra változott a mutató értéke. Ezt lassúbb, de folyamatos javulás követte, 2021 harmadik negyedévére már pozitív tartományba került a kibocsátási rés, majd 2022 második negyedében 3,8 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 II. negyedévére ismét negatív tartományba került a GDP-gap.

Számításaink szerint 2025 végéig negatív maradhat a kibocsátási rés, ami azt jelenti, hogy a dekonjunktúra az idei év végéig elhúzódik, vagyis összességében közel három éven keresztül a magyar gazdaság a potenciális lehetőségeitől elmaradó szinten teljesít. A recesszió mélypontját számításaink szerint 2024 III. negyedében érték el –2,15 százalékos GDP-gap-értékkel. A tavalyi év egészére –1,03 százalékos kibocsátási rést becsültünk, míg 2025-re mérsékelt javulás várható (–0,89 százalék).

A költségvetés helyzete

Ha röviden és képletesen kellene jellemezni a 2024-es év költségvetési folyamatait, akkor azt mondhatnánk, hogy visszatáncoltunk a szakadék széléről. A 2020–2023 közötti négy évben az államháztartás hiánya folyamatosan meghaladta a GDP 6 százalékát, ami nyilvánvalóan fenntarthatatlan volt. A tavaly őszi jelentésünkben próbáltunk egyértelműen fogalmazni: a piac világosan érzékeli a fiskális politika elkötelezettségének teljes hiányát a költségvetési fegyelmet illetően, minden szereplő számára világossá vált, hogy a kormány mindaddig növeli a kiadásait, amíg valamilyen külső korlát el nem tántorítja ettől. Ez a külső korlát ezúttal a leminősítés közvetlen veszélye volt. 2023-ra a költségvetés kamatkiadásai elérték a GDP 4 százalékát (2020 előtt 2 százalék alatti értékek voltak jellemzőek), így egy esetleges leminősítés olyan spirált indított volna el, amelyből csak rendkívül magas reálgazdasági veszteségek árán lehetett volna kitörni.

2024-re eredetileg 2,9 százalékos deficitet tervezett a kormány, majd a 2023-as tragikus adatok nyilvánosságra kerülését követően 4,5 százalékos hiánycélt kezdett kommunikálni. Az elemzők többsége ezt is túl optimistának gondolta, jellemzően 5–5,5 százalék közötti deficitet kalkuláltak. Ehhez képest a 4,9 százalékos tényadat kellemes meglepetésnek számít.

Az idei első 2 hónap alapján abban lehet bízni, hogy – legalábbis egy ideig – fennmaradnak a tavalyi tendenciák. A bevétel nagyobb tételei közül csak a társasági adó marad el számottevően az időarányos tervtől. Ezzel szemben a legnagyobb tételnek számító áfabevételek jól alakulnak, ami azért is fontos eredmény, mert a 2023-as meglepetésdeficit egyik legfontosabb tényezője éppen az áfabefizetések váratlan visszaesése volt. A január–februári időszakban felülteljesítenek az szja-bevételek is, a szocho-befizetések pedig az elvárható mérték szerint alakulnak.

A februári magas hiány okát alapvetően a kiadási oldalon találhatjuk meg, azon belül is a nyugdíjbiztosítási alap sorainál. A 13. havi nyugdíjat ugyanis februárban kézbesítik, így ez a hónap már második éve magas költségvetési deficitel zár. Ezzel együtt a költségvetés bevételeinek és kiadásainak éves lefutása ezen a soron hasonló lehet a tavalyihoz, így az év egészét tekintve itt összességében nem számítunk váratlan fejleményekre.

A kormányzati szektor hiánymutatóinak és adósságának alakulása

	2024	2025
GDP folyó áron (millió Ft)	81 514 000	87 873 722
Pénzforgalmi egyenleg (millió Ft)	-4 095 845	-4 200 000
ESA-egyenleg (millió Ft)	-4 001 845	-3 750 000
Strukturális egyenleg (millió Ft)	-3 624 028	-3 398 066
Pénzforgalmi egyenleg a GDP %-ában	-5,0%	-4,8%
ESA-egyenleg a GDP %-ában	-4,9%	-4,3%
Strukturális egyenleg a GDP %-ában	-4,4%	-3,9%
Bruttó államadósság (millió Ft)	59 882 389	65 049 000
Bruttó államadósság a GDP %-ában	73,5%	74,0%

Forrás: KSH, saját előrejelzés.

Számításaink szerint idén és jövőre sem csökken 4 százalék alá a költségvetés deficitje, az uniós hiánymutató (ESA) szerint 2025-re 4,3 százalékos hiányt prognosztizálunk (4. táblázat). Ez jelentős előrelépés lenne a tavalyi 4,9 százalékos deficithez képest, ugyanakkor a csökkenés mértéke elmarad a kormányzati céltól (3,9 százalék). A választási évben a legjobb esetnek azt tartjuk, ha csak mérsékelten emelkedik a költségvetés deficitje.

2020-ban megtört az államadósság korábban csökkenő trendje, abban az esztendőben 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 az adósságráta csökkenése, de már csak csekély mértékben, tavaly pedig minimális növekedést követően az év végre 73,5 százalékot ért el a mutató. Idén további emelkedésre számítunk, 74 százalékra nőhet a GDP-arányos államadósság.

Záró megjegyzések

A 2025-ös esztendő a megelőző két év karakteréhez képest valóban átmeneti jellegű, amennyiben már kevésbé terhelik az akkori nagy egyensúlytalanságok, noha az inflációs hajlam és a tartós költségvetési egyensúlyhiány nem múlt el. Az viszont továbbra is bizonytalan, hogy milyen pálya követi a recessziós szakaszt. Az év eleji adatok nem támasztják alá, hogy megnyílt volna a dinamikus növekedési út, holott a kormányzat ezt ígérte, a nemzetközi környezetben pedig 2025. április elején hirtelen súlyos romlás állt be.

Az itt vázolt pálya a korábbi folyamatok elemzésén alapul, figyelembe veszi a külső és belső kockázatokat. Ez tehát megvalósulásra esélyes alapváltozat, amelyhez azonban különféle sajátos, nem kalibrálható politikai, pénzügyi és külgazdasági rizikók tapadnak. Idei gazdasági folyamataink várható alakulására erősen rávetül, hogy 2026 választási év. A politikai ciklus természetéből adódóan nehezen várható el, hogy a jelen elemzés időpontja és a várható országgyűlési választás között markáns megszorító, stabilizáló jellegű kiigazításra kerüljön sor, noha a bemutatott tények és tendenciák mind inflációs téren, mind költségvetési vonatkozásban korrekciót indokolnának. A világpiaci zavarok bizonyosan rontanak az üzleti klímán, az viszont nem látható előre, hogy a kereskedelmi mizériákból a számunkra releváns térségekben kifejlődik-e pénzügyi vagy gazdasági, esetleg politikai krízis.

Az alapváltozatban megjelenik, hogy a kockázatos külső viszonyok és a kialakult belső szerkezeti gondjaink együttes hatására a magyar gazdaság 2025-ben a potenciális növekedési pálya alatt képes csak teljesíteni. Fontos szektorokban, főként a feldolgozóiparban többletkapacitások jöttek s jönnek létre, amelyek kihasználását azonban a keresleti tényezők lerontják. Más területeken is létrejöttek túlméretezett, költséges projektek, túlzottnak bizonyuló kapacitások. A megelőző időszakra jellemző magas beruházási hányad ebben az átmeneti szakaszban lecsökken, részben a romló konjunktúra miatt, másrészt a költségvetés-kímélő kormányzati kiadásmérséklések nyomán.

A többéves negatív kibocsátási rés megléte viszont felveti a kérdést, számolhatunk-e egyáltalán az eddigi természetes növekedési képesség fennmaradásával. A kormány visszatérően eltéveszti a reményeihez illesztett lendületes, négy százalékos meghatározott növekedési ütemet: vajon ismétlődően hibás, netán politikailag motivált túltervezéssel van gondunk? Vagy inkább a gazdasági szerkezetben és pénzügyi viszonyaink meglevő bajok manifesztálódnak, és húzzák le a remélt, betervezett növekedési ütemet?

Ilyen szerkezeti gond a gazdaság tartósan nagy energiaigényessége; a leendő munkahelyek és a munkaerőpiaci slack térségi, képzettségi diszkrepanciája. Viszszahúzó tényező a fair piaci versenyhelyzetek ritkasága, a kormányzat szabályozói tevékenységének túltengése, és ezek nyomán a gazdasági szereplőknél az óvatossági motívum felerősödése. Ezért nemcsak 2025-ben valószínűtlen, hogy a gazdasági növekedés gyorsulása bekövetkezhet, de középtávú kitekintésben is számolnunk kell azzal, hogy az utóbbi évek mérsékelt ütemszintjéről az adott erőforrás-ellátottsági és intézményi körülmények közepette nem várható érdemi felfelé mozdulás; ez válik az új normává.

GKI Gazdaságkutató Zrt.: A magyar gazdaság növekedési pályára állt, de a világgazdasági kockázatok számottevőek

BANK DÉNES – PETZ RAYMUND*

A GKI felmérései alapján 2025 elején az üzleti bizalom Magyarországon többéves mélypontjára jutott. Ez negatívan hathat a beruházási hajlandóságra, ezért az idei gazdasági növekedés nagyrészt a fogyasztás bővülése révén valósulhat meg. A GKI 2025-ben 1,7 százalékos körüli gazdasági növekedésre számít, ezen belül az ipar teljesítménye 0,5 százalékkal, a kereskedelemé 3 százalékkal, az információs és kommunikációs, illetve a turizmus-szektoré pedig akár 5 százalékkal is nőhet. A geopolitikai turbulenciák, az amerikai kormányzat által indított vámháború, a korábban gondoltnál magasabb infláció és a csak lassan csökkenő kamatok negatív, a kormányzati ösztönző intézkedések, illetve a várhatóan idén termelésbe lépő kapacitások pozitív kockázatokat jelentenek. A GKI várakozásai szerint a fogyasztói árindex idén 4,8 százalékos, a GDP-arányos államháztartási hiány 4,5 százalékos körüli lehet.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E00, E30, E60.

Kulcsszavak: gazdaságpolitika, fogyasztás, beruházás, foglalkoztatás, munkanélküliség, államháztartás, infláció.

Abstract

GKI Economic Research Co.:

The Hungarian economy is on a growth path, but global economic risks are significant

DÉNES BANK – RAYMUND PETZ

According to GKI surveys, business confidence in Hungary reach a multi-year low in early 2025. This could have a negative impact on investments, so economic growth this year will be largely driven by increasing consumption. GKI expects economic growth of around 1.7 percent

* Bank Dénes, a GKI Gazdaságkutató Zrt. igazgatója. E-mail: bank.denes@gki.hu

Petz Raymund, a GKI Gazdaságkutató Zrt. vezető kutatója. E-mail: petz.raymund@gki.hu

A cikk a GKI Gazdaságkutató Zrt. Előrejelzés 2025-re (2025/1. prognózis) című elemzése alapján készült, amelynek elkészítésében közreműködött a GKI teljes kollektívája.

A kézirat 2025. április 11-én érkezett a *Külgazdaság* szerkesztőségébe.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2025.69.3-4.44>

in 2025, with only 0.5 percent in industry, 3 percent in trade and up to 5 percent in information and communications and tourism. Geopolitical turbulence, the U.S. administration's tariff war, higher-than-expected inflation, and only slowly declining interest rates are negative risks, while government stimulus measures and production capacities expected to enter production this year are positive risks. GKI expects an inflation rate of around 4.8 percent this year and a government deficit of around 4.5 percent of GDP.

Journal of Economic Literature (JEL) codes: E00, E30, E60.

Keywords: economic policy, consumption, investment, employment, unemployment, public finances, inflation.

Világgazdaság – a lassan javuló konjunktúrát az erősödő kereskedelmi feszültségek akár recesszióba is tolhatják

2025-ben a globális gazdasági trendek alakulását a *geopolitikai feszültségek, az inflációs nyomás (jelentős részben az USA vámpolitikája miatt), a technológiai fejlődés és a fenntarthatósági kérdések* továbbra is jelentősen befolyásolják. A világ-gazdasági környezetet a konfliktusokkal terhelt biztonságpolitikai helyzet nagyban meghatározza.

Az USA áprilisban bejelentett, majd részben felfüggesztett védővámjai világ-szinten kereskedelmi feszültségeket keltenek, csökkentve a globális kereskedelem hatékonyságát és növelve a gazdasági bizonytalanságot. Az intézkedések ideiglenes felfüggesztése még csak enyhe gyógyírt sem jelent, tovább erodálja a gazdasági szereplők közötti bizalmat. Eredetileg az Európai Uniót 20 százalékos (júliusig elvileg csak 10 százalékos), az autóipart pedig 25 százalékos vámmal terheli ezentúl az USA. Ha az Európai Unió válasz intézkedésekkel fog élni, azok tovább fokozhatják a kereskedelmi háborút és kihatnak az EU exportáló ágazataira. Magyarország – mint exportorientált és az autóipar teljesítményének különösen kitett EU-tagállam – meg-sínynyi a globális kereslet visszaesését és az ellátási láncok zavarait.

Az USA külpolitikája egyelőre az erősebb nemzeti érdekérvényesítés irányába mutat. Ennek hatására számos korábbi partnerével, gazdasági versenytársával konfliktusba került, ami *protekcionistább nemzetközi gazdasági környezetet* eredményez. Ennek az eredménye *visszafogottabb külkereskedelem és gazdasági növekedés* lesz. Ezt a hatást a későbbiekben mérsékelheti, hogy az USA piacáról kiszoruló országok részben az EU-val való kereskedelem révén javíthatnak helyzetükön. Mindez azt is jelenti, hogy az olcsó (elsősorban kínai) áruk dömpingje ellen előbb-utóbb az EU-nak is védekeznie kell, ennek első jelei már látszanak.

Európa számára gazdasági szempontból elsősorban *Oroszország Ukrajna elleni háborújának* a hatása jelentős, ami a magasabb energiaárakkal, a szankciók hatásaival és a fegyverkezési kényszerrel együtt jelentősen visszafogja a növekedési kilátásokat. A Trump vezette USA-kormányzat a háború békés lezárására tett kísérletben erőteljes közvetítői szerepet vállalt. A GKI szerint legvalószínűbb forgatókönyv alapján először rövid távú és bizonyos területekre kiterjedő tűzszünetet köthetnek a felek, amely kedvező esetben ezt követően az egész frontra kiterjedő tűzszünetet eredményezhet. Ez a szankciók fokozatos kivezetésével erősíthetné a gazdasági növekedési kilátásokat az EU és ezen belül különösen Közép- és Kelet-Európa számára. *A Közel-Keleten ismét fokozódik a feszültség*, miután 2025 március–áprilisában az izraeli hadsereg átfogó támadásokat indított a teljes gázai övezetben arra hivatkozva, hogy a Hamász nem tartotta be a januárban aláírt tűzszüneti megállapodást. Az USA új vezetése erőteljesebben kiáll Izrael érdekei mellett, valamint Iránra is a korábbiaknál fokozottabb nyomást gyakorol.

A geopolitikai feszültségek *polarizáltabbá teszik a világgazdaságot, illetve a gazdasági „blokkosodás” is kezdetét vette*. Ezek a fejlemények nehézséget jelentenek a nemzetközi kereskedelemben hídszerepet betölteni kívánó Magyarország számára. A közeljövőben erőteljesebb szövetségek alakulhatnak, például az EU és az Egyesült Királyság, valamint Kanada között, illetve Ázsiában az USA új kül- és kereskedelempolitikájára adott válaszként. A meglévő geopolitikai feszültségek továbbá ingadozó nyersanyagárhoz vezetnek, miközben a kereskedelem széttöredezése a kereskedelmi és ellátási hálózatokban zavarokat okoz.

Az USA mérsékelni kívánja az Ukrajnának nyújtott katonai és gazdasági támogatást, ennek pótlását csak az EU tudná megvalósítani, de csak jelentős többletköltségek mellett. Az EU és a tagállamok ilyen jellegű kiadásai már így is jelentősek, ezt reálisan leginkább akkor lehetne drasztikusan megemelni, ha a befagyasztott mintegy 300 milliárd euró orosz vagyont erre használnák fel, vagy ha jelentős hitelt vennének fel (ami viszont hosszabb távon fogná vissza a növekedési kilátásokat). A rendkívül megnövelt fegyverkezési kiadások gazdasági növekedéshez való tartós hozzájárulása mérsékelt, és egyúttal elveszi a lehetőséget más, a növekedést jobban támogató területektől. Az USA Trump-vezette protekcionista gazdaságpolitikájára is választ kell találnia az EU-nak *versenyképességének javítása, illetve kereskedelmi kapcsolatainak átgondolása* révén.

A világgazdaságban kedvező gazdasági változások is körvonalazódnak: a zöldátállás és a fenntartható gazdasági modellek előtérbe kerülése meghatározza a globális gazdasági stratégiákat, miközben a digitális átalakulás és a technológiai fejlődés

dés gyors üteme új lehetőségeket kínál. Az EU a korábbiaknál vélhetően nagyobb szerepet fog szánni az innovációkra, ezen belül különösen a mesterséges intelligenciához (AI) kapcsolódó fejlesztésekre, miközben a versenyképességet esetleg visszafogó zöldmegoldások priorizálása átmenetileg háttérbe szorulhat.

2024-ben a nemzetközi konjunktúra elsősorban az amerikai gazdaság teljesítményének köszönhetően javult. Az USA GDP-je 2024-ben 2,8 százalékkal bővült, idén ennél kisebb (1,8 százalék körüli) dinamika várható jelentős kockázatok mellett. A globális növekedés várhatóan stabil marad, de visszafogott lesz. Az árucikkek – különösen a kőolaj – termelésének és szállításának fennakadásai, a konfliktusok, a polgári zavargások és az extrém időjárási események miatt a Közel-Kelet és Közép-Ázsia, valamint a szubszaharai Afrika növekedési potenciálja gyengült. Ezt az ázsiai felzárkózó gazdaságok javuló teljesítménye részben ellensúlyozza, ahol a félvezetők és elektronikai cikkek iránti kereslet bővülése – amely mögött jelentős, a mesterséges intelligenciával kapcsolatos beruházások vannak – támogatja a növekedést. Különösen Kínában és Indiában hajtanak végre ezeken a területeken számottevő állami beruházásokat. Kína gazdasága tavaly 5 százalékkal nőtt, de a várakozások szerint középtávon 3,5 százalék körüli mértékre lassul. Az árnyékbankrendszer, az ingatlanszektor válsága, a fiatalok egyre nagyobb munkanélkülisége megpróbáltatások elé állítja az országot, miközben az élénkítési kísérletek eddig nem jártak sikerrel. India gazdasága 6,5 százalékos növekedést ért el, és idén is hasonló bővülés várható, amelyet a digitalizáció és a fiatal, dinamikus munkaerő foglalkoztatása hajt.

A ciklikus egyensúlytalanságok az év eleje óta enyhültek, ami a nagyobb gazdaságokban hozzájárult a gazdasági tevékenység és a potenciális kibocsátás jobb összehangolásához. Ez az alkalmazkodás közelebb hozta az egyes országok közötti inflációs rátákat. A globális infláció a 2023. évi 6,7-ről 2024-ben 5,8 százalékra, 2025-ben várhatóan 4,3 százalékra mérséklődik, a fejlett gazdaságok pedig előbb érik el inflációs céljaikat, mint a fejlődők. Bár a globális dezinfláció a várakozások szerint halad, az árstabilitás felé vezető úton még előfordulhatnak akadályok. Az árucikkek árai stabilizálódtak, de a szolgáltatások inflációja sok régióban továbbra is magas maradt. Az USA által bevezetett magas vámok felpörgethetik az inflációt.

Az EU-ban mérsékelt volt a növekedés, az euróövezetben 0,7, az EU egészében 0,9 százalékos. Az EU összevont GDP-jének növekedése 2025-ben várhatóan 1 százalék körüli lesz, ami elmarad az előző évtized átlagos ütemétől, illetve a fejlett országok dinamikájának átlagától (1,7 százalék). Számottevő növekedési kockázatot jelent a magasabb vámok miatt visszaeső export, a háborúk és konfliktusok miatti

magasabb nyersanyag- és energiaárak, a logisztikai zavarok, illetve általában a bizonytalanság, ami a beruházások halasztásához vezethet.

Régióink gazdasági lehetőségeit leginkább Nyugat-Európa gazdasági növekedési kilátásai, valamint az Oroszország Ukrajna ellen indított háborújának a következményei határozzák meg, de kockázatot jelent a gázai övezetben zajló háború és a Szezei-csatornánál lévő feszültségek is, illetve a Trump-adminisztráció protekcionista intézkedései. Magyarország gazdasági kilátásai szempontjából meghatározó a járműipar, ehhez kapcsolódóan az akkumulátoripar termékei iránti nemzetközi kereslet alakulása, az EU ezen ágazatokat érintő szabályozása. Ez utóbbi kapcsán a kilátások egyelőre kifejezetten kedvezőtlenek. Németország márciusban elfogadta az 1000 milliárd eurós fejlesztési csomagot, amellyel – nagyrészt hitelből – felpörgeti gazdasági növekedését, különösen infrastrukturális, klímavédelmi és védelmi beruházások révén. Az eltérő iparszerkezet miatt ezek alig javítják a magyar exportkilátásokat.

Továbbra is nagy jelentőségű *Magyarország energiaellátási biztonságának és költségének alakulása*. Jelenleg a Török Áramlaton érkező földgáz ahhoz is hozzájárul, hogy tranzitországgént Magyarország érdekérvényesítési ereje növekedjen a régióban. A következő évekre fontos kérdés, hogy Magyarországnak sikerül-e tovább erősítenie gazdasági kapcsolatait Kínával, növelni a beáramló befektetéseket, habár az eddigi beruházások tényleges hozzájárulása a magyar gazdaság növekedéséhez hosszabb távon mérsékeltnek tekinthető. (Szakértői vélemények szerint a GDP-hatás az árbevétel 4–10 százaléka lesz, de ennek 80 százaléka kiáramlik majd az országból.) A Magyar Nemzeti Bank a négy legnagyobb futó beruházás együttes GDP-hatását 2028-ig 2,8 százalékra becsüli. A kormány tájékoztatása szerint az USA-val kötendő bilaterális egyezmények és onnan érkező beruházások révén a közeljövőben erősödhetnek a gazdasági kapcsolatok, azonban ennek a jelei egyelőre nem látszanak.

A gazdasági várakozások az EU-ban és Magyarországon is túl vannak a mélyponton

Az európai gazdasági hangulatindex, amely az EU területén élő fogyasztók és működő vállalkozások rövid távú (a fogyasztók esetében a következő egy évre, a cégek esetében a következő negyedévre vonatkozó) várakozásait sűríti egyetlen számba, 2024 decemberére 16 havi mélypontjára esett. 2025-ben még nem rajzolódott ki határozott irány, de a kilátások valamivel jobbak, mint tavaly év végén. *Az index bő*

két éve saját hosszú távú átlaga alatt van, azaz a gazdasági szereplők kilátásai a megszokottnál kisebb derűlátást tükröznek.

A *GKI konjunktúraindex*e, amely a fogyasztói és az üzleti bizalmi indexek súlyozott átlaga, 2023 áprilisa óta viszonylag szűk, öt pont széles sávban alakult. A 2024. őszi hónapokban az index apró lépésekkel csökkent, januárra 19 havi mélypontjára jutott. Februárban felfelé mozdult el, márciusban lényegében stagnált. Az üzleti kilátások 2024 végére, 2025 elejére fokozatosan romlottak, januárban 50 havi mélypontra estek. A *GKI üzleti bizalmi indexe* februárban némileg elmozdult a mélypontról, majd márciusban stagnált. A *GKI fogyasztói bizalmi index* a tavaly március-szeptemberi időszakban alig változott, értéke szűk sávban mozgott. Október–novemberben negatív irányba tört ki a sávból. A decemberi emelkedést januárban enyhe csökkenés követte, februárban és márciusban pedig az előző hónaphoz képest nem változott az index értéke. Az idei év második hónapjában az uniós fogyasztói bizalmi index két ponttal állt alacsonyabban a hosszú távú átlagánál, míg a magyar mutató öttel. Azaz a hazai fogyasztó valamivel kisebb bizalommal tekint a közeli jövőbe, mint az európai átlagpolgár.

A gazdasági növekedés várhatóan gyorsabb lesz, mint 2024-ben, de lassúbb, mint 2026-ban

Az elmúlt tíz negyedéből hatban visszaesett a GDP, és a fellendülést továbbra is érdemi kockázatok terhelik. Egyelőre sem az ipar, sem az építőipar nem támogatja a gazdasági növekedést, és kérdés, hogy a szolgáltatások mennyire képesek a továbbiakban is hajtani a gazdaságot. Különösen úgy, hogy a kormányzati intézkedések továbbra is inkább az iparra koncentrálnak, míg a szolgáltatásokat egyes esetekben visszafogják (például különadók, árszabályozások révén).

A magyar gazdaság 2008 óta többször is lecsúszott a növekedési pályájáról (pénzügyi válság, adósságválság, koronavírus-válság), és a régió többi országa le hagyta, de rendre visszatért. *Az elmúlt két évben viszont megint megtorpant Magyarország gazdasága, és a tartós növekedési pályára állás jelentős kihívásokkal terhelt.* A kormány szerint a növekedés fő gátjai közé tartozik a magas infláció, a gyengélkedő német ipar (a visszafogott export révén), valamint közvetetten Oroszország Ukrajna elleni háborúja. Idén a fogyasztói árak növekedése minden jel szerint magasabb lesz a tavalyinál, a német gazdaság beindulása legfeljebb az év második felében kezdődhet meg, és egyelőre az orosz–ukrán háború befejezésének időpontja is bizonytalan.

A közép- és kelet-európai gazdaságokat egyre inkább sújtja a *nemzetközi környezet kedvezőtlen alakulása*, a régió országai a globális gazdasági válság egyik legsebezhetőbb részévé vált. Trump gazdasági és kereskedelempolitikai lépései egy új és egyelőre kiszámíthatatlan világrend irányába mutatnak. Ennek következtében meggyengült a korábban a magyar gazdaság növekedését meghatározó exportvezérelt modell, miközben az új, hosszú távon fenntartható stratégiák – így kifejezetten a *magasabb hozzáadott értékű tevékenységek felé való elmozdulás* – megvalósítása időigényes, és jelentős strukturális akadályokba ütközik. Ezek a tényezők a jövőbeni gazdasági stabilitás és növekedés szempontjából komoly kockázatot jelentenek Magyarország számára. A globális infláció, a még mindig magas energiaárak, az energiafüggőség és a gyengülő forint növelik az *import- és a termelési költségeket*, rontva a versenyképességet.

A magyar gazdaság rövid távú bővülése szempontjából továbbra is meghatározó jelentőségű, hogy az *export teljesítménye* erősödjön. Fontos lenne a fő felvevőpiacaink – így különösen Németország – keresletének, gazdaságának növekedése. Az EU visszafogott gazdasági növekedése és a geopolitikai feszültségek *2025-ben még nem dinamizálják az exportkeresletet*. Az európai autóipar és más ipari szektorok gyengébb teljesítménye közvetlenül érinti a magyar exportot. A kilátásokat meghatározza továbbá az *elektromos autók piaca*, mivel a magyar kormány az iparfejlesztést elsősorban ebben az ágazatban képzei el, de egyelőre ebben a korábban vártnál lényegesen alacsonyabb növekedésre lehet számítani. Az elektromos autók iránti kereslet az EU-ban jelentősen csökkent, főként a legnagyobb piacnak számító Németországban, és nem várható, hogy 2025-ben jelentős változás lenne.

A 2021–2027. évi időszakban a Magyarország az öt megillető 22 milliárd euró EU-s forrásnak eddig csak a 8 százalékához jutott hozzá. Az Eurostat adatai szerint Magyarország a jelenlegi uniós ciklusban a források lehívását tekintve az alacsony arány ellenére a tagállamok első felébe tartozik. A keretek 55 százalékára kiterjedő, jogállamisági hiányosságokkal indokolt felfüggesztések továbbra is érvényben vannak. A növekedési kilátások szempontjából meghatározó jelentőségű, hogy az uniós források minél nagyobb arányban elérhetőek legyenek (a 2014–2020. évi ciklusban a források 98 százalékát tudta lehívni Magyarország). Az Újjáépítési és Helyreállítási alap forrásait 2025 végéig le kellene kötni, láthatóan kifutunk az időből. Eddig az alapból 10 százalékos előleget kaptunk, további forrásokra idén nem lehet számítani.

2025 elején egyelőre nem alakultak annyira kedvezően a folyamatok, ahogy arra számítani lehetett. A növekedést támogatja ugyan, hogy a háztartások fogyasztási kiadása a reáljövedelmek emelkedésének következtében továbbra is dinamikusan

bővül, és a beruházások esése remélhetőleg idén már növekedésbe fordul. Ugyanakkor az is látszik, hogy az infláció magasabb lesz a korábban vártnál, valamint a kedvezőtlen külső környezet sem javítja az exportkilátásokat, mások mellett a német ipar elhúzódó gyengélkedése, az Egyesült Államok protekcionista és kiszámíthatatlan kereskedelempolitikája, illetve a kínai ipari túlkínálat erőteljesebbé válása miatt. *A GKI szerint Magyarország GDP-növekedése 1,7 százalék körül alakul 2025-ben. A mérsékelt gazdasági növekedés elsősorban a kedvezőtlen exportkilátásoknak, a növekvő importköltségnek, a hazai iparfejlesztési modellnek, valamint a visszafogott beruházásoknak tulajdonítható.*

Dinamikusan bővülő fogyasztás, stagnáló beruházások

A KSH adatai alapján a teljes munkaidőben alkalmazásban állók bruttó átlagkeresete 646,8 ezer forint volt 2024-ben, ez nominálisan 13,2 százalékos, reálértéken 9,2 százalékos növekedés az előző évihez képest. Az átlagkereset változását alapvetően a már előre beütemezett béremelések és a minimálbér-, illetve a garantált bérminimum emelése határozta meg. A bruttó keresetek mediánértéke 15,6 százalékkal 520,4 ezer forintra emelkedett. 2024-ben a teljes munkaidőben foglalkoztatottak átlagkeresete a vállalkozásoknál 12,1 százalékkal, a közszférában 16,8 százalékkal nőtt. A KSH felmérésébe be nem kerülő kisebb cégek azonban feltehetően nem engedhettek meg maguknak ilyen mértékű emelést. 2024-ben a végső fogyasztás mindössze 2,6 százalékkal nőtt, ezen belül a háztartások tényleges fogyasztása 4,3 százalékkal (fogyasztási kiadása 5 százalékkal, míg a kormányzattól származó természetbeni társadalmi juttatás 0,2 százalékkal) lett magasabb az előző év azonos időszakához képest.

A minimálbér 2025-ben 9 százalékkal, a garantált bérminimum 7 százalékkal nőtt. A miniszterelnök bejelentése alapján a kormány két-három éven belül szeretné elérni, hogy Magyarországon a bruttó átlagkereset 1 millió forint legyen. Ennek egyik kommunikált eszköze a minimálbérek drasztikus (ezer euróra történő) emelése lehet, ami a jelenlegi gazdasági struktúrát figyelembe véve jelentősen ronthatja az ország gazdasági versenyképességét. A GKI szerint a tervezett átlagkereset csak jelentős infláció esetén, és/vagy statisztikai „megoldásokkal” valósítható meg ilyen rövid távon. A fenti vállalás eléréséhez a 2025. évi emelés mértéke időarányosan nem elegendő.

A kormány fokozatosan *számos gyermeket érintő intézkedést vezet be*. 2025. júliustól és 2026. januártól két lépcsőben arányosan a duplájára emelik a családi adókedvezmény összegét. Emellett a háromgyerekes anyák 2024 októberétől, míg a kétgyerekes édesanyák 2026 januárjától korcsoportonként, fokozatosan élethosszig tartó személyijövedelemadó-mentességben részesülnek. Először a 40 év alattiak kapják meg a kedvezményt, majd évente emelkedik a korhatár: 2027-ben 50 évre, 2028-ban 60 évre, végül 2029-től minden kétgyerekes anya jogosult lesz rá. Az intézkedés mintegy 600-700 ezer családot érint majd. E hatások 2025-ben 0,8 százalékponttal emelik a jövedelemtömeget. 2025-ben – részben a fentiek hatására – a bruttó átlagkereset jelentős differenciálás mellett 7,5 százalék körül (a KSH által vizsgált körben ennél kissé nagyobb ütemben) emelkedik. A közsférában a pedagógusok béremelése felfelé húzza az indexet.

A nyugdíjak inflációkövető emelése várhatóan folytatódni fog, a 13. havi nyugdíj megmarad. Ugyanakkor a nyugdíjakon belül vérszesen nő a differenciálódás, a (főleg a régen megállapított összeget kapó) kisnyugdíjasok jelentős része a tavalyi kiugróan magas élelmiszer-infláció miatt nagyon nehéz helyzetbe került. A nyugdíjasok bizonyos élelmiszerekre áfamentességet kapnak, de ennek sem a fogyasztásukra, sem a jólétükre nem lesz érdemi hatása (ez a pluszjuttatás a GKI szerint a nyugdíjasok több mint felénél kevesebb mint havi 5 ezer forint lesz).

A lakosság *reáljövedelme 2025-ben mintegy 4,5 százalékkal bővül, míg ennél kissé lassabb ütemben, 3,5 százalék körül nő a fogyasztás*.

Az állóeszköz-felhalmozás 2025-ben várakozásaink szerint 0,5 százalékkal nő. A nemzetgazdasági beruházások 2024-ben a KSH előzetes adatai alapján 15 501 milliárd forintot tettek ki, ami 13,8 százalékos volumencsökkenést jelent 2023-hoz képest. Ezzel második egymást követő évben esett a volumen. Az építési beruházások volumene 14,6, a gép- és berendezésberuházásoké 13 százalékkal csökkent.

Az eddigi beruházási adatokon meglepő módon nem látszik sem a BMW, sem a CATL, sem a BYD szegedi beruházásának hatása. Ennek oka részben az lehet, hogy a beruházás túlnyomó részét jelentő gépbeszerzések a kivitelezés végén összpontosulnak, részben pedig az, hogy a hangzatos bejelentések ellenére jelenleg csak a tervek kis része valósul meg. Habár ezek a beruházások papíron növelik a beruházási rátát, tovaggyűrűző hatásai nem lesznek, mivel a beruházás 90-95 százaléka import (beleértve a konkrét építést is).

A kormány továbbra is az olcsó hitelekben látja a beruházási aktivitás növelésének eszközét, ezért újabb, a kis- és középvállalkozásokat segítő hitelprogramot indított. Mivel a kkv-szektor jellemzően keresleti problémákkal szembesül, illetve

a személyi jellegű költségek is gyorsan emelkednek (s a tervek szerint ez még fokozódna is), ezen intézkedések hatása marginális marad. Ennek oka az, hogy a kkv-hitelek nagy része már most is jellemzően kamattámogatott és állami garanciával védett, illetve a nem kkv-hitelek egy jelentős része is az (az MFB és az Eximbank hitelei, tőkeprogramjai).

A külföldi befektetések Magyarországra történő áramlása 2024-ben mérsékelt maradt. A geopolitikai bizonytalanságok és az európai gazdasági lassulás csökkentették a befektetői bizalmat. Ugyanakkor a kormányzati ösztönzőprogramok és az infrastrukturális fejlesztések továbbra is vonzóvá tehetik Magyarországot a befektetők számára, így a jövőben főleg kevés számú, de nagyértékű beruházásra lehet számítani. Ugyanakkor ehhez egyre nagyobb állami támogatásra (költségvetési kiadásra) lesz szükség.

Magyarország *energiafüggőségéből, illetve az energiaárak kezeléséből* 2025-ben is megannyi teendő adódik. A fenntarthatósági törekvések és a megújuló energiaforrásokba történő beruházások előtérbe kerültek. A kormány céljai között szerepel az energiahatékonyság javítása és a megújuló energiaforrások arányának növelése, amelyhez uniós támogatások és nemzetközi együttműködések is hozzájárulnak. A lakosság részére már kiírták a családi házak energiahatékonysági javítására vonatkozó új pályázatot.

A leggyorsabb növekedés továbbra is a szolgáltatászektorban várható

A *magyar ipari termelés* volumene két egymást követő évben csökkent az előző évhez képest: 2023-ban 5,5 százalékkal, 2024-ben 4 százalékkal. Mind a belföldi, mind az exportpiacokon mérséklődött az értékesítés. Az ipar GDP-termelése is visszaesett: 2023-ban a teljes iparé 4,4 százalékkal, a feldolgozóiparé 3,7 százalékkal, míg 2024-ben 3, illetve 4,4 százalékkal. Magyarországon az európai gyárak keresletcsökkenésének és a rossz struktúrájú iparfejlesztésnek az lett a hatása, hogy a gépjárműgyártás termelése 2024-ben 13,3 százalékkal, az akkumulátorgyártás 22,4 százalékkal zuhant.

Az ipari növekedés forrásai sem túl biztatóak. 2024-ben az ipari foglalkoztatottak létszáma 1,5, a feldolgozóipariaké 1,8 százalékkal csökkent. A GKI üzleti felméréseiben a válaszadók immár hét hónapja további létszámleépítést vetítenek előre. Ez együtt járhatna éppen a termelékenység növekedésével is, csakhogy a feldolgozóipari beruházások 2023-ban 4,7 százalékkal, 2024-ben pedig már 14,2 százalékkal

csökkentek az előző évhez képest. A GKI felméréseiben beruházási célként a válaszadók közül a legtöbben az elhasználódott berendezések cseréjét szokták megjelölni. Egyelőre tehát semmi jele annak, hogy akár termelésbővítő, akár új termékek előállítását eredményező fejlesztésekre kerülne sor. Ez is a magyar ipar további stagnálást vetíti előre.

2025 első felében tehát *nem várható érdemi javulás a magyar ipar teljesítményében*. Ahogy fő piacainkon (előreláthatólag lassan) javul a helyzet, úgy a további zsugorodás itthon is megáll, a most kihasználatlan kapacitások leterhelése még némi növekedésre is lehetőséget nyújt. További javulást hozhat néhány nagyberuházás termelésbe lépése, így a debreceni CATL és BMW, illetve a szegedi BYD megjelenése is esedékes. Ezek felfutása azonban szintén az európai piacok keresletének élénkülésétől függ. Ezzel együtt arra számítunk, hogy az ipari visszaesés 2025 első félévében eléri a mélypontot, és az év második felében megindul a növekedés, ám ez összességben szerény lesz. De ebben a tekintetben is jelentős kockázati tényező az amerikai kormányzat által elindított vámháború.

A magyar mezőgazdaság teljesítménye az időjárás alakulásától függően erősen hullámzik. 2022-ben aszály volt, emiatt a mezőgazdasági GDP 26,5 százalékkal csökkent, a csapadékosabb 2023-ban viszont 36,9 százalékkal nőtt, az ismét aszályos 2024-ben azonban újfent 10,4 százalékkal esett a megelőző évekhez képest. Mind a növénytermesztést, mind az állattenyésztést egyre gyakrabban sújtják járványok is. Tavaly a búzatermés mennyisége elég jó lett, de ennek jelentős része a csapadékos tavasz és a nyárelő alatt elterjedt gombafertőzések miatt nem volt étkezésre alkalmas. Az állatállományt rendszeresen ritkítja a vissza-visszatérő madárinfluenza és a sertéspestis. Idén beütött a száj- és körömfájásjárvány, nagy a veszély, hogy a drasztikus védőintézkedések ellenére tovább terjed. Emiatt több országban megtiltották a patás állati eredetű termékek behozatalát Magyarországról. A nem érintett gazdaságok termékei így valószínűleg csak a hazai piacra kerülhetnek, ami talán jót tesz majd a fogyasztói áraknak, de veszteség a gazdák számára.

A mezőgazdaság 2025. évi teljesítménye továbbra is az időjárás alakulásától függ. Remélni lehet, hogy a tavalyi nyári hőség és aszály nem ismétlődik meg, de az őszi-téli-tavaszi csapadék még messze nem pótolta a talajból hiányzó nedvességet. Ez a hiány évről-évre nagyobb, mert a talaj mélyrétegei is vízhiányosak, de öntözni csak a mezőgazdasági terület 5 százalékát lehetne. Ennek is csak a 60 százalékát, 154 ezer hektárt öntöztek legalább egyszer 2024-ben. Bár a kormányzat egyre inkább lazítja az öntözésre vonatkozó szabályokat, sok gazdaság akkor sem él a lehetőségekkel, ha volna rá lehetősége.

2024 felemás év volt a *hazai építőipar* számára. Amíg az első hónapok termelési adatai biztató képet festettek, addig a nyári, az őszi és az egy téli hónap már negatív számokat hozott. Az építőipari termelés volumene 2024 egészében 0,4 százalékkal mérséklődött 2023-hoz képest, ez már a második olyan esztendő volt, amikor alulmúlta saját, egy évvel korábbi teljesítményét. 2025 sem indult jól.

A *lakásépítés* az elmúlt években egyértelműen csökkenő tendenciát követ. 2021–2022-ben még sikerült mintegy 20 ezer lakást építeni, de ez a szám 2023-ban 18,6 ezerre, 2024-ben 13,3 ezerre csökkent; az utóbbi nyolcéves mélypont. Az ágazatban nagyon sok az alvó és projektcég, 2024-ben az építőipar működő vállalkozásainak száma nem érte el a 65 ezret, ami közel kétezerrel kevesebb céget és 3 százalékos visszaesést jelentett az előző évhez képest. A kivitelezési árak növekedési üteme az elmúlt időszakban nagyjából követte az építőanyagok árának változásait. 2024 utolsó negyedévében az építőipar termelői árai 5,6 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához viszonyítva. A termelők hangulata hosszabb ideig nem változott érdemben, de februárban és márciusban is romlott, ezzel az építőipari bizalmi index 18 havi mélypontjára esett. A vállalati vélemények egyelőre nem utalnak közeli pozitív trendfordulóra.

Az ágazat elég nagy aggodalommal tekint a 2025-ös esztendőre. A reprezentáns szakmai szervezet, az ÉVOSZ idén csökkenő értékesítésre számít. Jóllehet a kormányzat az építőipart húzóágazatnak tekinti, de a szervezet szerint a már meghirdetett keresletélénkítő intézkedések az idei folyamatokra csak kisebb hatással lehetnek. A Demján Sándor Program ebben az ágazatban is adhat némi segítséget. A vállalati szektor beruházási aktivitása azonban továbbra is óvatos. Jelenleg nagyságrendileg 15 ezer új építésű lakóingatlan van kivitelezés alatt, ezekből 2025-ben várhatóan 10–12 ezer lakás készülhet el. Idén mintegy 180 ezer lakást újíthatnak fel, ez a szám is kisebb, mint a korábbi években. A GKI 2025-ben az építőipari termelés stagnálására számít komoly, elsősorban a költségvetési és uniós források rendelkezésre állását érintő kockázatok mellett.

Az *ingatlanszektor* teljesítménye ciklikus jellegű, a piac teljesítménye erősen összefügg a gazdasági növekedéssel, a kamatkörnyezettel, a hitelezési feltételekkel és a befektetői bizalommal. Az ágazat 2024-ben a ciklus lassuló szakaszában volt, GDP-termelési dinamikája negyedévről negyedévre csökkent, a negyedik negyedévben már éves összevetésben lényegében stagnált. A szektor teljesítménye 2024 egészében 1,4 százalékkal bővült 2023-hoz képest, ugyanakkor beruházásainak volumene 13 százalékkal zsugorodott. Az Ingatlanfejlesztési Kerekasztal által 2024 végén megkérdezett szakértők többsége szerint 2024-ben elérte a mélypontot, és

megkezdődött a visszarendeződés, 2025-ben elindulhat a fellendülés. A GKI 2025-ben – a meglévő geopolitikai kockázatokat is figyelembe véve – a szektor teljesítményének szerény, 1 százalék körüli emelkedésére számít.

Az új lakások piaca 2024-ben is szűkült a megelőző évhez képest. A kormányzat igyekszik e területen élénkíteni a keresletet: kiterjesztette a családi otthonteremtési kedvezményt, azaz bevezette a CSOK Pluszt, a kedvezményes lakásáfa hatályát pedig 2026 végéig meghosszabbította. Ezek pozitív hatása azonban csak hosszabb távon bontakozhat ki, idén ismét visszaesés várható. A használt lakások piaca két-éves szűkülés után, 2024-ben újra erőre kapott: a tranzakciók száma 40 százalékos közelítő mértékben emelkedett 2023-hoz képest. 2025-ban a SZÉP-kártya és a nyugdíjcélú megtakarítások egy részét is el lehet költeni lakásvásárlási célra, így a tranzakciók számának további emelkedése várható. A jelzáloghitelek piaca valósággal felrobbant: 2024-ben több mint megkétszereződött 2023-hoz képest, s 2025 elején, bár csökkenő dinamikával, de továbbra is dübörög.

A kiskereskedelmi forgalom volumene a 2023. évi 7,7 százalékos csökkenés után 2024-ben mindössze 2,8 százalékkal nőtt. Ezen belül az élelmiszer- és élelmiszerjellegű vegyes forgalom 3,9 százalékkal, a nem élelmiszer-forgalom 2,6 százalékkal, míg az üzemanyag-forgalom 0,1 százalékkal bővült. A keresetek impozáns emelkedésének fényében mindez nagyon szerény növekedés, ugyanakkor a nehéz 2023. évet követően nem valószínű, hogy a megtakarítási hajlandóság a lakosság körében erősödjön. Ezt idén a választások előtti jövedelemkiáramlás dinamizálhatja valamelyest, így összességében 4 százalék körüli bővülés várható.

2024-ben a termékexport euróban számított értéke (144,2 milliárd euró) 3,6, az importé (132,6 milliárd euró) 5,7 százalékkal kisebb volt az egy évvel korábbinál. Az így keletkezett 11,6 milliárd euró aktívum 2,6 milliárd euró javulás 2023-hoz képest. Az aktívum továbbra is a gépek és szállítóeszközök jelentős exporttöbbletének köszönhető. Termék-külkereskedelmi forgalmunk közel háromnegyedét az EU tagállamaival bonyolítottuk le, az ebből származó forgalom egyenlege exporttöbbletet mutatott, miközben az unión kívüli országokkal szemben passzívum alakult ki. A képet azonban árnyalja, hogy tavaly az uniós országok viszonylatában romlott, az unión kívüli országok relációjában javult az egyenleg 2023-hoz képest. A szolgáltatás-külkereskedelemben 2024-ben az export értéke 36 milliárd euró, az importé 24 milliárd euró volt, az egy évvel korábbit az export 3,1, az import 1,7 százalékkal haladta meg. Az így kialakult 12 milliárd eurós aktívum 6,2 százalékos egyenlegjavulás 2023-hoz képest.

2024-ben a *turisztikai szálláshelyeken* 44,2 millió éjszakát töltöttek el a vendégek, ami 5,8 százalékkal magasabb, mint 2023-ban. A belföldi vendégek 2,0, a külföldiek 9,9 százalékkal több (22,0 millió, illetve 22,2 millió) vendégéjszakát töltöttek el. Az idegenforgalmi szektor – 2024-hez hasonlóan – 2025-ben is jól teljesíthet, GDP-termelése akár 5 százalékkal is bővíülhet.

2024-ben az *áruszállítás teljesítménye* nem változott 2023-hoz képest, mivel az első félévi növekedést teljesen erodálta a második félévi csökkenés. A közúti fuvarozás 2 százalékkal nőtt, míg a vasúti 3 százalékkal, a csővezetékös pedig 8 százalékkal csökkent. A nemzetközi fuvarozás a német ipar gyenge teljesítménye ellenére is 6 százalékkal emelkedett tavaly, míg a belföldi 11 százalékkal visszaesett. A nemzetközi közúti fuvar teljesítmény 12 százalékkal nőtt, a vasúté viszont 3 százalékkal csökkent; az utóbbiban nagy szerepe volt néhány nagy hazai exportőr (például a Dunaferr) kiesésének. Tavaly a növekedéshez az akkumulátoripar sem nem tudott hozzájárulni, amelynek a kibocsátása a vártnál alacsonyabb volt. *2025-ben kismértékben nőhet az áruszállítási teljesítmény, elsősorban a tovább bővülő nemzetközi közúti fuvarozásnak köszönhetően.* A Trump-féle konfrontációs vámpolitika árnyéka azonban erre az ágazatra is rávetül.

Feszes munkaerőpiac, több ágazatban is munkaerőhiány

A hazai munkaerőpiaci folyamatok alakulását 2024-ben *bővülő foglalkoztatás, növekvő munkanélküliség*, ezáltal a gazdasági aktivitás magas szintje mellett a potenciális munkaerő-tartalék növekedése, valamint az üres álláshelyek számának csökkenése határozta meg. 2024 decemberében a 15–74 éves foglalkoztatottak átlagos létszáma az előző év azonos időszakához képest 16 ezer fővel, 4 millió 678 ezer főre mérséklődött, a munkanélküliek száma 210 ezer fő, a munkanélküliségi ráta 4,3 százalékos volt.

A foglalkoztatási várakozások az elmúlt egy–másfél évben alig változtak. Az alkalmazotti létszám bővítését és csökkentését tervezők aránya hosszabb ideje nagyjából megegyezik. Számos, főleg szakmailag igényes és dolgozói szempontból rossz munkarendű, alulfizetett területen *munkaerőhiány* van. Emiatt, továbbá azért, mert a munkaképes korúak száma demográfiai okokból évi több tízezer fővel csökken, a vendégmunkások alkalmazása rövid távon elkerülhetetlen. A kifejezetten vendégmunkásokra alapozott iparpolitika hasznossága vitatható, például a zöldmezős akkumulátorgyártó beruházások esetében alacsony hozzáadott értékű, környezet-

szennyező tevékenységek kiépítéséhez vezet. Szintén intő jel, hogy a munkatermelékenység a korábbi jelentős ázsiai befektetések ellenére az elmúlt 13 évben évi 1 százalékkal emelkedett csupán, a feldolgozóiparban még ennél is kisebb mértékben (0,8 százalékkal). A GKI várakozása szerint 2025-ben a munkanélküliségi ráta 4 százalék körül alakul.

Az államháztartási pálya kockázatai

Az államháztartás hiánya 2024-ben annak ellenére jelentős maradt, hogy a 2023. évi 6,7-ről 4,8 százalék körülire csökkent. Tavaly év végén az államháztartás központi alrendszere 4096 milliárd forintos hiánnyal zárt. Az adó- és járulékbévételek 8,7 százalékkal haladták meg az előző évi szintet, ami a gazdasági növekedés mellett a fehéredő gazdaság és a hatékonyabb adóbehajtás eredménye lehet. A kiadási oldalon a legnagyobb tételt továbbra is a nyugdíjak és nyugdíjszerű ellátások képezik, ezekre 2024-ben összesen 6854 milliárd forintot fordított a kormány, amely így 474 milliárd forinttal több volt, mint az előző évben. A 13. havi nyugdíj és ellátás kifizetése önmagában 520 milliárd forintot tett ki. Tovább emelkedtek a családtámogatások is: a babaváró támogatás keretében 2024-ben 208 milliárd forintot folyósított a kormány, amely 31 milliárd forinttal volt magasabb a 2023. évinél.

2025. március végén az államháztartás 2554 milliárd forint hiánnyal zárt, ezzel az éves pénzforgalmi hiánycél 62 százaléka teljesült. A kiadások jelentősen növekedtek, így például a kamatkiadásokra fordított összeg március végéig 1533 milliárd forint volt, 312 milliárd forinttal magasabb, mint a megelőző év azonos időszakában. Az év hátralevő részében a költségvetés kiadási oldalán számos feszültség rajzolódik ki. Az idei nyugdíj- és oktatási kiadások jelentősen meghaladják a tavalyit. A magyar kórházaknak ígért havi 12,5 milliárd forintos többletforrás kifizetése is növeli majd a kiadásokat. A következő időszakban egyre növekvő teher lesz a költségvetés számára az édesanyáknak élethosszig nyújtandó szja-mentesség, ami már 2025-ben mintegy 100 milliárd forintos bevételekiesést eredményez (de később a kormány becslése szerint évente mintegy 915 milliárd forint lesz). Ha a bevételek nem nőnek az egyre emelkedő kiadásoknak megfelelő mértékben, akkor a költségvetési hiány a vártnál magasabb lehet. Tavaly novemberi tervezetében a kormány 2025-re még 3,7 százalékos hiánnyal számolt (3,5 százalékos GDP-növekedés mellett), azonban a GKI szerint az azóta történt kedvezőtlen folyamatok és mérsékeltbb gazdasági növekedési kilátások miatt *a hiány végül 4,5 százalék körül alakulhat idén – de még ehhez is szükség lehet a második félévben az állami kiadások visszafogására.* A kor-

mány 2026-ra vállalta az államháztartási hiány 3 százalék alá szorítását. Ennek realitása (a választási év miatt különösen) kétséges.

A 2000-es években a *magyar államadósság* 2012-ben érte el a csúcspontját (a GDP 80,5 százaléka), majd látványosan csökkent, és 2019-ben (65,5 százalék) már közel járt a 60 százalékos maastrichti kritériumhoz. A koronavírus-járvány miatti többletkiadások és alacsonyabb bevételek miatt 2020-ban jelentősen megugrott az államadósság, de utána ismét csökkenő pályára állt, egészen a tavalyi évig, amikor is kissé, 0,2 százalékponttal, emelkedett. Az S&P Global Ratings figyelmeztetést adott ki, amely szerint a magyar kormány választások előtti költekezési ígéretei a költségvetési hiány csökkentését és a forint stabilitását veszélyeztetik. A gazdasági növekedés üteme elmaradhat továbbá a várttól, miközben az államadósság tovább nőhet. A GKI szerint *2025 végén az államadósság a gazdasági növekedés ellenére is a GDP 73-74 százaléka között alakulhat*, azaz legfeljebb kismértékben növekszik 2024-hez képest. Bár a magyar kormány ellen a költségvetési hiányt és az államadósságot érintő korlátozó szabályok áthágása miatt elindult a túlzottdeficit-eljárás, szankcióktól egyelőre nem kell tartani. Az új szabályok ugyanis a deficit és az államadósság rátájának csökkentésére, a határértékek elérésére több évet adnak, bár az ehhez szükséges programban vállalt kötelezettségeket folyamatosan ellenőrzik. Az EU tervei szerint, a növekvő védelmi kiadásokkal összhangban, ezek az elvárások némileg lazulhatnak.

Átmenetileg gyorsuló infláció, lassú kamatcsökkenés, gyengülő árfolyam

Nemzetközi összehasonlításban megállapítható, hogy a magyarországi fogyasztóiár-index 2022. nyár végétől tér el jelentősen a többi uniós országétól. A szétválás akkor történt meg, amikor a különadókat megemelték, illetve amikor új adókkal terhelték a magyar vállalkozókat. Ez önmagában 8-9 százalékponttal emelte a hazai árindexet. A különadók nagyban hozzájárultak ahhoz is, hogy az élelmiszerek árindexe is csúcsot döntött. Itt az elválás a régiótól már a koronavírus-járvány idején elkezdődött, de a nagy ugrás 2022 áprilisától vált látványossá. 2024-ben a fogyasztói árak átlagosan 3,7 százalékkal nőttek, de a maginfláció ennél nagyobb, 4,6 százalék volt.

2025 elején felgyorsult az infláció, februárban 5,6 százalékra emelkedett, majd márciusra 4,7 százalékra apadt. A vártnál magasabb inflációs adatok elsősorban az élelmiszerek és a szolgáltatások árának további növekedésével magyarázhatók.

A drágulás következtében gyengül a fogyasztói bizalom, miközben a háztartások által érzékelt infláció és az inflációs várakozások is emelkedő trendet mutatnak. Ez a jelenség a fogyasztás vártnál alacsonyabb bővülési dinamikájához is vezethet, mert a háztartások egyre óvatosabbá válnak.

A kormány már korábban bejelentett több intézkedést is az infláció letörésére, ám ezek hatékonysága és hatása a hivatalos inflációs mutatókra egyelőre bizonytalan. Mivel gyors növekedés leginkább az élelmiszerek árindexében volt tapasztalható és várható (februárban az élelmiszer-infláció 7,1 százalék volt), ezért a kormány 30 termékcsoportra vonatkozó árresztotpot hirdetett. A GKI szerint ez 2-3 hónapig valóban visszafoghatja az élelmiszer-inflációt, és így a teljes fogyasztói árindexet is, de éves szinten (például a többi termék árának emelése vagy az intézkedést követő árkorrekció révén) már kérdéses a hatás. A gazdaság egésze számára ugyanakkor az ilyen piactorzítás kedvezőtlen, és nagy valószínűség szerint az intézkedés által érintett kisebb boltok nehezebben tudják átvészelni a kieső bevétellel járó veszteségeket, ami boltbezárásokhoz vezethet (az árresztotpotban érintett kiskereskedők felének a profitja még a 3 százalékot sem érte el 2023-ban). Az árak letörésének szándékával a kormányzat a telekommunikációs és a bankszektort önmérsékletre bírta rá. A GKI szerint az eddigi intézkedéseknek legfeljebb néhány hónapig lehet hatásuk, az éves infláció relatíve magas marad, de az MNB hatékony monetáris politikája és átfogó kormányzati intézkedések esetén várhatóan idén is kezelhető mértékű lesz. *Összességében a GKI idén 4,8 százalékos inflációra számít*, amely érték az MNB által várt 4,5–5,1 százalékos sáv közepén található.

Az MNB az infláció megfékezése, az árstabilitás megtartása érdekében folytatja a szigorú monetáris politikát, és várhatóan óvatos marad a következő hónapokban is. *A jegybanki alapkamat jelenleg 6,5 százalék, és az év végéig kismértékű csökkentés elképzelhető.* Az alapkamat eddigi magas szinten tartása és a likviditási intézkedések célja a pénzromlás megállítása, ami viszont a hitelköltségek növekedésével jár, és mérsékli a beruházási kedvet. A forint tavaly novemberben látványosan gyengülni kezdett, azonban az új jegybankelnök márciusi hivatalba lépését kedvezően ítélte meg a piac. Minden bizonnyal ez is hozzájárult ahhoz, hogy öt hónapos csúcsra jutott a forint euróval szembeni árfolyama, amely 400 forint körül ingadozik. A GKI 2025-ben éves átlagban *410 forint körüli euróárfolyamra számít*, jelentősebb ingadozások mellett. Egy esetleges hitelminősítői besorolás kockázatosabb kategóriába, vagy a régió jelenleginél kedvezőtlenebb gazdasági megítélése azonban hatással lesz a kamatokra és a forint árfolyamára is.

Kopint-Tárki Zrt.: Mérsékelt gyorsulás

NAGY KATALIN – PALÓCZ ÉVA – VAKHAL PÉTER

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Kulcsszavak: világgazdaság, magyar gazdaság, makrogazdasági előrejelzés.

Abstract

Kopint-Tárki Zrt.:

Moderate acceleration

KATALIN NAGY – ÉVA PALÓCZ – PÉTER VAKHAL

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

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

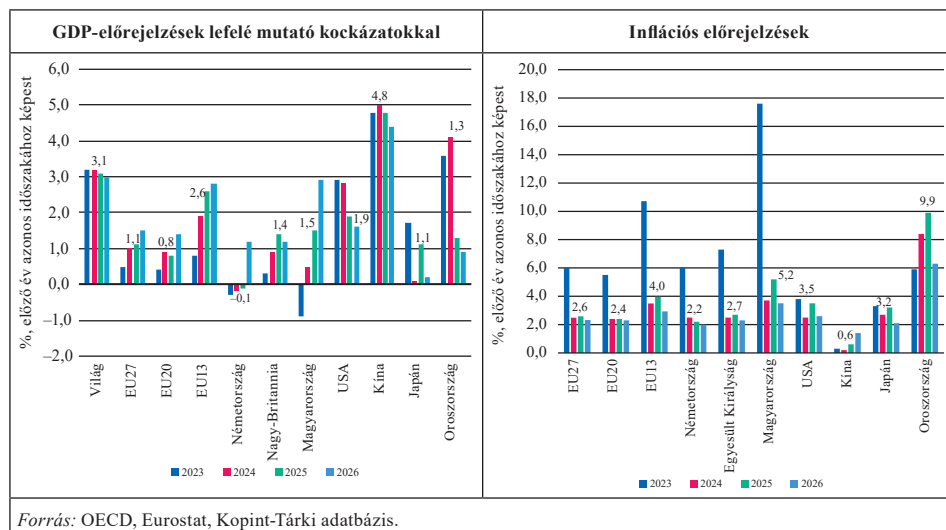
Journal of Economic Literature (JEL) codes: F01, E20, E30.

Keywords: global economy, Hungarian economy, macroeconomic forecast.

Nemzetközi gazdaság – borús kilátások

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

1. ábra



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

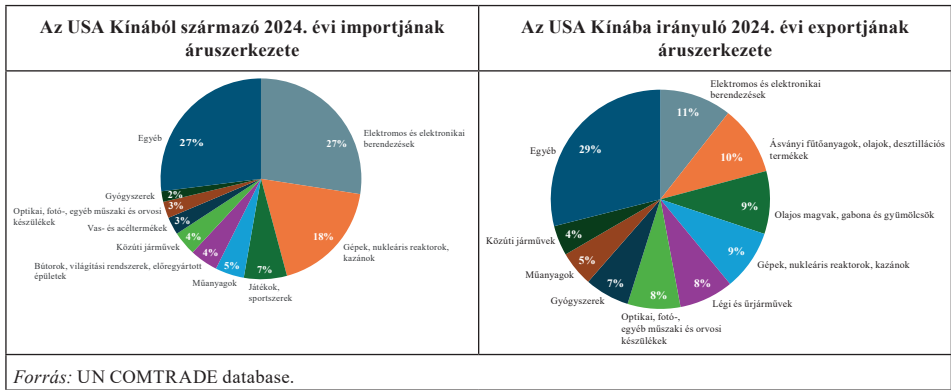
0,9 százalékkal bővült, a két utolsó negyedévben stagnált a gazdaság. Ez a lanya teljesítmény mind a magánfogyasztás, mind a beruházások, mind az export alakulásában megmutatkozott. Erőteljes bővülést egyedül az állami fogyasztás mutatott. A növekedést leginkább az ipari termelés visszaesése fékezte.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

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

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

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

3. ábra



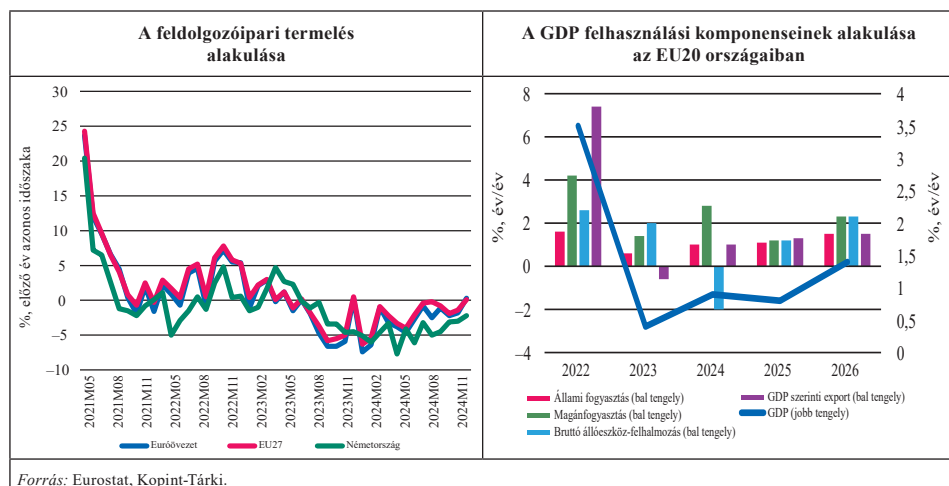
Az euróövezet gazdasága továbbra is mérsékelt teljesítményt mutat. Az ESI-indikátor (*Economic Sentiment Indicator* – gazdaságihangulat-indikátor) minimálisan javult ugyan, de 2021–2022-höz képest még mindig nagyon alacsony szinten mozog. A feldolgozóipari termelés zsugorodása valamelyest lassult, de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

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

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

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

4. ábra



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

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

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

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

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

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

Magyar gazdaság – gyengülő növekedési kilátások

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

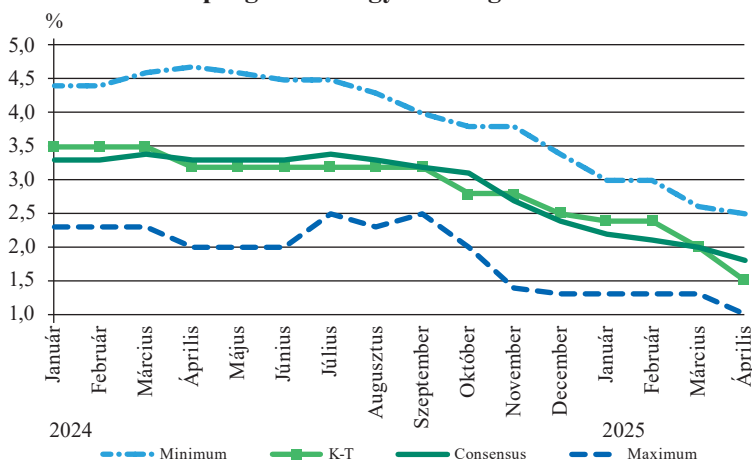
Így aztán az idei növekedési kilátások szempontjából valószínűleg a belföldi kereslet alakulása lesz a döntő. Ezen belül is a legfőbb bizonytalansági tényező, hogy lesz-e fordulat a beruházások terén. Az állami beruházások a fiskális korlátok miatt biztosan nem tudnak nőni 2025-ben sem, a vállalati beruházásokat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

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

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

5. ábra

Consensus Economics prognózis Magyarország 2025-ös GDP-növekedésére



Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts.

Nagyobb költségvetési hiány, magas szinten beragadó államadósság

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

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

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

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

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

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

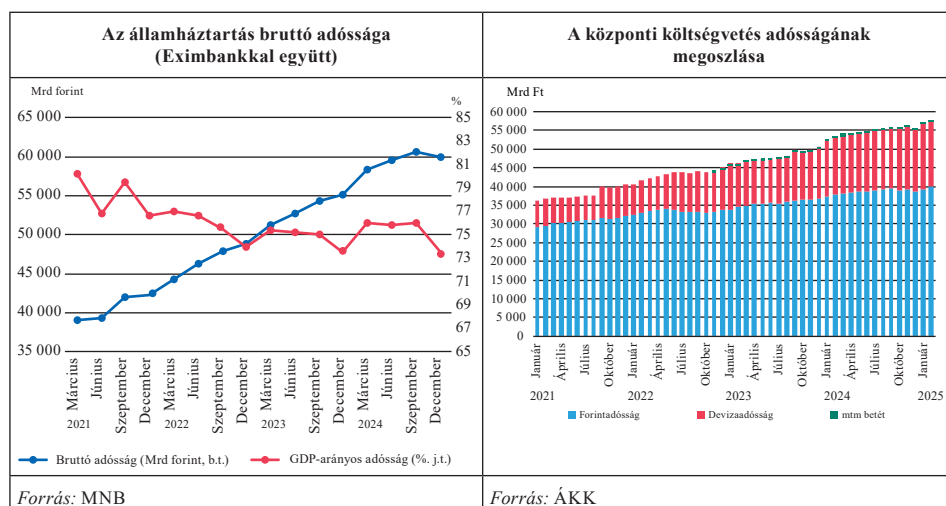
2025. első három hónapjában a központi költségvetés pénzforgalmi hiánya 2500 milliárd forintot tett ki, ami a tervezett éves pénzforgalmi hiány 62 százaléka. A hiánytúllépés jórészt abból származott, hogy a kamatkiadások kimagasló összeget tettek ki az év első három hónapjában (1550 milliárd forint).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

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

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

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

6. ábra



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

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

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

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

Infláció, árrésstop, alapkamat

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

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

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

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

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

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

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

Magyar Gazdaságfejlesztési Ügynökség Gazdaságelemzési Központ: Magyarország a geopolitika fantasztikus labirintusába

HORVÁTH DIÁNA – MOLNÁR DÁNIEL*

A külső környezet elhúzódó gyengélkedése rányomta a bélyegét a magyar gazdaságra. Az orosz–ukrán háború folytatódása, a német gazdaság immár tartós versenyképességi problémái, az amerikai elnökválasztás és a Donald Trump belengetett vámjai miatti félelem, a tavalyi év végére gyorsuló infláció mind-mind fokozta a bizonytalanságot a gazdasági szereplők körében, ami a növekedést is visszavetette. Bár az év végére a magyar gazdaság kilépett a technikai recesszióból, és a növekedési kilátások némileg javultak, Központunk a jelentős kockázatok nyomán az idei évben 2,7 százalékos GDP-növekedéssel számol, amely jövőre 4 százalékra gyorsulhat. A bővülést elsősorban a fogyasztás támogathatja 2025-ben is, mivel a tervezettnél magasabb inflációt és a mérséklődő, ám továbbra is érdemi reálbér-dinamikát az állampapírok után esedékes kamatfizetés, a Munkáshitel program elindítása, a családi adókedvezmény emelése és a háromgyermekes anyák szja-mentessége erősíti, akár túl is szárnyalhatja. Számítunk emellett a beruházások emelkedésére is, miközben az exportdinamika az év második felétől érdemben élénkülhet. Jövőre már egészségesebb szerkezetben folytatódhat a növekedés. Ugyanakkor az előrejelzést érdemi kockázatok övezik, amelyek jelentős része a külső környezetből fakad.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E00, E31, E32.

Kulcsszavak: gazdasági helyzet, gazdasági folyamatok, gazdasági előrejelzés, infláció.

* Horváth Diána, az MGFÜ Gazdaságelemzési Központ szenior elemzője. E-mail: horvath.diana@mgfu.hu

Molnár Dániel, az MGFÜ Gazdaságelemzési Központ vezető elemzője. E-mail: molnar.daniel@mgfu.hu

Az előrejelzés március 14-én készült, az addig beérkező adatok felhasználásával. A kézirat 2025. április 7-én érkezett a *Külgazdaság* szerkesztőségébe.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2025.69.3-4.80>

Abstract

Hungarian Economic Development Agency Economic Analysis Centre:

Hungary in the fantastic labyrinth of geopolitics

DIÁNA HORVÁTH – DÁNIEL MOLNÁR

The prolonged weakness of the external environment has left its mark on the Hungarian economy. The continuation of the Russian-Ukraine war, the now persistent competitiveness problems of the German economy, fears over the US presidential election and Donald Trump's tariffs, and accelerating inflation towards the end of last year have all increased uncertainty among economic agents, which has also held back GDP growth. Although the Hungarian economy left the technical recession behind by the end of the year and growth prospects improved somewhat, our Centre expects GDP growth of 2.7% this year, accelerating to 4% next year, amid significant risks. Consumption should continue to support growth in 2025, as higher-than-planned inflation and moderating but still substantial real wage dynamics are offset, if not outpaced by interest payments on government bonds, the Workers' Credit scheme launch, the family tax allowance's increase and the social security exemption for mothers with three children. We also expect investments to accelerate, while export momentum could increase substantially from the second half of 2025. Growth should resume next year in a healthier structure. However, the forecast is subject to crucial risks, a significant part of which stems from the external environment.

Journal of Economic Literature (JEL) codes: E00, E31, E32.

Keywords: economic situation, economic trends, economic forecasts, inflation.

Bevezetés

Ha visszatekintünk a 2024-es évre, mindenképpen vegyes kép maradhat a fejünkben. A növekedés érdemben elmaradt az előzetesen várttól, csupán 0,5 százalékot tett ki, vagyis a gazdaság nem volt képes ledolgozni a megelőző évi, kis mértékű visszaesést. A negatív meglepetés ugyanakkor döntően a külső környezetből következett. A gyenge külső kereslet hatása nemcsak az exportdinamikában jelent meg, hanem visszavetette a vállalati beruházásokat is, miközben a hiány lefaragása érdekében a költségvetés szintén jelentős beruházásokat halasztott el, és az uniós források leginkább csak csordogáltak. A fogyasztás ezzel szemben szinte kilőtt, a háztartások fogyasztási kiadása 5,0 százalékos emelkedést mutatott, a dinamikus béremelkedésnek és – az utolsó néhány hónapot leszámítva – a várakozásoknál kedvezőbb inflációs folyamatoknak köszönhetően. Habár a kockázatoknak továbbra is

se szeri, se száma, mégis a belső kereslettel kapcsolatos adatok, illetve a külpiacokkal kapcsolatban – egyelőre még csak – beérkező hírek abba az irányba mutatnak, hogy idén már tényleg fordulat jöhet a növekedésben. E folyamatok fennmaradása pedig jövőre még erősebb dinamikát eredményezne.

Az előrejelzés mindig is hálátlan feladat volt, legyen szó akár az időjárásról, akár a gazdaságról. Az előrejelzést használó döntéshozók szeretnék minél pontosabb képet kapni a várható folyamatokról, miközben legtisztábban csak a készítő látja, mennyire hiányos információkból kell dolgoznia, és azokból a lehető legpontosabb becslést adnia. Az aktuális helyzet áttekintése némi mankót jelenthet ugyan, azonban a nem várt események hatásától senki nem véd meg minket. Egy újabb nem várt esemény mindenképpen beleillene az elmúlt évek meglepetéseinek sorába, mert az elmúlt öt évre visszatekintve a földönkívüli-támadáson kívül már mindent átértünk. Az amerikai vámokkal kapcsolatos bejelentések – amelyek előrejelzésünk készítését követően következtek be – teljes mértékben megfelelnek a fenti definíciónak. Reméljük, ha idén még hasonló váratlan események történnek, azok már inkább pozitív hatásúak lesznek.

Gazdasági helyzetkép

2024-ben az USA gazdasága 2,8 százalékkal bővült. Ehhez a fogyasztás, a beruházás és a kormányzati kiadások növekedése egyaránt hozzájárult, míg a nettó export fékezte azt. Az utolsó negyedévben a gazdasági növekedés kismértékben, 2,3 százalékra fékeződött, ami a beruházások érdemi visszaesésének tulajdonítható, miközben a fogyasztás, a kormányzat költségei és a nettó export támogatta a bővülést. Ezzel szemben az euróövezet és az Európai Unió is visszafogott, 0,9, illetve 1,0 százalékos növekedést mutatott tavaly. Ehhez a szerény bővüléshez a fogyasztás, a kormányzati kiadások és a nettó export járultak hozzá, míg a beruházások visszafogták azt. Az utolsó negyedévben éves alapon 1,2, illetve 1,4 százalékkal emelkedett a gazdasági teljesítmény az euróövezetben és az EU-ban, amit a nettó exporton kívül minden felhasználási tétel támogatott. A negyedik negyedévben a német, a lett és az osztrák gazdaság mutatott csak visszaesést, míg a régiós országok közül Csehország, Lengyelország és Szlovákia adata is meghaladta az uniós átlagot.

Az infláció az USA-ban a 2024. januári 3,1 százalékról márciusig 3,5 százalékra gyorsult, majd szeptemberig 2,4 százalékra mérséklődött. Ezt követően a pénzügyi ütem ismét gyorsult, 2025 januárjában 3,0 százalékot tett ki, ahonnan februárra 2,8 százalékra lassult. Az árszínvonal növekedéséhez leginkább a szolgáltatások járultak hozzá, míg az energiaárak már visszafogták azt. Az eurózónában a 2024. ja-

nuári 2,8 százalékos szintről – a kora nyári hónapokban látott kisebb gyorsulás el-
lenére – szeptemberig 1,7 százalékra mérséklődött a fogyasztóiár-index, ahonnan
2025 januárjáig 2,5 százalékra nőtt. Ezt februárban minimális korrekció követte,
2,4 százalékra. Az árszínvonal alakulását itt is elsősorban a szolgáltatások határoz-
zák meg, de az élelmiszerek szintén hozzájárultak a dráguláshoz. Az euróövezeti
tagországok inflációs helyzete vegyes képet mutat: míg Franciaországban (0,9 szá-
zalék), Írországban (1,3 százalék) és Finnországban (1,5 százalék) alacsonyabb az
átlagosnál, addig Észtországban (5,0 százalék), Horvátországban (4,7 százalék) és
Belgiumban (4,4 százalék) jelentősen magasabb annál a mutató értéke.

Az Európai Központi Bank (EKB) szeptember óta valamennyi ülésén lazította a
kamatkondíciókat, miközben a Fed a tavalyi év végén leállt a kamatvágásokkal. Az
EKB számára a lassuló infláció, illetve a vártnál gyengébb gazdasági adatok terem-
tettek lehetőséget a lazításra, míg a Fed kamattartása mögött a vártnál magasabb inf-
láció és a Trump vámpolitikájával kapcsolatos bizonytalanság sejlik fel. Az EKB a
következő hónapokban várhatóan még tovább lazít. A Fed esetében arra számítunk,
hogy a nyáron újraindulnak a kamatcsökkentések, az év végéig három kamatvágás
is jöhet.

Tavaly a magyar gazdaság az első félévben még kedvező teljesítményt nyújt-
ott, azt követően azonban – főleg a kedvezőtlen külső környezet és a geopolitikai
feszültségek nyomán – elveszett a lendület. 2024 utolsó negyedévében a szezoná-
lis és naptárhatással kiigazított adatok alapján mindössze 0,2 százalékkal nőtt éves,
míg 0,6 százalékkal negyedéves alapon a gazdaság teljesítménye. Utóbbi abból a
szempontból kedvező, hogy a magyar gazdaságnak sikerült kilépnie a technikai re-
cesszióból. Felhasználási oldalról kizárólag a fogyasztás, termelési oldalról pedig a
szolgáltatások húzták a növekedést. A beruházások a bizonytalanság miatti halasz-
tások, a külkereskedelem a geopolitikai konfliktusok és a külpiacok gyengélkedése,
a mezőgazdaság az aszály, az ipar főleg a német gazdaság gyengélkedése, az építő-
ipar a csökkenő kereslet nyomán esett vissza 2024-ben.

Tavaly a foglalkoztatottak száma változatlanul 4,7 millió fő körül alakult, lé-
nyegében véve alig nőtt 2023-hoz képest. Az utolsó negyedév adatát nézve pedig
kismértékű mérséklődés is történt, ami az elsődleges munkaerőpiachoz volt köthető,
a közfoglalkoztatottak és a külföldön dolgozók létszáma ugyanakkor némileg emel-
kedett. A fentiek nyomán a foglalkoztatás rátája a tavalyi évben a 15–74 éves korosz-
tályban 65,1 százalékra növekedett, és az aktivitás is tovább javult. Összességében
tavaly a munkaerőpiac változatlanul a teljes foglalkoztatás közelében alakult; a mun-
kanélküliségi ráta 4,5 százalékra nőtt, vagyis a munkaerőhiány némiképp enyhült,

inkább egy-egy nemzetgazdasági ágat jellemzett, mint a teljes gazdaságot. A bruttó átlagkereset – a minimálbér 15 és a garantált bérminimum 10, illetőleg a pedagógus-bérek 32,2 és az egészségügyi szakdolgozók 20 százalékos emelése nyomán – ismét két számjegyű ütemben növekedett, 13,2 százalékkal, ami a 3,7 százalékos éves inflációval együtt a reálbérek 9,2 százalékos emelkedését eredményezte.

Az infláció a tavalyi év első felében a jegybanki toleranciasávon belül, annak a felső széléhez közel alakult, majd a júliusi kisebb megugrást követően szeptemberig 3,0 százalékra, a jegybanki célra mérséklődött. Ezt követően azonban gyorsulni kezdett, az év végére 4,6 százalékra ment fel és idén februárban már 5,6 százalékra ugrott. Az infláció növekedésében elsősorban a szolgáltatások drágulása játszotta a főszerepet; ebben a szektorban bizonyos szegmensekben tavaly is jelentős, a megelőző évi inflációhoz közelítő, két számjegyű áremeléseket figyelhattunk meg. Az áremelkedés fokozódásához hozzájárultak a tavalyi aszályos év nyomán emelkedő élelmiszerárak, mindemellett a forint leértékelődése is beépült a termékek áraiba. Mindkét csoport esetében megfigyelhető volt, hogy a vállalatok mind a tavalyi év végén, mind az idei év elején a historikus mintázatnál erősebb átárazásokat hajtottak végre.

A Magyar Nemzeti Bank szeptember óta nem változtatott az alapkamaton. Ebben eleinte a romló nemzetközi pénzüpiaci környezet, az amerikai elnökválasztással kapcsolatos bizonytalanság, majd a Trump vámpolitikájával kapcsolatos várakozások nyomán erősödő dollár játszotta a legnagyobb szerepet. Habár az idei év elején a nemzetközi környezet némiképp javult – az orosz–ukrán háború kapcsán felvillant a békekötés lehetősége, illetve a vámháború várható hatását is ártértékelték a befektetők, és ezek a tényezők a forint árfolyamát is erősítették –, a vártnál erőteljesebb inflációs folyamatok nem tették lehetővé a kamatsökkentés folytatását. A jegybanki kommunikáció az elmúlt időszakban kifejezetten szigorú hangot ütött meg. Március 4-én Varga Mihály, a korábbi pénzügyminiszter vette át a jegybank vezetését; személyétől a hazai monetáris politika irányultságában nem várunk változást. Ezt jelezte a márciusi kamatdöntő ülést követő sajtótájékoztató szigorú hangneme is.

A gyenge gazdasági teljesítmény, a bizonytalanság a költségvetésre is hatást gyakorolt, ugyanakkor az infláció letörésének és a dinamikus béremelésnek köszönhetően már a fordulat jelei is megjelentek – az óvatosság fennmaradása ellenére is. Több extraprofitadó kivezetése körvonalazódott, illetőleg lehetőség nyílt azok mértékének csökkentésére, azonban egyes adónemek esetében az adóbevételek növelésére is sor került (például jövedéki adó, tranzakciós illeték, turizmusfejlesztési hozzájárulás). Összességében 2024-ben a költségvetés pénzforgalmi hiánya 4 095,8 milliárd forintot tett ki, az őszzel módosított hiánycélnál 14,5 százalékkal kisebb volt. A Központi

Statisztikai Hivatal adatközlése alapján az eredményszemléletű hiány tavaly a GDP 4,9 százaléka volt, 1,8 százalékponttal kedvezőbben alakult, mint az azt megelőző évben. Az államadósság-ráta kismértékben emelkedett, a GDP 73,5 százalékára.

A főbb adónemek 2024 során változatosan alakultak. A társaságiadó-bevételek kismértékben csökkentek, viszont az általános forgalmi adóból származó bevétel lassan, a jövedéki adóból, a személyi jövedelemadóból és a szociális hozzájárulási adóból befolyt összegek két számjegyű mértékben növekedtek. Ugyanakkor a pénzügyi szervezetek és az energiaágazat befizetései, az egyéb központosított bevételek és a bányajáradék mérséklődtek, míg a biztosítási adóból befolyt összegek másfélszeresükre emelkedtek. Az uniós programokhoz köthető bevételek számottevően elmaradtak a tervezett szinttől, annak épphogy a felén teljesültek.

A költségvetés kiadásai 2024-ben is kisebb mértékben nőttek, mint a bevételei, aminek a hátterében a közlekedési és közüzemi szolgáltatások, a lakástámogatások, az állami vagyonnal és beruházásokkal kapcsolatos kiadások visszafogása állt. Ebben szerepet játszott a melegebb időjárás miatt mérsékelt rezsitámogatás, a magas bázis (például az otthonfelújítási program áthúzó hatása) és a családi otthonteremtési kedvezmény konstrukcióinak átalakítása. Nőttek ellenben a családdügyi és a normatív támogatásokra, a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásaira, a kamat- és egyéb kiadásokra fordított összegek. A növekvő kiadások hátterében egyebek mellett a magas infláció generálta kötelezettség, a minimálbér- és garantáltbérminimum-emelés, a 13. havi ellátások kifizetése, illetőleg az ütemezett bérfejlesztések folytatása (például egészségügyi szakdolgozók, pedagógusok) állt. Az uniós projektekhez köthető kiadások azonban – főleg az uniós viták és az ezekhez köthető forrásbefagyasztások nyomán – mindössze a tervezett szint 42,0 százalékán alakultak.

2025 első két hónapjában az államháztartás központi alrendszere 1 722,8 milliárd forintos hiányt halmozott fel, amit elsődlegesen a lakossági állampapírok után kifizetett kamatok indokoltak, de két számjegyű növekedés volt megfigyelhető a költségvetési szervek és az uniós programok kiadásainál is. Sor került ezen felül az év elején 3,2 százalékos nyugdíjemelésre, a második hónapban a 13. havi ellátás kifizetésére, de a hidegebb időjárás miatt a rezsikiadások is magasabbak voltak. A központi alrendszer adó- és járulékbévételei 13,5 százalékkal haladták meg 2024. január–februári teljesülésüket, amelyben szerepet játszott az is, hogy az áfa-visszatérítések februárban a szezonális miatt a szokásosnál alacsonyabban alakultak, ennek köszönhetően pedig 21,2 százalékkal emelkedtek a költségvetési bevételei. Két számjegyű ütemben nőttek a személyi jövedelemadóból és a szoci-

ális hozzájárulási adóból befolyt összegek, és növekedtek a társasági és a jövedéki adóból származó bevételek is.

Várható gazdasági folyamatok

A tavalyi évben a külső kereslet vártnál tartósabb gyengélkedése és ehhez kapcsolódóan a beruházási hajlandóság csökkenése okozott kellemetlen meglepetést. Míg az első negyedéves GDP még összességében a várakozásoknak megfelelően alakult, a második és a harmadik negyedév negatív fordulatot hozott. Viszont az utolsó negyedév várakozások feletti bővülése, a technikai recesszió vége és így a kedvezőbb áthúzóó hatás az idei növekedési kilátásokat is javítja. Habár továbbra is jelentős a bizonytalanság, főleg a külső környezetet illetően, kedvező esetben a geopolitikai konfliktusok enyhülésével és a külső kereslet erősödésével akár 2,7 százalékos növekedés is bekövetkezhet az idén, amely jövőre 4 százalékra gyorsulhat.

A tavalyi évhez hasonlóan a növekedés legfőbb motorja a fogyasztás lehet. A magasabb infláció és a lassabb nominális béremelkedés visszafogja ugyan a reálbér-dinamikát az idei évben, azonban annak várható, közel 4 százalékos bővülése így is elősegíti a jövedelmi helyzet javulását. A béremelkedés mellett a Munkáshitel elindítása, a lakossági állampapírok utáni kamatfizetés, valamint a második félévtől kezdődően a családi adókedvezmény emelése, októbertől pedig a háromgyermekes anyák szja-mentessége szintén a fogyasztást serkentheti. A gazdasági növekedés beindulása mellett az óvatossági motívum erősödésével sem kell számolni, abból következően pedig mérséklődhet a magas megtakarítási ráta. A háztartások fogyasztási kiadása így 3,4 százalékkal nőhet az idén, amit a jövőre fokozódó bérdinamika és a kibővülő családtámogatások nyomán 4,1 százalékos növekedés követhet.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás tavaly 11,1 százalékkal csökkent. Idén már 4,4 százalékos bővülést várunk, ami jövőre 6,2 százalékra gyorsulhat. A beruházási fordulatot a külső környezet javulása mellett a Demján Sándor Program elemei is segíthetik, miközben az idei évben már várhatóan nem lesz szükség az állami szférában a beruházások elhalasztására. A külső pénzügyi környezet, illetve az átmenetileg gyorsuló infláció miatt azonban a jegybank nem tudja támogatni a kamatkondíciók lazítása révén a vállalati hitelezést. Viszont a második félévtől lehetőség nyílik nem konvencionális eszközök bevezetésére, ami szintén elősegítheti a beruházási aktivitás fokozódását.

A tavalyi első félévben a nettó export még hozzájárult a gazdasági növekedéshez, a második félév során pedig a fogyasztás bővülése ellensúlyozta a beruházások és

az export visszaesésének importra gyakorolt hatását. Az export volumene a tavalyi 3,0 százalékos csökkenést követően az idén 3,8 százalékos bővülést mutathat. A külső kereslet részleges rendeződése mellett a második félévben jelentős nagyberuházások (BYD, CATL, BMW) fordulnak majd termőre, miközben a szolgáltatáskivitelt a nemzetközi turizmus tovább húzhatja. A külső kereslet további élénkülésével az exportdinamika jövőre 5,5 százalékra gyorsulhat. A fogyasztás, a beruházások és az export élénkülése következtében a behozatal volumene idén 4,6, jövőre pedig 5,4 százalékkal bővülhet. Összességében tehát a tavalyi év után a nettó export az idén nem járul hozzá a növekedéshez, viszont az exportkapacitások bővülése révén jövőre már kiegyensúlyozott szerkezetben, a főbb felhasználási tételek együttes támogatása mellett folytatódhat a gazdasági felzárkózás.

A tavalyi év egészét tekintve az infláció a várakozások alatt alakult: amíg az előzetes prognózisok 5 százalék feletti ütemet tartalmaztak, addig az áremelkedési ütem éves átlagban is a jegybanki toleranciasávon belülre mérséklődött. Az év utolsó hónapjait ugyanakkor negatív meglepetések jellemezték: az élelmiszerek és a szolgáltatások esetében a historikusnál erőteljesebb volt az átárzás, ami az idei év elején is jellemző maradt. Figyelembe véve az év eleji átárzások súlyát, az egész éves infláció a korábban vártnál magasabb lehet, várakozásaink szerint 4,8 százalékot tehet ki. Az áremelkedési ütem várhatóan már márciustól lassulást mutat majd, elsősorban a bázishatások nyomán, de az üzemanyagárak csökkenése, illetve az ársztop is elősegítheti az infláció enyhülését a következő hónapokban. Amennyiben vállalati oldalon sikerül letörni a magas átárzási hajlandóságot, illetve nem következik be újabb költségoldali sokk, akkor a bázishatások nyomán az év végétől jelentős lassulást mutathat az infláció, és akár már 2026 elején visszatérhet a jegybanki toleranciasávba. Így pedig jövőre 3,5 százalékra mérséklődhet a pénzromlási ütem.

A munkaerő-kereslet mérséklődése ellenére a foglalkoztatás tavaly is magas szinten alakult. A vállalatok igyekeztek megtartani a meglévő munkaerőt, a létszámcsökkenés elsősorban a természetes fluktuációból (felmondásokból, nyugdíjba vonulásokból) fakadt, a megüresedett álláshelyeket a cégek nem feltétlenül töltötték fel. A gazdasági növekedés dinamizálódásával, illetve a második félévtől belépő új termelőkapacitásokkal a foglalkoztatás ismét emelkedésnek indulhat. Ezt azonban egyre jobban korlátozhatja a kínálat: habár még jelentős számban található munkaerő-tartalék idehaza is, annak bevonása, aktivizálása, képzése csak hosszabb folyamat eredményeként következhet be. Emiatt a munkaerőhiány erősödésére lehet számítani, ami viszont pozitívan hathat a bérfolyamatokra. A munkanélküliségi ráta várakozásaink szerint idén éves átlagban 4,3, jövőre 4,1 százalékra mérséklődhet.

A bérek tavalyi 13,3 százalékos emelkedését idén 8,9 százalékos követheti. A minimálbér és a garantált bérminimum 9, illetve 7 százalékos emelése, valamint az állami szféra egyes területeit érintő bérrendezések (például pedagógusok, bírók és igazságügyi alkalmazottak) is fűtik a bérdinamikát. Másrészt viszont a változatlanul bizonytalan gazdasági kilátások óvatosságra inthetik a munkáltatókat a bértárgyalások során, miközben a munkavállalók a magasabb infláció miatt növekvő kereseti igényekkel állhatnak elő. Jövőre ismét két számjegyű bérdinamika valósulhat meg, a minimálbér is gyorsabb ütemben, 13 százalékkal nőhet, miközben a kedvezőbb gazdasági kilátások is szélesebb mozgásteret nyithatnak. A gyors béremelkedési ütem pedig rákényszerítheti a vállalatokat a hatékonyság növelésére, ami a növekedési kilátásokat is tovább javíthatja. A reálbérek idén közel 4, jövőre 7 százalék feletti ütemben emelkedhetnek.

A jegybanknak a külső pénzüpiaci környezet, illetőleg a vártnál magasabb inflációs nyomás miatt jelenleg nincs tere a monetáris kondíciók lazítására. Arra számíthatunk, hogy kedvező esetben szeptemberben kezdődhet újra a kamatcsökkentési ciklus. Ennek azonban az a feltétele, hogy rendeződjön a pénzüpiaci környezet, júniusi ülésén a Fed újrakezdje a kamatvágásokat, illetve az inflációs nyomás is fokozatosan enyhüljön. Ezt követően az év végéig további egyszeri 25 bázispontos kamatcsökkentést várunk. A jövő év folyamán is csak lassabb ütemben, negyedévente 0,25 százalékponttal mérséklődhet az alapkamat. Hosszabb távon sem várható, hogy a koronavírus-járványt megelőzően megszokott, nulla közeli kamatkörnyezet akár idehaza, akár globálisan visszatérjen.

A költségvetés eredményszemléletű hiánya 2025-ben a GDP 3,8 százalékán alakulhat számításaink szerint, kismértékben a tervezett 3,7 százalék felett, azonban jelentős kockázatok azonosíthatók. Modellünkben a magyar gazdaság helyreállásának elindulásával és a külső környezet helyreállásával számoltunk, ezen felül a cél eléréséhez elengedhetetlen a fiskális politika fegyelmezettsége is. A bevételi oldalt több intézkedés is módosította az elmúlt időszakban. Ezek egy része a bevételek növelését eredményezi (a kata értékhatárának emelése, inflációkövető adóemelések), míg más részük az adófizetési kötelezettséget mérsékli (például egyes különadók kivezetése, az alanyi áfamentesség értékhatárának emelése, a nyugdíjasok áfa-viszszatérítése, az szja-mentesség kiterjesztése). A bankok és a biztosítók változatlanul mérsékelhetik extraprofitadójukat állampapír-állományuk növelése révén, ami szintén csökkentheti az államháztartás bevételeit. A költségvetés kiadásait több negatív kockázat övezi: túlteljesülés várható a lakástámogatásoknál a vidéki otthonteremtési program nyugdíjasokra történt kiterjesztése miatt, a nyugellátásoknál a várakozá-

sokat meghaladó infláció nyomán, illetve a Start munkaprogramnál a közfoglalkoztatotti létszám emelkedésével. Jövőre arra számítunk, hogy a költségvetési szervek kiadásai meghaladhatják a prognosztizált értékeket, például a közszféra bérrendezései, a nyugdíjkorrekció és a nyugdíjprémium miatt, valamint a Start munkaprogram ráfordításai is túlteljesülnek a magasabb részvétel és a várt béremelések nyomán. Az uniós források körüli viták és azok befagyasztása következtében mind az uniós programokhoz köthető bevételek, mind a kiadások a tervezettnél alacsonyabban teljesülhetnek, ennek azonban az elszámolási módszertan miatt az eredménysszámítás hiányra nincs hatása. A költségvetésben képzett tartalékok teljes felhasználásával számoltunk 2025-ben és 2026-ban is, főleg a gazdaságélénkítési szándékok nyomán. Összességében azonban 2026-ban is folytatódhat a hiány mérséklődése, 3,4 százalékra, ami a nemrégiben megemelt deficitcélnál némiképp kedvezőbb. Az államadósság-ráta előrejelzésünk alapján az idei évtől ismét csökkenő pályára állhat, idén 72,9, jövőre 71,3 százalékra mérséklődhet.

A folyó fizetési mérleg többlete a tavalyi évben a GDP 2,2 százaléka volt. Központunk előrejelzése szerint az idei évben kismértékű mérséklődés várható, amelyet a külkereskedelmi mérleg romlása, illetve a jövedelemegyenleg hiányának emelkedése egyaránt indokol. Ugyanakkor még így is a GDP 1,7 százaléka tehető többletet mutathat a folyó fizetési mérleg egyenlege 2025-ben. Jövőre várakozásaink szerint magára találhat az export, így a nettó export bővíthet, ami pedig a folyó fizetési mérleg szufficitjének növekedését eredményezi, prognózisunk alapján a GDP 2,1 százaléka. Ennek nyomán a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége a tavalyi 2,5 százalékról idén 3,1, 2026-ra pedig 3,6 százalékra nőhet.

Az előrejelzést övező kockázatok

Az elmúlt évekhez hasonlóan idén és jövőre is számottevő kockázatok övezik az előrejelzésünket. Bár a belső tényezők kapcsán is merülhetnek fel aggályok, összességében inkább a külső környezet az, ami eldönti, mennyire sikeres éveket zár majd a magyar gazdaság. A globális kilátásokat továbbra is jelentős bizonytalanság övezi, lényegében napról napra változik a helyzet. A teljesség igénye nélkül – tekintettel a területi korlátra – érdemesnek tartjuk bemutatni az előrejelzésünket övező legfontosabb kockázatokat.

Donald Trump második elnöki ciklusával gyökeres fordulat állt be az USA Ukrajna-politikájában. Az orosz–ukrán háború kapcsán előtérbe került a tűzszünet és a

béke lehetősége. Kérdés ugyanakkor, hogy a háborúban kialakult patthelyzet mellett mennyire és milyen időtávon lehet a harcoló feleket tárgyalóasztalhoz ültetni és rendezni az ellentéteket, továbbá, ha tető alá is hoznak egy megállapodást, az mennyire bizonyul tartósnak. A háború lezárása érdemben javítaná a nemzetközi befektetői hangulatot. Az elmúlt időszakban csupán a tárgyalások megkezdése is erősítette a forint árfolyamát, valamint mérsékelte az olajárakat. A tartós béke lehetővé tenné az uniós kapcsolatok normalizálását Oroszországgal és ezáltal az energiaárak csökkentését, miközben jelentős forrásokat szabadítana fel, amelyeket nem kellene a háború finanszírozására fordítani.

Az amerikai elnöknek a vámpolitikával kapcsolatos döntései szintén jelentős hatást gyakorolnak a piacokra. Előzetesen úgy tűnt, hogy Trump a vámokat a jobb tárgyalási pozíció kialakítására használja, hogy az USA számára kedvezőbb megállapodásokat érjen el. Az április eleji bejelentések viszont más irányba mutatnak, bár még így is van némi esély, hogy hosszabb távon kedvezőbb helyzet teremthető. Az országoknak azonban óvatosan kell reagálniuk a bejelentésekre. Csak a saját érdekük figyelembevételével kell engedniük az USA követeléseinek, mert a teljes elfogadás hosszú távon azzal a kockázattal jár, hogy a vámfenyegetések tartósan beépülnek az USA külpolitikai eszköztárába. Viszont a túlzottan erős viszonzválaszok érdemben visszavethetik a globális növekedési kilátásokat, miközben alapjaiban nem orvosolják az amerikai vámok által okozott problémákat.

A február végi németországi előrehozott választásokkal megnyílt az esélye, hogy legfontosabb külpiaconk ismét növekedési pályára álljon. A várakozásoknak megfelelően a CDU/CSU pártszövetség nyerte a választást, ők az SPD-vel fognak koalíciós kormányt alkotni. Viszont már a koalíciós tárgyalások bemutatták, hogy a német gazdaságpolitikában fordulat jön. Még az előző parlament mandátumával az adósság szabályok enyhítéséről a védelmi kiadások kapcsán és egy infrastruktúra-fejlesztési alap felállításáról döntöttek. A kormányzati kereslet megugrása mindenképpen segíthet abban, hogy növekedési pályára állítsa a német gazdaságot, ugyanakkor ezzel még nem oldódott meg minden probléma. A versenyképesség javításához további átfogó reformokra, a szabályozási terhek és az energiaárak mérséklésére van szükség, ami hosszabb időt is igénybe vehet. Kérdés, van-e megfelelő politikai elszántság a szükséges reformokhoz.

A globális kilátásokra Kína is hatással van. Az már jól látható, hogy a beruházás- és exportorientált kínai növekedési modell összességében elérte növekedési korlátját, szükség lenne a fogyasztásalapú modellre való átállásra, ugyanakkor döntéshozói oldalról ezzel kapcsolatban még erős ellenállás tapasztalható. Ezzel párho-

zamosan a kínai vezetés szeretné erősíteni nemzetközi pozícióját is, miközben hatalmi törekvéseivel szemben várható az USA fellépése. Uniós szinten is folytatódhat a Kínáról való leválás politikája, amely tovább erodálhatja az öreg kontinens versenyképességét. Ez főleg az amerikai vámok tükrében kedvezőtlen fejlemény. Számítani lehet rá, hogy a következő időszakban is éleződnek majd a geopolitikai ellentétek, amelyek középpontjában Kína állhat. Kérdés, hogy ennek milyen gyakorlati hatása lesz a globális gazdaságra.

A belföldi kockázatok közül kiemelkedik az infláció alakulása. A fogyasztói bizalom az elmúlt inflációs sokk után még nem állt helyre. Egy újabb erőteljes és tartós áremelkedés ismét óvatosságra ösztönözheti a háztartásokat, visszavetheti a lassan élénkülő fogyasztást. Kérdéses emellett a mezőgazdaság teljesítménye is. A tavalyi, ismét száraz esztendő jelentősen visszavetette a termést, az idei kedvezőbb termés a gazdasági hatások mellett segítené az élelmiszerárak csökkenését is. Biztató előjel, hogy az elmúlt hetek csapadékosabb időszaka némiképp ellensúlyozni tudta a téli időszak szárazságát.

Kamatpolitikával kapcsolatos várakozásaink a piaci konszenzusnál lazábbak. A várt szeptemberi kamatcsökkentés feltétele az infláció enyhülése és a nemzetközi pénzüpiaci környezet további javulása. A kamatemelés esélyével ugyanakkor nem számolunk, az csak a szélsőségesen negatív forgatókönyvek esetében következhet be, a nemzetközi környezet romlása mellett. A beruházási fordulatot a szigorú kamatkondíciók fennmaradása korlátozhatja, miközben a bankok sem mutatnak érdemi hajlandóságot a hitelezési feltételek lazítására. Szintén a beruházásokhoz kapcsolódó kockázat az uniós források alakulása. A tavalyi évben az előirányzatban szereplő bevételeknek csupán a fele folyt be a költségvetésbe, és a politikai vitákra tekintettel idén is arra lehet számítani, hogy csak visszafogott ütemben érkeznek majd a Magyarországának járó források. A növekedés szempontjából emiatt kiemelten fontos lesz az FDI-beáramlás és azzal párhuzamosan a tőkevonzó képesség alakulása.

Látható, hogy még rövid távon sem ért véget a bizonytalanság, középtávon pedig még inkább sokasodnak a kockázatok, amelyek befolyásolhatják a növekedési kilátásokat. Az immár tartóssá váló bizonytalanság következtében a gazdasági szereplők későbbre halaszthatják beruházásaikat és fogyasztásukat, ez pedig visszavetheti a gazdasági bővülés ütemét. Egyelőre tehát nincs kiút a fantasztikus labirintusból. Viszont amint az 1986-ban bemutatott kultikus fantasyfilmben, a *Fantasztikus labirintus*ban Sarah, úgy a magyar gazdaság is kikeveredhet az útvesztőből: amíg szem előtt tartjuk a céljainkat és munkálkodunk azok elérésén, addig győztesen kerülhetünk ki, hiába tűnik most úgy, mintha minden ellenünk dolgozna.

Magyar Nemzeti Bank: Erős világgazdasági kockázatok övezik a magyar gazdasági növekedést

KÖLLŐ ATTILA*

2024-ben a magyarországi infláció az év nagy részében a jegybanki toleranciasávban alakult, azonban a gyenge külső kereslet és bizalom következtében a hazai reál-gazdaság teljesítménye visszafogott volt, a GDP összességében 0,5 százalékkal bővült. A gazdasági növekedés várhatóan az év második felétől dinamizálódik, így idén éves átlagban 1,9–2,9 százalékon alakul, amelynek alapja az emelkedő reálbérek és a fogyasztás bővülése. 2026-ban már kiegyensúlyozott szerkezetben és dinamikusabban, 3,7–4,7 százalék közötti ütemben folytatódhat a növekedés. Ugyanakkor a növekedési előrejelzés szempontjából fontos kockázatot jelentenek az erősödő külkereskedelmi feszültségek, valamint – pozitív előjellel – az Európa-szerte tervezett költségvetési élénkítési programok. A munkaerőpiac az elmúlt évek gyengébb gazdasági teljesítménye ellenére is stabil, a foglalkoztatás historikusan magas szinten maradt, a bérezési folyamatok pedig erősek.

2025 első hónapjaiban a hazai infláció a jegybanki toleranciasáv felett alakult. A fogyasztóiár-index éves bázisú emelkedéséhez a termékkörök többsége hozzájárult. Az infláció a februári csúcsát követően várhatóan mérséklődik, azonban a jegybanki célsáv felett marad. Az inflációs folyamatokat rövid távon ellentétes hatások alakíthatják. Egyfelől az élelmiszerek esetében az érintett termékkörben az árrések hatósági korlátozása a következő hónapokban mérsékli a fogyasztói árakat. Ugyanakkor a piaci szolgáltatások erőteljes árdinamikája az év egészében magasabb infláció irányába hat. Idén éves átlagban 4,5–5,1 százalékos infláció várható. A fogyasztóiár-index 2026 elején mérséklődik ismét a jegybanki toleranciasávba, majd az év végére közelíti meg a 3 százalékos inflációs célt. A folyó fizetési mérleg többlete tartósan magas maradhat, főként az energiaegyenleg javulása, valamint a középtávon stabilizálódó külső kereslet következtében.

* Köllő Attila, a Magyar Nemzeti Bank vezető közgazdasági elemzője.
E-mail: kolloa@mnbb.hu

Az elemzés az MNB 2025. márciusi Inflációs jelentése alapján készült.

A kézirat 2025. április 7-én érkezett a *Külgazdaság* szerkesztőségébe.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2025.69.3-4.92>

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E010, E30, H30.

Kulcsszavak: előrejelzés, infláció, munkaerőpiac, külső és belső egyensúly.

Abstract

Magyar Nemzeti Bank:

Strong global economic risks to Hungarian economic growth

ATTILA KÖLLŐ

In 2024, inflation in Hungary was within the central bank's tolerance band for most of the year, but weak external demand and confidence kept the performance of the domestic real economy subdued, with GDP increasing by 0.5 percent overall. Economic growth is expected to gain momentum from the second half of the year, averaging 1.9-2.9 percent this year, driven by rising real wages and expanding consumption. Growth might resume in 2026 with a more balanced structure and a more dynamic rate of between 3.7-4.7 percent. At the same time, rising external tensions and, on the positive side, the fiscal stimulus programmes planned across Europe pose important risks to the growth outlook. Despite the weaker economic performance in recent years, the labour market remains resilient, with employment holding at historically high levels and wages continuing to grow strongly.

Domestic inflation has been above the central bank's tolerance band in the first months of 2025. Most product groups contributed to the year-on-year increase in the CPI. Inflation is expected to moderate from its peak in February but remain above the central bank's target range. Inflation developments could be subject to countervailing effects in the short term. For food products, the authorities' restriction of price margins in the relevant product group will moderate consumer prices in the coming months. At the same time, the strong price dynamics in market services are pointing towards higher inflation throughout the year. In 2025, the inflation rate is expected to average 4.5-5.1% year-on-year. The consumer price index will moderate back into the central bank's tolerance band in early 2026 and approach the 3 percent inflation target by the end of the year. The current account surplus is expected to remain persistently high, mainly on the back of improving the energy balance and stabilising external demand over the medium term.

Journal of Economic Literature (JEL) codes: E010, E30, H30.

Keywords: forecast, inflation, labour market, external and internal balance.

Stabilizálódó infláció és kettős folyamatok a reálgazdaságban 2024-ben

A magyar gazdaság összességében 0,5 százalékkal bővült 2024-ben. A tavalyi év a konjunktúrafolyamatok szempontjából átmenetinek tekinthető és kettősségekkel jellemezhető. Az élénk fogyasztással szemben a beruházások és a külső kereslet

alakulása visszahúzta a növekedést. A reálberek növekedése és a kedvező jövedelmi folyamatok következtében a lakossági fogyasztás számottevően emelkedett. A nettó export szintén pozitívan járult hozzá a GDP éves növekedéséhez, ugyanakkor fontos kiemelni, hogy ezt nem a kivitel emelkedése, hanem az import jelentősebb csökkenése okozta. Az import visszaesésében nagy szerepet játszott a beruházások mérséklődése, az export növekedését pedig a külső kereslet alacsony szintje akadályozta. Ez tükröződött a külső konjunktúrára érzékeny ipari termelés érdemi visszaesésében.

A lakosság bővülő kereslete jelentette a gazdasági növekedés motorját: a belső keresleti tételek közül a háztartások fogyasztási kiadásai 5,1 százalékkal növekedtek, amit elsősorban a kedvező bérezési és jövedelmi folyamatok támogattak. A fogyasztási kiadások minden főbb termékcsoportban bővültek, amivel párhuzamosan termelési oldalról a piaci szolgáltatások növekedési hozzájárulása is érdemi volt. A fogyasztás tavalyi helyreállításával egyidejűleg csökkentek a háztartások GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarításai. A mérséklődés a pénzügyi eszközök kisebb felhalmozásában, illetve a nettó hitelfelvétel – elsősorban lakáscélú hitelekhez köthető – emelkedésében is tükröződött. A háztartások fontosabb pénzügyi eszközei közül a befektetési jegyek és a külföldi eszközök nőttek a leginkább, emellett kisebb mértékben az állampapír- és a betétjellegű megtakarítások is növekedtek. Az év első felében a lakossági hangulatindexek alapján folytatódott a hazai fogyasztói bizalom javulása, amely azonban az év második felében megtorpant.

A megemelkedett bizonytalanság és csökkenő ipari kereslet azonban a beruházásokat jelentősen visszavetette, a teljes évet tekintve 11,1 százalékkal mérséklődtek a nemzetgazdasági beruházások, ami 2,8 százalékponttal fékezte a gazdasági növekedést. A vállalati felmérések megerősítik: a beruházások legnagyobb gátja, hogy az árszintek magasan rekedtek, valamint a lakossági és vállalati bizalom tartósan visszafogott maradt. A külpiacra termelő vállalatok beruházási aktivitását jelentősen visszafogta a gyenge külső kereslet és a kedvezőtlen európai ipari növekedési kilátások. Ezt tükrözték a külkereskedelmi folyamatok is, összességében 3,0 százalékkal csökkent ugyanis a kivitel volumene, azonban a belső keresleti tételek csökkenő importigénye a behozatal 4,0 százalékos mérséklődését okozta, így a nettó export végül enyhén, 0,6 százalékponttal tompította a visszaesést. A készletváltozás hozzájárulása 1,2 százalékpont volt.

A munkaerőpiac az év első felének gyengébb gazdasági teljesítménye ellenére is stabilan alakult, a foglalkoztatás historikusan magas szinten maradt. A konjunktúra lassulásához való alkalmazkodás a munkaerőpiaci feszesség enyhülésében, a kiírt üres álláshelyek számának csökkenésében és a ledolgozott munkaórák számának

mérséklődésében mutatkozott meg. A munkanélküliségi ráta 2024-ben 4,5 százalékon alakult, így európai uniós összehasonlításban alacsony maradt.

2024-ben beértek az inflációellenes lépések, és a globális inflációs hullámot követően sikerült a hazai áremelkedés ütemét az év nagyobb részében a Magyar Nemzeti Bank toleranciasávjában tartani. Az elmúlt évekhez képest az infláció erőteljes lassulását a fegyelmezett monetáris politika, a kormányzat versenyt erősítő lépései, a visszafogott kereslet, a bázishatások és a korábbinál érdemben alacsonyabb külső költségkörnyezet együttes hatása okozta. Az áremelkedés mértéke az év nagy részében a 2 és 4 százalék közötti jegybanki toleranciasávon belül tartózkodott, 2024 szeptemberére átmenetileg 3 százalékra mérséklődött, majd ezt követően decemberre 4,6 százalékig emelkedett. Az év végi emelkedést az üzemanyagok és élelmiszerek gyorsuló áremelkedése magyarázta. A globális nyersanyagárak emelkedése és a forintpiaci mozgások együttes hatása gyorsan tükröződött az importált termékek áraiban.

Az év második felétől dinamizálódhat a gazdaság

A 2024. évi enyhe növekedést követően az idei évben fokozatosan gyorsulhat a magyar gazdaság. A 2025 során tovább bővülő fogyasztás előretekintve is a növekedés motorja lehet. Ennek háttérben az emelkedő reálbérek és a kormányzati adócsökkentések állnak. Az elmúlt években az iparban zajló nagy kapacitásbővítő beruházási projektek 2025 végén és 2026 folyamán megkezdhetik a termelést. Rövid távon a külső kereslet továbbra is visszafogott, ugyanakkor az erősödő európai konjunktúra középtávon élénkíti a hazai exportot. A külső kereslet szempontjából kiemelt kockázatot jelent az amerikai kormányzat által tervezett és bejelentett vámok bevezetése, valamint az azokra adott viszonntézkedések. Az idei évben mérsékelt ütemben, 1,9–2,9 százalékkal bővílhet a magyar gazdaság, ami – a sáv alsó és felső szélén egyaránt 0,7 százalékponttal – alacsonyabb a jegybank decemberi előrejelzésénél. Ugyanakkor fontos kiemelni, hogy ez egy időbeni átrendeződés, az MNB 2026. évi növekedési prognózisa a decemberi előrejelzésnél magasabb.

A tavalyi évhez hasonlóan idén is a háztartások fogyasztása lehet a növekedés motorja. A háztartások keresletét erősítik a növekvő reálbérindex, a bejelentett kormányzati intézkedések, valamint az élénkülő lakossági hitelezés. A lakosságot támogató adóintézkedések kiterjesztése mellett a korábbi időszakhoz képest csökkenő állampapírkamatok, illetve a lejáratok kapcsán esedékes kiáramló jövedelem is hozzájárulhatnak a fogyasztás bővüléséhez. 2023–2024-ben a bizonytalan gazdasági környezet és a magas infláció eredményeképpen megemelkedett a lakossági

megtakarítási ráta. Ez az idei évben alacsonyabban alakulhat a csökkenő állampapírkamatok és a bővülő fogyasztás következtében. Ezzel párhuzamosan a fogyasztási ráta a jelenlegi alacsonyabb szintjéről növekedhet, míg a beruházási ráta várhatóan stagnál. Az elmúlt két évben bekövetkezett nagymértékű (2023-ban 7,7, 2024-ben 11,1 százalékos) visszaesést követően idén stabilizálódhatnak a beruházások. A vállalati felmérések alapján a vállalati szektor hitelkereslete az év elejétől bővízhet, összhangban a Demján Sándor Hitelprogram felfutásával. Ugyanakkor a vállalati bizalom szintje továbbra is mérsékelt, a kapacitáskihasználtság alacsony, a külső konjunktúra pedig visszafogott, amelyek összessége a vállalati beruházások stagnálását vetíti előre az idei évben.

Márciusi alapforgatókönyvünk alapján az európai konjunktúra helyreállásával és a jelentős ipari beruházások termelőre fordulásával párhuzamosan a magyar export az idei év végétől tud érdemben bővízni. Az év első felében a mérséklődő ipari termelés, valamint az új külföldi rendelések az export további csökkenését vetítik előre, azonban az év végétől az elektromos autók gyártásához és az akkumulátorgyártáshoz kapcsolódó beruházások termelőre fordulásával, valamint a külső kereslet dinamizálódásával bővízés várható az árukivitelben. Idén így összességében enyhén bővízhet a hazai export. Ugyanakkor a külkereskedelmi és reálgazdasági folyamatok szempontjából jelentős lefelé mutató kockázatot jelentenek az Egyesült Államok által bejelentett vámok, valamint az arra adott lehetséges viszontreakciók. Ezzel szemben az európai költségvetési élénkítések pozitív impulzust adhatnak a külső keresletnek, és részben ellensúlyozhatják a vámintézkedések Magyarországra gyakorolt negatív reálgazdasági hatásait. A hazai exportkapacitások az elmúlt időszak visszafogott teljesítménye ellenére egyelőre nem sérültek, így a kivitel középtávon ismételten támogathatja a GDP növekedését. A kiépülő új ipari kapacitások termelésének felfutásával és az ezáltal pozitívvá váló nettó export hatására 2026-tól már kiegyensúlyozott szerkezetű és dinamikus, 3,7–4,7 százalékos növekedés várható.

A globális infláció csökkenése tavaly ősszel megállt. Számos gazdaságban ismét növekedett a fogyasztóiár-index. Az adatot már publikáló OECD-tagországok több mint kétharmadában – 36 országból 26-ban – az infláció változatlan vagy magasabb volt idén februárban, mint tavaly szeptemberben. Az infláció csökkenésének világsszintű megállásában az emelkedő világpiaci élelmiszerárak mellett a magasan ragadó szolgáltatásinfláció is szerepet játszott. Februárban az Egyesült Államokban 2,8 százalékra mérséklődött az infláció, Kínában pedig elsősorban bázishatások következtében 0,7 százalékkal csökkentek a fogyasztói árak éves alapon. Az infláció az eurózónában és a régiós országokban a jegybanki cél felett alakult az elmúlt hó-

napokban. Romániában 5,0, Lengyelországban 4,9, míg Csehországban 2,7 százalék volt az áremelkedés üteme februárban.

2025 első hónapjaiban a hazai infláció tovább nőtt, és a jegybanki toleranciasáv felett alakult. A fogyasztói árak éves összevetésben januárban 5,5, februárban pedig 5,6 százalékkal emelkedtek. Az infláció elmúlt időszak emelkedéséhez a termékek többsége hozzájárult, az év eleji átárazások mértéke a historikus átlag felett alakult. A fogyasztóiár-index a februári csúcsát követően mérséklődik, az infláció az év hátralévő részében várhatóan a jegybanki toleranciasáv felett alakul. Az inflációs folyamatokat rövid távon ellentétes hatások alakíthatják. Egyfelől az élelmiszerek esetében az érintett termékkörben az árresek hatósági korlátozása a következő hónapokban mérsékli a fogyasztói árakat. Ugyanakkor a piaci szolgáltatások erőteljes árdinamikája az év egészében magasabb infláció irányába hat. Éves átlagban idén 4,5–5,1 százalék közötti infláció várható, ami a beérkező adatok miatt – a sáv alsó szélén 1,2, a felső szélén 1,0 százalékponttal – magasabb inflációs pályát jelent a decemberi prognózishoz képest. Az áremelkedés üteme 2026 elején mérséklődik újra a jegybanki toleranciasávba, és az év végére közelíti meg a 3 százalékos inflációs célt. Ehhez azonban az inflációs várakozások horgonyzottsága, a pénzpiaci stabilitás fenntartása és a fegyelmezett monetáris politika elengedhetetlen feltétel.

Az idei év első felében a foglalkoztatottak száma a 2024. negyedik negyedévi szint közelében alakulhat, majd az év második felében a fokozatosan élénkülő konjunktúra hatására újra emelkedhet a foglalkoztatás szintje. Az idei bérdinamikát elsősorban az év eleji minimálbér-emelés, az enyhülő munkaerőpiaci feszesség és az erősödő lakossági inflációs várakozások határozzák meg. Bár a bérezési alapfolyamatok továbbra is erősek, 2025-ben a tavalyi évnél mérsékeltebb lehet a nominális bérdinamika a versenyszférában a munkaerőpiaci feszesség enyhülése és a tavalyinál alacsonyabb minimálbér-emelés következtében.

A folyó fizetési mérleg többlete tartósan magas maradhat. Az energiaegyenleg hiányának stabilizálódása és az élénkülő belső kereslet mellett 2025-ben várhatóan átmenetileg enyhén mérséklődik a folyó fizetési mérleg többlete. Ugyanakkor 2026-tól az energiaegyenleg további javulása, valamint a normalizálódó külső kereslet és az új beruházások termelésének felfutása mellett gyorsabban növekvő export a külső pozíció tartósan jelentős többletét eredményezi.

2025-ben a költségvetési hiány a GDP 3,5–4,3 százalékán alakulhat. A deficit 2024-hez viszonyított mérséklődését elsősorban a mérséklődő kamatkiadások, az alacsonyabb szinten stabilizálódó energiaárak, valamint az előző évhez képest erősödő gazdasági növekedés hatására emelkedő adóbevételek támogatják.

Makrogazdasági mutatók és előrejelzések

Megnevezés	2024	CIB	Corvinus	GKI	Kopint-Tárki	MGFÜ	MNB
	Tény	2025	2025	2025	2025	2025	2025
GDP (előző év = 100)	100,5	101,5	101,7	101,7	101,5	102,7	101,9–102,9
GDP belföldi felhasználása (előző év = 100)	100,1	101,8	102,3	101,5	102,7	103,1	101,5–103,5
Háztartások végső fogyasztása (előző év = 100)	103,5	103,7	102,8	103,5	103,7	102,7	104,5–105,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (előző év = 100)	89,9	98,5	101,0	100,5	100,4	104,4	97,8–100,8
Export (áru + szolgáltatás) (előző év = 100)	97	100,4	99,8	101,0	100,9	103,8	100,6–102,6
Import (áru + szolgáltatás) (előző év = 100)	96	100,4	100,5	100,5	102,4	104,6	100,5–102,5
Fogyasztóiár-index éves átlaga (előző év = 100)	103,7	104,8	105,5	104,8	105,2	104,8	104,5–105,1
Fogyasztóiár-index az év végén (előző év december = 100)	104,6	104,5	105,7	103,8	105,0	104,1	nem publikálja
Folyó fizetési mérleg egyenlege (a GDP százalékában)	2,2	1,8	1,0	1,0	1,2	1,7	1,2–2,6
Folyó fizetési és a tőkémerleg együttes egyenlege (a GDP százalékában)	2,6	2,3	1,5	6,0	1,3	3,1	2,8–4,2
Külforgalom áru- és szolgáltatás egyenlege (milliárd euró)	11,6	10,2	5,0	14	8,5		nem publikálja
Államháztartás egyenlege a GDP százalékában (ESA2010)	-4,9	-4,3	-4,3	-4,5	-4,5	-3,8	(-4,3)–(-3,5)
Rövid távú kamatok (3 hó), időszak vége (%)	5,1	5,97	n. a.	5	6,0	6,0	nem publikálja
Hosszú távú kamatok (10 év), időszak vége (%)	6,55	6,4	n. a.	6,3	7,0	6,4	nem publikálja
MNB jegybanki alapkamat az év végén (%)	6,5	6,0	6,25	6,2	6,5	6,0	nem publikálja

Megnevezés	2024	CIB	Corvinus	GKI	Kopint-Tárki	MGFÜ	MNB
	Tény	2025	2025	2025	2025	2025	2025
A forint/euró árfolyama (éves átlag)	395	409	n. a.	410	410	400	nem publikálja
Bruttó átlagkereset változása ¹ (%)	13,2	9,5	8,7	8	8,9	8,9	9,5–10,3
Reálkereset változása (%)	9,2	4,7	3,0	3,4	3,5	3,9	4,5–5,3
Foglalkoztatási arány (15–74 éves korosztály) (%) éves átlag ²	65,2	65	n. a.	65,1	65,1	65,5	65,1–65,5
Alkalmazottak számának változása (%), éves átlag ³	0,1	–0,3	n. a.	0,2	0,1	0,5	nem publikálja
Munkanélküliség rátája (%), éves átlag ²	4,4	4,5	n. a.	n. a.	4,4	4,3	4,2–4,3

Megjegyzések a táblázat adataihoz:

n. a. = nincs adat

¹ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

² A KSH Munkaerő-felmérés szerint.

³ A KSH Intézményi munkaügyi statisztika adatai szerint.

Visszavándorlók a hazai munkapiacon

HÁRS ÁGNES – SIMON DÁVID*

A munkaerő elvándorlása az utóbbi évtized(ek) jelentős munkapiaci problémájává vált. Az elvándorlás mértéke, az elvándorlók összetétele, hiányuk és lehetséges pótlásuk a hazai munkapiacon szorosan kapcsolódó szakpolitikai kérdések, amelyekre többféle válasz fogalmazódott meg. A hazai munkapiac szűkös tartalékainak bevonása, amelyhez jól célzott és kialakított munkaerőpiaci képzések szükségesek, vagy a hazatérés drága és bizonytalan sikerrel kecsegtető ösztönzése bővítheti a kínálatot. Mindenekelőtt azonban a visszatérés kevésbé vizsgált természetes folyamatát kell megérteni. Amíg a hazatérők egy része otthon marad, addig mások ismétlődően elindulnak, ingáznak, vagy külföldön élnek és dolgoznak. Ebben a folyamatban sem az elvándorlás, sem a hazatérés szelekciója nem véletlenszerű, a vándorlás során így kettős szelekció megy végbe, amely mindkét irányban lehet pozitív vagy negatív irányú, ennek eredője határozhatja meg a hazatérők összetételét. A cikk azt vizsgálja, hogy – a kettős szelekciót figyelembe véve – milyen az elvándorlás mérhető hatása a hazatérőkre: kik a hazatérők, dolgoznak-e, és ha igen, milyen formában, és jelent-e, s milyen – rendszerint jövedelemben mérhető – prémiumot a hazatérők számára a migrációs történetük. A cikk ezekre a kérdésekre keres a szerzők által végzett új adatfelvétel segítségével választ, amely a korábbiaknál mélyebb elemzésre, tényellentétes vizsgálatra ad módot (a felvett adatok adta korlátok mellett). Jelen cikk egy hosszabb kutatás első eredményeit mutatja be. Felvethető természetesen a kérdés, hogy a visszatérőknek milyen hatása lehet az otthoni munkapiacra, a válasz

* Hárs Ágnes tudományos főmunkatárs, Kopint-Tárki Zrt. E-mail: agnes.hars@kopint-tarki.hu
Simon Dávid, ELTE Társadalomtudományi Kar. E-mail: simon.david@tatk.elte.hu
ORCID: 0000-0001-9531-9716.

A kutatás és az adatfelvétel támogatását az NKFI-I 139376 számú Egy elhanyagolt láncszem – a visszavándorlás esélye és jelentősége normál és sokkidőszakban című kutatási pályázat biztosította. Köszönettel tartozunk továbbá a két anonim lektor hasznos, értő és konstruktív javaslataiért.

A kézirat 2025. február 11-én érkezett a *Külgazdaság* szerkesztőségébe.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2025.69.3-4.100>

azonban meghaladja jelen cikk terjedelmét, erre a kérdésre a vizsgálat későbbi szakaszában adunk választ.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: F22, J24.

Kulcsszavak: nemzetközi migráció, munkapiac, hazatérők, modell.

Abstract

Returnees in the domestic labour market

ÁGNES HÁRS – DÁVID SIMON

Labour emigration has become a significant labour market issue in the last decade(s). The extent of emigration, the composition of emigrants, their shortage and their possible replacement in the domestic labour market are closely related policy issues to which various responses have been formulated. Attracting the scarce reserves of the domestic labour market, which requires well-targeted and well-designed labour market training or encouraging returns with expensive and uncertain success, can expand supply. Above all, however, the little-studied natural return process needs to be understood. While some returnees stay at home, others repeatedly leave, commute or live and work abroad. In this process, neither emigration nor return selection is random, and migration thus involves a double selection, either positive or negative, which may determine the composition of returnees. This article examines the measurable impact of emigration on returnees, taking into account double selection: who are the returnees, do they work, and if so, in what form, and what premium, usually measured in terms of income, does their migration history place on returnees? The article seeks to answer these questions through a new data set created by the authors, allowing for a deeper and more factual analysis than before (with limitations regarding the current data). This article presents the first results of a longer study. The impact of returnees on the labour market at home can, of course, be raised, but the answer is beyond the scope of this article and will be answered later in the study.

Journal of Economic Literature (JEL) code F22, J24.

Keywords: international migration, labour market, return migrants, modelling.

Bevezetés

Ez a tanulmány a nemzetközi vándorlás egy kevésbé kutatott szeletét, a Magyarországra történő visszavándorlást vizsgálja. A hazatérés okaival és magyarázataival ez az írás nem foglalkozik, hanem a visszatérés hatását, így a hazatérők összetételét, munkapiaci helyzetét, migrációs prémiumát vizsgálja az adatfelvétel korlátai mellett. A folyamat megértése kulcsfontosságú a hazai munkapiacról hiányzók visszatérése, a hazatérés ösztönzése vagy az ismétlődően megfogalmazódó hazacsábítási progra-

mok eredményessége szempontjából is. Az ilyen programok a tapasztalatok szerint ritkán sikeresek (részletes áttekintést ad erről Bruzelius & Reiss, 2025). Dustmann & Görlach (2016) hangsúlyozza a visszavándorlás és az ösztönzendő folyamatok pontos megértésének fontosságát. A feladat munka- és adatigénye miatt azonban kevés ilyen kutatás volt, ami az ösztönzési programok pontatlan célzásához, ezáltal sikertelenségéhez vezet. Sok esetben holtteherhatás is érvényesül, mert leginkább azokat ösztönzik, akik egyébként is visszatérnének.

A magyar munkapiacian a vizsgált időszakban a visszavándorlás folyamatát szésségében vizsgáljuk, a makrogazdasági sokkok – így a gazdasági válság, a koronavírus-járvány, illetve a brexit következményeinek – hatásait nem különítjük el. Jelentősebb visszavándorlás olyan időszakokban jelentkezhet, amikor a válságos környezetben a hazai munkapiac felszívóképessége is gyengébb. A tapasztalatok azonban nem egyértelműek, a makrogazdasági sokkok nem okoztak automatikus hazaáramlást az EU-hoz 2004-ben, illetve azután csatlakozott országokban, így Magyarországon sem. Zaiceva & Zimmermann (2016) a 2011. évi gazdasági válság idején vizsgálta a makrogazdasági, illetve az egyéni sokkok visszatérésre gyakorolt hatását a közép- és kelet-európai tagországok migránsai¹ esetében. A várakozások eltértek a tényleges folyamatoktól, a sokkok korántsem minden esetben eredményeztek visszavándorlást. Az új tagállamok közül többeket viszonylag jobban sújtott a válság, mint a célországokat, ez – az Európai Unión belüli szabad munkavállalás feltételei mellett – a visszatérő migrációt késleltette, és le is fojtotta. Hasonló eredményre jutott Bijwaard et al. (2014), akik Hollandiában azt találták, hogy a munkanélküliség növeli a bevándorlók hazatérésének valószínűségét, míg a munkanélküliséget követő foglalkoztatási időszakok a legtöbb bevándorló esetében késleltetik azt. Minél hosszabb ideje munkanélküliek a bevándorlók, annál nagyobb a valószínűsége annak, hogy hazatérnek. Az Európai Unió új tagországaiból érkező bevándorlók azonban ebben kivételnek bizonyultak.

Ez a tanulmány mindenekelőtt arra a kérdésre keresi a választ, hogy az aktív korú, 18 és 59 év közötti Magyarországra hazatérők otthoni munkapiaci helyzetére van-e hatása a visszavándorlásnak, s ha igen, ez milyen dimenziókban ragadható meg. A hazatérés hatásának bemutatására – a kettős szelekciót is figyelembe véve – ideális esetben tényellentétes vizsgálatokkal adható válasz: mi történt volna, ha ugyanazok, akik most visszatértek, nem vándorolnak el? Ugyanúgy viselkedtek volna a visszatérők, ha otthon maradnak, és nem döntenek korábban az elvándorlás

¹ A migráns fogalmát a tanulmányban – a nemzetközi szakirodalomban szokásosan használt módon – az el- és visszavándorlás értékmentes szinonimájaként használjuk.

mellett? Sok esetben ilyen jelenséget nem lehet becsülni, mert nem állnak rendelkezésre olyan adatforrások, amelyek alapján a visszavándorlók és az otthon maradók összehasonlítására lenne lehetőség. Ez az írás új adatfelvételre építve ilyen tényelentétes vizsgálat segítségével tárja fel a visszavándorlás hatását a visszavándorlók munkapiaci helyzetére a hazai környezetben az adatfelvételi korlátok mellett². Tudomásunk szerint ilyen vizsgálat a korábbiakban nem készült, ebben elemzésünk módszere és eredményei is újszerűek.

A 2022. évi népszámlálás adatai szerint 5 százalék a teljes népességen belül a visszatérők aránya Magyarországon, míg a legmagasabb (7,7 százalék) a felsőfokú végzettségűeken belüli arány. Az elvándorlásban érintetteken (külföldön tartózkodók és hazatérők) belül 42, illetve 43 százalék volt a visszatérők aránya (Hárs & Simon, 2025). Ennek a visszatérő népességnek a vizsgálatára tesz kísérletet új adatfelvételünk, amely a hazatérőknek és az otthon maradóknak gondosan harmonizált, azonos struktúrát követő surveykérdéseket fogalmaz meg. A kutatási kérdés vizsgálatához két egyszerű véletlen mintavételen alapuló adatbázist hoztunk létre, amelyet a 2022. évi népszámlálás adatai alapján súlyoztunk. Az el- és visszavándorlás hazatérőkre gyakorolt hatását egy a propensityalapú és a kontrolláltregresszió-alapú becslés kombinációjára épülő robusztus eljárás (IPWRA-modell) segítségével becsültük meg. Az eredményeink szerint a hazatérésnek nincs szignifikáns hatása a hazatérők foglalkoztatottságára, ugyanakkor jelentősen növeli a vállalkozóvá válás valószínűségét és a jövedelmet.

A továbbiakban a szakirodalmi áttekintés a visszavándorlás, mindenekelőtt a kettős szelekció problémáját tekinti át, majd a kutatás céljára felépített új adatbázisunk kialakítását ismertetjük, ezt követően az eredményeket összegezve először a leíró statisztika alapján érzékelhető jelenségeket, majd a modellszámítás eredményeit mutatjuk be, végül összefoglaljuk az eredményeket, és a további kutatási tervekre is kitékintünk.

A visszavándorlás, a kettős szelekció és az endogenitás problémája

A visszavándorlást vizsgáló tanulmányok kezdetben főleg a visszatérés eredményének dokumentálására összpontosítottak. Problémát jelent azonban a tapasztalatok értékelésében, hogy az elvándorlók nem véletlen szelekcióval választódnak ki.

² A vizsgálat nem tért ki minden – az el- és visszavándorlás során alkalmazott elméletben szereplő – tényezőre, így lehetséges olyan, itt nem tárgyalt összemosó tényező, amelynek figyelembevétele az általunk bemutatott hatások mértékét módosíthatja.

Szokásosan azt feltételezik, hogy rendszerint a fiatalabb, iskolázottabb és vállalkozóbb szellemű egyének vesznek részt az elvándorlásban. Az elvándorlást azonban további tényezők is befolyásolják, ahogy erre Borjas (1987) már fontos korai cikkében rámutatott: a döntés a jövedelemnyereség mellett függ a származási és a célországok közötti relatív jövedelemmegoszlástól, valamint az emberi tőke átlagos hozamától is a származási és a célországokban. Az ilyen tényezők ignorálása az okok bemutatásában meg nem magyarázott torzítást eredményez. McKenzie et al. (2010) kísérleti helyzetben, bevándorlási lottó eredményeként Új-Zélandon dolgozók véletlen mintáját hasonlította a nem migránsokéhoz, és azt találta, hogy a migránsok pozitívan szelektálódnak mind a megfigyelt, mind a nem megfigyelt készségek tekintetében. Ennek eredményeképpen a nem kísérleti módszerek 20–82 százalékkal túlbecsülik a migrációból származó nyereséget.

A hazatérés sem független az elvándorláshoz vezető motívumoktól, az el- és a visszavándorlók szelekciójától. A visszavándorlás felerősíti az eláramlás szelekcióját. Elméletileg a visszatérő migránsok szelekciója negatív, ha a fogadó országban kudarcot vallottak, és pozitív, ha a sikeresnek bizonyultak térnek vissza (Borjas & Bratsberg, 1996). Bijwaard & Wahba (2014) azt vizsgálta, hogy inkább pozitív vagy negatív-e a szelekció, a magas vagy az alacsony jövedelmű bevándorlók távoznak-e hamarabb (ahol a jövedelem a képzettség proxyváltozója). A fejlődő országokból érkező munkavállalókat vizsgálva (Hollandiában) mind a negatív, mind a pozitív szelekcióra találtak bizonyítékot. Stark & Bloom (1991) a relatív depriváció és a szelekció szempontjára mutatott rá az el- és a visszavándorlók esetében is, míg Stark & Galor (1991) a visszatérő migránsok szándéka és motivációi közötti eltérésekre hívta fel a figyelmet.

A hazatérők vállalkozóvá válásának jelenségét találta a vizsgálatok egy jelentős része. Wahba & Zenou (2012) a vállalkozói tevékenység és a visszatérő migráció endogenitási problémájával foglalkozott, Piracha & Vadean (2010) és Batista et al. (2017) pedig a szelektivitás problémáját vizsgálták, vagyis azt, hogy nemcsak az elvándorló, hanem a visszatérő migránsok is szelektált csoportot alkotnak. Eredményeik aláhúzzák, hogy még az endogenitási és szelektivitási problémák kezelése után is a visszatérő migráció valóban erősítette a vállalkozások és mikrovállalkozások fejlődését a származási országokban. Ambrosini et al. (2011) Romániába visszavándorlók példáját vizsgálva is azt találta, hogy a visszatérők gyakran lettek vállalkozók, akiknek foglalkozásválasztása a munkapiacon elérhető függetlenséget, a mikrovállalkozásokhoz való pozitív hozzájárulást jelent.

Az egyes fejlődő országok tapasztalatai azonban eltérnek aszerint, hogy a visszavándorlás után az önfoglalkoztatás a migráció során felhalmozott tőke és szakmai tudás vagy az otthoni támogatási lehetőségek prémiuma lehet (Piracha & Vadean, 2010, Ambrosini et al., 2011) Wahba & Zenou (2012), Batista et al. 2017), vagy éppen a felhalmozott tőke hiányában az utolsó lehetőség (Kveder & Flahaux 2013). A magyarázatok azonban sokszor hiányosak, meg nem magyarázott torzító tényezőket sejtethetünk az eltérések mögött.

A visszatérők és az otthon maradtak közötti bérkülönbségeket vizsgáló szakirodalmi megközelítés fő kérdése, hogy a migránsok számára megtérül-e a migráció azáltal, hogy visszatérésüket követően magasabb jövedelmet érnek el. Ezek az összehasonlítások azonban sokszor nem veszik figyelembe, hogy a keresetek és a migrációs tapasztalatok közötti összefüggés a visszatérő egyének önszelekcióját, valamint a migráció időtartamának endogenitását is tükrözi. Wahba (2015) a lehetséges szelekciós torzítások ellenőrzése után is igazolja a visszatérők bérprémiumát egyiptomi migránsok példáján, és megmutatja a kivándorlás és a visszatérő migráció szelekciója ellenőrzésének jelentőségét is a becslésekben. A migráció kettős szelektivitásának figyelmen kívül hagyása túlbecsülné a visszatérő migrációnak a visszatérők bérprémiumára gyakorolt hatását, mivel a migránsok pozitívan szelektálódnak a nem migránsokhoz képest, de a visszatérők negatívan szelektálódnak a migránsok között. Mexikóban a visszatérő migránsok jelentősen többet keresnek, mint a nem migránsok, de ez a prémium a migráció előtti képességbeli különbségek, nem pedig az emberi tőke gyarapodásának az eredménye lehet (Lacuesta, 2010). A Mexikóba való visszatérés után Reinhold & Thom (2013) is a munkavállalók bérére gyakorolt szignifikánsan pozitív hatást talált a visszatérők esetében, és azzal érvelt, hogy ezt a szerzett szakmaspecifikus munkatapasztalat okozza. A visszatérés migrációs tapasztalatának a prémiuma azon migránsok esetében a legnagyobb, akik a célországban (az Egyesült Államokban) olyan foglalkozásokban dolgoztak, amelyek megfelelnek a jelenlegi otthoni (mexikói) foglalkozásuknak. Carletto & Kilic (2011) a visszatérő migrációnak a visszatérők foglalkozási mobilitására gyakorolt hatását – mint migrációs prémiumot – becsülte. A nem migránsokkal összehasonlítva Albániában a kivándorlás és a visszatérés nem véletlenszerű jellegét instrumentális változók segítségével kontrollálva azt találták, hogy a korábbi migrációs tapasztalat növeli a felfelé irányuló foglalkozási mobilitás valószínűségét. A közép és kelet-európai új EU-tagországok esetében, ahol a fejlődő országoktól eltérő helyzetet jelent a munkaerő szabad áramlásának a lehetősége, ilyen feltételek mellett vizsgálták a vándorlást. A kutatások Lengyelországban (Coniglio & Brzozowski, 2018) és Szlovákiában

(Kureková & Žilincíková, 2023) is azt találták: a nem realizált bérnyereséget éppen az okozza, hogy a hazatérők nem a külföldön felhalmozott tudásnak megfelelő hazai munkahelyen dolgoztak, illetve a magasabb státusú hazai munkahely nem ismerte el a külföldön töltött időt és az ez idő alatt felhalmozott más irányú tudást és tapasztalatot. Valójában a külföldön elszenvedett szakképzettség-leértékelődés (*brain waste*) és túlképzettség a visszatéréskor is hasonló veszteséget okoz.

Módszer

Új adatfelvétel a hazatérők vizsgálatára

A hazatérők vizsgálatára új adatfelvételt terveztünk oly módon, hogy a hazatérő és az otthon maradt aktív korú népesség körében lényegében hasonló, egymásnak megfeleltethető kérdésekből álló online kérdőívet készítettünk a szakirodalom alapján ismert kérdések és sajátosságok figyelembevételével. A kérdezés nyomán létrehozott adatbázis alapján lehetővé vált a tényellentétes vizsgálat.³ A visszavándorlókat (továbbiakban: hazatérők) lehatároltuk: a *kutatás célcsoportjába* azokat az aktív korúakat soroltuk, akik 18–59 évesek, és hazaérkezésük előtt korábban tartósan külföldön éltek vagy dolgoztak, magyar állampolgárok, egybefüggően (vagy rendszeresen ingázva), életvitelszerűen legalább 6 hónapot töltöttek külföldön, és a kérdezés időpontja előtt *legalább 6 hónapja* hazatértek, és Magyarországon éltek.

A lehatárolás alapján kizártuk a vizsgálatból a rövid idejű ösztöndíjasokat és a nyugdíjasként hazatérőket (ezért csak 18–59 éveseket kérdeztünk), azokat, akik gyerekként (tanulóként) külföldön éltek és hazatértek, valamint a második generációs és a diaszpórába tartozó hazatérőket. Tehát a hazatérők *célcsoportja* a 18–59 éves, korábban legalább 6 hónapig életvitelszerűen külföldön élő vagy dolgozó emberekből áll. Az *otthon maradók* pedig azok a 18–59 évesek, akik korábban nem éltek vagy dolgoztak legalább 6 hónapig életvitelszerűen külföldön.

A tanulmányban bemutatott tényellentétes modellekhez a célcsoportot tovább szűkítettük, ugyanis az endogenitás elkerülése érdekében a személyes tényezőket az otthon maradók körében retrospektív módon, az elvándorlás átlagos életkorának megfelelően mértük. Az elvándorlók átlagos életkorát korábbi kutatásaink alapján 28 évre becsültük. Ennek megfelelően a tényellentétes modellek esetében a célcsoportot a 28–59 éves korosztályra szűkítettük.

³ A kérdezést a Medián Közvélemény- és Piackutató Kft.-vel együttműködve végeztük, az adatfelvétel 2023 júniusa és augusztusa között történt.

A hazatérők vizsgálatához a 18 éven felüli népességben végzett egyszerű véletlen mintavételen alapuló telefonos adatfelvételt ($N = 14\,602$) követően szűrőkérdést alkalmaztunk (a feltételeknek megfelelő válaszadók száma 1308 fő volt). A kérdőív kérdéseire válaszolók száma 1003 fő volt, míg 305 fő esetében a kitöltés csak részleges volt (ezek az esetek az elemzésben nem szerepelnek). Az egyes társadalmi csoportokban tapasztalható eltérő válaszadási hajlandóság miatt kialakuló torzítás kezelése érdekében egy azonos mintavételi eljárással, azonos időben a 18 éven felüli magyar népesség körében felvett 2009 fős egyszerű véletlen mintán a 2022. évi népszámlás adatai alapján ötdimenziós súlyt hoztunk létre (nem, korcsoport, iskolai végzettség, régió, településtípus). A létrehozott súlyszámokat alkalmaztuk a hazatérők mintáján (a súlyképzéshez használt egyes tényezők összes lehetséges kombinációja szerint).

Az otthonmaradók célcsoportjának vizsgálatához szintén egyszerű véletlen mintavételen alapuló telefonos adatfelvételt alkalmaztunk ($N = 2973$), ebben az esetben azokat kiválasztva, akik nem tagjai a hazatérő célcsoportnak (a feltételeknek megfelelő válaszadók száma 1079 fő volt). A kérdőív kérdéseire válaszolók száma 1015 fő, míg a részlegesen válaszolók száma 64 fő volt. A súlyozási eljárás a fent leírtakhoz hasonlóan történt.

A vizsgált tényezők

Elemzésünkben az egyéni jellemzőket (nem, kor iskolai végzettség, szülő munkaerőpiaci státusza, lakóhely régiója, településtípusa), a nyelvtudást (szintje, nyelve), a családi állapotot, a családtag támogatását és a végzett munka képzettség-igényét vettük figyelembe. Egyes tényezőket több időpontban (jellemzően a gyermekkorra vonatkozóan, a migrációt megelőzően, illetve 28 éves korban,⁴ a migráció alatt, illetve az adatfelvétel időpontjában) is mértünk (részletesen lásd online függelék *1. melléklet*).⁵ Vizsgáltuk továbbá a válaszadó munkaerőpiaci státuszát, azt, hogy vállalkozóként dolgozik-e, illetve a teljes jövedelmét az adatfelvétel időpontjában.

Az elemzés módszere

Első lépésként bemutatjuk a hazatérők és az otthon maradók közötti eltéréseket a vizsgált változók alapján. A két csoport közötti eltéréseket az egyes vizsgált té-

⁴ Az átlagos elvándorlási kor korábbi kutatások és a jelenlegi adatfelvétel alapján – amint erre fentebb már utaltunk – 28 év körül van, ezért választottuk ezt a kort a tényellentétes modell kialakításakor az otthon maradó mintához az adatfelvételben.

⁵ Az online függelék a https://kopintalapitvany.hu/wp-content/uploads/2025/05/Fuggelek_Hars-Simon.pdf linken érhető el.

nyezők megoszlásának különbségeként értelmeztük százalékpontban. A mintavételi hiba hatásának tesztelésére khi-négyzet-próbát használtunk.

A jövedelmi, a foglalkoztatottsági és a vállalkozói kimenetek oksági becsléséhez az inverz valószínűségi súlyozással korrigált kontrollált regressziós becslés (IPWRA) módszerét alkalmaztuk. Az IPWRA-modell, amely a duális robusztusság (*double robustness*) elvén alapul, ötvözi a propensityalapú súlyozott hatásbecslést és a kontrollált regresszió módszerét. Az így felépített modellek megbízható eredményt adnak, ha legalább a kezelési modell (*treatment model*) vagy a kimeneti modell (*outcome model*) helyesen specifikált (Wooldridge, 2010). A módszer lehetővé teszi a visszatérés hatásának oly módon történő becslését, hogy közben figyelembe vesszük a szelekciós torzításokat és a háttérváltozók eltérő eloszlását az itthon maradók és hazatérők csoportjában.

Az IPWRA-modell két lépésből áll. Az első lépésben logisztikus regresszió segítségével modellezzük az el- és visszavándorlás kettős szelekciós hatását. A modell egyenlete a következő:

$$\ln\left(\frac{p(i_v = 1)}{p(i_v = 0)}\right) = b_0 + \sum_{i=1}^I b_i x_i + u \quad (1)$$

Ahol

- i_v a visszavándorlást mérő indikátorváltozó (visszavándorlók esetén értéke: 1)
- x_i i-edik bemenő változó
- b_0 intercept
- b_i i-edik bemenő változó regressziós együtthatója
- u hibatag

A logisztikus regresszió eredményeit a kettős szelekció modellezéseként értelmezve is bemutatjuk. A logitmodell alapján az adott bemenő változók segítségével megbecsüljük a hazatérővé válás valószínűségét mind a kezelt (hazatérő), mind a kontroll (otthon maradó) csoportban. A becslt valószínűségek reciproka alapján (inverz valószínűség) az otthon maradók csoportjára súlyt hozunk létre.

Az IPWRA-módszer második lépéseként a hazatérés hatását a kimenő változónak megfelelő modell (lineáris regresszió, illetve logisztikus regresszió) segítségével becsljük, a leírt súly felhasználásával, illetve a kimenő változónak megfelelő kontrollváltozók alkalmazásával. A modell egyenlete a foglalkoztatottság, illetve a vállalkozóvá válás esetén a következő:

$$\ln\left(\frac{p(y=1)}{p(y=0)}\right) = b_0 + \sum_{i=1}^I b_i x_i + i_v + u \quad (2)$$

Ahol

y a vizsgált kimenő változó (foglalkoztatottság, illetve vállalkozás)

i_v a hatást mérő indikátorváltozó

Minden más jelölés a korábban leírtakkal azonos.

A modell egyenlete a jövedelemhatásra vonatkozóan:

$$\log_{10}(y) = b_0 + \sum_{i=1}^I b_i x_i + i_v + u \quad (3)$$

Ahol

$\log_{10}(y)$ a nettó jövedelem logaritmusa

i_v a hatást mérő indikátorváltozó

Minden más jelölés a korábban leírtakkal azonos.

A logitmodellek esetén a modellilleszkedést Hosmer–Lemeshow-teszttel (Hosmer et al., 2013) vizsgáljuk, a modell bemutatásához a marginális becslést közöljük a rájuk vonatkozó hipotézisvizsgálat eredményeivel, a modell magyarázóerejét McFadden R^2 segítségével jellemezzük. A lineáris regressziós modellek esetén a regressziós együtthatókat és a rájuk vonatkozó hipotézisvizsgálat eredményét közöljük. A lineáris regressziós modell magyarázóerejét a determinációs együttható (R^2) segítségével jellemezzük.

Az IPWRA-modell alkalmazhatóságának ellenőrzésére többlépéses eljárást alkalmaztunk. Először vizsgáltuk a közös alátámasztottság (*common support*) teljesülését, amely az oksági hatásbecslés egyik előfeltétele. A *propensity score* eloszlását ábrázoltuk a kezelési és kontrollcsoportban külön-külön, a logitmodell alapján.

Másodszor egyensúlyvizsgálatot végeztünk a magyarázóváltozók standardizált átlagkülönbségeire (SMD) a kísérleti és kontrollcsoportban a súlyozott mintán. Az egyensúlyvizsgálat eredményeként Austin (2009) ajánlásai alapján a leíró statisztikákat is tartalmazó részletes táblázatot közlünk. Az SMD indikatív határértékeként a 0,1-es értéket alkalmazzuk, értékelve ugyanakkor a leíró statisztikákban mért eltéréseket is. Az egyensúlyvizsgálat során esetleg nagyobb eltérést mutató változókat az IPWRA második modelljeiben feltétlenül szerepeltetjük, így ezeknek a változók-nak a hatásra gyakorolt esetleges torzítását minimalizáljuk.

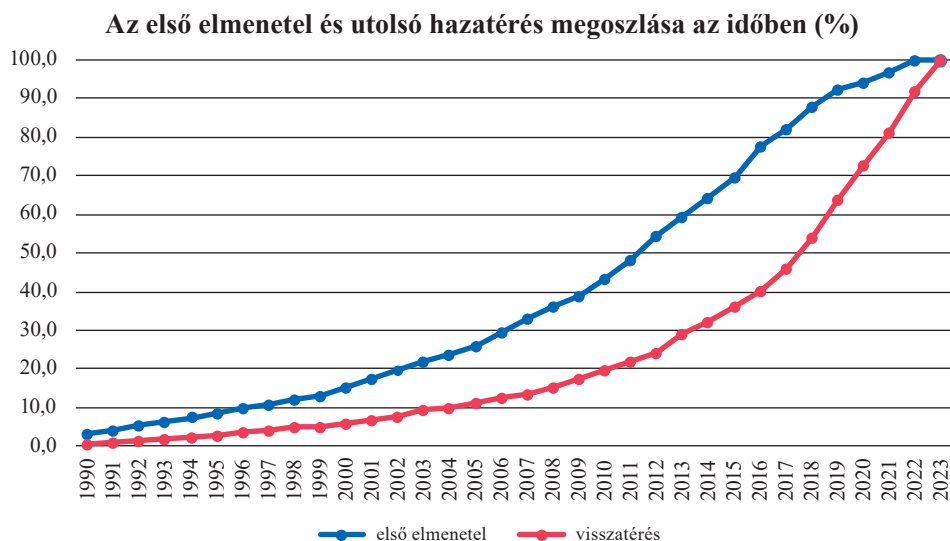
A statisztikai elemzésekhez Stata 14 szoftvert használtunk. Minden hipotézisvizsgálatot 5 százalékos elsőfajúhiba-szint mellett végzünk el.

Eredmények

Az elvándorlás és a hazatérés dinamikája

A KSH-statisztikákhoz hasonlóan a vizsgált reprezentatív mintánk alapján azt láttuk, hogy a visszatérők bizonyos késéssel erősen koncentrálnak az elvándorlás növekedését követő időszakban. A mintánkban a hazatérők felének első elvándorlása 2011 után történt, a hazatérők fele 2017-2018-ig hazatért. Az elmenetel és a hazatérés időbeli megoszlását mutatja az 1. ábra.

1. ábra



Forrás: Saját adatfelvétel.

Az el- és visszavándorlás nem egyszeri és állandó állapot. Bizonytalan, hogy a hazatérők mennyire mobilak, milyen szándékkal tértek haza, és összességében a hazai népesség tagjai – mintánk alapján becslve – milyen arányban gondolkodnak arról, hogy a jövőben otthon maradnak vagy ismét külföldre mennek. Az ezt firtató kérdésekre adott válaszok szerint a visszatérők egyértelműen mobilabbak az otthon maradóknál: a teljes népesség tagjainak 70 százaléka egyáltalán nem gondolja, hogy egy éven belül hosszabb időre külföldre menne, ez a hazatérők körében 60 százalék, az otthon maradók esetében 80 százalék. A többiek nagy része inkább csak gondolkodik az elvándorláson, míg azok aránya, akik már tettek is lépéseket, vagy már

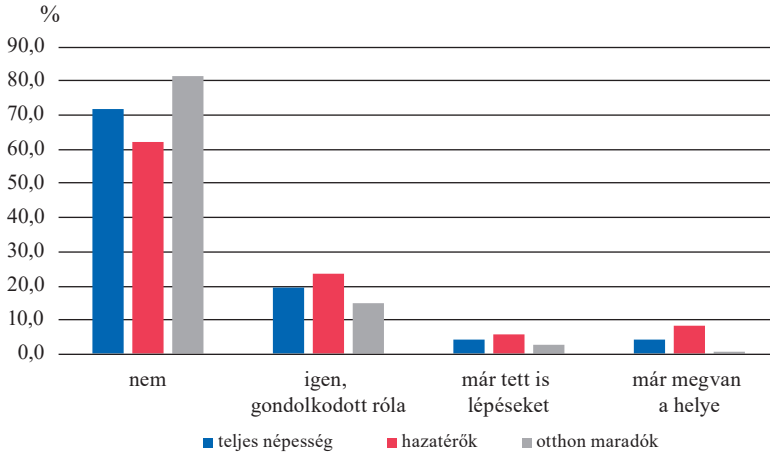
megvan a helyük is, az egész népességben alig 10 százalék, a visszatérők esetében 15 százalék és az otthon maradók esetében kevesebb mint 5 százalék (2.a. ábra).

2. ábra

Migrációs elképzelések a népességben

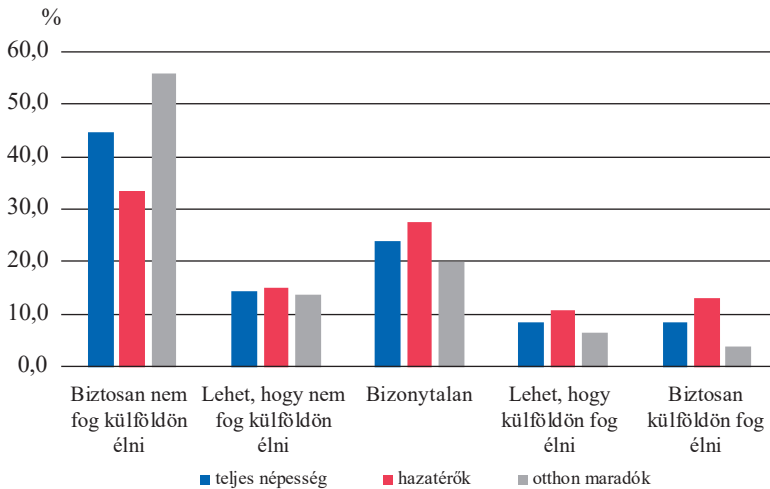
(Százalék)

2.a. Szándékozik-e egy éven belül (ismét) hosszabb időre külföldre menni?



$\chi^2 = 123,069$, sig = ,000, N = 1982

2.b. Mennyire tartja valószínűnek, hogy három év múlva külföldön fog élni?



$\chi^2 = 123,825$, sig = ,000, N = 2008

Forrás: Saját adatfelvétel.

Változnak az arányok, hogyha hosszabb időtávra vonatkozó kérdést teszünk fel. A népesség alig több mint fele (56 százalék) tartja biztosnak vagy nagyon valószínűnek, hogy a távolabbi jövőben, három év múlva sem fog külföldön élni: az arány a hazatérők, illetve az otthon maradók esetében 45, illetve 65 százalék. Azok aránya viszont, akik úgy gondolják most, hogy három év múlva biztosan vagy nagyon valószínűleg külföldön fognak élni, a teljes népességben 20 százalék, a visszatérők között 25 százalék, az otthon maradók esetében 12,5 százalék (2.b. ábra).

Hazatérők és otthon maradók – leíró statisztikák

A hazatérők és az otthon maradók csoportja közötti eltérést először a leíró statisztika eszközével különböző dimenziók alapján, a két csoporton belüli megoszlások eltéréseivel mutatjuk be. Ahol a visszatérőkön belüli arány magasabb azokénál, akik otthon maradtak, első látásra ezt a hazatérés eredményének vélhetjük. De ez nem egyértelmű, hiszen azok térhetnek haza nagyobb arányban, akik nagyobb arányban is mentek el, s azok kevesebben, akik eredetileg sem gondolkodtak erről. Jelentős lehet továbbá a kettős szelekció hatása. A külföldi sikeresség csökkentheti a visszavándorlók arányát, míg az elvárt siker elmaradása növelheti azt. Mindez különböző csoportonként eltérő is lehet. Fontosnak tartjuk az ilyen egyszerű megközelítés bemutatását, amely gyakran a közvélekedésben megjelenő érvelés – és nemegyszer az ebből levont következtetések – alapjául szolgál. A leíró statisztika alapján néha váratlan, a lentebb bemutatott, a kettős szelekciót leíró független hatásokat vizsgáló modellektől eltérő kép rajzolódik ki, amint ezt az *Összefoglalás, következtetések* című fejezetben összegezzük. (A megfelelő ábrákat az online függelék 2. melléklete tartalmazza.)

A *demográfiai tényezőket* vizsgálva az otthon maradókön belüli arányhoz képest a hazatérők között magas a férfiak aránya (17 százalékpont az eltérés), és az idősebb, különösen a 40–49 éves korcsoportba tartozóké is (10 százalékpont eltérés), míg a fiataloké határozottan elmarad az otthon maradók arányától. A hazatérők között magasabb a felsőfokú végzettségű, különösen a legalább mesterszakot végzettek aránya is (8 százalékponttal), míg az alacsonyabb, különösen az alapfokú végzettséggel rendelkezőké marad el a leginkább az otthon maradók arányától (online függelék 2. melléklet, 1. ábra).

A *lakóhellyel* kapcsolatban azt feltételeztük, hogy a magyarországi lakóhely földrajzi meghatározottsága közvetve vagy közvetlenül hatással lehet a visszatérők későbbi döntéseire. Az otthon maradók körében valóban magasabb azoknak az ará-

nya, akik a migráció előtt, illetve 28 éves korban Közép-Magyarországon éltek, míg a migrációt megelőzően vagy 28 éves korban más régióban élők aránya a hazatérők körében volt nagyobb, az eltérés azonban minden esetben nagyon kicsi volt (online függelék 2. melléklet, 2. ábra).

A *családi kapcsolatok*, így mindenekelőtt a családi állapot is összefügg a visszatéréssel. Az elvándorlás előtt, illetve 28 éves korban egyedülállók aránya magasabb a visszatérők, mint az otthon maradók között (mintegy 25 százalékponttal), míg a házasok aránya éppen fordítva, az otthon maradók között magasabb (28,5 százalékponttal). A kapcsolatban élők esetében az arány alacsony. A nem együtt élő családtag támogatásának a tényét és a mértékét is vizsgáltuk a migráció alatt, illetve 28 éves korban, azt feltételezve, hogy a támogatás a családi kapcsolat szorosságát és fontosságát mutatja. A nem együtt élő családtagjaikat jövedelmük magas arányával (több mint 30 százalékaival), illetve 30 százaléknál kevesebbel támogatók aránya is az otthon maradókéhoz képest magasabb (11-11 százalékponttal) a visszatérőkön belül, míg azok aránya, akik egyáltalán nem támogatják otthoni családtagjaikat, az otthon maradók között lényegesen (22 százalékponttal) magasabb, mint a visszatérők között (online függelék 2. melléklet, 3. ábra).

A *nyelvtudás* a talán leggyakrabban említett tényező, amelyről azt véljük, hogy befolyásolja a migrációt. A feltételezés mögött az áll, hogy aki tud idegen nyelvet, az könnyebben mozdul, és sikeresebben találja meg külföldön a lehetőségét. Tóth & Vitáloš (2024) árnyaltabb képet ad Európára, figyelembe véve a foglalkozások közötti heterogén hatásokat: a nyelvtudás szignifikánsan pozitív hozadékát csak a közepes képzettséget igénylő foglalkozások esetében mutatta ki, így a kékgalléros munkakörök a helyi nyelv és az angol nyelv ismeretét egyaránt díjazták, míg a fehér-galléros munkakörökben csak az angol nyelvtudás eredményez szignifikánsan magasabb jövedelmet. Ezek a becslések összhangban vannak a bevándorlók foglalkozási szelekciójával, és azt sugallják, hogy a nyelvtudás és a munkahelyi készségek között komplementaritás van. A visszatérők szelekciójáról tapasztalt kép összecseng a fentiekkel. A német és ettől elmaradva az angol nyelv tudása a migráció előtt, illetve 28 éves korban az otthon maradókhoz képest jelentősen magasabb arányú a hazatérők körében (35, illetve 20 százalékponttal). A két nagy célország nyelvén túl más nyelv ismerete nem mutat ilyen összefüggést. A nyelvtudás hiánya magasabb arányú az otthon maradók, mint a hazatérők körében (24 százalékponttal). A magasabb szintű nyelvtudás a migráció előtt, illetve 28 éves korban szintén a visszatérők között a magasabb, de az eltérés kisebb (közel 10 százalékpont az anyanyelvi szintű, a munkahelyen, hivatalban magát megértetni tudók, s kevéssel ettől elmaradva a

magát jól megértetni tudók esetében). Az idegen nyelvet egyáltalán nem tudó visszatérők aránya 20 százalékponttal elmarad az otthon maradókétól (online függelék 2. melléklet, 4. ábra).

Végül a *munkapiaccal való kapcsolatot* vizsgálva a szülők gyermekkorban végzett tevékenysége összefüggést mutat a visszavándorlók munkapiaci helyzetével. Akinek gyermekkorban alkalmazottak voltak a szülei, azok aránya a hazatérőkhöz képest az otthon maradók körében magasabb volt, bár az arány kicsi, míg akiknek a szülei gyermekkorban vállalkozók vagy önfoglalkoztatók voltak, azok aránya nagyobb a hazatérők, mint az otthon maradók között (közel 6 százalékponttal). A gyermekkorban munkanélküli szülők aránya nem tért el szignifikánsan a két csoportban. A munkaerőpiaci tevékenységet a munka képzettségigényével vizsgáltuk, feltételezve, hogy így a tényleges és nem a formális képzettséget látjuk a migráció előtt, illetve 28 éves korban. A leginkább az ekkor középfokú, ettől elmaradva a felsőfokú s nagyon alacsony arányban a szakképzettséget nem igénylő tevékenységet végzők esetében a hazatérők aránya elmarad az otthon maradókétól, míg azok aránya, akik nem dolgoztak akkor, a hazatérők körében volt magasabb (online függelék 2. melléklet, 5. ábra).

A modellekben – azok endogenitása miatt – nem használtuk ugyan a fenti *tényezők dinamikus változásának* a változóit, a leíró statisztikák szerint látható hatásokat azonban hasznos bemutatni.

A *lakóhelyváltozás* hatása nem bizonyult erősnek. Az otthon maradók, illetve a visszatérők megoszlása az eltérő életszakaszokban a településtípusok közötti mobilitás szerint nem vagy alig mutatott szignifikáns összefüggést, szemben a lakóhely településtípusa szerinti – fentebb rögzített – eltérésekkel. A településtípus változtatása a gyermekkor és a migráció előtti időszak, illetve a 28 éves kor között egyáltalán nem bizonyult szignifikánsnak a hazatérők és az otthon maradók megoszlásainak eltérésében, és a jelenhez képest is alig volt szignifikáns ez a különbség. Az eredmények azonban azt mutatják, hogy a hazatérőkön belüli aránynál az otthon maradók körében magasabb azoknak az aránya, akik nem változtattak településtípust (4,5 százalékponttal). Az eltérő foglalkoztatási rátájú régiók közötti mobilitás alapján a migráció, illetve a 28 éves kori állapot és a jelenlegi összevetésében az eltérés szignifikáns. A hazatérők aránya a lefelé mobil csoportban számottevően (5 százalékponttal) magasabb, mint az otthon maradók csoportjában (online függelék 2. melléklet, 6. ábra).

A *családiállapot-változás* (azaz egyedülálló volt vagy lett a vizsgált személy) is jelentősen (több mint 20 százalékponttal) magasabb az otthon maradókhoz képest a

hazatérők körében, ha az az első külföldi tartózkodás, illetve 28 éves kor és a jelen között történt (online függelék 2. melléklet, 7. ábra).

A *nyelvtanulás* is dinamikus változó, ha a migráció alatt, illetve 28 éves kor után kerül erre sor. Ebben az esetben a migrációs időszakban (az elvándorlás, illetve 28 éves kor után) nyelvet tanuló visszatérők aránya mintegy 10 százalékponttal magasabb az otthon maradókénál (online függelék 2. melléklet, 8. ábra).

Végül a *munkapiaccal kapcsolatos változók* szerinti különbségek feltérképezésekor a migráció idején, illetve 28 éves kor után képzettséget szerzőket és nem szerzőket hasonlítjuk össze. Azok aránya, akik a migráció időszaka alatt nem szereztek szakképzettséget, magasabb a visszatérők, mint az otthon maradók körében, az eltérés számottevő (közel 30 százalékpont), míg azoknak az aránya, akik ekkor szakképzettséget szereztek, jelentősen (több mint 20 százalékponttal) alacsonyabb a visszatérők, mint az otthon maradók között. Azok aránya, akik ebben az időszakban felsőfokú végzettséget szereztek, szintén kisebb a visszatérők, mint az otthon maradók között, de messze elmarad a szakképzettséget szerzőkétől. Azt is vizsgáltuk, mekkora hatást mutat a foglalkoztatottság szempontjából regionális mobilitás a migráció előtthöz képest. Az, aki lefelé mobil volt, nagyobb arányban volt visszatérő, míg a felfelé mobilak kisebb arányban, de az eltérés szerény volt (online függelék 2. melléklet, 9. ábra).

Modellszámítások

A hazatérő és az otthon maradt aktív népesség tényellentétes összehasonlítására alkalmas adatbázisunk alapján egy alapmodellben a kettős szelektivitást, majd a hazatérés foglalkoztatásra, illetve vállalkozásra gyakorolt hatását, valamint a hazatérés jövedelemnyereségét elemeztük.

1. táblázat

Az el- és a visszavándorlás kettős szelekciója, logisztikus regressziós modell, szignifikáns tényezők⁶

Változó	Hatás	St. hiba	Sig.
Nem (ref.: nő)			
férfi	0,154	0,025	***

⁶ A modell összes tényezőjét bemutató táblázat az online függelék 3. mellékletében található.

Változó	Hatás	St. hiba	Sig.
Iskolai végzettség a migráció előtt, illetve 28 éves korban (ref.: 8 általános)			
Szakképzettség érettségi nélkül	0,097	0,054	
Szakképzettség érettségivel	0,077	0,055	
Érettségi szakképzettség nélkül	0,084	0,059	
Diploma (alapfok, főiskola)	0,151	0,058	**
Diploma (legalább mesterszak, egyetem)	0,227	0,061	***
Régió a migráció előtt, illetve 28 éves korban (ref.: Észak-Magyarország)			
Közép-Magyarország	−0,068	0,052	
Közép-Dunántúl	−0,084	0,053	
Nyugat-Dunántúl	−0,112	0,054	*
Dél-Dunántúl	−0,012	0,057	
Észak-Alföld	−0,063	0,046	
Dél-Alföld	−0,050	0,051	
Idegennyelv-tudás szintje a migráció előtt, illetve 28 éves korban (ref.: egyáltalán nem beszélt idegen nyelvet)			
Megértette magát hétköznapi szituációkban	0,137	0,042	***
Munkahelyen, hivatalban is megértette magát	0,220	0,046	***
Anyanyelvi, közel anyanyelvi szint	0,346	0,058	***
Családi állapot migráció előtt, illetve 28 éves korban (ref.: egyedülálló)			
Házasság volt	−0,250	0,028	***
Kapcsolatban élt	−0,110	0,032	***
Özvegy, elvált volt	0,001	0,067	
Munkaképzettség igénye migráció előtt, illetve 28 éves korban (ref.: nem dolgozott ekkor)			
Nem igényelt szakképzettséget	0,294	0,040	***
Középfokú szakképzettséget igényelt	0,165	0,045	***
Felsőfokú végzettséget igényelt	0,153	0,040	***

Változó	Hatás	St. hiba	Sig.
Családtagok támogatása a migráció alatt, illetve 28 éves korban (ref.: nem támogatott családtagot)			
Évente a jövedelme legfeljebb 30 százalékkal	0,093	0,028	***
Évente a jövedelme több mint 30 százalékkal	0,321	0,041	***

* $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$ $N = 1687$ McFadden $R^2 = 0,195$

Forrás: Saját adatfelvétel.

A kettős szelekció hatását a már leírt bemenő változókkal logisztikus regresszió segítségével modelleztük. Módszertani szempontból a kettős szelekciós modell nem tesz különbséget az elvándorlás szelekciós hatása és a visszavándorlás második szelekciós hatása között. (Egyes változók megfigyelt hatását inkább tulajdoníthatjuk az elvándorlásra, míg másokat a visszavándorlásra gyakorolt hatás következményének.) Bár a logisztikus regresszió a hatásvizsgálathoz vezető IPWRA-modell első lépése, az eredmények a kettős szelekció modelljeként önmagában is tanulságosak lehetnek a migrációs folyamat megértéséhez.⁷ A modell illeszkedése a Hosmer–Lemeshow-teszt alapján elfogadható volt ($\chi^2 = 0,628$; $p = 0,774$), a modell magyarázó ereje McFadden R^2 alapján 0,195.

Az 1. táblázat tartalmazza a modell szignifikáns hatást mutató bemenő változóit. Az *egyéni tényezők* közül a nem és az iskolai végzettség bizonyult szignifikáns tényezőnek, a szülői háttér és a korcsoport nem. A férfiak 15,4 százalékponttal nagyobb valószínűséggel válnak visszatérővé, mint a nők. Az iskolai végzettség esetén csak a diplomával rendelkezők (alap-, illetve mesterképzés) esetén volt szignifikánsan magasabb a hazatérővé válás valószínűsége a legfeljebb általános iskolai végzettséghez képest. A *lakóhelyre vonatkozó változók* közül a településtípus esetén az eltérés nem volt szignifikáns, azonban a lakóhely migrációt megelőző (illetve 28 éves korban jellemző) régiója már jelentős eltérést eredményezett a visszatérővé válás valószínűségében. E tényező szempontjából Észak-Magyarországhoz képest a nyugat-magyarországi lakóhely esetén 11,2 százalékponttal alacsonyabb volt a visszatérővé válás becsült valószínűsége. A *nyelvtudás* a várakozásoknak megfelelően jelentős eltérést okozott a visszatérővé válás valószínűségében. A nyelvtudás magasabb szintje magasabb visszatérővé válási valószínűséggel járt együtt (az eltérés a

⁷ Folyamatban lévő kutatásunk egy későbbi szakaszában az addigra lezáruló, külföldön élők körében végzett adatfelvétel és a jelen elemzésben bemutatott két adatfelvétel segítségével a teljes migrációs folyamatot tudjuk majd vizsgálni a kettős szelekciós folyamat lépéseinek modellezésével.

nyelvet nem beszélőkhöz képest 13,7–34,6 százalékpont). A beszélt nyelv ugyanakkor nem bizonyult meghatározó tényezőnek: sem az angol, sem a német nyelv ismerete nem befolyásolta szignifikánsan a visszatérővé válás valószínűségét. A *családi tényezők* közül a családi állapot (a házasok visszatérővé válásának valószínűsége az egyedülállókénál 25 százalékponttal kevesebb), illetve a nem együtt élő családtag jelentősebb mértékű támogatása esetén tapasztalható szignifikáns eltérés (a családtagjukat jövedelmük legalább 30 százalékaival támogatók visszatérővé válásának valószínűsége 32,1 százalékponttal magasabb, mint a családtagot nem támogatóké). A *munkapiaci tényezők* közül a migráció előtti munka a visszatérővé válás jelentősen magasabb valószínűségével járt együtt (marginális hatás 15,3–29,4 százalékpont), ugyanakkor a munka képzettségigényének növekedése a visszatérővé válás alacsonyabb valószínűségével járt együtt.

Tanulmányunk célja az el- és visszavándorlás visszavándorlók munkapiaci helyzetére gyakorolt hatásainak a feltárása, illetve a visszavándorlás esetleges hatásainak azonosítása. A hatásvizsgálathoz használt IPWRA-modellek eredményei megbízhatónak tekinthetők, mivel a becslés alapfeltételei teljesültek. A *propensity score* eloszlása alapján megállapítható, hogy a kezelt és nem kezelt megfigyelések között megfelelő közös tartomány (*common support*) áll rendelkezésre (online függelék 4. melléklet, 1. ábra). A súlyozás utáni egyensúlyvizsgálat (online függelék 4. melléklet, 1. táblázat) pedig azt mutatja, hogy a magyarázó változó standardizált átlagkülönbsége két változó kivételével 0,1 alatt maradt, csökkentette a szelekciós torzítás lehetőségét. A migráció előtti iskolai végzettség változónál a legalacsonyabb iskolai végzettség esetén az arányeltérés 3 százalékpont ($SMD = 0,102$), míg a migráció előtti munka képzettségigénye változónál a nem dolgozók esetében az arányeltérés 7 százalékpont volt ($SMD = 0,171$). Mindkét változót beemeltük az IPWRA második regressziós modelljeibe, így csökkentettük az esetleges kiválasztási torzítás súlyozással nem kompenzált hatását.

Az alábbiakban három, a munkapiac szempontjából fontos jellemzőre gyakorolt hatás vizsgálatának eredményeit mutatjuk be. A visszatérés foglalkoztatottságra, vállalkozóvá válásra, illetve jövedelemre gyakorolt hatását mértük egy-egy IPWRA-modell segítségével. A propensitybecslő logitmodell az előzőekben leírt kettős szelekciós modell bemenő változóit tartalmazta mindhárom esetben, míg a második regressziós modell az eredményváltozótól függően kis mértékben különbözött.⁸

⁸ A következő változók minden modellben szerepeltek: nem, korcsoport, iskolai végzettség, településtípus, régió, nyelvtudás szintje, angol nyelvismeret, német nyelvismeret, családi állapot, a mun-

2. táblázat

A hazatérés hatása a hazatérők munkapiaci helyzetére⁹

	Marginális hatás (százalékpont)	Konfidenciaintervallum (95%)		Sig.
		Alsó határ	Felső határ	
Foglalkoztatottság	10,9	-12,8	34,6	
Vállalkozóvá válás	7,6	3,4	11,8	***
Jövedelemnyereség	18,0	7,4	29,6	***

Forrás: Saját adatfelvétel.

A 2. táblázat összefoglalja a három modell főbb eredményeit. Minden esetben a hatást jellemezzük, illetve a mintavétel bizonytalanságából fakadó intervallumbecslést közlünk a számított szignifikanciaszint mellett.

A foglalkoztatottságot vizsgáló modellben a visszatérés hatása nem szignifikáns, azonban a marginális hatás alapján egy nagyobb minta akár szignifikáns eredményhez is vezethet. (A becsült marginális hatás alapján a foglalkoztatottság valószínűsége a visszatérők esetén 10,9 százalékponttal magasabb, ez a hatás azonban nem szignifikáns).

A hazatérés vállalkozóvá válásra gyakorolt hatását mérő modell szerint a hazatérők vállalkozóvá válásának valószínűsége (minden más vizsgált tényező azonossága esetén) 7,6 százalékponttal magasabb (CI 95 százalék: 3,4–11,8) az otthon maradók esetén tapasztalhatónál. A modellben „a szülő vállalkozó volt” változó is szerepelt (utóbbi ebben az otthon maradók esetén szignifikáns is volt), ezek megfelelő kontrollt biztosítottak ahhoz, hogy a visszatérés *ceteris paribus*-hatását közelítsük.

A jövedelemnyereséget vizsgáló modell alapján a hazatérés szignifikáns hatást gyakorol az adatfelvétel idején szerzett jövedelemre. Mivel a modellben – annak lognormálist közelítő eloszlása miatt – a jövedelem logaritmusát használtuk, a marginális becslések is a jövedelem logaritmusában voltak kiszámíthatók, az adatokat

ka képzettségigénye, nem együtt élő családtag támogatása (minden esetben a migráció előtt, illetve 28 éves korban, a családtag támogatása esetében a migráció alatt, illetve 28 éves korban).

Eltérés a foglalkoztatottságmodellben: „a szülő munkanélküli volt” változó is szerepelt.

Eltérés a vállalkozóvá válás modellben: „a szülő vállalkozó volt” változó is szerepelt.

A jövedelemmodellben nem volt eltérés.

⁹ A tényellentétes állapot közelítésére használt IPWRA-modell nem minden olyan tényezőt vesz figyelembe, amely az el- és visszavándorlást leíró elméletekben szerepel, így a hatás ezzel a megszorítással értelmezhető.

– a könnyebb érthetőség érdekében –forintban értelmezhető jövedelemmé konvertáltuk. A hazatérés marginális hatása (minden egyéb tényező azonossága esetén) 18 százalékos többletjövedelmet jelez (CI 95 százalék: 7,4–29,6 százalék).

Összefoglalás, következtetések

Elemzésünk célja egyrészt az el- és visszavándorlás kettős szelektivitásának modellezése, másrészt a visszavándorlásnak a hazatérők foglalkoztatási esélyeire, vállalkozóvá válására, illetve jövedelmére gyakorolt hatásának a becslése volt. Új adatfelvételünk lehetőséget nyújtott arra, hogy tényellentétes vizsgálat segítségével mélyebben megértsük a visszavándorlás hatását a hazatérők otthoni munkapiaci helyzetére. Tudomásunk szerint ilyen vizsgálat a korábbiakban nem készült, ebben elemzésünk módszere és eredményei is újszerűek.

Fentebb hangsúlyoztuk – Dustmann & Görlach (2016) nyomán – a visszavándorlás pontos megértésének a fontosságát a támogatási programok jobb célzása, a holtteherhatás elkerülése érdekében, melyre azonban a feladat munka- és adatigénye okán ritkán kerül sor. Eredményeinkkel hozzájárulhatunk a növekvő elvándorlás mellett mind fontosabbá váló hazatérés lehetőségeinek a tisztázásához, az ösztönző, otthon maradást támogató programok megfogalmazásához.

A leíró statisztika és ezt megerősítve a kettős szelekció hatását vizsgáló modell alapján megállapítható, hogy az el- és a visszavándorlás kettős szelekciós hatása befolyásolja a visszavándorlóvá válás esélyét. A kettős szelekciós modell eredményei részben hasonló irányba mutattak, mint a leíró statisztikák, mindenekelőtt a nem, az iskolai végzettség, a családi állapot (kivéve a kapcsolatban élőket) és az otthon élő családtag támogatásintenzitásának a hatása alapján. Ugyanakkor a nyelvtudás és a munka képzettségigénye esetében ez nem érvényesült. Az életkor várt hatása egyik esetben sem volt szignifikáns, és a lakóhely régiójának is nagyon gyenge hatása volt.

A két lépésben – az el- és a visszavándorlás során – érvényesülő szelekció egyes lépéseinek elkülönítésére a modellben részlegesen (csak a migráció alatt bekövetkező változások esetén) van mód, azonban a hatások elméleti megfontolások alapján történő szétválasztását megkísérelhetjük a korábbi – elsősorban elvándorlásra rendelkezésre álló – elméletek, illetve modellek alapján (például Borjas, 1987; McKenzie, 2010). Ez a szétválasztás a visszavándorlás pontosabb megértését szolgálja, és a folyamatok támogatására megfogalmazódó szakpolitikák célzása számára is fontos segítséget jelent.

Az *elváándorlás során megvalósuló szelekciót* feltételezhetjük, amikor a nők és a házasságban élők esetében a visszavándorlóvá válást csökkentő hatást tapasztalunk, feltételezve, hogy ők már az első lépésben kevésbé döntöttek az elváándorlás mellett. Hasonlóképpen, amikor a visszavándorlás esélyét az alacsony iskolai végzettséghez képest növeli az iskolai végzettség magasabb szintje, ez is az elváándorlás szelekcióját tükrözi vissza. A nyelvtudás visszavándorlás esélyét befolyásoló hatása mögött is inkább az elváándorlás szelekciója húzódhat meg, amikor azt tapasztaljuk, hogy a nyelvtudás szintje növeli a visszatérővé válás esélyét. Összetettebb kérdés ugyanakkor a migráció alatti (vagy annak megfelelő életkorban történő) nyelvtanulás hatása. Ebben az esetben feltételezhető, hogy a nyelvtanulás mint befektetés csökkenti a hazatérés valószínűségét, ugyanakkor a migráció hat a nyelvtanulás valószínűségére (Tóth & Vitáloš, 2024). Éppen ezért az utóbbi faktort tényellentétes modellünkben nem is vizsgáltuk, hatására a leíró adatok alapján csak áttételesen következtethetünk.

Más esetekben inkább a *visszavándorlás során megvalósuló szelekciót* azonosíthatjuk. Az otthoni kapcsolat erősségét jelzi az otthon élő családtagok támogatása, és a nagyobb támogatás növeli a hazatérés esélyét, ebben az esetben a visszavándorlás pozitív szelekcióját láthatjuk, különösen a magasabb támogatást nyújtók esetében (összhangban a migráció új közgazdaságtanát leíró mechanizmusokkal, lásd Stark & Bloom, 1991). A munkapiaci jellemzők, így a végzett munka képzettségigényének a szintje az elváándorlás (vagy annak megfelelő életkor) előtt erősen csökkenti a hazatérés esélyét. Itt a visszatérés negatív szelekciójának a hatása feltételezhető: az, aki magasabb képzettséget igénylő munkahelyen dolgozik, kisebb valószínűséggel tér haza.

Az el- és visszavándorlás hazatérőkre gyakorolt *munkapiaci hatása a foglalkoztatás* esetén nem bizonyult szignifikánsnak, azonban az otthon maradókhoz képest a hazatérők a modell alapján (egyéb tényezők azonosságát feltételezve) 10,9 százalékponttal kisebb valószínűséggel dolgoznak. A hazatérők inkább válnak vállalkozóvá, a nemzetközi szakirodalomban leírtakkal egybecsengően (Piracha & Vadean, 2010; Batista et al., 2017). A vállalkozóvá válásuk valószínűsége mintegy 7,6 százalékponttal nagyobb az otthon maradókénál (ez az eredmény szignifikánsnak bizonyult). Ez a vállalkozók hazai népességben elfoglalt arányával összevetve jelentősnek mondható.¹⁰ A vállalkozóvá válás és az el- és visszavándorlás kettős szelekciós modelljét együtt vizsgálva megállapítható, hogy a kettős szelekció nem erősíti és nem is gyengíti a vállalkozóvá válást. A vállalkozás formájáról és mértékéről nincs in-

¹⁰ A KSH munkaerő-felmérés 2024. évi átlagos adatai szerint az összes nem alkalmazott aránya 11,7 százalék, az egyéni vállalkozóké 8,2 százalék.

formációnk. A középiskolai végzettségű – vélhetően kényszervállalkozó – hazatérő mögött szülői vállalkozói minta állhat, és a korábbi támogatás intenzitása alapján a visszavándorlónak vélhetően számottevő családi támogatási kötelezettsége is lehet. A hazahozott szakképzettség tudáspremiума a szakképzetlen középfokú végzettségűek esetében nem valószínű vagy legalábbis nem meghatározó jelentőségű. A vállalkozásban azonban a hazahozott tőke befektetésével kamatoztathatja a hazatérő a külföldi tartózkodás hozadékát. Nem vethető el azonban az irodalmakban leírt és a kelet-közép-európai új EU-országokra is jellemzőnek talált lehetőség: a kevésbé sikeres hazatérők egyéb lehetőség hiányában menekülőutat választva válnak önfoglalkoztatottvá (Coniglio & Brzozowski, 2018; Kureková & Žilincíková, 2023). A visszatérők *jövedelempremiума* a kettős szelekció hatásait kiküszöbölve is az otthon maradók jövedelméhez képest (minden egyéb tényező átlagos értéke esetén) 18 százalék volt, ami megerősíti Wahba (2015) eredményét, ugyanakkor cáfolja Lacuesta (2010) érvelését, amely szerint a jövedelemnyereség a szelekció eredménye.

Összességében a hazatérők inkább válnak vállalkozóvá, noha a vállalkozás részben kényszervállalkozóvá válást jelent, és az el- és visszavándorlás összességében minden egyéb tényező azonossága esetén pozitív hatással van a jövedelemre, a jövedelemnövekmény mértéke azonban messze elmarad az iskolai végzettség, a nem és a regionális hatásoktól. A hazatérésnek a hazai munkapiacra tapasztalt hatása az érintettek egyetlen dimenzió szerint sem volt erőteljes, a csekély mértékű helyzetváltozás alapján a visszatérés inkább kényszer vagy sikertelenség, nem pedig a megvalósult tervek befejezését követő döntés.

Következtetéseink a hétköznapi megfigyeléseknek kevésbé mondanak ellent, azonban további lényeges kutatási kérdéseink az eredmények árnyalását célozzák. Az egyes további, kutatásunkban szereplő, illetve külső adatokon alapuló bemeneti változók¹¹ esetleges módosító hatásának figyelembevételével egy, az interakciókat is számba vevő kiegészített modell segítségével tovább finomíthatjuk az eredményeinket, és egy későbbi adatfelvételben egy instrumentális változóval (ha ilyen azonosítható egyáltalán) a közvetlenül meg nem figyelhető tényezők szelekciós hatását is kiküszöbölhetjük. A hazatérők és a külföldön tartózkodók összehasonlítása pedig a hazatérés oksági magyarázatára adhat lehetőséget.

¹¹ Ilyen további kutatásunkban szereplő változók lehetnek egyes makro-, illetve mikrogazdasági sokkok, míg külső adatforrásból származó adatok lehetnek az ismert célország, illetve Magyarország megfelelő vonatkoztatási évi munkaerőpiaci adatai.

Hivatkozások

- Ambrosini, J. W., Mayr, K., Peri, G., & Radu, D. (2011). *The Selection of Migrants and Returnees: Evidence from Romania and Implications*. NBER Working Paper, No. 16912 (March). https://www.nber.org/system/files/working_papers/w16912/w16912.pdf
- Austin, P. C. (2009). Balance diagnostics for comparing the distribution of baseline covariates between treatment groups in propensity-score matched samples. *Statistics in Medicine*, 28(25), 3083–3107. <https://doi.org/10.1002/sim.3697>
- Batista, C., McIndoe-Calder, T., & Vicente, P. C. (2017). Return Migration, Self-selection and Entrepreneurship. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 79(5), 797–821. <https://doi.org/10.1111/obes.12176>
- Bijwaard, G. E., & Wahba, J. (2014). Do high-income or low-income immigrants leave faster? *Journal of Development Economics*, 108, May, 54–68. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2014.01.006>
- Bijwaard, G. E., Schluter, C., & Wahba, J. (2014). The impact of labor market dynamics on the return migration of immigrants. *Review of Economics and Statistics*, 96(3), 483–494. https://doi.org/10.1162/REST_a_00389
- Borjas, G. (1987). Self-selection and the earnings of immigrants. *American Economic Review*, 77(4), 531–553. <https://doi.org/10.2307/2546424>
- Borjas, G., & Bratsberg, B. (1996). Who leaves? The outmigration of the foreign-born. *Review of Economics and Statistics*, 78(1), 165–176. <https://doi.org/10.2307/2109856>
- Bruzeliuss, C., & Reiss, L. (2025). Please come back! How and why European governments try to reattract emigrated citizens. *Comparative Migration Studies*, 13(16). <https://doi.org/10.1186/s40878-025-00421-7>
- Carletto, C., & Kilic, T. (2011). Moving up the ladder? The impact of migration experience on occupational mobility in Albania. *Journal of Development Studies*, 47(6), 846–869. <https://doi.org/10.1080/00220388.2010.509926>
- Coniglio, N. D., & Brzozowski, J. (2018). Migration and development at home: bitter or sweet return? Evidence from Poland. *European Urban and Regional Studies*, 25(1), 85–105. <https://doi.org/10.1177/0969776416681625>
- Dustmann, C., & Görlach, J-S. (2016). The Economics of Temporary Migrations. *Journal of Economic Literature*, 54(1), 98–136. <https://doi.org/10.1257/jel.54.1.98>
- Hárs, Á., & Simon, D. (2025). A ki-és bevándorlás hatása a népesség iskolázottság szerinti összetételére. In *Munkaerőpiaci tükör. Közélet*, 67–74. (megjelenés alatt)
- Hosmer Jr., D. W., Lemeshow, S., & Sturdivant, R. X. (2013). *Applied logistic regression*. John Wiley & Sons.
- Kureková, L. M., & Žilínčiková, Z. (2023). Examining labour market hierarchies in Slovakia from the perspective of intra-EU migration and return. *Journal of Ethnic and Migration Studies*, 49(16), 4140–4168. <https://doi.org/10.1080/1369183X.2023.2207338>
- Kveder, C. L. M., & Flahaux, M-L. (2013). Returning to Dakar: a mixed methods analysis of the role of migration experience for occupational status. *World Development*, 45, May, 223–238. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2012.11.009>
- Lacuesta, A. (2010). A revision of the self-selection of migrants using returning migrant’s earnings. *Annals of Economics and Statistics*, 97–98, January/June, 235–259. <https://doi.org/10.2307/4121917>
- McKenzie, D., Gibson, J., & Stillman, S. (2010). How important is selection? Experimental vs. non-experimental measures of the income gains from migration. *Journal of the European Economic Association*, 8(4), 913–945. <http://www.jstor.org/stable/25700908>
- Piracha, M., & Vadean, P. F. (2010). Return migration and occupational choice: evidence from Albania. *World Development*, 38(8), 1141–1155. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2009.12.015>

- Reinhold, S., & Thom, K. (2013). Migration experience and earnings in the Mexican labor market. *Journal of Human Resources*, 48(3), 768–820. <https://doi.org/10.3368/jhr.48.3.768>
- Stark, O., & Bloom, D. E. (1991). The New Economics of Labor Migration. In O. Stark (Ed.), *The Migration of Labor* (pp. 23–31). Blackwell, Cambridge (reprinted from *The American Economic Review*, 75, 1985)
- Stark, O., & Galor, O. (1991). The Probability of Return Migration. Migrants Work Effort, and Migrants' Performance. In O. Stark (Ed.), *The Migration of Labor* (pp. 388–395). Blackwell, Cambridge.
- Tóth, P., & Vitáloš, M. (2024). Complementarities of occupations and language skills of immigrants in Europe. *Empirica*, 52, November, 211–241. <https://link.springer.com/article/10.1007/s10663-024-09636-w>
- Wahba, J. (2015). Selection, selection, selection: the impact of return migration. *Journal of Population Economics*, 28, July, 535–563. <https://doi.org/10.1007/s00148-015-0541-4>
- Wahba, J., & Zenou, Y. (2012). Out of sight, out of mind: migration, entrepreneurship and social capital. *Regional Science and Urban Economics*, 42(5), 890–903. <https://doi.org/10.1016/j.regsciurbeco.2012.04.007>
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. MIT Press.
- Zaiceva, A., & Zimmermann, K. (2016). Returning home at times of trouble? Return migration of EU enlargement migrants during the crisis. In M. Kahanec & K. Zimmermann (Eds.), *Labor Migration, EU Enlargement, and the Great Recession* (pp. 397–418). Springer, Berlin.

A reálgazdaság finanszírozása a közép- és kelet-európai országokban a koronavírus-járvány alatt és után

BETHLENDI ANDRÁS*

A tanulmány a koronavírus-járvány alatt és az azt követő időszakban vizsgálta tizenegy közép- és kelet-európai országban, hogy sérült-e a reálgazdaság finanszírozása, azaz a belföldi hitelezési folyamatok mennyire támogatták a gazdaság sokkból való kilábalását. A meghatározó bankszektorra szűkítve a vizsgálatot, 2023-ban a reálgazdaság relatív finanszírozása hat közép- és kelet-európai országban jelentősen csökkent, a kilábalás hitelezés nélkül ment végbe. Strukturális változások hiányában egy újabb jövőbeli negatív sokk esetén újra kialakulhat ez a jelenség. Az eredmények szerint a közép- és kelet-európai országok jelentős részében a bankszektor rezilienciája a fejlett országokhoz képest gyengébb. A fiskális és a monetáris politika az országok többségében egy irányba mozgott. A három vizsgált makroprudenciális indikátor (tőke, jövedelmezőség és portfólióminőség) már nagyobb keresztmetszeti változékonyságot mutatott. A banki hitelporfólió minőségének alakulása és a hitelezés egymást erősítő tényezők. A prudenciális és felügyeleti követelmények enyhítése nem mutatott egyértelmű kapcsolatot a hitelezéssel. Ugyanakkor a fizetési moratórium esetében a várt kapcsolat jelentkezett. A moratórium a rövid távú sokkok kezelésére alkalmas eszköz, hosszabb távú alkalmazása gyengítheti a hitelezési folyamatokat.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G10, G21, E6.

Kulcsszavak: Közép- és Kelet Európa, hitelezés nélküli kilábalás, pénzügyi rendszer, banki hitelezés.

* Bethlendi András, Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem, GTK, Pénzügyek tanszék, egyetemi docens. E-mail: bethlendi.andras@gtk.bme.hu

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-3219-0251>

A kézirat 2024. november 15-én érkezett a Külgazdaság szerkesztőségébe.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2025.69.3-4.125>

Abstract

Financing the real economy in the Central and Eastern European countries in the Covid and post-Covid period

ANDRÁS BETHLENDI

In the Covid and post-Covid period, the study examined eleven CEE countries to see whether the financing of the real economy was damaged, and to what extent did domestic lending processes support the economy's recovery from the shock. Narrowing the analysis to the dominant banking sector in the CEE region, the relative financing of the real economy in six CEE countries has significantly decreased by 2023, and a creditless recovery has occurred. In the absence of structural changes, this phenomenon may re-emerge in the event of another future negative shock. The results show that in a significant part of the CEE countries, the resilience of the banking sector is weaker than in developed countries. Fiscal and monetary policy in the majority of countries have been basically moving in the same direction. The three macroprudential indicators examined (capital, profitability, and portfolio quality) already show higher cross-sectional variability. It is demonstrated that the development of bank loan portfolio quality and lending are mutually reinforcing factors. The relief of prudential and supervisory requirements showed no clear connection with lending. However, in the case of the payment moratorium, we got the expected relationship. The moratorium is a suitable tool for short-term shocks, but its longer-term application can weaken lending processes.

Journal of Economic Literature (JEL) codes: G10, G21, E6.

Keywords: Central and Eastern Europe, recovery without lending, financial system, bank lending.

Bevezetés

A tanulmány tizenegy felzárkózó közép- és kelet-európai ország pénzügyi rendszerét vizsgálta 2019 és 2023 között. Az elemzésbe bevont országok a következők: Bulgária, Cseh Köztársaság, Észtország, Horvátország, Lengyelország, Lettország, Litvánia, Magyarország, Románia, Szlovákia, Szlovénia. Benchmarkként még három fejlett európai ország (Ausztria, Franciaország és Németország) is bekerült a mintába. Utóbbi országválasztás alapja az volt, hogy Közép- és Kelet-Európa bankszektorában számottevő a külföldi tulajdon, és az anyabankok jelentős része ebben a három országban található. Ebben az időszakban több jelentősebb sokk is érte a pénzügyi rendszert: a koronavírus-járvány által előidézett válság, ellátásilánc-problémák, Oroszország Ukrajna elleni háborújának gazdasági következményei, nagy infláció. Fő kutatási kérdésünk: egy ilyen gyorsan változó környezetben a bel-földi pénzügyi szektor mennyire tudta betölteni alapvető funkcióját, a reálgazdaság

finanszírozását, fennállt-e a hitelezés nélküli kilábalás (*creditless recovery*). Ennek jegyében bemutatjuk, hogy a közép- és kelet-európai országok pénzügyi rendszere, gazdaságpolitikája és felügyeleti hatóságai mennyire rugalmasan reagáltak a sokkokra, kihasználva a 2008 után kibővült makroprudenciális eszköztár által teremtett lehetőségeket. Ezután azt vizsgáljuk, hogy a fő makroökonómiai (fiskális és monetáris politikai) és makroprudenciális eszközök és a bankrendszerre vonatkozó mutatók mennyire magyarázták a hitelezés nélküli kilábalás jelenségét.

A pénzügyi szektornak a gazdasági válságok kioltásában betöltött, illetve prociklikus szerepe már régebben megjelent a közgazdasági gondolkodásban (Fischer, 1933; Minsky, 1986). A tudományos szakirodalomban az 1990-es évek végén és a 2000-es évek elején tudatosultak a pénzügyi szektor rendszerszintű kockázatai és ezekből adódóan a makroprudenciális szabályozás szükségessége. A prociklikusságot és a rendszerkockázatot csökkentő prudenciális eszközök csak a 2007–2009. évi nemzetközi pénzügyi és gazdasági válság után kerültek be a szabályozásba. Ennek eredményeként a banki tőkekövetelmények is jelentősen szigorodtak a válság előttiéhez képest (Dewatripont et al., 2010; Mérő, 2017). A bevezetett makroprudenciális eszközök hitelciklusokat csökkentő hatásosságáról még vita van a szakirodalomban (Cerutti et al., 2017; Gambacorta & Murcia, 2020; Danielsson, 2019). A koronavírus-járvány és az azt követő időszak ugyanakkor lehetőséget ad a kérdés további vizsgálatára.

A felzárkózó országok pénzügyi rendszere prociklikusabb, hitelpiaci kötöttségek jobban jellemzik (Cavallo & Majnoni, 2002). Ezért negatív sokk esetén a reálgazdaság finanszírozása nagyobb mértékben lenghet ki. Dunz et al. (2023) Mexikóra készített stock-flow konzisztens modellje szerint a koronavírus-járvány és más külső sokkok (hurrikán) a prociklikus hitelezés és hitelpiaci korlátok miatt felerősítik a kezdeti sokkokat, így a reálszféra alulfinanszírozottá válik. Ez késlelteti a fellendülést, egyúttal a fiskális élénkítő intézkedések hatékonyságát is rontja. Az előbbi jelenséget nevezte a szakirodalom hitelezés nélküli kilábalásnak. Sugawara & Zalduendo (2013) 96 országra vonatkozó nemzetközi vizsgálata szerint a válságból való kilábalás 25 százaléka hitelezés nélkül zajlott le. Az általuk vizsgált esetek 45 százaléka 2009–2010-re koncentrálódott. A jelenség erős volt Európában és Közép-Ázsiában. Darvas (2014) is megerősítette, hogy a hitelezés nélküli kilábalás a 2008. évi válság után markáns volt Európában. Bijsterbosch & Dahlhaus (2011) Közép- és Kelet-Európa vonatkozásában jelezte előre ennek bekövetkeztét. Meriküll (2015) az észt háztartási hitelezés esetében mutatta ki a jelenséget. Közép- és Kelet-Európában 2015–2016 körül újra megindult a hitelezés, emiatt a probléma kutatása háttérbe

szorult annak ellenére, hogy a 2010-es évek első felében a régió több országában is megfigyelhető volt a hitelezés nélküli kilábalás. Ez volt a tőkepiaciunió-program elindításának az egyik gazdaságpolitikai alapja és indoka (Bending et al., 2014).

Az ebbe az elemzésbe bevont országok az Európai Unió tagállamai, pénzügyi ágazatukat uniós rendeletek és irányelvek szabályozzák bizonyos nemzeti szabályozási mozgástér mellett. Közülük ma már hat ország az euróövezet és így a bankunió tagja.¹ Nemzetközi elemzések sokszor egy blokként jelenítik meg ezeket az országokat. A hasonlóságok ellenére nem homogén csoportról van szó. A régi EU-tagországok kiválasztásának alapja az volt, hogy bankjaik jelentős érdekeltségekkel rendelkeznek Közép- és Kelet-Európában. A balti országokban a skandináv bankcsoportok jelenléte meghatározó, amelyek viszont más közép- és kelet-európai országban csak minimálisan vannak jelen. Ezért ezeket a pénzügyi rendszereket nem vettük be az összehasonlító vizsgálatba. A még jelentősebb régiós érdekeltségekkel rendelkező olasz bankrendszert annak jól ismert strukturális problémái miatt nem szerepeltettük.

A közép- és kelet-európai pénzügyi rendszer fő strukturális sajátosságait a közelmúltban több tanulmány mutatta be. Bethlendi & Mérő (2020a) öt, az EU-hoz 2004-ben csatlakozott közép- és kelet-európai ország pénzügyi rendszerét vizsgálja. Ennek alapján itt a pénzügyi közvetítés kevésbé mély, a pénzügyi rendszer inkább a bankokon alapul. Ezzel szemben nyugat-európai társaiknál a piaci alapú banki és az árnyékbanki tevékenységek szerepe bontakozott ki. Mérő & Bethlendi (2022) a jelen tanulmány tárgyát képező országgörte vizsgálta a 2008. évi gazdasági válságból való kilábalás (2010–2019) és a koronavírus-járvány által előidézett sokk (2020) időszakában. Ez a tanulmány ugyanezt az országgörte elemzi időben kibővítve a koronavírus-járvány utáni periódussal. Amíg az előző tanulmány középpontjában a strukturális változások álltak, addig a jelenlegi a pénzügyi rendszer reálgazdaságot történő finanszírozását elemzi.

A tanulmány fő célja a hitelezési folyamatok leírása a koronavírus-járvány idején és az azutáni időszakban, az ezt befolyásoló fő faktorok vizsgálata. Újjonnan folyósított hitelekre vonatkozó adatok a vizsgált országcsoportra nem érhetők el.² Ezért a hitelállomány/GDP-mutatóval, illetve ennek változásával ragadtuk meg a hitelezési

¹ Euróavezeti tagok: Észtország, Horvátország, Lettország, Litvánia, Szlovákia, Szlovénia. Bulgária már tagja a bankunióknak, euróvezeti tagsága a közeljövőben várható.

² Az országok csak szűk részére érhetők el új folyósítási adatok. Negyedéves tranzakciós adatokhoz lehet még hozzáférni. A tranzakció a nettó folyósítás (folyósítás mínusz törlesztés). E mutató idősoros használata különösen problémás a moratóriumot is tartalmazó időszakban, amikor a törlesztések (vagy egy részük) szünetel.

folyamatokat. Ez azt mutatja, hogy a gazdasági fejlettséghez képest hogyan változott a magánszektor finanszírozása. A makroprudenciális elemzések az anticiklikus tökepuffer megállapításához a hitel/GDP-rés (*credit-to-GDP gap*) mutatót³ szokták vizsgálni. Ez az általunk használt mutatónak lehetne egy alternatívája. A mutató összetettsége és a mérésével kapcsolatos probléma miatt egy egyszerűbb célváltozót, a hitelállomány/GDP-mutatót használtuk. A fő hipotézisek a következők:

1. Fennáll a hitelezés nélküli kilábalás jelensége a közép- és kelet-európai országok többségében.
2. A fizetési moratórium rövid távon erősítheti a hitelezést (stabilizál a likviditási sokkban), de hosszabb távú alkalmazása már ezzel ellentétes hatást válthat ki.
3. A prudenciális és felügyeleti enyhítés pozitívan hat a hitelezésre.

A tanulmány felépítése a következő. Az első fejezet bemutatja a közép- és kelet-európai országok pénzügyi rendszerének a struktúráját. Megvizsgálja, hogy a koronavírus-járvány idején és az azutáni időszakban történt-e szerkezeti változás. A második fejezet a pénzügyi rendszert keresleti és kínálati oldalról befolyásoló reálgazdasági, fiskális és monetáris politikai folyamatokat tekinti át. A harmadik fejezet a közép- és kelet-európai országok bankrendszerének prudenciális helyzetét és a kapcsolódó intézkedések hatásait vizsgálja. A második és a harmadik fejezet fő szempontja, hogy a vizsgált folyamatok hogyan hathattak a bankok hitelezésére. A hipotéziseket a negyedik fejezet teszteli. A tanulmányt az *Összefoglalás, következtetések* című fejezet és a hivatkozásjegyzék zárja.

1. A közép- és kelet-európai pénzügyi rendszer jellemzői és a finanszírozási folyamatok

A fejlett országokban a banki és piaci alapú pénzügyi közvetítés dichotómiája elavulttá vált. A korábban banki pénzügyi közvetítésű országokban is jelentős elmozdulás történt a piaci alapú finanszírozás, a két rendszer összefonódása felé. Ennek az átalakulásnak fontos eleme az értékpapírosítás általános térnyerése és a nem banki pénzügyi közvetítés (árnyékbanki rendszer) párhuzamos fejlődése. Ez azonban nem a bankok visszaszorulása révén következett be, hanem úgy, hogy a bankok mind eszköz-, mind forrásoldalon növekvő mértékben tartottak tőkepiaci instrumentumokat

³ A hitel/GDP-arány és annak hosszú távú trendje közötti különbség.

a korábbi betét-hitel dominancia helyett. Ezt a folyamatot Hardie et al. (2013) piaci alapú banktevékenységnek (*market-based banking*) nevezte el.

Közép- és Kelet-Európában nem alakult ki az értékpapírosítás, csak elenyésző ilyen ügylet történt. Így nem jött létre erre épülő árnyékbankrendszer sem. Továbbra is a hitelek lejáratig a banki portfólióban tartó (*originate-and-hold*) hagyományos üzleti modell a jellemző.⁴ A bankok forrásai között sem nőtt meg számottevően a piaci instrumentumok szerepe (Bethlendi & Mérő, 2020b). A globális pénzügyi válság előtti hitelfelfutás a régió minden országában jellemző volt. Azokban az országokban, ahol a hitel/betét-arány 100 százalék fölé emelkedett, a külföldi tulajdonban lévő bankok anyabankjai nyújtottak rövid lejáratú finanszírozást. Ezeket a forrásokat viszont a szóban forgó bankok a piaci alapú bankolás térnyerésével összhangban jelentős mértékben a tőkepiacokról vonták be. Vagyis a közép- és kelet-európai bankok forrásaiban a betéteket egyre nagyobb mértékben váltották ki a külföldi bankközi forrásokon keresztül közvetített árnyékbanki források. Bethlendi & Mérő (2023) másodlagos árnyékbankrendszernek nevezte el a jelenséget.

Az 1. táblázat a belföldi, nem pénzügyi vállalati és háztartási hitelek GDP-arányos állományát foglalja össze a különböző finanszírozók, finanszírozási típus szerint:

- belföldi banki nem pénzügyi vállalati és háztartási hitelek;
- értékpapírosított nem pénzügyi vállalati és háztartási hitelállomány;⁵
- egyéb pénzügyi közvetítők (*other financial institutions* – OFI) nem pénzügyi vállalati és háztartási hitelállománya;⁶
- nem pénzügyi vállalatok kötvényei;
- nem pénzügyi vállalatok tőzsdére kibocsátott részvényei.⁷

A vállalati szektornak, főleg Közép- és Kelet-Európában, még jelentős a határon átnyúló (gyakran vállalatcsoporton belüli) finanszírozása. Ez a tanulmány azonban a belföldi pénzügyi rendszer reálgazdasági finanszírozási képességét vizsgálja.

⁴ Szemben a keletkeztető és szétosztó (*originate-and-distribute*) bankmodellel, ahol a bankok a hitelt már eleve úgy nyújtják, hogy azt később értékpapírosítás formájában a piacon értékesíteni fogják.

⁵ A *financial vehicle corporations* (FVCs) eszközei között szereplő értékpapírosított belföldi hitelek tartalmazza. A többi vizsgált országra nem érhetők el ECB-adatok. A közép- és kelet-európai országok esetében feltételezzük, hogy gyakorlatilag nulla az ilyen állomány nagysága.

⁶ Az OFI-kategóriába beletartozik az FVC, de ebben a sorban csak a közvetlen hitelnyújtás jelenik meg, az értékpapírosított hitelkövetelések az előzőben szerepelnek.

⁷ A vállalati kötvények, főleg pedig a részvények körében a GDP-arányos változás jelentős átértékelődési hatást is tartalmazhat. A részvények esetében ezért az állományi mutató használata problémás lehet. A közép- és kelet-európai országok alacsony fokú részvényfinanszírozása miatt a tanulmány részletes elemzési részében a bankhitelekre fókuszál, így ez a hatás nem korlátozza a mondanivalóját.

1. táblázat

A belföldi nem pénzügyi vállalatok és háztartások finanszírozásának változása a koronavírus-járvány idején és az azutáni időszakban

	2019-es szint						változás 2023. 06. 30-ig						
Százalék	Belföldi banki hitelek	Értékpapírosított hitelállomány	Egyéb pénzügyi közvetítők hitelei	Nem pénzügyi vállalatok kötvényei	Nem pénzügyi vállalatok részvényei	Összesen	Százalék-pontos	Banki hitelek	Értékpapírosított hitelállomány	Egyéb pénzügyi közvetítők hitelei	Nem pénzügyi vállalatok kötvényei	Nem pénzügyi vállalatok részvényei	Összesen
Bulgária	49	–	7	3	5	64	Bulgária	–5	–	–0	–1	–1	–7
Csehország	50	–	9	7	7	73	Csehország	–0	–	–1	–3	1	–3
Észtország	59	–	13	4	8	85	Észtország	–2	–	1	–2	1	–2
Horvátország	51	–	4	4	26	86	Horvátország	–3	–	–1	–3	–4	–10
Magyarország	32	–	5	2	11	49	Magyarország	1	–	0	3	–2	2
Litvánia	39	–	6	2	7	54	Litvánia	–4	–	–0	1	–1	–4
Lettország	34	–	11	1	3	49	Lettország	–7	–	–2	0	–1	–10
Lengyelország	5	–	3	3	14	71	Lengyelország	–12	–	0	–1	0	–13
Románia	24	–	4	0	7	35	Románia	–1	–	–0	0	0	–0
Szlovénia	42	–	5	1	9	58	Szlovénia	–3	–	–0	–1	1	–3
Szlovákia	62	–	5	4	1	72	Szlovákia	3	–	–1	–1	–0	–0
KKE-átlag	45	–	7	3	9	63	KKE-átlag	–3	–	–0	–1	–1	–5
Ausztria	84	n.a.	1	9	23	117	Ausztria	1	n.a.	–0	–2	–2	–3
Németország	78	1	3	5	48	135	Németország	2	0	1	0	–2	1
Franciaország	99	7	6	25	86	225	Franciaország	6	1	–0	–3	11	15
Fejlett átlag	87	4	3	13	52	159	Fejlett átlag	3	1	–0	–1	2	5

Megjegyzés: saját számítások. A táblázat első fele a GDP-arányos állományokat, míg a második fele a GDP-arányos állományok változását mutatja.

Forrás: GDP: Eurostat (2024a), a többi adat: ECB Data Portal (2024a, 2024b).

A struktúrában nem látható változás. Közép- és Kelet-Európa átlagában 2019-ben és 2023-ban is a finanszírozás 71 százalékát, míg a három fejlett ország átlagában 55 százalékát adták a bankhitelek. A nem banki, egyéb pénzügyi közvetítők hitelezése a régióban jelentősebb a fejlett országokhoz képest. A vállalati kötvénykibocsátás és a részvénytőkepiaci jelenlét viszont jóval alacsonyabb. A fejlett országok közül Ausztria belföldi realgazdasági finanszírozási szerkezete is banktúlsúlyos

(72–74 százalék), közel áll a közép- és kelet-európai bankszféra átlagához. Németországban jelentősebbek a nem banki, tőkepiaci módok (a bankok aránya 58–59 százalék). Franciaországban ez a domináns finanszírozási mód (a bankok aránya 44 százalék).

Egyes országokban a reálgazdaság relatív finanszírozása jelentősen csökkent, míg másokban stabil maradt. Az *I. táblázat* első fele a 2019. évi induló szinteket, második fele a 2019. IV. negyedév és 2023. II. féléve közötti GDP-arányos változást mutatja. Ez az egyes finanszírozási módok relatív szerepének, illetve a teljes reálgazdasági finanszírozás mértékének (a pénzügyi közvetítés mélységének) változását jeleníti meg. A nagy fokú ingadozás miatt a GDP-arányos számokat nem indokolt vizsgálni 2020–2021-ben. A rátában végbement csökkenés nem jelent nominális hitelvisszaesést (kivéve Lengyelországot),⁸ csak relatív visszaszorulást.

A reálgazdaság finanszírozási szintje Közép- és Kelet-Európa országaiban jóval elmarad a fejlett országokéhoz képest (lásd *Összesen* oszlop). A válságok után a pénzügyi közvetítés mélysége a hitelmoratóriumok és egyéb intézkedések ellenére az országok nagy többségében visszaesett. Horvátországban, Lettországban és Lengyelországban 10 százalékpontot meghaladó volt a csökkenés. Szlovákiában és Romániában szinten maradt, míg Magyarországon kis mértékben növekedett (+2 százalék). A három régi EU-tagállam közül Ausztriában volt csökkenés, Németországban kis mértékű növekedés, míg Franciaországban jelentős finanszírozási bővülés volt tapasztalható. A meghatározó banki hitelezés GDP-arányosan csökkent a közép- és kelet-európai országok többségében, míg a fejlettekben nem. A nem pénzügyi vállalatok kötvényeinek finanszírozáson belüli súlya alacsony, ennek ellenére szerepük mindkét országcsoportban mérséklődött. Ennek alapján a közép- és kelet-európai pénzügyi rendszer és azon belül főleg a bankrendszer kevésbé rugalmasan alkalmazkodott a sokkokhoz. A bankszektor dominanciája miatt a továbbiakban a banki hitelezést vizsgáljuk.

A lakossági és vállalati nominális hitelállomány közül a vállalati változott nagyobb mértékben a vizsgált időszakban (*I. és 2. ábra*). A nominális hitelállományok alakulása a minden országban valamilyen formában bevezetésre került fizetési moratóriumok miatt torzított képet ad a 2020–2021. évi hitelezési folyamatokról. A lakossági hitelállomány 2023 júniusában – Lengyelország kivételével – jelentősen meghaladta a viszonyításul szolgáló 2019. év végi értéket. A vállalati hitelezésben több országban jelentősebb nominális visszaesés következett be. A megfigyelt idő-

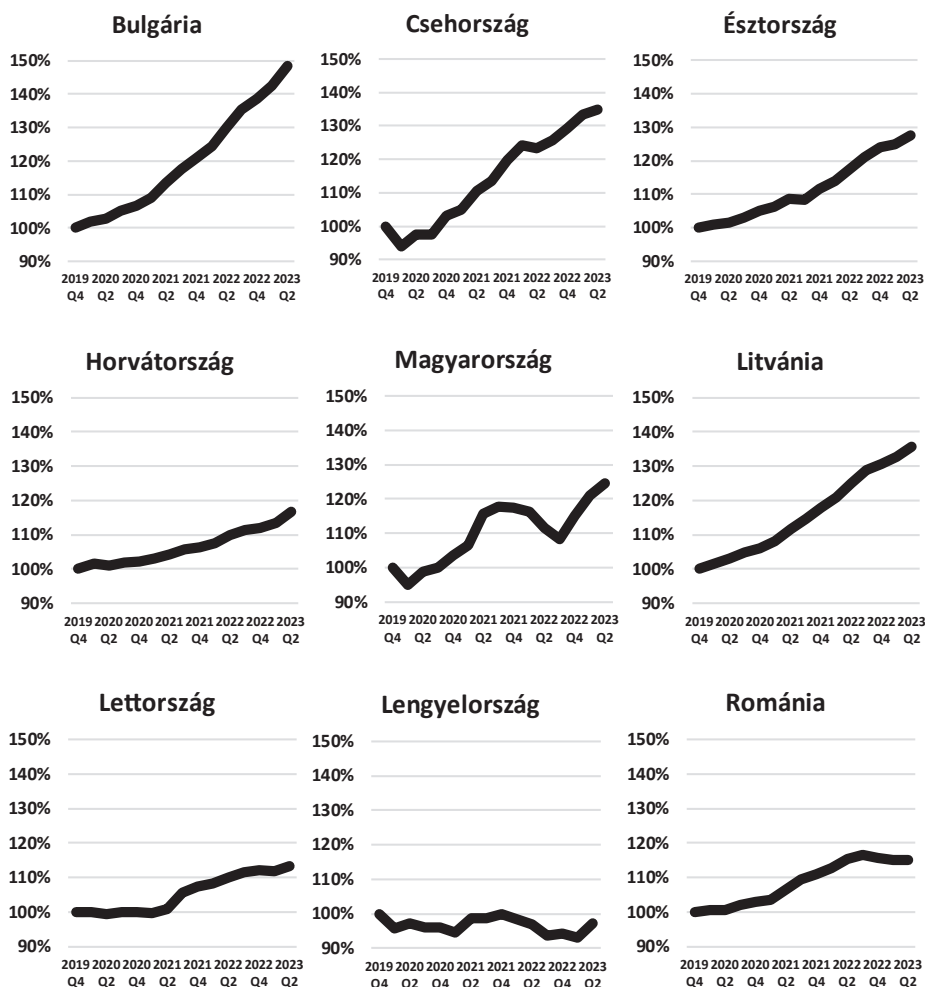
⁸ Lengyelországban nominálisan a magánszektor bankhitelállománya euróban kifejezve 2019 és 2023 között 0,3 százalékkal csökkent.

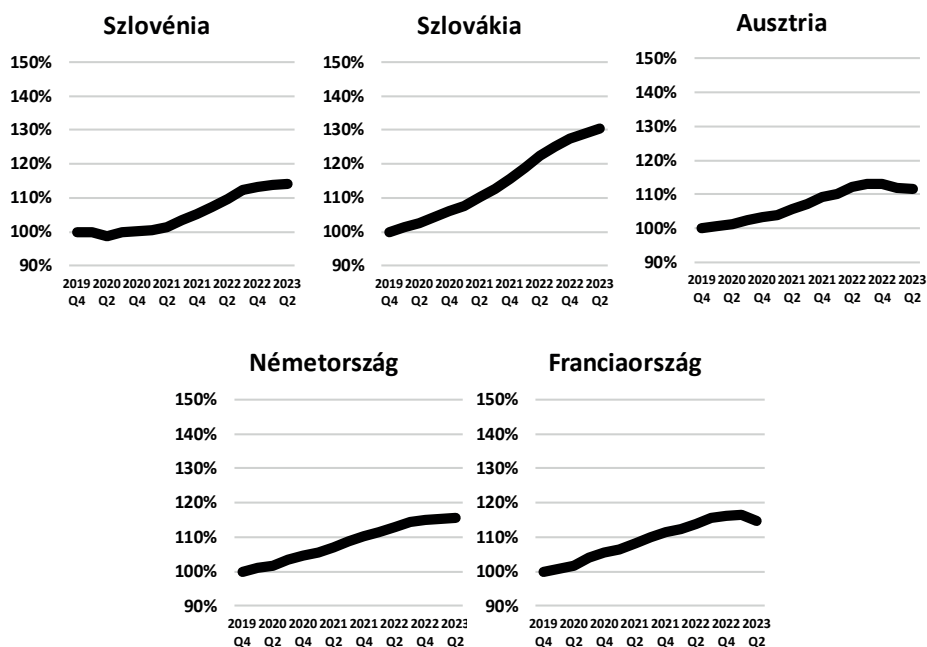
szak végére egyedül Lettország maradt a 2019. évi szint alatt. Ez összhangban van az 1. táblázat adataival, amelyek szerint Lengyelország és Lettország szenvedte el a legnagyobb visszaesést a GDP-arányos banki hitelezésben.

1. ábra

A lakosság nominális hitelállományának alakulása euróban

(2019. negyedik negyedév =100 százalék)

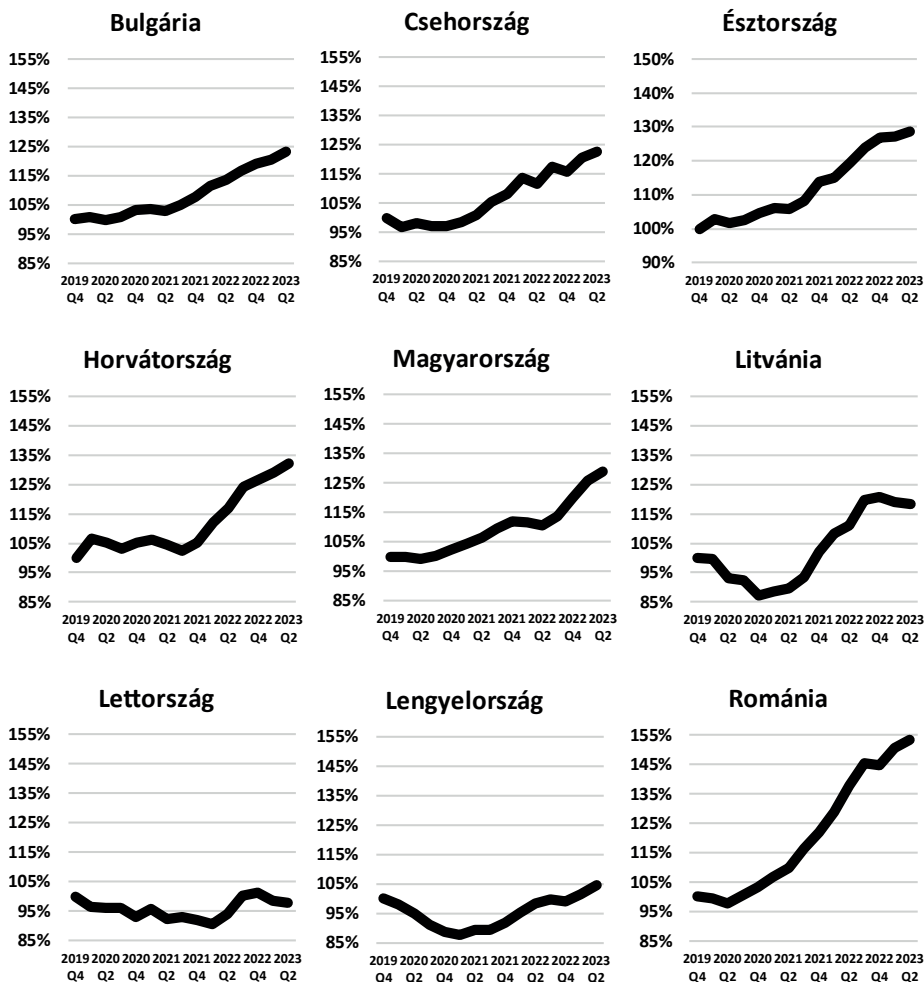


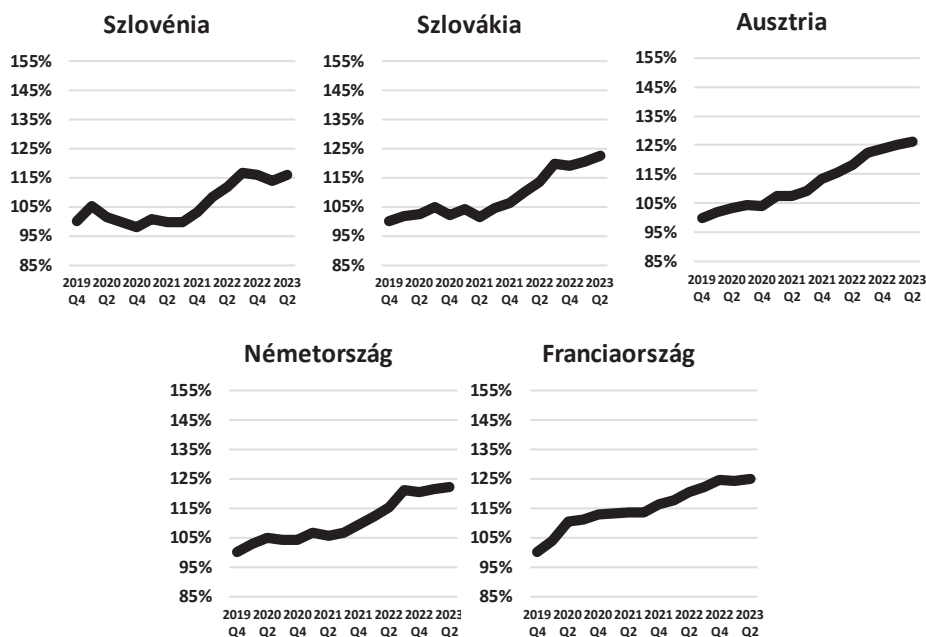


Forrás: ECB Data Portal (2024c).

A hitelezési folyamatok kilengéseit hosszabb időszoron, egyszerű mutatóval is megvizsgáltuk. A 2011 első negyedéve és 2023 második negyedéve közötti időszakban a magánszektor hitel/GDP negyedéves logaritmikus változásainak vettük a szórást. E mutató alapján a fejlett országokhoz egyedül Szlovákia állt közel, a többi közép- és kelet-európai országban lényegesen magasabb kilengések voltak tapasztalhatók a hitelezési folyamatokban.

A nem pénzügyi vállalati nominális hitel állományának változása euróban
(2019. negyedik negyedév = 100 százalék)





Forrás: ECB Data Portal (2024c).

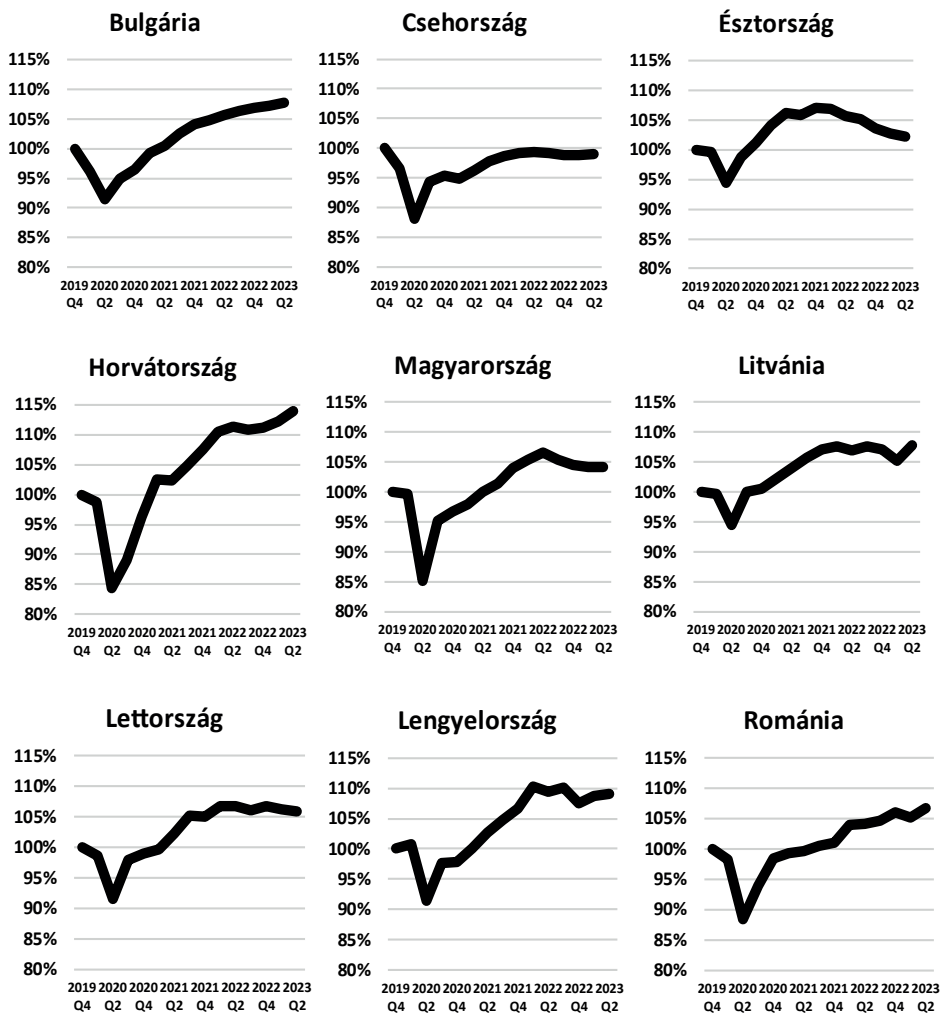
A következő rész a reálgazdaság, valamint a fiskális és monetáris politika változását tekinti át a koronavírus-járvány idején és az azutáni időszakban.

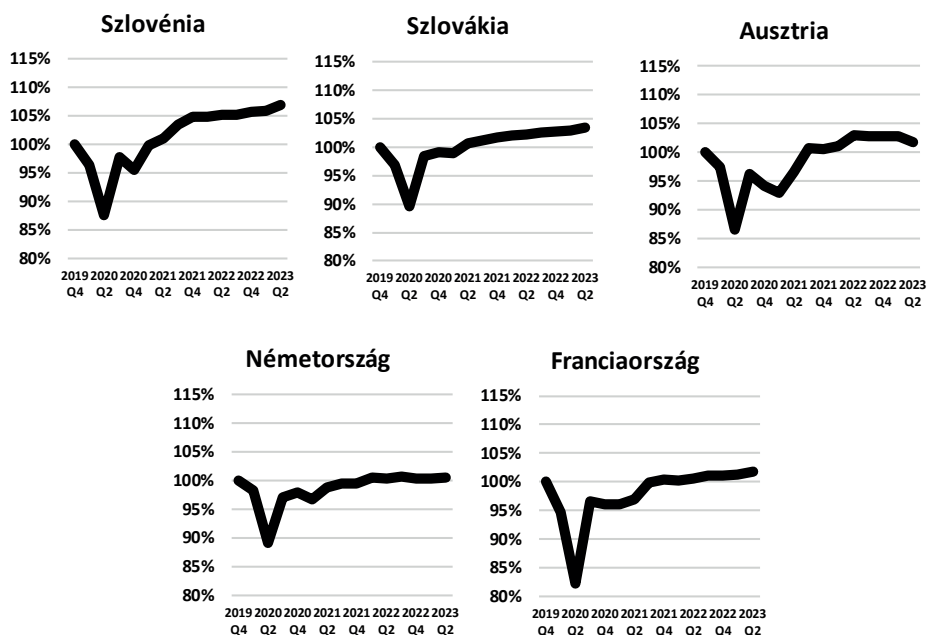
2. Reálgazdaság, fiskális és monetáris politika

A koronavírus-járvány legelső időszakában (2020 első és második negyedéve) – a leállási sokk hatására – minden ország GDP-je hirtelen és nagyon jelentős mértékben visszaesett. Ezt 2020 második felében – részben a nagyon nagy mértékű fiskális és monetáris élénkítés hatására – gyors visszapattnás követte. Az országok nagy többségében a gazdasági teljesítmény 2021 végére már elérte a 2019. év végi szintet. A reálgazdasági teljesítmény ingadozása minden országban nagyon jelentős volt. Oroszország 2022. február 24-én Ukrajna ellen indított háborújának számos geopolitikai és gazdasági következménye és az új inflációs környezet azonban megakasztotta a gazdasági növekedést. Sok ország újból recesszióba került (3. ábra).

A koronavírus-járvány következményeinek tompítására világszerte példátlan horderejű fiskális és monetáris politikai válságkezelési beavatkozások történtek. Így 2022-ben további stabilizáló politikákra gyakorlatilag már nem volt lehetőség, sőt, a gazdaságpolitika több országban újra prociklikussá vált. Bökemeier & Wolski (2022) empirikus vizsgálatokra támaszkodva igazolta, hogy az EU-tagországokban a koronavírus-járvány előtti időszak prociklikus fiskális politikája 2020–2021-ben anticiklikussá vált.

A reál-GDP alakulása (2019 = 100 százalék)



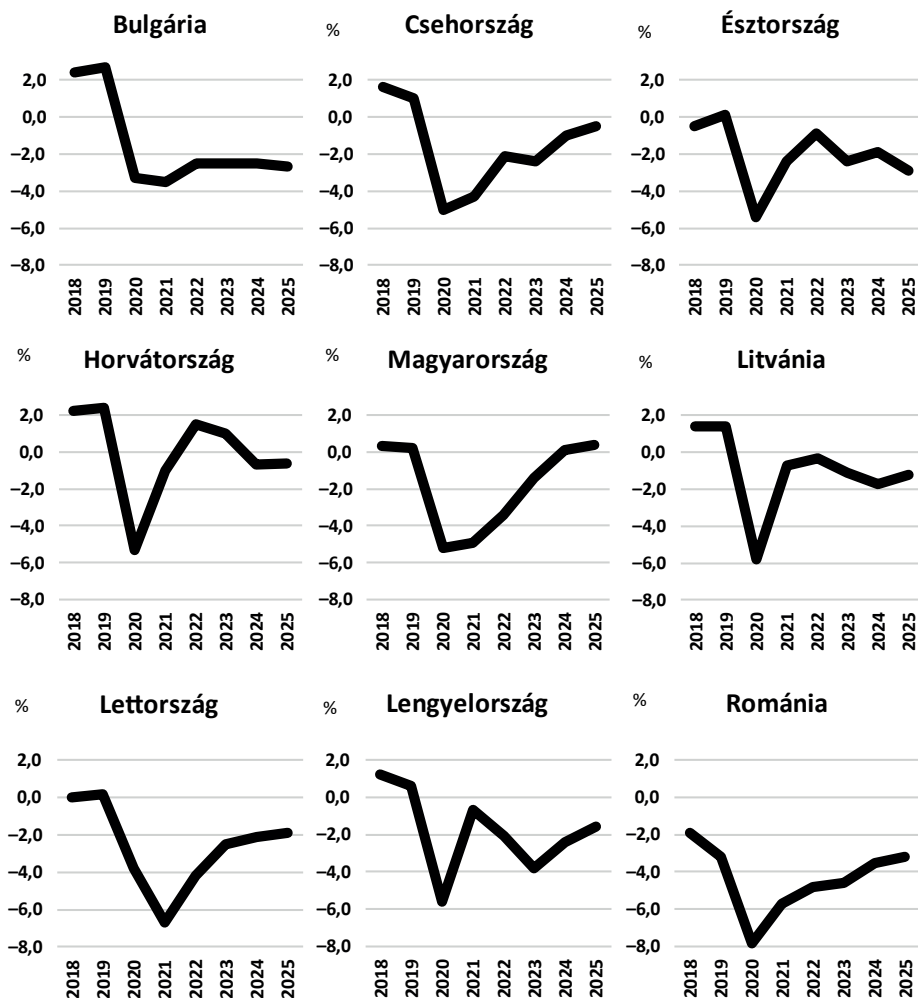


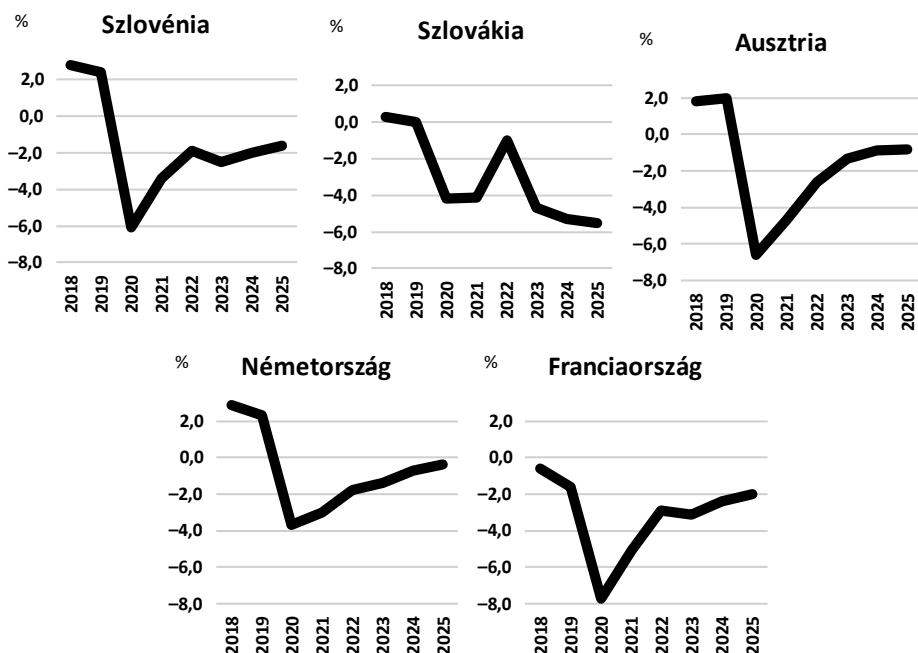
Forrás: Eurostat (2024b).

A költségvetési politika a kamatkiadások nélküli költségvetési egyenleg mutatójával jellemezhető. A 4. ábrából kivehető a tagállami költségvetések anticiklikus jellege. Több országban megindult ugyan visszarendeződés, de Oroszország 2022-ben indított háborúja és annak következményei ezt lelassították.

A 2020–2021. évi nagymértékű fiskális lazítás, majd a 2022–2023. évi szigorítás mértékét úgy jelenítettük meg, hogy a kamatkiadások nélküli költségvetési egyenlegeket a GDP arányában összeadtuk, és kivontuk az eredményből a válságok előtti 2019. évi értéket. A két időszak kumulált egyenlege közötti különbség (a 2. táblázat *Különbség* oszlopa) mutatja, hogy a koronavírus-járvány utáni időszakban történt-e változás a fiskális politikában. Az adatok szerint minden országban végbement valamilyen mértékű költségvetési szigorítás, de a 2019. évi szinthez képest mindenhol lazább volt a fiskális politika. A vizsgált országok közül a koronavírus-járvány után egyedül Horvátországban volt szufficites az egyenleg.

**A kamatkiadások nélküli költségvetési egyenleg a potenciális GDP
százalékában**





Megjegyzés: A 2023. évi érték előrejelzés.

Forrás: AMECO (2023).

2. táblázat

A kumulatív kamatkiadások nélküli költségvetési egyenleg és annak változása a GDP százalékában

	I. 2020–2021	II. 2022–2023	Különbség (II. – I.)	Összesen (I. + II.)
Bulgária	–12,2	–10,4	1,8	–22,6
Csehország	–11,3	–6,5	4,8	–17,8
Észtország	–8,0	–3,5	4,5	–11,5
Horvátország	–11,1	–2,3	8,8	–13,4
Lengyelország	–7,5	–7,1	0,4	–14,6
Lettország	–10,9	–7,1	3,8	–18,0
Litvánia	–9,3	–4,2	5,1	–13,5
Magyarország	–10,5	–5,2	5,3	–15,7
Románia	–7,1	–3,0	4,1	–10,1
Szlovákia	–8,3	–5,7	2,6	–14,0
Szlovénia	–14,3	–9,2	5,1	–23,5

	I. 2020–2021	II. 2022–2023	Különbség (II. – I.)	Összesen (I. + II.)
Ausztria	–15,3	–7,9	7,4	–23,2
Franciaország	–9,6	–2,8	6,8	–12,4
Németország	–11,3	–7,8	3,5	–19,1

Megjegyzés: A 2023. évi érték előrejelzés.

Forrás: AMECO (2023).

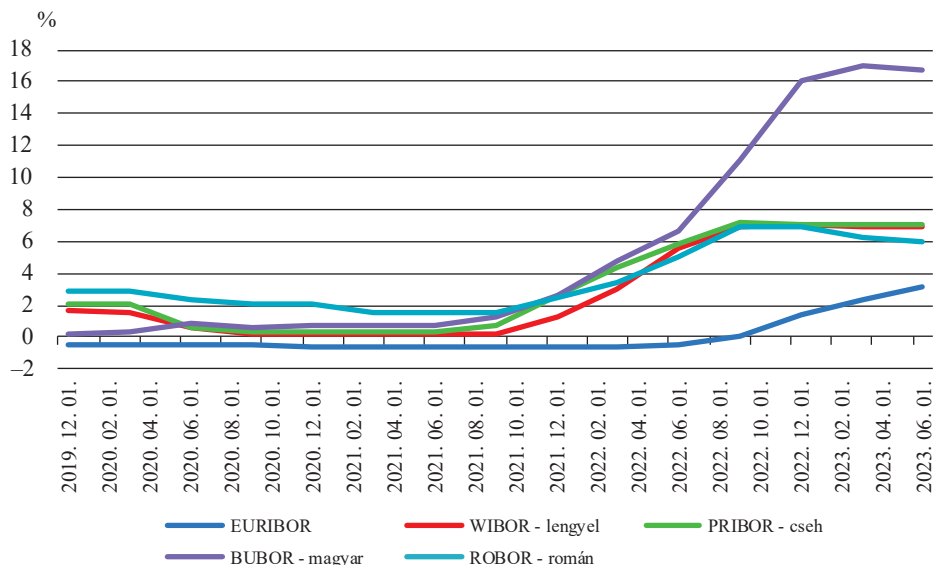
A 2020 és 2023 közötti időszakban mindenhol jelentős fiskális enyhítés volt tapasztalható. Feltételezésünk szerint a fiskális lazítás negatív kapcsolatban van a hitel/GDP-mutatóval. Azaz a jelentősebb mértékű fiskális lazítás – az indirekt hitelkeresletet élénkítő hatása mellett – részben kiváltja a hitelezést.

Az euróövezetben a monetáris szigorítás 2022 közepén kezdődött. A 2022. májusi szinthez képest az Európai Központi Bank (EKB) összesen 450 bázisponttal emelte az irányadó kamatlábát. A régió minden jegybankja jelentősen szigorította a monetáris kondíciókat. Mivel az irányadó instrumentumok köre eltérő volt, a könnyebb összehasonlíthatóság érdekében a monetáris transzmisszió leghatékonyabb csatornáján, a bankközi kamatok alakulásán keresztül vizsgáljuk a monetáris politika változását az alábbiak szerint:

- Az euróövezet tagországai esetében az 1 hónapos Euribor-rátát használjuk.
- Horvátországban 2020. január 2-án kivezték a bankközi kamatláb (Zibor) jegyzését. (Croatian National Bank, 2023). Tudomásunk szerint más referencia-kamatlábát nem vezettek be helyette, ezért itt is az Euribor-rátát alkalmaztuk.
- Bulgária esetében csak egynapos overnight referencia-kamatláb érhető el (EONIA Plus (LEv OverNight Index Average Plus)). A valutatanács-rendszer miatt ez együtt mozog az euróövezet azonos referencia-kamatlábával. Így Bulgária esetében is az Euribor-rátát használjuk.

A fentiek miatt összességében az Euribor-ráta mellett négy másik kamatláb-szintre (monetáris politikára) szűkölt a vizsgálat (5. ábra).

5. ábra

Az egy hónapos referenciahozamok negyedéves átlagos értékei százalékban

Forrás: Reuters.

A koronavírus-járvány idején is negatív referencia-kamatlábat érvényben tartó EKB érdemben nem tudta tovább lazítani a kamatpolitikáját. Lengyelországban, Csehországban és Romániában azonban még volt tér a csökkentésre: az egy hónapos bankközi átlagos hozam közel 1,4–1,8 százalékponttal csökkent. Magyarországon viszont már ekkor kis méretű szigorítás történt (0,6 százalékpontos emelés). Az érdeemi monetáris fordulat Csehországban és Magyarországon indult meg először, 2021 harmadik negyedévében, a lengyel és román monetáris politika kicsit később, 2021 negyedik negyedévében szigorított. Az euróövezetben csak 2022 második negyed- évétől változtak a monetáris kondíciók.

A szigorodó monetáris feltételek csökkentik a hitelek elérhetőségét, keresletét és minőségét. Ezért a monetáris szigorítás és a hitel/GDP-mutató között negatív kapcsolatot várunk. Az euróövezeti tagság, illetve az övezethez való csatlakozási folyamat miatt a keresztmetszeti adatok többsége azonos értékű, ez a körülmény korlátozza a mutató magyarázó erejét.

3. A bankszektorok prudenciális helyzete és a kapcsolódó intézkedések

A következőkben először a vizsgált országok bankrendszereinek pénzügyi stabilitási helyzetét mutatjuk be, majd megvizsgáljuk a bankokra vonatkozó makroprudenciális és egyéb intézkedéseket abból a szempontból, hogy azok milyen módon érintették a bankok hitelezési kapacitását és hitelezés hajlandóságát.

3.1. A fő makroprudenciális mutatók alakulása

A bankszektor helyzetét három kiemelt makroprudenciális mutatóval vizsgáltuk:

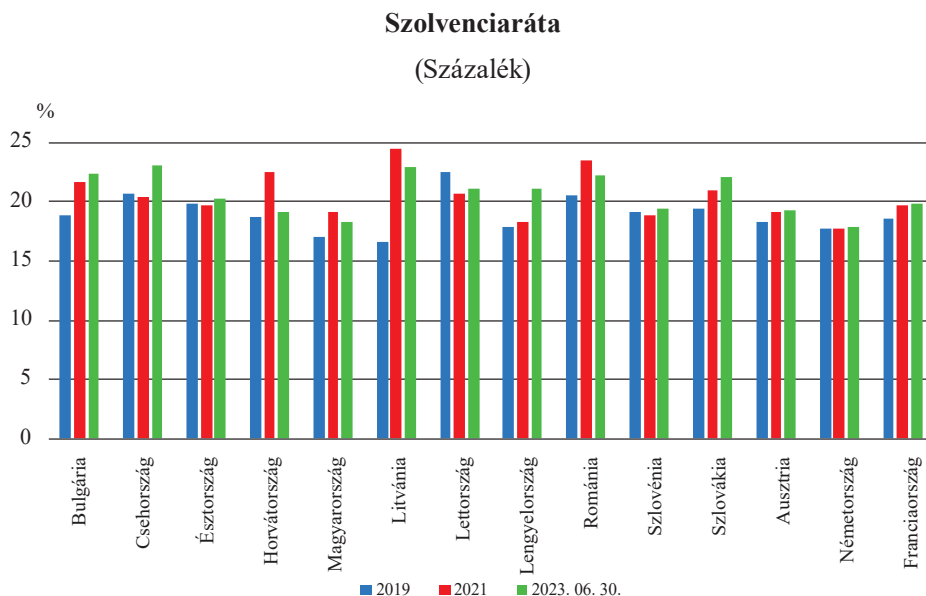
- A bankszektornak megfelelő tőkekövetelményekkel kell rendelkeznie a nem várt sokkok abszolválására. A prudenciális tőkekövetelmények felett a bankok még szabad puffert is tartanak. A tőkehelyzetet szolvenciarátával⁹ ragadjuk meg.
- A jövedelmezőséget a tőkearányos mutatóval (*return on equity* – RoE) érzékeljük. A megfelelő jövedelmezőség egyrészt a várt veszteségek fedezésére szolgál, másrészt a bankok belső tőkeakkumulációs képességét jeleníti meg. A magasabb kockázatvállalás általában magas jövedelmezőséggel¹⁰ jár együtt.
- A hitelezési kockázatot a nem teljesítő hitelállomány arányával¹¹ fejezzük ki.

A három fejlett ország szolvenciarátája meglehetősen közel áll egymáshoz, és csak kismértékben emelkedett 2023-ban. A közép- és kelet-európai országok körében keresztmetszetben és időben is nagy mozgások voltak. Litvánia, Magyarország és Németország esetében relatíve gyengébb a bankszektor tőkehelyzete, míg Lettországon magasan tőkésített kezdeti szintről csökkent.

⁹ (Rendelkezésre álló szabályozói tőke + időszakai jövedelem) / kockázattal súlyozott eszközérték.

¹⁰ Természetesen a jövedelmezőség a piaci verseny, adózás és még sok más tényező függvénye.

¹¹ Bruttó nem teljesítő hitelek a bruttó teljes hitelállomány százalékában.

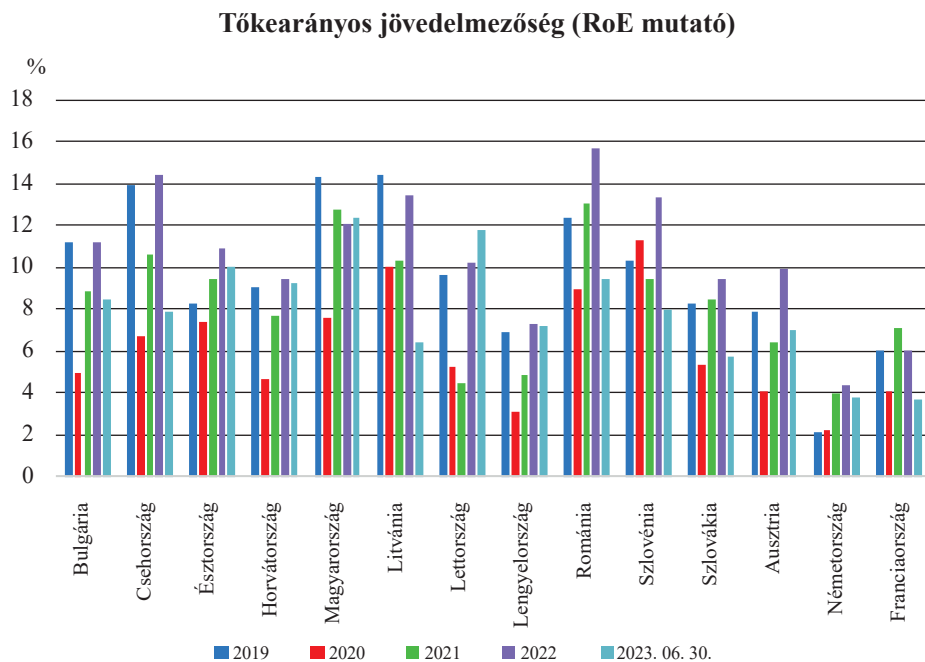


Forrás: ECB Data Portal (2024a).

Az erős tőkehelyzet jó hitelezési kapacitásra utal. Ezért a szolvenciaráta 2019 és 2023 közötti növekedése hitelezést támogató (enyhítő) tényezőnek volt tekinthető.

2019-hez képest 2020-ban a banki tőkearányos jövedelmezőség minden országban jelentősen csökkent (Szlovénia és Németország kivételével). 2021-ben és 2022-ben a banki jövedelmezőség magához tért. 2023-ban újabb jövedelmezőségi romlásnak vagyunk tanúi a vizsgált országok többségében.

Mivel a jövedelmezőség flow jellegű mutató, a pontozásos módszerhez az értékét úgy határoztuk meg, hogy az egyes országok 2020 és 2023 közötti kumulált tőkearányos jövedelmezőségét vetettük össze a 2019. évi jövedelmezőségükkel. A jövedelmezőség romlását hitelezést visszafogó, míg javulását segítő változóként értelmeztük.



Forrás: ECB Data Portal (2024a).

A vizsgált időszakban a régióban a lengyel, a lett és a horvát bankrendszer volt a legalacsonyabb jövedelmezőségű. Az országspecifikus tényezők feltárása végett áttekintettük a vizsgált országok stabilitási jelentéseit, és a következőket találtuk:

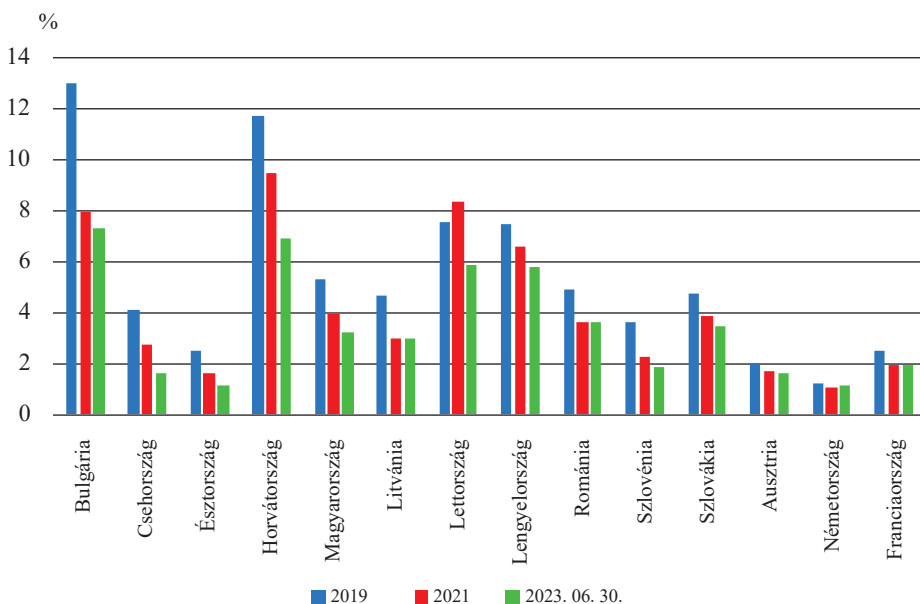
- A *lengyel jegybank* szerint (NBP, 2022) Lengyelországban a bankrendszer problémáihoz és egyúttal a gyenge hitelezéshez a következő tényezők járultak hozzá:
 - A korábbi lakossági devizahitelezésből eredő jogi kockázatok (több mint százezer a peres ügyek száma). Ezek számottevő költségeket róttak a szektorra. 2023 közepéig a perek teljes költsége (céltartalékban és kifizetésekben) 55 milliárd zloty (közel 4800 milliárd forint) volt (NBP, 2023), ez erős nyomás alatt tartotta a lengyel bankszektor jövedelmi és tőkehelyzetét a vizsgált időszakban.
 - A jelentős állampapír-portfólió ártértékelési hatása a tőkére. A lengyel bankszektor eszközeinek hozzávetőleg 20 százaléka van állampapírban. Ennek közel fele piaci értéken van nyilvántartva, amelyet a tőkével szem-

ben értékelték át. Más országokhoz képest magas a piaci értéken tartott állampapírok aránya, ezért vált ez kiemelt tényezővé.

- A *lett jegybank* szerint (LB, 2022) a gyenge hitelezés és banki jövedelmezőség nagymértékben vezethető vissza a vállalati szektor strukturális problémáira.
- A *horvát jegybank* a jelentése (HNB, 2023) alapján a korábbi devizaalapú hitelezés negatív hatása 2020–2021-ben még érezhető volt. Az euró bevezetésével az ebből eredő kockázatok viszont 2022-ben megszűntek.

8. ábra

A nem teljesítő hitelek aránya az összes hitel százalékában



Forrás: ECB Data Portal (2024a).

A nem teljesítő hitelek állománya csökkenő tendenciát mutatott. Az országok között azonban jelentős szintbeli különbségek voltak. A keresztmetszeti összehasonlítást 2020–2021-ben nehezítették az egyes országokban feltételezhetően eltérő nem teljesítőhitel-kezelési gyakorlatok, illetve az eltérő hitelmoratórium-rendszerek. A moratórium kivezetésével, illetve az egyéb sokkok ellenére 2022–2023-ban sem romlottak a mutatók. Sőt a közép- és kelet-európai országok többségében a portfólióminőség tovább javult. A jövedelmezőséghez hasonlóan ezen a téren is a

lengyel, a lett és a horvát bankrendszer bizonyult a leggyengébbnek. Rajtuk kívül még Bulgáriában magas a nem teljesítő hitelek állománya és aránya.

A hitelezési kapacitás szempontjából az alacsony nem teljesítő hitelarány (*non-performing loan* – NPL) pozitívnak tekinthető. A 2019 és 2023 közötti NPL-csökkenést általában véve hitelezést erősítő tényezőnek tartjuk. Ugyanakkor nem mindegy, hogy milyen kezdeti szintről meddig mérséklődött a mutató. Ezért az NPL-nek a záró szintje is lényeges tényező. Az általános NPL-csökkenés után azokban az országokban, ahol relatíve magas maradt a ráta, gyengébb hitelezési folyamatokat feltételeztünk.

3.2. Prudenciális és a bankrendszert érintő egyéb intézkedések

Az európai uniós szinten egységes bankszabályozás a válságkövetkezmények enyhítésére jelentős mozgásteret hagy a makro- és mikroprudenciális hatóságoknak a felügyeleti eszközök terén. A koronavírus-járvány alatt a felügyeleti gyakorlatok harmonizálása jegyében az Európai Központi Bank az Európai Bankhatósággal együtt egységes könnyítési szabályokat, illetve ajánlásokat vezetett be a hitelezési képesség fenntartása végett. Ezekkel a lehetőségekkel az egyes makro- és mikroprudenciális hatóságok élhettek. Ezek mellett az EU-szinten egységes szabályozás még további nemzeti beavatkozási lehetőségekre (nemzeti diszkréciókra) is lehetőséget adott.

Mérő (2023) nyolc közép- és kelet-európai ország mintáján elemezte a koronavírus-járványhoz kapcsolódó szabályozási könnyítési intézkedéseket (a balti országok nem szerepeltek az elemzésben). Azt találta, hogy a bankuniós közép- és kelet-európai országok harmonizáltabb intézkedéseket hoztak, mint a bankunió kívüli tagállamok. A bankunióhoz nem tartozó országok esetében az elemzés csak részben erősítette meg azt a hipotézist, hogy ezen országok nagyobb mértékben enyhítették a szabályozási követelményeket a bankrendszerük támogatása érdekében.

Mérő (2023) módszertanát továbbfejlesztve – az azonos Európai Rendszerkockázati Tanács (ESRB) adatbázisa alapján – kibővítettük a pontozásos módszert a teljes általunk vizsgált országhálóra, az eredmények a 3. táblázatban találhatók. A magasabb pontszám több és szélesebb körű felügyeleti intézkedést jelez. Az egyes mutatók scoring értékeit összeadva kapjuk az ún. enyhítési scoring értéket. Az egyes intézkedések ugyanakkor nem tekinthetők azonos súlyúaknak. A prudenciális szabályok leglényegesebb elemei ebben a sorrendben a következők: tőkepufferek (4), értékvesztési/NPL szabályok (3) és likviditási követelmények (3), ezért ezeknek nagyobb súlyt adva számítottuk a súlyozott enyhítési scoring mutatót is.

Prudenciális könnyítési pontozásos értékek 2020–2021

	Tőkepufferek	Likviditási követelmények	Pillar 2 guidance	Adóshoz kapcsolódó intézkedések	Értékesítés, NPL	Működési könnyítés	Enyhítési scoring	Súlyozott enyhítési scoring
Bulgária	1			1		1	3	6
Csehország	1				1		2	7
Észtország	1	1			2	1	5	13
Horvátország			1		1	1	3	5
Lengyelország	1				1	1	3	8
Lettország	1	1			2		4	12
Litvánia	1	1	2		1	1	6	12
Magyarország	2	1	1		2	1	7	18
Románia	2	1				1	4	11
Szlovénia	2	1	1	1	1		6	15
Szlovákia	1		1		1		3	8
Ausztria	1		1			1	3	6
Franciaország	1					1	2	5
Németország		1		1		1	3	4

Forrás: Mérő (2023), saját gyűjtés ESRB-adatokból (2024) Észtország, Lettország, Litvánia, Ausztria, Franciaország, Németország esetében.

A koronavírus-járvány utáni időszakban, 2022-től a korábbi átmeneti prudenciális könnyítéseket kivezették. A növekvő prudenciális és prociklikussági kockázatokát látva a felügyeleti hatóságok több országban a szigorítás útjára léptek. A koronavírus-járvány első évében az egyes európai gazdaságok ciklusai összehangoltan mozogtak (minden ország gazdasága egyszerre esett vissza, majd pattant vissza). A koronavírus-járvány után az egyes európai uniós gazdaságok ciklikus jellemzői már jobban divergáltak. Ezért a ciklikus különbségek is magyarázhatták a tőkekövetelmények emelését. Ha például recesszióban lévő ország szigorít, az igazi szigorítás, ha növekedési szakaszban lévő ország teszi ugyanezt, akkor az inkább csak korrigálás. Ezért nem egyértelmű, hogy egy adott országban a korábbi enyhítések kivezetése történt-e, vagy tényleges szigorítás. Ezért itt nem alkalmaztunk pontozásos mutatót.

A bankrendszeret érintő intézkedések másik köre az ügyfeleknek nyújtott fizetési moratórium volt, amellyel az ügyfeleket ért likviditási sokkokat kívánták enyhíteni. A moratóriumok célja a hosszabb távon fizetőképese, de átmeneti likviditási problémákkal küzdő adósok megsegítése. Ennek hatásairól eltérő vélemények találhatók a szakirodalomban. A román bankrendszer vonatkozásában Vierescu (2023) negatívan ítélte meg a moratórium hatását. Az adatok alapján azt találta, hogy a moratóriumot inkább azok a vállalatok vették igénybe, amelyeknek már korábban is fizetési nehézségeik voltak. Ez előre vetíti, hogy a türelmi idő letelte után a nem teljesítő hitelek arányának növekedése várható. Ezzel a véleménnyel nem teljesen értünk egyet, mert a fizetési moratóriumok elsősorban eleve sérülékenyebb adósokat céloztak meg. Drabancz et al. (2021) mikroadatok alapján hatásos eszköznek találta a fizetési moratóriumot a nem fizetési kockázat rövid távú enyhítésében, míg bankrendszeri szinten csak mérsékelt közvetlen költséget okozott.

Minden vizsgált országban bevezettek valamilyen fizetési moratóriumot. Ezeket a következők jellemezték:

- Jogosultság: általános, amely gyakorlatilag minden háztartási és nem pénzügyi vállalati adósra kiterjed, vagy szűkített, amely valamilyen hitelezési szegmensre (például jelzáloghitelek, kkv-hitelek) irányul.
- A bankok számára törvényi előírás kötelezően írja elő, vagy magán (például bankszövetségi) kezdeményezés az alapja.
- Igénylés módja: Magyarország volt az egyedüli ország, ahol az ügyfelek automatikusan belekerültek a moratóriumba (kimaradást kellett kérvényezni), máshol az ügyfeleknek kellett kérvényezniük a moratóriumba bekerülést.
- Időtartama hónapokban.
- Mely éveket érintette? Az országok többségében csak rövid távú, átmeneti likviditási sokkot kezelő intézkedésként vezették be 2020-ban, esetleg 2021 első feléig. Egyedül Magyarországon terjedt ki a moratórium a koronavírus-járvány utáni időszakra.

A fenti változók mellett az egyes országok moratóriumai a fizetési könnyítés szempontjából erősen szóródtak. Tanulmányunk a bankrendszer hitelkínálatára fókuszál. Ezért a moratórium értékelése eltér az ügyfél- (fogyasztóvédelmi) szempontoktól. Azt feltételeztük, hogy a bankrendszer (és így a hitelkínálat szempontjából) az a moratórium a kedvező, amely rövid ideig állt fenn. Az időben elhúzódó moratóriumok a portfólió jövőjére vonatkozó bizonytalanság miatt az új hitelkihelyezést gyengítették. A különböző moratóriumjellemzők közül ezért az időbeli hosszúságot tekintettük a legmeghatározóbbnak. A maximum fél évig fennálló moratóriumhoz

0, az egy évig bevezetett 0,5, míg az 1 évet meghaladó rendszerekhez 1 értéket rendeltünk (4. táblázat).

4. táblázat

Moratóriumok és pontozásos értékeik

Ország	Jogosultság	Bankok számára kötelező	Igénylés módja	Időtartam hosszabbítással (hónapokban)	Időszak	Moratórium pontozásos értéke
Bulgária	Általános	Igen	Kérvényezni kell	12	2020–2021	1
Csehország	Szűkített	Igen	Kérvényezni kell	3–6	2020	0
Észtország	Szűkített	Nem	Kérvényezni kell	5	2020	0
Horvátország	Általános	Nem	Kérvényezni kell	15	2020–2021	1
Lengyelország	Szűkített	Nem	Kérvényezni kell	6	2020–2021	1
Lettország	Szűkített	Igen	Kérvényezni kell	6–12	2020–2021	1
Litvánia	Általános	Nem	Kérvényezni kell	6–12	2020–2021	0,5
Magyarország	Általános	Igen	Automatikus	19	2020–2021	1
Magyarország	Szűkített	Igen	Kérvényezni kell	14	2021–2022	
Románia	Általános	Igen	Kérvényezni kell	12	2020–2021	1
Szlovákia	Általános	Igen	Kérvényezni kell	9	2020–2021	0,5
Szlovénia	Általános	Igen	Kérvényezni kell	12	2020–2021	0,5
Ausztria	Szűkített	Igen	Kérvényezni kell	9–12	2020–2021	0,5
Franciaország	Általános	Igen	Kérvényezni kell	6	2020	0
Németország	Szűkített	Igen	Kérvényezni kell	3	2020	
Németország	Szűkített	Nem	Kérvényezni kell	6–9	2020–2021	0,5

Megjegyzés: Magyarország és Németország esetében a szélesebb körű/hosszabban tartó moratóriumot pontoztuk.

Forrás: ESRB (2022).

4. A hipotézisek és az eredmények

Az előző fejezetben bemutatott mutatókat a hitelezési folyamatok változásával hoztuk összhangba. A függő változónk a nem pénzügyi vállalatoknak és háztartásoknak nyújtott GDP-arányos bankhitelállomány változása. Az alábbi hipotéziseket állítottuk fel a következő tényezők alapján:

- A kumulált reál-GDP-növekedés a vizsgált időszakban egy ország kivételével (Csehország) mindenhol pozitív volt. Ha az indikátor negatív korrelációt mutat a hitel/GDP-vel, akkor az a hitelezés nélküli növekedés, kilábalás jele (1. hipotézis). A gazdasági fellendülés nem a túlzott hitelezés eredménye, mert ekkor a hitel/GDP-arány együtt emelkedne a gazdasági növekedéssel. A kapcsolat intenzitását természetesen befolyásolja a hitelezés összetétele (forgasztási vagy új lakás építését szolgáló hitel, a vállalati szegmensben forgó eszköz- vagy beruházási hitel), mert az egyes hiteltípusoknak eltérő a GDP-re kifejtett hatása.
- A moratóriumok célja a hosszabb távon fizetőképese, de átmeneti likviditási problémákkal küzdő adósok megsegítése. Hosszabb távra és széles körben történő bevezetésük az erkölcsi kockázatot növelheti, mely az ügyfelek kontraszelekcijához vezethet, illetve a bankok nem tudnak az ügyfelek között kellően differenciálni, nem derül ki, hogy ki a jó és ki a rossz ügyfél, ezért ez a hitelezést gyengítheti. Az volt a hipotézisünk, hogy a fizetési moratórium rövid távon erősítheti a hitelezést, de hosszabb távú alkalmazása már ezzel ellentétes hatást vált ki (2. hipotézis).
- A prudenciális és felügyeleti enyhítés esetében a már említett súlyozott mutatót számoltuk, majd a legnagyobb abszolút értékű értékkel leosztva egyre normáltuk. Így kaptuk az enyhítést jelző mutatót, amely várakozásunk szerint a hitelezéssel pozitív kapcsolatban áll (3. hipotézis).

A fenti hipotézisek mellett még a következő tényezőket is figyelembe vettük. A monetáris politika esetében is a teljes időszak alatti nettó hatást, azaz az enyhítési és szigorítási fázisok összességét vizsgáltuk. A szigorúbb monetáris politika elméleti és gyakorlati célja a hitelezési folyamatok visszafogása. Ugyanakkor az országok nagy része a Gazdasági és Monetáris Unió tagja, így a keresztmetszeti különbségek csekélyek a többi változóhoz képest.

Az expanzív fiskális gazdaságstabilizáló politika részben ki tudja váltani a hitelezést. Tehát az erőteljesebb fiskális expanzió gyorsabb gazdasági helyreállítást eredményezhet, ami a GDP-arányos hitelezés lemaradásához vezethet. A fiskális

expanziót úgy ragadtuk meg, hogy a 2020 és 2023 közötti időszak kamatkiadások nélküli költségvetési egyenlegeit kumuláltuk és viszonyítottuk a 2019. évi pozícióhoz.

A bankszektor-specifikus mutatók közül a szolvenciaráta-mutatónál a 2019. negyedik és a 2023. második negyedéves értékek közötti különbséget használtuk. A szolvenciaráta emelkedését a hitelezési folyamatokat gyengítő faktornak tekintettük (a szigorúbb tőkekövetelmény drágítja a hitelezést). A nem teljesítő hitelek aránya minden országban tendenciaszerűn csökkent a vizsgált időszakban. Ezért e mutató időszaki záróértékét használtuk. Azt feltételezve, hogy ahol relatíve magas maradt a ráta, ott gyengébbek voltak a hitelezési folyamatok. Mindkét mutató és a hitelezés között negatív kapcsolatot várunk. A tőkearányos jövedelmezőség (RoE) flow jellege miatt összeadtuk a bankszektorban a 2020 és 2023 közötti jövedelmezőségi rátákat, és ezt viszonyítottuk a 2019. évi értékhez. Így megkaptuk a jövedelmezőség kumulált változását kifejező mutatót, amelyről azt feltételezzük, hogy pozitív kapcsolatban áll a hitelezéssel. A nagyobb jövedelem ugyanis egyrészt a belső tőkeakkumulációt segíti, másrészt ösztönzi a tulajdonosokat az aktivitás növelésére.

A kapcsolatot Pearson-féle és Spearman-rangkorrelációval is vizsgáltuk. A kis minta miatt ökonometriai módszertant nem alkalmazhattunk. A korrelációs együttműködők szignifikanciájának tesztelését elvégeztük. A GDP-vel, a moratóriummal, illetve a Spearman-korrelációval még a nem teljesítő hitelekkel (NPL-lel) való korreláció volt szignifikáns (5. táblázat).

A kumulált reál-GDP-növekedés van a legerősebb kapcsolatban a hitel/GDP-mutató változásával. Ez azt igazolja, hogy prociklikus hitelezés nem volt tapasztalható, a koronavírus-járvány és az azutáni időszakban inkább hitelezés nélküli kilábalás történt több országban. A gazdasági fellendülésben a hitelezés nem játszott lényeges szerepet.

A moratórium esetében a várt kapcsolatot kaptuk, azaz a hosszabb moratórium nem támogatta a hitelezési folyamatokat. A moratóriumok döntően a rövid távú sokkok kezelésére alkalmas eszközök.

A bankrendszeri mutatók közül a nem teljesítő hitelekkel való együttmozgás emelendő még ki, amely azt mutatja, hogy a bankrendszeri hitelportfólió minőségének alakulása és a hitelezés egymást erősítő tényezők.

A többi tényező kapcsolatára (a prudenciális enyhítés kivételével) ugyan a várakozásainknak megfelelő irányú összefüggést kaptuk, de az együttműködők alacsonyok voltak, és nem bizonyultak szignifikánsoknak. A (makro)prudenciális enyhítési

eszközök hatása, illetve hatástalansága további fontos kutatási irány. Véleményünk szerint azonban ennek további vizsgálata meghaladná az általunk alkalmazott módszertant, illetve magának a tanulmánynak a tartalmi és terjedelmi kereteit.

5. táblázat

Az eredmények összefoglalása

Ország	Hitel/GDP (százalék pontos változása)	Makroökonómiai mutatók			Bankrendszeri mutatók				
		Kumulált GDP (%)	Kumulált fiskális enyhítés (%)	Monetáris szigorítás (irányadó kamatváltozás, %)	Moratórium hossza (pontosított értéke)	Súlyozott prudenciális enyhítés (pontosított értéke)	A szolvencia százalékpontos változása	RoE (százalékpontos változása)	NPL (%)
Bulgária	-5	7,7	-23	3,6	1,0	0,3	3,5	-11,6	7,4
Csehország	-0,3	-1,0	-18	5,0	0,0	0,4	2,3	-16,3	1,6
Észtország	-2	2,2	-12	3,6	0,0	0,7	0,4	4,6	1,1
Horvátország	-3	13,9	-13	3,6	1,0	0,3	0,4	-5,3	6,9
Lengyelország	-12	9,0	-15	5,4	1,0	0,4	3,3	-5,2	5,8
Lettország	-7	5,9	-18	3,6	1,0	0,7	-1,4	-6,8	5,8
Litvánia	-4	7,7	-14	3,6	0,5	0,7	6,3	-17,6	3,0
Magyarország	1	4,1	-16	16,8	1,0	1,0	1,2	-12,6	3,2
Románia	-1	6,8	-10	4,0	1,0	0,6	1,6	-2,1	3,6
Szlovákia	3	3,4	-14	3,6	0,5	0,4	2,7	-4,2	3,5
Szlovénia	-3	7,0	-24	3,6	0,5	0,8	0,4	1,0	1,9
Ausztria	1	1,7	-23	3,6	0,5	0,3	0,9	-3,9	1,6
Franciaország	6	1,8	-12	3,6	0,0	0,3	1,1	-3,1	1,9
Németország	2	0,4	-19	3,6	0,5	0,2	0,2	5,8	1,2
Pearson-korreláció a hitel/GDP-vel	1	-0,59**	0,11	0,11	-0,52*	-0,18	-0,20	0,18	-0,60**
Spearman-korreláció a hitel/GDP-vel	1	-0,71***	0,16	-0,04	-0,50*	-0,31	-0,13	0,32	-0,49*
Várt kapcsolat		negatív	pozitív	negatív	negatív	pozitív	negatív	pozitív	negatív

Megjegyzés: *** p-érték < 1%, ** p-érték < 5%, * p-érték < 10%.

Forrás: saját számítás.

5. Összefoglalás, következtetések

A közép- és kelet-európai EU-tagállamok kevésbé fejlett pénzügyi rendszerében a banki pénzügyi közvetítés a domináns. A bankszektor finanszírozási képességének változása így jelentős hatást gyakorolhat a reálgazdaságra. A felzárkózó országok pénzügyi rendszere általában prociklikusabb, és a hitelpiaci kötöttségek jobban jellemzők rá. A tanulmányban bemutattuk, hogy a közép- és kelet-európai országok többségében lényegesen magasabb kilengések tapasztalhatók a hitelezésben, mint az összehasonlításban szereplő három fejlett EU-tagországban. A releváns szakirodalmi forrásokra támaszkodva bemutattuk, hogy az 2008. évi pénzügyi válság egyik következménye volt az EU-ban, illetve azon belül Közép- és Kelet-Európában a hitelezés nélküli kilábalás (*creditless recovery*), amely ugyancsak a hitelpiaci merevségek következménye. A tanulmányban azt vizsgáltuk, hogy a 2020 és 2023 közötti nagyon volatilis időszakban a tizenegy közép- és kelet-európai országban nem sérült-e a reálgazdaság finanszírozása, újra megjelent-e a hitelezés nélküli kilábalás. Vizsgáltuk és kontrolláltuk továbbá a különböző fiskális, monetáris, makroprudenciális, felügyeleti és moratóriumintézkedések hatását.

A koronavírus-járvány idején és az azutáni időszakban strukturális változás nem ment végbe Közép- és Kelet-Európában. 2019-ben és 2023-ban egyaránt a bankhitelekre jutott a finanszírozás döntő hányada. A reálgazdaság finanszírozási szintje a tizenegy közép- és kelet-európai országban jóval elmarad a fejlett országokétól. A meghatározó bankszektorra szűkítve a vizsgálatot 2023-ban a reálgazdaság relatív finanszírozása hat közép- és kelet-európai országban jelentősen csökkent (különösen nagy volt a visszaesés Bulgáriában, Lengyelországban és Lettorságban), míg a fennmaradó öt országban és a kontrollcsoport szerepét betöltő három fejlett országban a hitelezési folyamat összességében stabil maradt. A lakossági és vállalati nominális hitelállomány közül a vállalati mutatott nagyobb változást a vizsgált időszakban. Az eredmények azt mutatják, hogy a közép- és kelet-európai országok jelentős részében a bankszektor rezilienciája gyengébb a fejlett országokéhoz képest. A kumulált reál-GDP-növekedés volt a legerősebb (negatív) kapcsolatban a hitel/GDP-mutató változásával. Ez a hitelezés nélküli kilábalásra (*creditless recovery*) utal, amelyet a releváns szakirodalom is kimutatott a 2008. évi válság után. Elemzésünk azt támasztja alá, hogy a koronavírus-járvány által előidézett válságban újra megjelent ez a hatás. Strukturális változások hiányában egy újabb jövőbeli negatív sokk esetén szintén előállhat ez a jelenség.

A fiskális és a monetáris politika az országok többségében egy irányba mozgott. Ennek egyik oka, hogy a vizsgált 14 ország nagy része az euróövezet tagja, vagy hamarosan azzá válik, ezért csak négy országban maradt fenn önálló monetáris politika. Így a monetáris politika csak nagyon korlátozottan magyarázza az országok közötti hitelezési különbségeket. A koronavírus-járvány idején az általános anticiklikus politika jegyében minden országban igen jelentős mértékű fiskális lazítás történt. A járvány után a fiskális politika szigorodott, de országonként eltérő mértékben.

A három vizsgált fő makroprudenciális indikátor (tőke, jövedelmezőség és portfólióminőség) közül a portfólióminőség emelendő ki, amelynél kimutatható, hogy a bankrendszeri hitelportfólió minőségének alakulása és a hitelezés egymást erősítő tényezők.

A prudenciális és felügyeleti követelményeket először minden országban enyhítették, fizetési moratóriumokat vezettek be, később szigorításra, illetve kivezetésre került sor. Pontozásos módszerrel (*scoring*) aggregáltuk ezek hatását. Egyedül a fizetési moratórium esetében kaptunk a hipotézisünkkel megegyező kapcsolatot. A tanulmány újszerűségét részben az adja, hogy megerősíti azt a gazdaságpolitikai vélekedést, amely szerint a moratóriumok döntően a rövid távú sokkok kezelésére alkalmas eszközök. A hosszabb időtávra szóló moratóriumok pedig gyengíthetik a hitelezési folyamatokat. A többi intézkedés esetében nem találtunk kapcsolatot a hitelezéssel. Eredményeink érvényességét korlátozta az alacsony megfigyelésszám.

A hitelezés nélküli kilábalás Közép- és Kelet-Európa vonatkozásában kevésbé vizsgált kutatási terület. A tanulmány rávilágít arra, hogy Közép- és Kelet-Európában a pénzügyi rendszer további fejlesztésére van szükség. Ennek fő irányai a következők lehetnek: a tőkepiac és nem banki pénzügyi közvetítők erősítése (a banki ráutaltság csökkentése), a válság után a banki portfóliótisztítás gyorsításának támogatása, a bankrendszerben a hatékonyság és verseny erősítése. Ezekkel csökkenthető a hitelezés nélküli kilábalás kockázata egy újabb sokk esetén.

Hivatkozások

- AMECO (2023). *Macro-economic database of the European commission's directorate general for economic and financial affairs*. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/macro-economic-database-ameco/ameco-database_en
- Bending, T., Berndt, M., Betz, F., Brutscher, P., Nelvin, O., Revoltella, D., & Wolski, M. (2014). *Unlocking lending in Europe*. Regional Studies and Roundtables, European Investment Bank (EIB). <https://www.econstor.eu/handle/10419/113901>

- Bethlendi, A., & Mérő, K. (2020a). Changes in the Structure of Financial Intermediation – Eastern-Central European Developments on the Light of Global and European Trends. *Danube*, 11(4) 283–299. <https://doi.org/10.2478/danb-2020-0017>
- Bethlendi, A., & Mérő, K. (2020b). A pénzügyi közvetítés struktúrájának változásai – a kelet-közép-európai régió speciális fejlődése a nemzetközi és európai folyamatok tükrében. *Külgazdaság*, 64(3–4), 45–72. <https://doi.org/10.47630/KULG.2020.64.3-4.45>
- Bethlendi, A., & Mérő, K. (2023). Árnyciklusrendszer Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 70(9), 1001–1020. <https://doi.org/10.18414/KSZ.2023.9.1001>
- Bijsterbosch, M., & Dahlhaus, T. (2011). *Determinants of credit-less recoveries*. ECB Working Paper No. 1358. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1865215>
- BL (2022). *Financial Stability Review 2022*. Lietuvos Bank. <https://www.lb.lt/en/publications/financial-stability-review-2022?html=1>
- BL (2023). *Financial Stability Review 2023*. Lietuvos Bank. <https://www.lb.lt/en/publications/financial-stability-review-2023?html=1>
- Bökemeier, B., & Wolski, M. (2022). This time is different: Fiscal response to the COVID-19 pandemic among EU countries. *International Economics*, Volume 172, 217–226. <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2022.10.001>
- BS (2023). *Financial Stability Review May 2023*. <https://www.bsi.si/en/publications/financial-stability-review>
- Cavallo, M., & Majnoni, G. (2002). Do banks provision for bad loans in good times. Empirical evidence and policy implications. In R. Levich, G. Majnoni & C. Reinhart (Eds.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*. Kluwer Academic Publishers, Dordrecht. https://doi.org/10.1007/978-1-4615-0999-8_19
- Cerutti, E., Claessens, S., & Laeven, L. (2017). The use and effectiveness of macroprudential policies: New evidence. *Journal of Financial Stability*, 28, 203–224. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2015.10.004>
- Croatian National Bank. (2023). *Zibor has to be replaced by other rates*. <https://www.hnb.hr/en/-/zibor-has-to-be-replaced-by-other-rates>
- Danielsson, J. (2019). Financial Policy After the Crisis. In R. Aliber, G. Zoega (Eds.), *The 2008 Global Financial Crisis in Retrospect*. Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1007/978-3-030-12395-6_14
- Darvas, Zs. (2014). Can Europe recover without credit? *Society and Economy. Journal of the Corvinus University of Budapest*, 36(2), 129–149. <https://www.ceeol.com/search/article-detail?id=622136>
- Dewatripont, M., Rochet, J.-C., & Tirole, J. (2010). *Balancing the banks: global lessons from the financial crisis*. Princeton University Press. <https://www.torrossa.com/en/resources/an/5573248>
- Drabancz, Á. I., Grosz, G., Palicz, A., & Varga, B. (2021). Experiences with the Introduction of a Payment Moratorium in Hungary. *Financial and Economic Review*, 20(1), 5–42. <http://doi.org/10.3389/FER.20.1.542>
- Dunz, N., Essensfelder, A. H., Mazzocchetti, A., Monasterolo, I., & Raberto, M. (2023). Compounding COVID-19 and climate risks: The interplay of banks' lending and government's policy in the shock recovery. *Journal of Banking & Finance*, 152. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106306>
- ECB Data Portal (2024a). Consolidated Banking data. <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/D2?dataset%5B0%5D=Consolidated%20Banking%20data%20%28CBD%29&filterSequence=dataset&advFilterDataset%5B0%5D=Consolidated%20Banking%20data%20%28CBD%29>
- ECB Data Portal (2024b). *Securities Issues Statistics*. <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/CSEC?dataset%5B0%5D=Securities%20Issues%20Statistics%20%28CSEC%29&filterSequence=dataset&advFilterDataset%5B0%5D=Securities%20Issues%20Statistics%20%28CSEC%29>
- ECB Data Portal (2024c). *BSI - Balance Sheet Items*. <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/BSI?dataset%5B0%5D=Balance%20Sheet%20Items%20%20%28BSI%29&filterSequence=dataset&advFilterDataset%5B0%5D=Balance%20Sheet%20Items%20%20%28BSI%29>

- EP (2023). *Financial Stability Review*, 2023/2. Eesti Pank. https://haldus.eestipank.ee/sites/default/files/2023-11/fsy2023_2_eng.pdf
- ESRB (2022). *Policy measures in response to the COVID-19 pandemic*. <https://www.esrb.europa.eu/mppa/covid-19-policy-measures/html/index.en.html>
- ESRB (2024). *Overview of national macroprudential measures*. https://www.esrb.europa.eu/national_policy/html/index.en.html
- Eurostat (2024a). *Gross domestic product at market prices*. <https://doi.org/10.2908/TEC00001>
- Eurostat (2024b). *Real GDP growth rate – volume*. <https://doi.org/10.2908/TEC00115>
- Fischer, I. N. (1933). The debt deflation theory of great depressions. *Econometrica*, 1(4), 337–357. <https://doi.org/10.2307/1907327>
- Gambacorta, L., & Murcia, A. (2020). The impact of macroprudential policies in Latin America: An empirical analysis using credit registry data. *Journal of Financial Intermediation*, 42, 100828. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2019.04.004>
- Hardie, I, Howarth, D, Maxfield, S., & Verdun, A. (2013). Banks and the False Dichotomy in the Comparative Political Economy of Finance. *World Politics*, 65(4), 691–728. <https://doi.org/10.1017/S0043887113000221>
- HNB (2023). *Financial Stability*, No. 24. <https://www.hnb.hr/documents/20182/4643477/e-fs-24.pdf/b532e4b8-82b0-56f0-f908-634b8e619756>
- LB (2022). *Financial Stability Report*, December, Latvijas Banka. https://datnes.latvijaskbanka.lv/fsp/FSP_2022_en.pdf
- Meriküll, J. (2015). Household Borrowing During a Creditless Recovery. *Emerging Markets Finance and Trade*, 51(5), 1051–1068. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1048154>
- Mérő, K. (2017). The emergence of macroprudential bank regulation: A review. *Acta Oeconomica*, 67(3), 289–309. <https://doi.org/10.1556/032.2017.67.3.1>
- Mérő, K. (2023). Differences in Covid-Related Regulatory Forbearance Within and Outside the Banking Union—The Case of East-Central European EU Member States. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 62(2), 360–378. <https://doi.org/10.1111/jcms.13504>
- Mérő, K., & Bethlendi, A. (2022). Financial Markets: Banks and Capital Markets. In *Emerging European Economies after the Pandemic: Stuck in the Middle Income Trap?* (pp. 53–111). Cham, Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-030-93963-2_2
- Minsky, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University Press. https://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1513&context=hm_archive
- Moro, A., Maresch, D., & Ferrando, A. (2018). Creditor protection, judicial enforcement and credit access. *The European Journal of Finance*, 24(3), 250–281. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2016.1216871>
- NBP (2022). *Financial Stability Report*, December, Narodowy Bank Polski. <https://nbp.pl/wp-content/uploads/2023/03/fsr202212.pdf>
- NBP (2023). *Financial Stability Report*, December, Narodowy Bank Polski. <https://nbp.pl/wp-content/uploads/2023/12/Raport-o-stabilnosci-systemu-finansowego.-Grudzien-2023-EN.pdf>
- NBS (2023). *Financial Stability Report*, November, Národná Banka Slovenska. <https://nbs.sk/en/publications/financial-stability-report/financial-stability-report-november-2023/>
- Sugawara, N., & Zalduendo, J. (2013). *Credit-Less Recoveries: Neither a Rare Nor an Insurmountable Challenge*. World Bank Policy Research Working Paper No. 6459. <https://ssrn.com/abstract=2269532>
- Vierescu, E. M. (2023). The impact of Covid-19 payment moratoria on the Romanian banking system. *Theoretical & Applied Economics*, 30(1), 169–176. https://www.ebsco.ectap.ro/Theoretical_&Applied_Economics_2023_Spring.pdf#page=169

Szerzői útmutató

A *Külgazdaság* magyar nyelvű cikkeket publikál nyomtatva és online, illetve angol nyelvűeket közül online formában.

Kérjük szerzőinket, hogy kézirateikat a következőket szem előtt tartva nyújtsák be.

Folyóiratunkban a tanulmányok átlagos hossza 1 szerzői ív (40 000 leütés szóközzel), ettől ± 50 százaléknál nagyobb mértékben lehetőleg ne térjenek el. (A cikk méretét a Word for Windows programokban a Fájl/Adatlap/Statistika mezőben lehet ellenőrizni.) A könyvismertetések, konferenciabezámolók és a körkérdésekre adott válaszok, illetve a véleménycikknek ennél rövidebbek lehetnek. A szerző(k) nevéhez tartozó csillagos lábjegyzet tartalmazza a tanulmány elkészítésével kapcsolatos információkat (a szerző[*k*] foglalkozását, beosztását, munkahelyét és e-mail-címét.) Itt szerepeltetjük a köszönetnyilvánításokat, azt, hogy a cikk első változata mikor érkezett be a szerkesztőségbe és a cikk DOI- és a szerző ORCID-azonosítóját.

A cikkek elé 10-15 soros, mintegy 1000 karakter terjedelmű, egyes szám harmadik személyben megfogalmazott absztraktot kérünk magyarul és angolul, az utóbbihoz a cikk címét is angolul. Az absztrakt célja az olvasó figyelmének felhívása az írásra. Az internetes keresők ennek alapján pozicionálják a tanulmányt, ami kiemelkedő fontosságú a hazai és nemzetközi láthatóság, illetve a jövőbeli hivatkozások szempontjából. Ennek fényében célszerű röviden összefoglalni a cikk témáját és célját, elhelyezni az írást a hazai és a nemzetközi szakirodalomban és felvillantani egy vagy két következtetést, utalva azok újdonság jellegére. Az absztrakt után kérjük megjelölni a tanulmányhoz kapcsolódó, a láthatóság szempontjából szintén fontos kulcsszavakat és JEL-kódokat; az utóbbiakat az alábbi internetcímről kell kikeresni: <https://www.aeaweb.org/jel/guide/jel.php>

Javasoljuk, hogy a bevezetésben határozzák meg a tanulmány témáját, aktualitását (milyen problémát vizsgál és az miért időszerű), célját, vezérfonalát, műfaját, elméleti hátterét és adott esetben a kutatási kérdéseket, illetve hipotéziseket. Célszerű elhelyezni a témát a hazai és a nemzetközi szakirodalomban, kitérve arra, hogy az írás milyen kutatási rést – ha van ilyen – kíván betölteni. Utaljanak arra, hogy milyen újdonságértéke van a cikknek az eddigi hazai és nemzetközi szakirodalmi megközelítésekhez képest, és hogyan illeszkedik az írás a *Külgazdaság* profiljába. A nemzetközi publikációs követelményekkel összhangban részletesen mutassák be a tanulmányban alkalmazott módszertant. Az összefoglalás kevésbé tartalmi, inkább szintetizáló jellegű legyen, amelyben kiemelik a tanulmány új és újszerű megállapításait és következtetéseit, és megemlítik az elemzés korlátait és a lehetséges további kutatási irányokat. A melléklet (táblázatok, ábrák stb.) terjedelme ne haladja meg a főszöveg hosszának 10 százalékát.

A tanulmány végén 'Hivatkozások' alcím alatt alfabetikus sorrendben, sorszámozás nélkül szerepel az irodalomjegyzék, amely csak olyan forrásokat tartalmazhat, amelyekre a szerző hivatkozott a tanulmányban. A hivatkozásokat a szerkesztőség által mérvadónak tekintett és a közgazdasági publikációk körében is elterjedt American Psychological Association (APA) legfrissebb, hetedik kiadású hivatkozási stílusa alapján kell elkészíteni az alábbi táblázatban foglaltak szerint. További részletek ezen a linken találhatók: <https://pitt.libguides.com/citationhelp/apa7>

Példák hivatkozásokra az APA 7. kiadása alapján

A publikáció típusa	A hivatkozás formája a szövegben	A hivatkozás formája a bibliográfiában (a 'Hivatkozások' alcím alatti részben)
Könyv	(Sapolsky, 2017)	Sapolsky, R. M. (2017). <i>Behave: The biology of humans at our best and worst</i> . Penguin Books, New York.
Könyvféjezet szerkesztett könyvben	(Dillard, 2020)	Dillard, J. P. (2020). Currents in the study of persuasion. In M. B. Oliver, A. A. Raney, & J. Bryant (Eds.), <i>Media effects: Advances in theory and research</i> (4th ed., pp. 115–129). Routledge.
Nyomtatott folyóiratban megjelent cikk	(Weinstein, 2009)	Weinstein, J. (2009). "The market in Plato's Republic." <i>Classical Philology</i> , 104(4), 439–458.
Elektronikus folyóiratban megjelent cikk	(Grady et al., 2019)	Grady, J. S., Her, M., Moreno, G., Perez, C., & Yelinek, J. (2019). Emotions in storybooks: A comparison of storybooks that represent ethnic and racial groups in the United States. <i>Psychology of Popular Media Culture</i> , 8(3), 207–217. https://doi.org/10.1037/ppm0000185
Webes felület	(Bologna, 2019)	Bologna, C. (2019). <i>Why some people with anxiety love watching horror movies</i> . HuffPost, October 31. https://www.huffpost.com/entry/anxiety-love-watching-horror-movies_1_5d277587e4b02a5a5d57b59e

Forrás: <https://pitt.libguides.com/citationhelp/apa7>

A láthatóság szempontjából fontos a hivatkozott források minősége. Lehetőség szerint tudományos igényű, színvonalas forrásmunkákra hivatkozzanak. Ahol van ilyen, ott az egyes szakirodalmi források után közöljék a hivatkozott mű CrossRefnél regisztrált DOI-azonosítóját, ami javítja a cikk láthatóságát, hozzájárul a nagyobb idézettséghez és megkönnyíti az adott és kapott hivatkozások összeszámlálását. A DOI-számot többek között a <https://search.crossref.org/> honlapon lehet megkeresni.

Szó szerinti, idézőjeles hivatkozás esetén, illetve akkor, ha konkrét, pontosan azonosítható gondolatot emel át a szerző nem szó szerint, a szövegközi hivatkozásban az évszámot ki kell egészíteni a vonatkozó oldal, oldalak vagy intervallum megjelölésével, például (Weinstein, 2009:442). Szövegközi hivatkozásban két szerző esetén használjon & jelet a két név között (Fiebigler & Lavoie, 2020), kettőnél több szerző esetén az első szerző neve után et al. jelölés irandó (Colciago et al., 2018). A bibliográfiában több szerző esetén az utolsó név előtt & használandó [Ábel, I., Lóga, M., Nagy, Gy., & Vadkerti, Á. (2019)]. Ha egy hivatkozott szerzőnek több bibliográfiai tétele van ugyanabban az évben, akkor ezeket 2018a, 2018b stb. módon kell megkülönböztetni. A hivatkozások szerkesztéséhez használható a Mendeley (https://www.mendeley.com/?interaction_required=true), illetve a Zotero (<https://www.zotero.org/>) hivatkozáskézelő rendszer. Az APA-hivatkozások elkészítéséhez használható: <https://www.scribbr.com/apa-citation-generator/>. A lábjegyzetek a főszöveget egészítik ki, kérjük számukat lehetőség szerint minimálisra csökkenteni.

A cikkeket Word for Windows formátumban kérjük Times New Roman betűtípussal, 12 pontos betűmérettel, 2,5-ös margóval és 1,5-ös sortávolsággal. Szavak vagy szövegrészek kiemeléséhez dőlt szedés használható, aláhúzás és félkövér betű nem. A megjegyzéseket kérjük lábjegyzetbe tenni. A bekezdések első sorában ne alkalmazzanak behúzást. A többszerzős kéziratok esetében kérjük a szerzőinket, hogy ügyeljenek a szöveg gondolati és stílusi egységességére.

A táblázatok és az ábrák tartalma legyen a főszöveg ismerete nélkül is értelmezhető. Minden ábrához és táblázathoz címet kérünk, amit az ábra, illetve a táblázat felett kérünk elhelyezni. A megjegyzéseket és az adatok forrását közvetlenül a táblázatok, illetve az ábrák alatt, de az ábrakon/grafikákon kívül tüntessék fel. Az ábrák és a táblázatok sorszáma a címek fölött jelenjen meg. Kérjük, hogy az ábrákat és a táblázatokat folyamatosan számozzák, azaz a sorszámozás az új alfejezetekben és alpontokban ne kezdődjön újra. Az ábrák és táblázatok a szövegközbe, a szándékozott helyükre kerüljenek a kéziratokban. Tüntessék fel a táblázatokban szereplő mennyiségi értékek mértékegységét. Az ábrákhoz háttérfájl (lehetőleg Excelben) kérünk mellékelni. A képfarmátumban (jpg, gif, png) leadott ábrák nem szerkeszthetők. Az ábrák jó minősége érdekben a képek felbontása legalább 300 dpi legyen. A képleteket a jobb oldalon, zárójelben, folyamatosan kérjük számozni, elkerülve az egyes alfejezetekben történő újrászámozást.

Szerzőinket arra kérjük, hogy csak olyan kéziratot küldjenek, amelyet más szerkesztőségnek nem nyújtottak be, illetve az elbírálás idején nem nyújtanak be publikálásra. A *Külgazdaság* szerkesztői csak szakmai és nyelvi szempontból igényes kéziratokat küldenek bírálatra. A cikktervezet anonim lektorok értékelik. További részletek a kulgazdasag.eu honlapon 'A lap bemutatása' menüpontban.

A *Külgazdaság* angol nyelven csak eredeti kutatási eredményeket tartalmazó írásokat közöl. Az angol nyelvű cikkek anyanyelvi lektoráltatása a szerző feladata.

A cikkeket a losoncz.miklos@uni-bge.hu, illetve a kulgazdasag@kulgazdasag.eu e-mail-címen kérjük eljuttatni a szerkesztőségbe. A *Külgazdaság* szerkesztősége nem kér és nem fogad el pénzt a benyújtott kéziratok feldolgozásáért és szerkesztéséért.

Köszönettel:

A Külgazdaság szerkesztősége

1024 Budapest, Margit krt. 47–49., 5. em. 4.

Tel.: +36 1 309-2642, +36 1 309-2695.

E-mail: losoncz.miklos@uni-bge.hu, kulgazdasag@kulgazdasag.eu

Frissítve: 2025. május 12.