



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2025
JÚNIUS

„... nagy bölcsesség az, ki célt tud tenni maga kívánságainak.”

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2025
JÚNIUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg. Az alacsony infláció hosszabb távon tartósan magasabb növekedést és kiszámíthatóbb gazdasági környezetet biztosít, mérsékli a lakosságot és vállalkozásokat egyaránt sújtó gazdasági ingadozások mértékét. Az MNB elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartását, ellenállóképességének növelését, a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulásának biztosítását és a rendelkezésére álló eszközökkel a Kormány gazdaság-, valamint a környezeti fenntarthatósággal kapcsolatos politikáját.

A jegybank az inflációs célkövetés rendszerében 2005 augusztusától a 3 százalékos középtávú cél körüli infláció biztosításával törekszik az árstabilitás megvalósítására. A Magyar Nemzeti Bank legfontosabb döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács negyedévente tekinti át teljes körűen az infláció várható alakulását, és határozza meg az inflációs célkitűzéssel összhangban álló monetáris kondíciókat. A Monetáris Tanács döntéseit a jegybanktörvényben kitűzött célok alapján és azokkal összhangban hozza meg. Ennek megfelelően döntései során mérlegeli többek között a gazdasági helyzet várható alakulását, az inflációs kilátásokat, a pénz- és tőkepiaci folyamatokat és a stabilitási kockázatokat.

Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB nyilvánosságra hozza a monetáris döntések kialakításakor ismert információkat. Az Inflációs jelentés című kiadvány bemutatja az MNB Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzpiaci elemzés, a Költségvetési elemzések, a Pénzügyi stabilitási és jegybanki eszköztár igazgatóságain készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról. Az előrejelzés endogén kamatpolitikai szabály alkalmazásán alapul; míg a monetáris politika által nem befolyásolható gazdasági változók esetében a korábban kialakított előrejelzési szabályokon alapul.

Az elemzés, a Közgazdasági és költségvetési elemzésekért, valamint statisztikáért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt készült. A jelentés elkészítésében a Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzpiaci elemzés, a Költségvetési elemzések, a Pénzügyi stabilitási és jegybanki eszköztár igazgatóság munkatársai vettek részt. A publikációt Virág Barnabás, Elemzésekért, pénzforgalomért és jegybanki programokért felelős alelnök hagyta jóvá.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más szakterületeitől és a Monetáris Tanácstól.

A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2025. június 19-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

Tartalom

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	11
1.1. Inflációs előrejelzésünk	11
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	15
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk	22
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	26
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	29
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése	29
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése	35
3.3. Munkaerőpiaci folyamatok	39
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	41
3.5. Költségek és infláció	42
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	48
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	48
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	50
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	52
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	52
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciónkra	54
5.3. Költségvetési folyamatok	56
6. Kiemelt témák	60
6.1. A hazai lakossági inflációs várakozásokat meghatározó tényezők	60
6.2. A munkaerőpiaci folyamatok elemzése	65
Ábrák és táblázatok jegyzéke	71

Keretes írárok jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink	13
1-2. keretes írás: Az uniós gazdasági élénkítési tervek makrogazdasági hatásai	19
3-1. keretes írás: A kormányzati intézkedések hatása az infláció alakulására	45

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. A jegybank elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi stabilitás fenntartását és a Kormány gazdaság-, illetve környezeti fenntarthatósággal kapcsolatos politikáját.

Az elhúzódó geopolitikai konfliktusok és a vámbejelentések változatlanul bizonytalan világgazdasági környezetet okoznak. Az Európai Unióban a bejelentett kiadásnövelő programok az évek óta visszafogott gazdasági növekedés élénkülését és a költségvetési hiányok emelkedését hozhatják.

2025 első negyedében az Egyesült Államokban 2,1, Kínában pedig 5,4 százalékos bővülést regisztráltak. Az Európai Unió GDP-je éves összevetésben 1,6 százalékkal emelkedett. Az Európai Unión belül hazánk legfontosabb külkereskedelmi partnere, Németország gazdasági teljesítménye 2025. első negyedében stagnált 2024 első negyedéhez képest. Az Egyesült Államokban a vártnál kedvezőbb első vámmegállapodások hatására mérséklődött a recesszió kockázata. Németországban és az EU több más tagállamában bejelentett kiadásnövelő programok a jövő évtől kezdve élénkíthetik az európai növekedést, ugyanakkor növelhetik a költségvetési hiányokat.

Az országok többségében mérséklődött az infláció a tavaszi hónapokban.

Az adatot már publikáló OECD tagországok több mint kétharmadában – 34 országból 24-ben – az infláció változatlan volt vagy csökkent májusban áprilishoz képest. Májusban az Egyesült Államokban 2,4 százalékra emelkedett az infláció, Kínában pedig 0,1 százalékkal csökkentek a fogyasztói árak éves összevetésben. Az infláció májusban az eurozónában 1,9 százalékra mérséklődött, míg a régiós országokban a jegybanki célok felett, 2,4–5,5 százalék között alakult.

Az Európai Központi Bank (EKB) folytatta kamatcsökkentési ciklusát, míg a Federal Reserve (Fed) változatlan szinten tartotta az irányadó ráta célsávját az elmúlt hónapokban.

Az EKB áprilisi, majd júniusi kamatdöntő ülésén is 25 bázispontos kamatcsökkentést hajtott végre, így az irányadó betéti ráta 2,00 százalékra csökkent. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatók alapján az áremelkedés üteme középtávon fenntartható módon eléri a 2 százalékos inflációs célt. A jegybanki kommunikáció szerint a jelenlegi monetáris politikai ciklus a végéhez közeledik.

A Fed márciusi, májusi és júniusi kamatdöntő ülésén is változatlanul, 4,25–4,50 százalékon tartotta az irányadó ráta célsávját. A jegybank kommunikációja alapján a felmerülő kockázatok függvényében a döntéshozók készen állnak a monetáris kondíciók módosítására, ugyanakkor továbbra is türelmes megközelítést alkalmaznak.

A kamatpályákra vonatkozó piaci árazások az Egyesült Államokban és az eurozónában eltérően alakultak. A vámokkal kapcsolatos fokozódó bizonytalanság és az inflációs kockázatok felerősödésének következtében a Fed várható kamatpályája összességében feljebb tolódott, míg az EKB esetében a vámbejelentéseket követően lefelé tolódott a várható kamatpálya.

A régióban a cseh jegybank a márciusi tartást követően májusi kamatdöntő ülésén az irányadó ráta 25 bázispontos mérséklése mellett döntött, aminek következtében az alapkamat 3,50 százalékra csökkent. A lengyel jegybank májusban 50 bázisponttal 5,25 százalékra csökkentette irányadó rátáját, majd júniusban változatlan szinten tartotta az alapkamatot. A román jegybank az elmúlt negyedévben nem változtatott az irányadó ráta 6,50 százalékos szintjén.

A globális befektetői hangulat változékonyan alakult. Az április eleji amerikai vámbejelentések hatására jelentősen romlott a kockázatvállalási hajlandóság, majd a vámokkal kapcsolatos bizonytalanság mérséklődésével valamennyi részpiacra hangulatjavulás történt. Ugyanakkor a közel-keleti konfliktus fejleményei növelték a piaci bizonytalanságot.

Az időszak elején az orosz-ukrán béketárgyalási fejlemények kedvezően hatottak a kockázatvállalási hajlandóságra. Ugyanakkor a nemzetközi vámbejelentések és azok reálgazdasági kilátásokra gyakorolt negatív hatásai jelentősen fokozták a globális pénzpiaci bizonytalanságot.

Az április eleji amerikai vámbejelentések hatására a részvényindexek jelentősen csökkentek, míg a menedékeszközök árfolyamai emelkedtek. Az amerikai részvénypiaci volatilitást mérő VIX index többéves csúcspontjára emelkedett, miközben a fejlett kötvénypiaci volatilitás nőtt és a feltörekvő piaci eszközökkel szembeni kockázatkerülés erősödött. Az amerikai vámok 90 napos részleges felfüggesztését, illetve a nemzetközi vámtárgyalások megkezdését követően valamennyi részpiacon hangulatjavulás történt. Ugyanakkor június közepén a közel-keleti konfliktus eszkalálódásának hatására átmenetileg nőtt a bizonytalanság a pénzügyi piacokon. Az elmúlt negyedév során a dolláreszközökkel kapcsolatos általános bizalomvesztés mellett az amerikai hosszú hozamok emelkedtek, míg a dollár számottevően gyengült.

Az olaj hordónkénti ára áprilisban az utoljára 2021-ben látott szintekre mérséklődött. Az olajárak csökkenése mögötti fő tényező a kereskedelmi háborúval kapcsolatos globális növekedési aggodalom volt, továbbá az OPEC+ májusi és júniusi termelésnövelési terve is közrejátszott. Ugyanakkor a közel-keleti háborús konfliktus következtében az olajárak változékonysága jelentősen megemelkedett. Az európai gázárak március közepétől április végéig mérséklődtek, majd az időszak hátralévő részében emelkedtek.

A forint az április eleji gyengülést követően erősödött az euróval szemben, míg az állampapír- és a bankközi hozamok csökkentek az elmúlt negyedév során.

A befektetői elemzések alapján Magyarország kockázati megítélése a sérülékenységi csökkenése és a külső egyensúlyi pozíció javulása mellett kedvezőbb lett. Ugyanakkor a hitelminősítői indoklások a konjunktúra- és a fiskális kilátásokat kockázatként azonosítják. A forint – a régiós devizákkal párhuzamosan – az amerikai vámmal kapcsolatos bejelentések következtében április elején leértékelődött. A befektetői hangulat javulása mellett az árfolyam fokozatosan erősödött, így az április eleji gyengülés korrigálódott az azóta eltelt időszakban. Az állampapírpiacon a hozamgörbe lejjebb tolódott. A rövid lejáratú bankközi kamatok nem változtak érdemben, ugyanakkor a hosszú lejáratú kamatcsere-ügyletek hozamai csökkentek.

Az infláció az év eleji szintekhez képest mérséklődött az elmúlt hónapokban, míg az év hátralévő részében várhatóan továbbra is a toleranciasáv felett alakul.

2025 májusában az infláció 4,4 százalékra emelkedett, míg a maginfláció 4,8 százalékra mérséklődött. A részben hatósági, részben önkéntes árkorlátozó intézkedések rövid távon jelentős inflációmérséklő hatással bírnak. Ugyanakkor a vállalatok árazási viselkedésében továbbra is erős átárzások figyelhetők meg. A májusi árváltozások mértéke az iparcikkek esetében enyhén a historikus átlag felett alakult. Az egyszeri tényezők hatásától szűrve a piaci szolgáltatások esetében is élénk volt az áremelkedés. A lakossági inflációs várakozások csökkentek, ugyanakkor továbbra is magas szinten tartózkodnak.

Az év hátralévő részében várhatóan továbbra is a toleranciasáv felett alakul az infláció. Középtávon az élénk fogyasztási kereslet, a változó nyersanyagpiaci mozgások és a tartósan erős bérdinamika az inflációs alapfolyamatok gyorsulásának irányába hatnak. Az áremelkedés üteme 2026 elején mérséklődhet tartósan a toleranciasávba és 2027 elején érheti el a 3 százalékos inflációs célt. Az MNB előrejelzése szerint idén éves átlagban 4,7 százalékos infláció várható, míg 2026-ban 3,7 százalékon, 2027-ben pedig 3,0 százalékon alakulhat a fogyasztóiár-index.

2025 első negyedévében stagnált a magyar gazdaság, a második negyedévben továbbra is visszafogott maradhat a hazai konjunktúra.

A magyar gazdaság 2025 első negyedévében stagnált. A hazai reálgazdasági folyamatokat kettősség jellemezte az első negyedévben: a lakossági fogyasztás élénk növekedése mellett a beruházások elhúzódtak visszaesést mutattak. A bizonytalan világpiacon a környezet általánosan szűkíti az ipari termékek exportját. A bérdinamika lassult 2025 első hónapjaiban. A foglalkoztatottak száma nem változott érdemben, így a foglalkoztatottság továbbra is magas szinten alakul. A munkanélküliségi ráta változatlanul alacsony, ugyanakkor a munkaerőpiac feszessége tovább enyhült az elmúlt negyedévekben.

A tavaszi hónapok magas frekvenciás adatai változatlanul visszafogott teljesítményre utalnak. A második negyedévben a kettősség továbbra is fennmaradt: a kiskereskedelmi forgalom áprilisban 5 százalékkal bővült, ugyanakkor az ipari termelés jelentősen, az építőipari termelés kismértékben csökkent az előző év azonos időszakához képest. Az év második felében fokozatos élénkülés várható, amit a stabilan erős fogyasztásnövekedés mellett a lassan normalizálódó külső konjunktúra, valamint bázishatások is támogatnak. Összességében az idei évben a márciusi inflációs jelentés előrejelzésénél alacsonyabb, 0,8 százalékos GDP-bővülés várható.

Jövő évtől mind belső, mind külső tényezők a konjunktúra további élénkülésének irányába hatnak. A magyar GDP 2026-ban 2,8 százalékkal, 2027-ben pedig 3,2 százalékkal bővíthet. Az erős fogyasztásdinamika a teljes előrejelzési horizonton a növekedés fontos tényezője marad, amit az emelkedő reálbérek és a kormányzati adócsökkentések egyaránt támogatnak. Az elmúlt évek nagy kapacitásbővítő beruházási projektjei fokozatosan megkezdik a termelést. Az európai konjunktúra élénkülésével és az új kapacitások termelésének felfutásával az előrejelzési horizonton az export gyorsabb bővülése és az exportpiaci részesedésünk emelkedése várható.

A reálgazdasági teljesítmény kettőssége a hazai hitelpiacon is tükröződik: a háztartási hitelezés élénkülése folytatódott, míg a vállalati szegmensben még nem történt fordulat.

A teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya 9,8 százalékkal bővült éves összevetésben az első negyedév végére. A hitelintézetek által az első negyedévben szerződött lakáshitelek értéke 45 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, a személyi hitelek kibocsátása pedig 51 százalékkal volt magasabb. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok a fogyasztási hitelek és a lakáshitelek iránt is élénkülő keresletet valószínűsítenek 2025 második és harmadik negyedévében. A háztartási hitelállomány a lakosság javuló jövedelmi helyzete, a lakáspiaci áremelkedés, valamint a munkáshitel program elindítása következtében 2025-ben mintegy 12, majd 2026-ban és 2027-ben 9–11 százalékkal emelkedhet.

A teljes vállalati hitelállomány éves növekedése 2,6 százalékot tett ki 2025 első negyedévének végén. A mikro-, kis- és középvállalkozások hitelállománya 1,3 százalékkal növekedett éves összehasonlításban. A bankok hitelezési kapacitása bőséges, általános kínálati korlátok nem azonosíthatók, a vállalati hitelezés aktuális visszafogottsága elsősorban a keresleti tényezők elégtelenségéből fakad. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján 2025 második és harmadik negyedévére előretekintve sem várható a vállalati hitelkereslet érdemi emelkedése. A konjunktúra élénkülésével és a gazdasági környezetet övező bizonytalanság oldódásával a vállalati hitelállomány 2025-ben 4,5, 2026-ban és 2027-ben pedig 9,0 százalékkal emelkedhet.

A folyó fizetési mérleg többlete 2025-ben enyhén mérséklődik, majd fokozatosan emelkedik.

A folyó fizetési mérleg többlete 2024-ben a GDP 2 százaléka fölé emelkedett, ami elsősorban a külkereskedelmi többlet bővülésére, valamint a jövedelemegyenleg kisebb hiányára volt visszavezethető. Az élénkülő belső kereslettel párhuzamosan 2025-ben átmenetileg enyhén mérséklődik a folyó fizetési mérleg többlete. A következő év elejétől azonban a normalizálódó külső kereslet és az új beruházások termelésének felfutása a külkereskedelmi egyenleg növekedését és ezzel a külső egyensúlyi pozíció fokozatos emelkedését eredményezi. Mindezek hatására a folyó fizetési mérleg többlete 2025-ben a GDP 2,0 százaléka, 2026-ban 2,2 százaléka, 2027-ben pedig 2,5 százaléka körül alakulhat.

A költségvetési hiány csökkenése várható.

A jegybank előrejelzése szerint a 2024-es 4,9 százalékos GDP-arányos értékhez képest a költségvetési hiány 2025-ben tovább csökkenhet, amit főként a mérséklődő kamatkidadások, valamint a csökkenő állami beruházások támogatnak. A kamatkidadások nélkül számított elsődleges egyenleg a teljes előrejelzési horizonton egyensúly közelében lesz. Az előzetes adatok alapján a bruttó államadósság 2025 első negyedévének végén a GDP 75,5 százaléka volt. Az államadósság 2025. évi csökkenését a magas pénzforgalmi hiány mellett a visszafogott gazdasági bővülés is jelentősen nehezíti. A hiány fokozatos mérséklődésével a GDP-arányos adósságráta 2026-tól csökkenhet.

A Monetáris Tanács kockázati értékelése alapján a júniusi előrejelzés alappályáját többségében felfelé mutató inflációs és lefelé mutató növekedési kockázatok övezik.

A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív kockázati forgatókönyvet emelt ki. A geopolitikai feszültségek éleződését valószínűsítő, valamint a lassabban csökkenő inflációs várakozásokat feltételező kockázati forgatókönyvek magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával konzisztensek. A munkaerőpiaci feszesség gyorsabb oldódását előrevetítő forgatókönyv az alappályánál visszafogottabb gazdasági növekedéssel és mérsékeltebb inflációval áll összhangban. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív Szenárióként a kereskedelmi feszültségek fokozódásával, a geopolitikai feszültségek oldódásával, az élénkebb nyugat-európai konjunktúrával, valamint az inflációs várakozások gyorsabb csökkenésével számoló pályákat tárgyalta.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Az adatok éves változásokat mutatnak és előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült.)

	2024	2025	2026	2027
	Tény		Előrejelzés	
Infláció (éves átlag)				
Maginfláció	4,6	4,9	4,0	3,0
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	4,6	4,7	4,0	3,0
Infláció	3,7	4,7	3,7	3,0
Gazdasági növekedés				
Háztartások fogyasztási kiadása	5,1	3,9	4,2	3,3
Közösségi végső fogyasztás ¹	-3,7	0,7	0,6	0,4
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-11,1	-5,5	1,6	4,0
Belföldi felhasználás	-0,1	0,8	2,8	2,8
Export	-3,0	0,5	4,5	6,2
Import	-4,0	0,6	4,7	5,9
GDP	0,5	0,8	2,8	3,2
Munkatermelékenység ²	0,4	0,9	3,2	3,0
Külső egyensúly ^{3, 6}				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	2,2	2,0	2,2	2,5
Külső finanszírozási képesség	2,6	3,1	3,6	3,7
Államháztartás ³				
ESA-egyenleg	-4,9	(-4,4) - (-4,1)	(-4,0) - (-3,7)	(-3,5) - (-2,9)
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	13,2	9,2	10,5	7,0
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	0,0	-0,4	-0,4	0,2
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁴	12,0	9,1	9,3	9,4
Versenyszféra foglalkoztatottság	-0,3	-0,8	-0,3	0,2
Munkanélküliségi ráta	4,5	4,5	4,8	4,5
Versenyszféra reál fajlagos munkaerőköltség	5,0	0,8	1,1	0,2
Lakossági reáljövedelem ⁵	3,6	2,5	4,4	3,1

¹ Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a nonprofit intézmények által nyújtott transfereket.

² Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

³ A GDP arányában.

⁴ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

⁵ MNB-becslés.

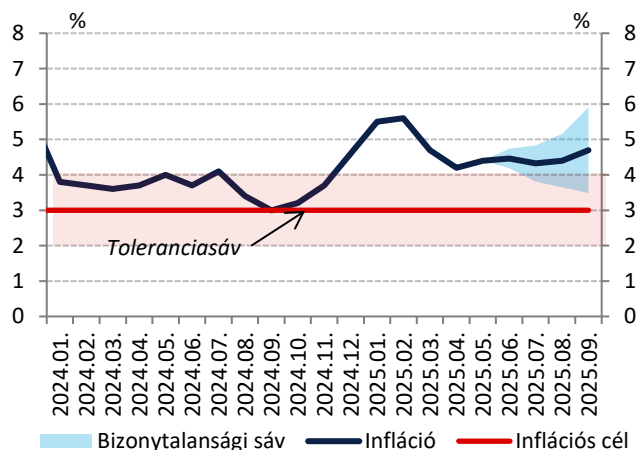
⁶ 2024-re figyelembe vettük a GDP szerinti külkereskedelmi adatokat.

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

1.1. Inflációs előrejelzésünk

2025 májusában az infláció a korábbi várakozásainkkal összhangban 4,4 százalékra emelkedett, míg a maginfláció 4,8 százalékra mérséklődött. A részben hatósági, részben önkéntes árkorlátozó intézkedések rövid távon jelentős inflációmérséklő hatással bírnak. Ugyanakkor az inflációs alapfolyamatokban továbbra is erős vállalati átárázások figyelhetők meg. Az év hátralévő részében várhatóan a toleranciasáv felett marad az infláció, így 2025-ben átlagosan 4,7 százalékos fogyasztói áremelkedésre számítunk. Középtávon az élénk fogyasztási kereslet, a változékony nyersanyagpiaci mozgások és a tartósan erős bérdinamika, valamint az árkorlátozó intézkedések bázishatása mellett – az alapelőrejelzésünk mentén – szigorú monetáris kondíciók fenntartása áll összhangban az inflációs cél elérésével. Az áremelkedés üteme 2026 elején mérséklődhet tartósan a toleranciasávba, és 2027 elején érheti el a 3 százalékos inflációs célt. Az MNB előrejelzése szerint idén éves átlagban 4,7 százalékos infláció várható, míg 2026-ban 3,7 százalékon, 2027-ben pedig 3,0 százalékon alakulhat a fogyasztóiár-index.

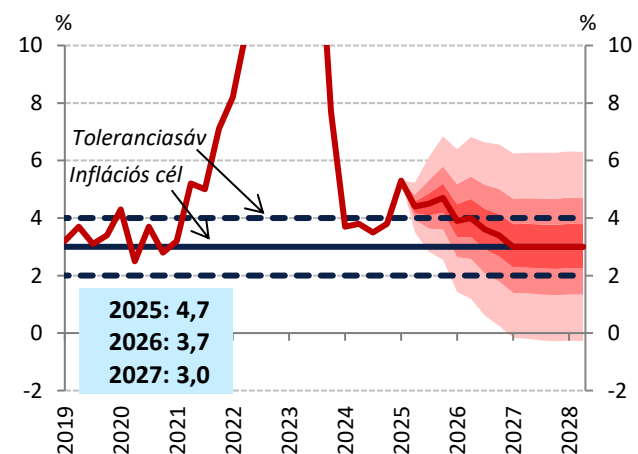
1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása



Megjegyzés: Éves változás. A bizonytalansági sáv az előrejelzés körüli bizonytalanságot mutatja a korábbi évek előrejelzési hibájának szórásainak figyelembevételével.

Forrás: KSH, MNB

1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

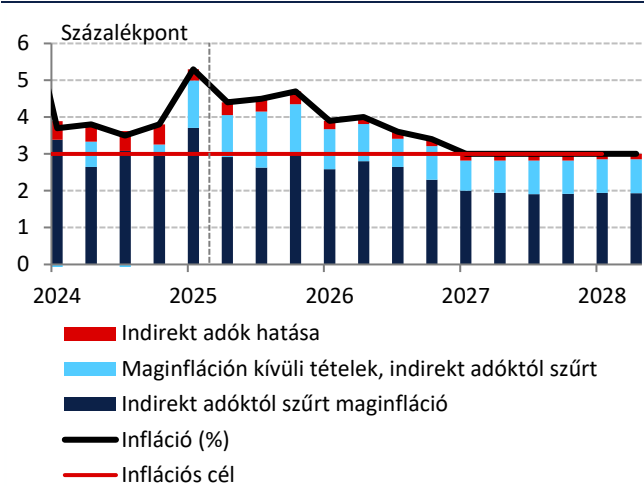
Az elmúlt hónapok fogyasztóiár-index adatai összhangban alakultak a korábbi várakozásainkkal, azonban az alapfolyamatok a vártnál élénkebben alakultak. Ezzel szemben a hatósági és önkéntes árkorlátozó intézkedések rövid távon jelentős inflációmérséklő hatással bírnak (1-1. ábra). Az év hátralévő részében várhatóan a toleranciasáv felett marad az infláció. Az árréskorlátozások kivételét követően az áremelkedési ütem az ősz közepére átmenetileg 5,0 százalék közelébe emelkedhet.

Az infláció 2026 elején mérséklődik tartósan a jegybanki toleranciasávba, majd 2027 elején érheti el a 3 százalékos célt. A globális élelmiszer-alapanyagárak emelkedése mellett a forint euróval szembeni árfolyamának tavalyi év második felében megfigyelt gyengülése is fokozatosan jelenik meg a fogyasztói árakban. Az idei év inflációt emelő hatásait mérsékli az árkorlátozó intézkedések átmeneti deflációs hatása és a dollár gyengülése, ami a márciusi előrejelzéshez képest alacsonyabb forintban kifejezett olajárakat és ezen keresztül az üzemanyagárak csökkenését eredményezi.

Középtávon az élénk fogyasztási dinamika, valamint az árkorlátozások bázishatása lassítja a jövő évi deflációt, ugyanakkor a monetáris kondíciók hozzájárulnak az áremelkedési ütem mérséklődéséhez 2026-ban és 2027-ben.

A márciusi előrejelzésünkhöz képest az inflációra vonatkozó várakozásunk 2025-ben 0,1 százalékponttal mérséklődött. A március óta mérséklődő forintban kifejezett olajárak, valamint a kormányzati árintézkedések, illetve önkéntes árkorlátozások deflációs hatását a lakossági gázárak és az élelmiszer-alapanyagárak emelkedése, valamint az árkorlátozások nélkül továbbra is erős inflációs alapfolyamatok részben ellensúlyozzák. Az infláció 2025-ben átlagosan 4,7 százalékon, 2026-ban 3,7

1-3. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója



Forrás: KSH, MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

		2025	2026	2027
Indirekt adóktól szűrt maginfláció		4,7	4,0	3,0
Maginfláció		4,9	4,0	3,0
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	5,7	5,5	4,7
	Járműüzemanyag és piaci energia	-0,3	1,5	3,2
	Szabályozott árú termékek	5,1	2,5	1,7
	Alkohol, dohány	6,2	4,9	4,1
Infláció		4,7	3,7	3,0

Megjegyzés: Százalék.

Forrás: MNB

százalékon, 2027-ben 3,0 százalékon alakulhat éves átlagban (1-2. ábra).

Az indirekt adóktól szűrt maginfláció 2025-ben 4,7 százalékon, 2026-ban 4,0, 2027-ben pedig 3,0 százalékon alakulhat. Az idei adószűrt maginflációra vonatkozó várakozásunkat a márciusi előrejelzés sávközepéhez képest 0,3 százalékponttal mérsékeljük, ugyanis a telekommunikációs és banki szolgáltatások önkéntes árkorlátozása, valamint a háztartási cikkek- és élelmiszerek árréskorlátozása is átmenetileg csökkenti a maginflációt. Az árréskorlátozások kivezetésével a maginfláció az őszi hónapokban emelkedhet. Az alapfolyamatok 2026 elejétől mérséklődnek újra érdemben, ezzel támogatva az inflációs cél elérését (1-3. ábra).

Az élelmiszerek esetében az emelkedő világpiaci árak folytatódó begyűrzésére számítunk, amit átmenetileg visszafog az élelmiszer-árresek korlátozása. A hatósági és önkéntes árkorlátozó intézkedések éves átlagban 0,8 százalékponttal mérsékelhetik az idei inflációt, amit részben ellensúlyozhat, ha a kereskedők a korlátozás hatálya alá eső termékeken elszenvedett veszteséget a többi termék áréréseinek emelésével igyekeznek kompenzálni. A korlátozások végével az árresek fokozatos helyreállítására, illetve a termékcsoportok közötti átrendeződésére számítunk (lásd a 3-1. keretes írásunkat). A feldolgozatlan élelmiszerek esetében az idei évben 5,7 százalék körüli, míg a jövő évben 5,5, 2027-ben pedig 4,7 százalékos áremelkedést prognosztizálunk.

A járműüzemanyag és piaci energia termékkör ára idén éves átlagban 0,3 százalékkal csökkenhet, majd jövőre 1,5, 2027-ben pedig 3,2 százalékkal emelkedhet (1-1. táblázat). A forintban kifejezett világpiaci olajárakra vonatkozó feltevésünk a teljes előrejelzési horizonton mérséklődött a márciusi fordulóhoz képest. A vámbejelentések és az OPEC országok termelésnövelésének hatására áprilisban a dollárban kifejezett világpiaci olajárak érdemben csökkentek, majd júniusban a fokozódó közel-keleti geopolitikai feszültségek hatására ismét 70-75 dollár/hordó körüli szintre emelkedtek. Ugyanakkor mivel a dollárral szemben érdemben erősödött a hazai deviza az elmúlt hónapokban, a forintban kifejezett olajárak továbbra is a márciusi szintek alatt tartózkodnak. A földgáz ára szintén visszaesett április elején, majd júniusban az olaj árával párhuzamosan emelkedett. A szabályozott árú termékek és szolgáltatások ára 2025-ben előrejelzésünk szerint átlagosan 5,1 százalékkal emelkedik. Prognózisunkban azzal a technikai feltevéssel éltünk, hogy a lakossági energiaárakat érintő intézkedések a teljes előrejelzési horizonton változatlan formában érvényben maradnak.

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink

Magyarország egy kis nyitott gazdaság, így a legfontosabb makrogazdasági változókra készített előrejelzéseinket alapvetően befolyásolja a külső tényezők alakulása. Prognózisunk átláthatóbbá tételét segíti a külső feltevésekre vonatkozó változások rövid bemutatása (1-2. táblázat).

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2025		2026		2027		Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	2025	2026	2027
EURUSD	1,06	1,12	1,07	1,15	1,07	1,15	5,4%	7,6%	7,6%
Olajár (USD/hordó)	71,9	70,2	69,7	66,8	69,3	66,3	-2,4%	-4,1%	-4,3%
Olajár (EUR/hordó)	67,6	62,8	65,2	58,1	64,8	57,7	-7,2%	-10,9%	-11,1%
Gázár (EUR/MWh)	37,8	40,4	32,7	36,2	31,7	31,0	7,0%	10,8%	-2,2%
Eurozóna inflációja (%)	2,3	2,0	1,9	1,6	2,0	2,0	-0,3 szp.	-0,3 szp.	0,0 szp.
Eurozóna növekedése (%)	0,9	0,9	1,2	1,1	1,3	1,3	0,0 szp.	-0,1 szp.	0,0 szp.
Felvevőpiacaink növekedése* (%)	1,6	1,2	1,7	1,6	1,9	2,2	-0,4 szp.	-0,1 szp.	+0,3 szp.

Megjegyzés: Olajárak esetén éves átlag. *21 legfontosabb exportpartnerünk növekedési üteme az exportból vett részaránnyal súlyozva.
Forrás: Bloomberg. Consensus Economics. MNB. EKB

A külső keresletre vonatkozó feltevéseink érdemben csökkentek az idei és a jövő évre. 2025 első negyedévében az EU gazdasága 1,6, míg az eurozóna gazdasága 1,5 százalékkal bővült a szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján az előző év azonos időszakához képest. Az Egyesült Államok gazdasága 2,1 százalékkal emelkedett éves összevetésben, míg negyedéves bázison 0,1 százalékos visszaesést mértek. Kínában 2025 első negyedévében éves alapon 5,4, míg negyedéves alapon 1,2 százalékos bővülést regisztráltak. 2025. első negyedévben jelentősen emelkedett a globális árukereskedelem szintje. A növekedés nagyrészt a kilátásba helyezett áprilisi amerikai vámemeléseknek köszönhető, amit megelőzve az exportőrök jelentősen megnövelték a szállítások volumenét: a CPB World Trade monitor külkereskedelmi szakstatisztika szerint márciusban 30,4 százalékkal nőtt az amerikai áruimport. A következő hónapokban ugyanakkor várhatóan lassulni fog a nemzetközi kereskedelmi forgalom. A globális növekedési várakozásokat erőteljesen befolyásolják a kereskedelempolitikai intézkedések, illetve az orosz-ukrán háború és az izraeli-iráni konfliktus fejleményei. A 2025-re vonatkozó globális és európai növekedési várakozások jelentősen romlottak a márciusi előrejelzéshez képest, elősorban a bejelentett vámintézkedések hatására. A jövő év végétől kezdve ugyanakkor érdemben segíthetik az európai konjunktúrát a bejelentett uniós és német élénkítési programok (ld. 1-2. keretes írás). A konjunktúraindexek alapján a fogyasztói bizalom az EU gazdaságaiban kis mértékben visszaesett, míg az üzleti hangulat a szolgáltatások és az ipar esetében továbbra is alacsony szinten áll.

Az Európai Központi Bank várakozásai szerint az eurozóna GDP-növekedése 2025-ben 0,9 százalékon alakulhat, amely megegyezik a korábbi előrejelzésükkel. Az intézmény a jövő évi növekedést enyhén, 0,1 százalékponttal csökkentette, így az 1,1 százalékos lehet 2026-ban. Az EKB júniusi előrejelzése alapján az euroövezet inflációja idén 2,0 százalékon, 2026-ban 1,6 százalékon, míg 2027-ban pedig 2,0 százalékon alakulhat. Az intézmény inflációs előrejelzése az idei és a jövő évre 0,3 százalékponttal alacsonyabb, míg 2027-re nem változott a márciusi projekcióhoz képest.

A Brent nyersolaj ára júniusban fokozott volatilitás mellett ismét 70 dollár fölé emelkedett. A Brent hordónkénti ára a márciusi 70-75 dollár körüli szintről április elejére négyéves mélypontra, 65 dollár alá ereszkedett. Az olajár élénk csökkenését vámbeljelentések és az OPEC országok termelésnövelése magyarázta. Júniusban a fokozódó közel-keleti geopolitikai feszültségek hatására ismét 70-75 dollár/hordó körüli szintre emelkedtek az olajárak. A dollárral szemben érdemben erősödött a hazai deviza az elmúlt hónapokban, így a forintban kifejezett olajár továbbra is a márciusi feltevésünk alatt alakul. Az általánosan feszült geopolitikai helyzet továbbra is jelentős kockázatokat hordozhat a világpiaci olajár alakulásának tekintetében, különösen az esetleges energiaiimportokra vonatkozó vámbeljelentések és a közel-keleti konfliktus eszkalálódása. A geopolitikai konfliktusok hatása a hazai inflációra attól függ, hogy a konfliktus világpiaci és nyersanyagárakra gyakorolt hatása mennyire tartós. A történelmi tapasztalatok alapján az elmúlt fél évszázad olajárakat befolyásoló konfliktusai közül az esetek kétharmadában az olajárak egy év alatt visszatértek a konfliktus kitörése előtti szintre és csak három alkalommal maradtak tartósan magasabban (az 1973-as és 1979-es olajválságok, illetve a 2011-es Arab Tavasz esetében).

A globális gáz- és áramárak továbbra is az orosz-ukrán háború előtti hónapok szintje alatt alakulnak. A földgáz hazai és európai beszerzési árának alakulása a holland TTF gáz jegyzésárát követi, amely 2022 augusztusában érte el historikus, 300 euró feletti csúcsát. A gáz világpiaci ára június közepén 38 euró/MWh körül alakult, mely továbbra is elmarad a február közepén látott kétéves csúcstól. Áprilisban az amerikai vámbejelentések és ebből fakadóan a globális növekedési kilátások romlásának hatására mérséklődtek az európai gázárak, majd júniusban az olaj árával párhuzamosan emelkedtek. A földgáztüzelésű erőműveken keresztül a gázárak változása az áram árára is hat. Az elektromos energia ára júniusra a februári árszint felére mérséklődött. A német Phelix típusú áramár 7 napos mozgóátlaga az év elején megfigyelt 120 euró körüli szintről 60 euró köré mérséklődött.

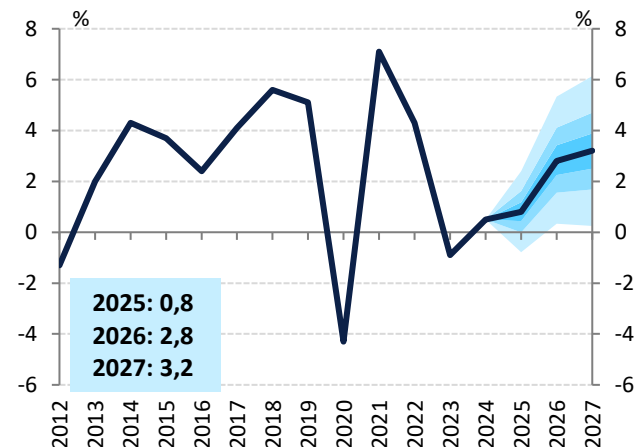
A költségvetés GDP-arányos hiánya 2025-ben előrejelzésünk szerint 4,1-4,4 százalék között alakulhat, majd 2026-ban 3,7-4,0 százalék, 2027-ben 2,9-3,5 százalék között lehet a deficit. A hiány csökkenését a mérséklődő állami kamatkiadások és a beruházások csökkenése segíti. Az államadósság 2025. évi csökkenését a magas pénzforgalmi hiány mellett a visszafogott gazdasági bővülés is jelentősen nehezíti. A hiány fokozatos mérséklődésével az előrejelzési horizont végére 71 százalékra csökkenhet a GDP-arányos adósságráta.

Az uniós források elérhetőségének korlátozása továbbra is bizonytalanságot jelent a költségvetési folyamatok szempontjából. Hazánk összesen 12,2 milliárd euro értékben férhet hozzá a 2021-2027-es kohéziós kerettrészhez, melynek lehívása folyamatosan zajlik, de elmarad az uniós átlagtól. A hazai abszorpció ráta június elején 9,1 százalék, míg az uniós átlag 9,9 százalék volt. Magyarország továbbra sem fér hozzá a Helyreállítási és Ellenállóképességi Eszköz (RRF) 6,4 milliárd eurós vissza nem térítendő keretéhez, melyhez kifizetési igényeket a jelenlegi előírások szerint csak a 2026 közepéig megvalósított mérföldkövekre lehet benyújtani.

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

Az idei évben 0,8 százalékkal bővíthet a magyar gazdaság. A tavaszi hónapok magas frekvenciás adatai az első negyedéves stagnálást követően változatlanul visszafogott teljesítményre utalnak. A reálgazdaságot kettősség jellemzi, mivel a lakossági fogyasztás élénk növekedése mellett a beruházások elhúzódó visszaesést mutatnak. A bizonytalan világpiaci környezet általánosan szűkíti az ipari termékek exportját. Az idei év második felében fokozatos élénkülésre számítunk, amit a stabilan erős fogyasztás-növekedés mellett a lassan normalizálódó külső konjunktúra, valamint bázishatások is támogatnak. Előrejelzésünket elsősorban a vámháború negatív hatásai és a kedvezőtlen első negyedéves GDP-adat következtében csökkentettük a márciusban várthoz képest. Jövő évtől mind belső, mind külső tényezők a konjunktúra további élénkülésének irányába hatnak, így 2026-ban 2,8, majd 2027-ben 3,2 százalékkal folytatódhat a GDP bővülése. Az erős fogyasztás-dinamika a teljes horizonton a növekedés fontos tényezője marad, amit az emelkedő reálbérek és a kormányzati adócsökkentések egyaránt támogatnak. A konjunktúra javulásával és a gazdasági környezetet övező bizonytalanságok oldódásával 2026-tól ismét növekednek a beruházások. Az elmúlt évek nagy kapacitásbővítő beruházási projektjei fokozatosan megkezdik a termelést. Az európai konjunktúra élénkülésével és az új kapacitások termelésének felfutásával előrejelzési horizontunkon az export gyorsuló bővülésére és az exportpiaci részesedésünk emelkedésére számítunk.

1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

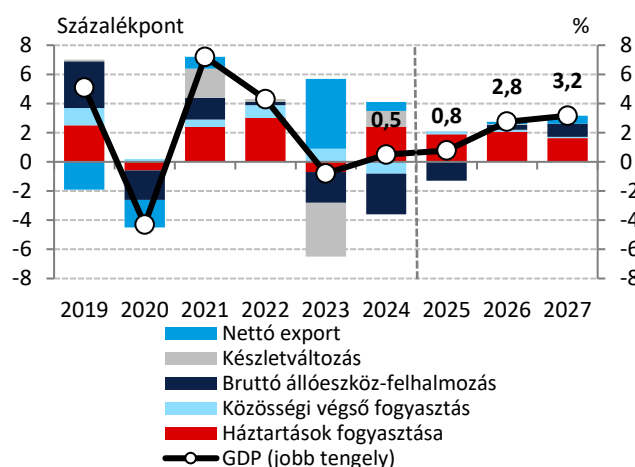
Előrejelzésünk szerint idén 0,8 százalékkal bővíthet a magyar gazdaság.

Prognózisunkat elsősorban a vámháború negatív hatásai és az első negyedéves, a várakozásoktól jelentősen elmaradó GDP-adat következtében csökkentettük a márciusi Inflációs jelentés óta. 2025 első negyedévében a hazai GDP stagnált az előző év azonos időszakához képest, míg 2024 negyedik negyedévéhez képest 0,2 százalékkal mérséklődött. A második negyedévben továbbra is mérsékelt gazdasági teljesítményre számítunk, amit a tavaszi hónapok magas frekvenciás adatai is alátámasztanak. Az éves bázisú bővülés a harmadik negyedévben térhet vissza. Az idei növekedés korábbi előrejelzésünkénél lassabb mértéke az áthúzódó hatáson keresztül a jövő évi növekedést is mérsékli.

A gazdasági teljesítményt termelési oldalon is kettősség jellemzi:

a szolgáltatások támogatják, míg az ipar és építőipar visszafogja a GDP alakulását. A szolgáltatásokon belül a fogyasztáshoz köthető szolgáltatások (elsősorban a kiskereskedelem) összességében továbbra is növekvő pályán vannak, aminek fennmaradását várjuk. Az üzleti szolgáltatások többségében ugyanakkor lassult a növekedés az első negyedévben. A bizonytalanság oldódásával, a hitelezés fellendülésével és a termelő ágazatok élénkülésével párhuzamosan kaphat ismét erőre a szektor. Az ipari termelést övező kedvezőtlen üzleti hangulat és az előretekintő indikátorok továbbra is arra utalnak, hogy az ipari teljesítmény rövid távon visszafogott maradhat. Az ipari export legnagyobb célországa, Németország iparának élénkülését az idei év végére várják az elemzők, ami a hazai folyamatokra is kedvező hatással lehet. Az építőipari termelés idén is visszafogott maradhat. Az építőipari kilátásokat árnyalja, hogy a hangulatindikátorok jellemzően romlottak az elmúlt hónapokban, ugyanakkor a lakásépítési engedélyek jelentősen emelkedtek 2025 első negyedévében. A mezőgazdaság teljesítményét jellemzően a

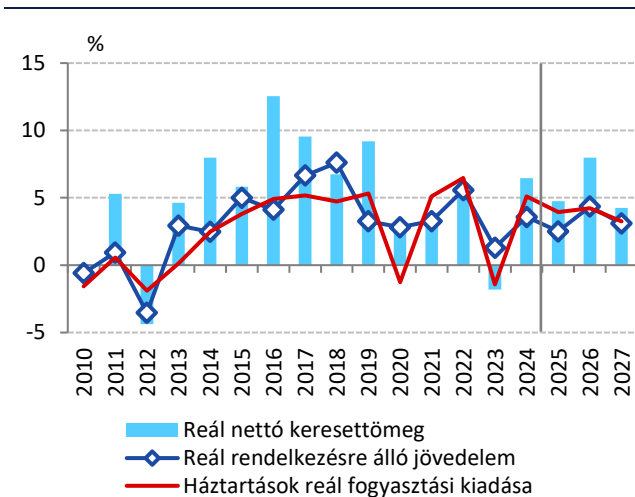
1-5. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése



Megjegyzés: A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket.

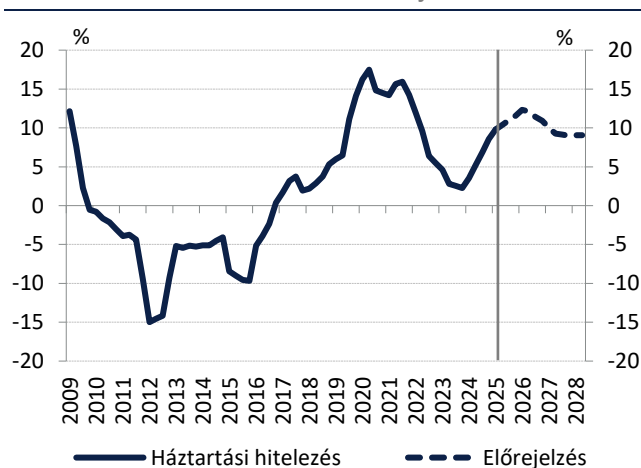
Forrás: KSH, MNB

1-6. ábra: A nettó keresettömeg, a rendelkezésre álló jövedelem és a háztartások fogyasztási kiadásainak éves változása reálértéken



Forrás: KSH, MNB

1-7. ábra: A háztartási hitelezés előrejelzése



Megjegyzés: Tranzakció alapú éves változás. 2019 harmadik negyedévében a lombardhitelek tranzakcióitól szűrt adat.

Forrás: MNB

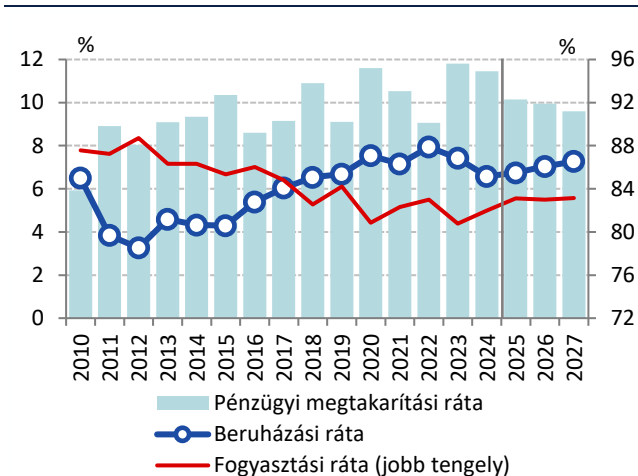
második és harmadik negyedévben tapasztalható időjárás is nagymértékben meghatározza. A tavalyi alacsony bázis következtében a harmadik negyedévtől a mezőgazdaság átlagos terméseredmények esetén is támogatni tudja a növekedés visszatérését.

A GDP bővülése 2026-ban 2,8, majd 2027-ben 3,2 százalékos ütemben folytatódhat (1-4. és 1-5. ábra). Jövő évben mind belső, mind külső tényezők a konjunktúra további élénkülése irányában hatnak. A növekedés elsőszámú támasza a teljes előrejelzési horizonton a háztartások fogyasztási kiadásainak emelkedése. A nettó export és a beruházások 2026-ban még kis mértékben támogatják a növekedést, aminek szerkezete a két szektor érdemi bővülésével 2027-től lehet ismét kiegyensúlyozott.

2025-ben az emelkedő reálbérének köszönhetően a háztartási fogyasztás folytatódó bővülésére számítunk (1-6. ábra). Az év folyamán a fogyasztást a reálkeresetek növekedése mellett várakozásunk szerint a historikusan magas szintről csökkenő megtakarítási ráta is támogatja. A lakosság keresletét erősíti a háztartási hitelállomány várható növekedése is, ami a lakosság javuló jövedelmi helyzete, a növekvő reálbérék, a lakáspiaci áremelkedés, valamint a munkáshitel program elindítása következtében 2025-ben mintegy 12 százalékot érhet el, majd 2026-ban és 2027-ben 9–11 százalékkal emelkedhet (1-7. ábra). Várakozásunk szerint idén a lakosság reálértékben vett rendelkezésre álló jövedelme 2,5 százalékkal bővül, míg a fogyasztás 3,9 százalékkal növekedhet. 2026-ban a kormányzati intézkedések (fegyverpénz, családi adókedvezmény bővítése, édesanyák szja mentessége, babaváró hitelek meghosszabbítása, munkáshitel, Vidéki Otthonfelújítási Program) átmenetileg tovább élénkítik a reáljövedelmek növekedését. A már bejelentett intézkedések összesen a GDP mintegy 1,4 százalékát kitevő költségvetési hatással járhatnak. A jövedelemnövelő intézkedések várhatóan a 2026-os év első felében jelenthetik a legnagyobb stimulust a fogyasztásban. Az ösztönző hatások kifizetésével a fogyasztás éves dinamikája 2027-ben visszafogottabban alakulhat. A lakossági fogyasztás előrejelzésünk szerint 2025-ben 3,9, 2026-ban 4,2, 2027-ben pedig 3,3 százalékkal bővülhet.

2025-ben a háztartások jövedelemarányos megtakarításai csökkenhetnek az előző évhez képest. 2023-2024-ben a bizonytalan gazdasági környezet és a magas infláció eredményeképpen megemelkedett a lakossági megtakarítási ráta. Az idei évben a csökkenő állampapír kamatok és a bővülő fogyasztás következtében a megtakarítási ráta alacsonyabb szinten alakulhat, ezzel párhuzamosan a fogyasztási ráta a jelenlegi alacsonyabb szintjéről növekedhet. A lakosság beruházási rátája szintén

1-8. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Megjegyzés: Nominális adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

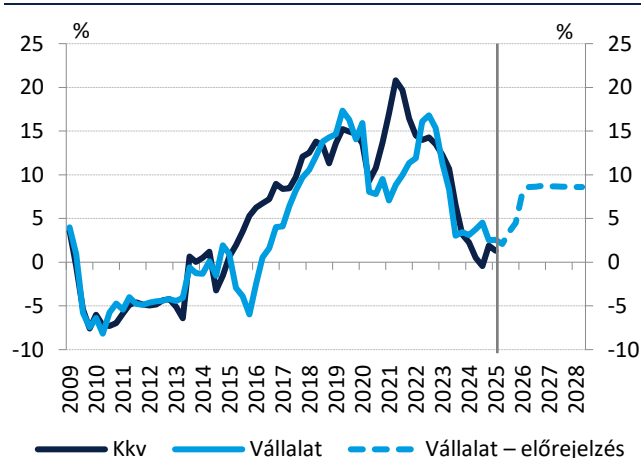
1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása

	2024	2025	2026	2027
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-11,1	-5,5	1,6	4,0
Állami beruházás	-21,0	-5,6	-2,2	-7,3
Privát beruházás	-8,6	-5,5	2,4	6,3
Beruházási ráta	23,4	22,1	22,2	22,9
Reál beruházási ráta	21,7	20,3	20,1	20,3

Megjegyzés: Százalék. A bruttó állóeszköz-felhalmozás esetében éves változás szerepel, míg a beruházási ráta GDP arányos értéket mutat. A reál beruházási ráta 2021. évi árakon számolva.

Forrás: MNB

1-9. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: Tranzakció alapú éves változás. A kkv szektor az önálló vállalkozókat nem tartalmazza. A teljes vállalati növekedési ütem a teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelállomány alapján. Forrás: MNB

enyhén emelkedik várakozásunk szerint. Előretekintve 2026-tól a lakosság beruházási rátája 7–7,5 százalék, megtakarítási rátája 9,5 – 10,0 százalék közötti szinten alakul, fogyasztási rátája pedig 83,0 százalék körül stabilizálódik (1-8. ábra).

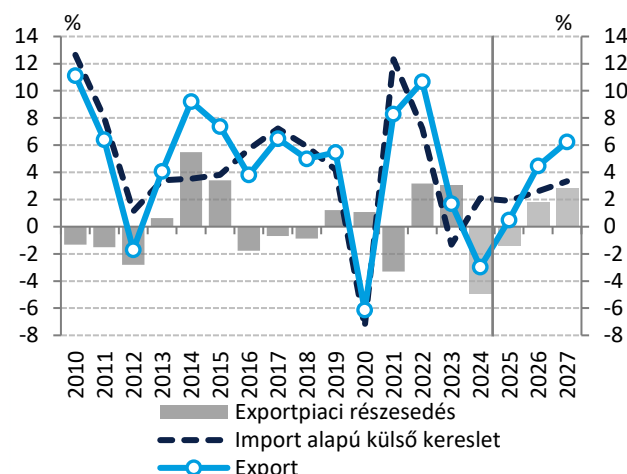
A beruházások volumene várakozásunk szerint 2025-ben 5,5 százalékkal csökken, míg 2026-ban 1,6, 2027-ben 4,0 százalékos bővülés várható (1-3. táblázat). A nominális beruházási ráta 22-23 százalék közelében, a 2021. évi fix áras beruházási ráta 20 százalék körül alakulhat az előrejelzési horizonton.

A vállalati beruházások volumene az idei évben csökkenhet, azt követően pedig fokozatosan bővül. Az idei évben a vámháború miatti bizonytalanság, az alacsony kapacitáskihasználtság és a gyenge kereslet miatt a vállalatok kívánnak, és részben elhalasztják beruházásaikat, ezért tovább mérséklődik a vállalati beruházási aktivitás. A vállalati hitelkereslet továbbra is alacsony, és nincs jele fordulatnak. A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme 2025 első negyedévében a várakozásunk alatt alakult, az éves dinamika a teljes pénzügyi közvetítőrendszer adatai alapján 2,6 százalékot tett ki a negyedév végén (1-9. ábra). A vállalati hitelezés gazdaságot támogató növelésének lehetőségeiről ugyanakkor az MNB egyeztetést kezdeményezett a hitelintézetekkel. Becslésünk szerint a konjunkturális élénküléssel és a gazdasági környezetet övező bizonytalanságok oldódásával a vállalati hitelállomány 2025-ben 4,5 százalékkal, 2026–2027-ben pedig 9 százalékkal emelkedhet. 2026-tól kezdődően az emelkedő külső konjunktúra és az élénkülő belső kereslet következtében javulhat a vállalatok kapacitáskihasználtsága. Az emelkedő kapacitáskihasználtság, a javuló bizalom a hitelezési aktivitás és a vállalati fejlesztések fokozatosan élénkülő, 2,2, majd 7,4 százalékos emelkedését eredményezi 2026-ban és 2027-ben.

A lakossági beruházások esetében enyhe növekedésre számítunk az előrejelzési horizonton. Az új lakáshitel-szerződések esetében az új szerződések száma (+11 százalék) és az átlagos hitelösszeg (+30 százalék) egyaránt emelkedett 2025 első negyedévében, ami a lakásberuházások növekedésének irányába mutat, ugyanakkor az alacsony lakossági bizalom miatt a bővülés csak mérsékelt lehet az idei évben. Előrejelzésünk szerint 2025-ben 1,0, 2026-ban és 2027-ben 3,0 százalékkal bővülnek a háztartások beruházásai. **Az állami beruházások volumene az előrejelzési horizonton a kormányzati tervekkel összhangban jelentősen mérséklődik.**

A hazai kivitel a tavalyi jelentős visszaesés után az idei évben kis mértékben, 0,5 százalékkal bővülhet. A vártnál

1-10. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Forrás: KSH, MNB

kedvezőbb első negyedéves adat ellenére (amely nagyrészt energiahordozók kiviteléhez köthető) a kedvezőtlen ipari alapfolyamatok, valamint az új külföldi ipari rendelések alakulása az export csökkenését vetítik előre a második és harmadik negyedévre. A hazai ágazatokat jobban érintő kereslethiány következtében exportpiaci részesedésünk az idei évben is csökken. A jövő évtől kezdve ugyanakkor a vámemelések negatív hatását részben ellensúlyozhatja az európai hadiipari és fiskális élénkítési programokkal gyorsuló növekedés a felvevőpiacainkon. Az Európai Unió GDP-je az Európai Bizottság előrejelzése alapján 1,5 százalékkal nőhet 2026-ban. A márciusban elfogadott német 500 milliárd eurós infrastrukturális és hadiipari program további külső keresleti impulzust jelenthet (ld. 1.2. keretes írás). A külső konjunktúra helyreállásán kívül támogatja az export bővülését a járműipari és akkumulátorgyártáshoz kapcsolódó beruházások termelésbe állása is. 2026-ban így összességében 4,5, 2027-ben 6,2 százalékkal bővíthet a kivitel, és 2026-tól exportpiaci részesedésünk is újra növekedni tud (1-10. ábra).

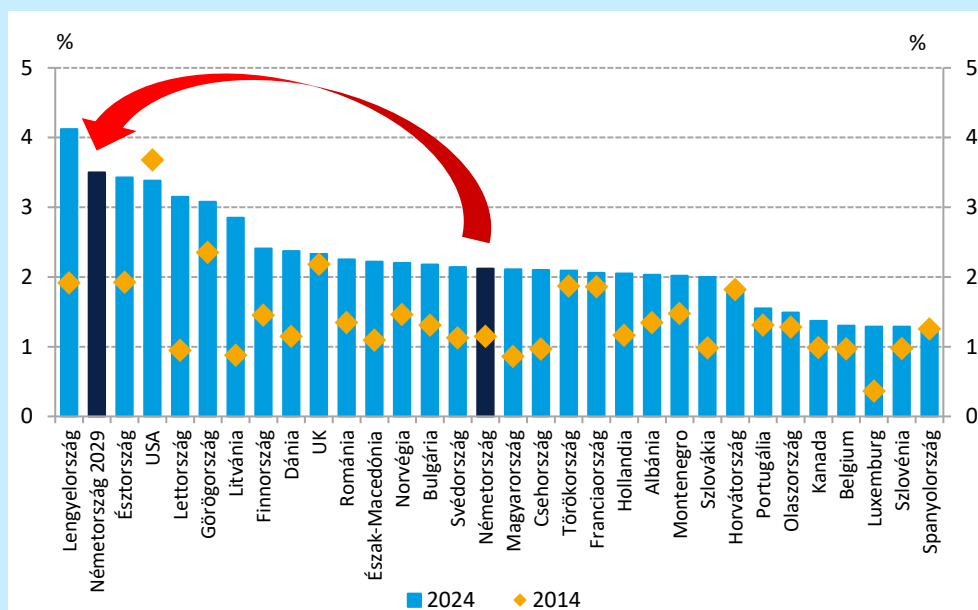
A tavalyi jelentős visszaesés után 2025-ben a behozatal kis mértékben bővíthet. A vártnál kedvezőbb exporttal párhuzamosan a behozatal stagnált az idei év első negyedévében. 2025 során a visszaeső beruházásokkal és a mérsékelt kivitellel összhangban az import növekedése 0,6 százalékos lehet, míg a nettó export növekedési hozzájárulása összességében semleges maradhat idén. 2026-tól a gyorsuló exporttal és a javuló belső kereslettel az import 4,7 százalékkal, míg 2027-ben 5,9 százalékkal nőhet.

1-2. keretes írás: Az uniós gazdasági élénkítési tervek makrogazdasági hatásai

Az európai konjunktúrát az előrejelzési horizonton érdemben támogathatják az uniós és német, elsősorban a hadiipar és infrastruktúrát célzó fiskális élénkítési programok. Mindkét esetben idén tavasszal fogadták el az intézkedéscsomagokat, amelyek a márciusi előrejelzésünkhöz képest 2026-tól kezdődően tovább emelik külső keresletünket. Keretes írásunkban ismertetjük az elfogadott intézkedéseket és azok várható makrogazdasági hatásait, valamint röviden kitérünk arra, hogy milyen lehetőséget jelenthetnek Magyarország számára az európai védelmi ipari beruházások és termelés várható élénkülése.

Az orosz-ukrán háború kitörését követően az EU gazdaságaiban és a NATO tagországokban megemelkedett a hadiipari kiadások mértéke. Míg 2014-ben a NATO tagországai közül mindössze három (USA, Görögország és Egyesült Királyság) esetében érte el az előirányzott 2 százalékos a védelmi kiadások GDP-arányos mértéke, addig 2024-ben ezen tagországok száma 22-re emelkedett. A NATO uniós tagországai 2014-ben átlagosan mindössze a GDP 1,3 százalékát költötték honvédelmi célokra, ami számottevően elmaradt a NATO 2,0 százalékos előírásától. Ugyanakkor 2024-re a GDP-arányos védelmi kiadások átlaga a NATO becslése alapján már az EU-s tagországok átlagában is elérhette a két százalékos. A bejelentett intézkedésekkel ez az arány tovább nőhet és a piaci várakozások alapján 2027-re elérheti a GDP 2,4-2,5 százalékát. Németország esetében a növekedés EU-s összevetésben is kiemelkedő lehet: 2029-re a védelmi kiadások mértéke meghaladhatja a GDP-arányos 3,5 százalékos, aminél jelenleg csak Lengyelország költ többet honvédelmi célokra (1-11. ábra).

1-11. ábra: NATO-tagállamok védelmi kiadásai a GDP százalékában (2024, becslés).

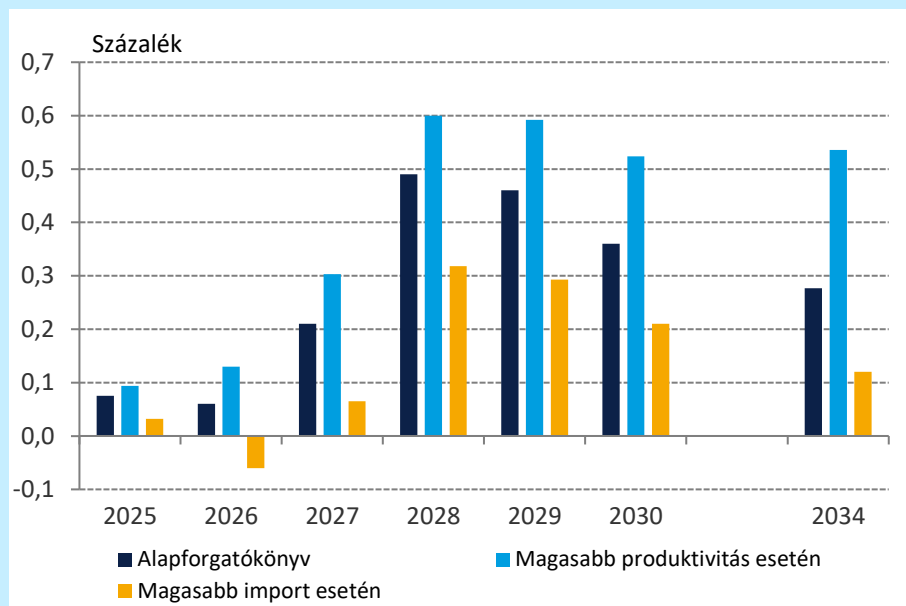


Megjegyzés: Németország 2029-es értéke a német Szövetségi Pénzügyminisztérium közlése alapján.
Forrás: NATO, Financial Times

Az Ukrajnában zajló háborúra és a jelentős geopolitikai feszültségekre reagálva az Európai Bizottság idén márciusban mutatta be a 800 milliárd eurós tervét Európa újrafegyverzésére (Rearm Europe/Readiness 2030). Az Európai Tanács jóváhagyása után a Bizottság március 19-én mutatta be a védelmi ipar megerősítését célzó részletes terveket a fehér könyvben, amely 3 intézkedést tartalmaz az uniós fiskális szabályok enyhítéséről, egy közös eszköz felállításáról és az Európai Beruházási Bank, illetve a magánszektor forrásainak bevonásáról. A Bizottság tavaszi előrejelzése alapján az intézkedések érdemi növekedési hatása 2027-től mutatkozhat meg, és 2028-ra akár 0,6 százalékkal emelhetik a GDP szintjét az EU-ban (1-12. ábra). Az Európai Bizottság a számítás során azt feltételezte, hogy az európai gazdaságok védelmi célú többletkiadásai egyenletesen emelkednek és 2028-ra elérhetik a GDP 1,5 százalékát. Az uniós élénkítő csomag makrogazdasági hatásait alapvetően meghatározza, hogy a védelmi kiadásokra szánt többletforrást az egyes tagállamok milyen célra és milyen szerkezetben használják fel, ezért a Bizottság három különböző forgatókönyvet vizsgált meg. Az általuk számolt alapforgatókönyv esetében a többletkiadások kb. 20 százaléka lenne importbeszerzés, valamint kutatásra

és fejlesztésre a védelmi kiadások jelenlegi szerkezetének megfelelő mértékű forrást fordítanak. Az egyik alternatív forgatókönyv szerint 20 százaléknál nagyobb importhányadot feltételeztek, így itt a GDP-hatás mérsékeltebb lenne: ebben az esetben a többletkiadások kisebb részét fordítanak az európai hadiipar fejlesztésére és annak termékeire, valamint nagyobb arányban vásárolnák meg EU-n kívüli gyártóktól a szükséges hadiipari eszközöket. A másik alternatív forgatókönyv esetében azt feltételezik, hogy a jelenleginél nagyobb arányban fordítanak a védelmi célú kiadásokat K+F tevékenységekre és az infrastruktúra fejlesztésére, így ezek tovaggyűrűző hatása mellett itt számolnak a legmagasabb GDP-hatással.

1-12. ábra: A védelmi kiadások növelésének várható hatása a GDP szintjére az EU-ban



Forrás: Európai Bizottság

Szintén jelentős növekedési impulzust jelenthet az EU gazdaságai számára, hogy Németország nagymértékű költségvetési kiadásnövelést fogadott el 2025. március 21-én, amelyet bő 10 év alatt tervez végrehajtani az infrastruktúra fejlesztésének és a hadiipari kapacitások növelésének céljából. A német törvényhozás egy alkotmánymódosítással teszi lehetővé a védelmi kiadások növelését, és egy speciális költségvetési alapot hoz létre az infrastruktúra-beruházások finanszírozására. Ez a költségvetési lazítás jelentős gazdaságpolitikai fordulatot jelent Németországban, amelyet évtizedek óta a fiskális konzervativizmus jellemezett.

Az intézkedéscsomag egyik fele a körülbelül 500 milliárd euró értékű infrastruktúra fejlesztésből áll. Ezt elsősorban a közlekedési, az energetikai, az oktatási, az ellátási, a tudományos, valamint a polgári és lakosságvédelmi infrastruktúrára tervezik fordítani, amely területeken az elmúlt években jellemzően alacsony volt a beruházások szintje: 2023-ban Németország az uniós tagállamok között összességében a harmadik legkevesebbet fordította állami beruházásra a gazdasági teljesítményéhez képest. Az 500 milliárd eurós keretösszezből 100 milliárd eurót a szövetségi tartományok kapnak infrastruktúra fejlesztésre, 300 milliárd eurót pedig a szövetségi kormány költhet el. A fennmaradó 100 milliárd eurót klímavédelemre tervezik költeni.

Ezenkívül jelentős mértékben megnőhet a védelmi kiadások mértéke, mivel Németország a GDP 1 százaléka feletti védelmi kiadásokat mentesíti az adósságfék szabály alól. Az adósságfék intézménye az államháztartás strukturális hiányát a GDP 0,35 százalékában maximálja, amely korlát feloldása céljából kerültek módosításra az adósságfék alkotmányos szabályai a védelmi kiadásokra vonatkozóan, így nyílt lehetőség a többletforrások bevonására. A Német Szövetségi Pénzügyminisztérium közlése szerint a védelmi kiadások az idei tervezett GDP-arányos 2,4 százalékról 2029-re 3,5 százalékra nőhetnek. Az új forrásokat elsősorban légvédelmi rendszerekre, drón-tömeggyártásra, a balti-tengeri víz alatti infrastruktúra védelmére, kibervédelemre és műholdas felderítésre tervezik költeni a németek.

A németországi infrastrukturális és hadiipari beruházások Magyarország növekedési kilátásait is érdemben javíthatják. Az elemzői várakozások alapján a jövő évtől kezdve érdemben gyorsulhat a német gazdaság növekedése a programok hatására: a korábbi előrejelzésekhez képest 0,5-0,7 százalékponttal lehet magasabb a GDP bővülése 2026-ban. Bár a

bejelentett élénkítőprogram a német autóipart közvetlenül nem célozza, a hadiipar fejlesztése közvetett módon segíthet a gyengélkedő német autóiparnak is. A szoros német és magyar gazdasági kapcsolatok miatt ezek a növekedési hatások átgyűrűzhetnek Magyarországra is.

Magyarországon már 2020 óta jelentős hadiipari beruházások zajlanak, amivel hazánk a németországi ellátási láncba közvetlenül és több csatornán keresztül is becsatlakozott (1-4. táblázat). A modern magyar védelmi ipar kiépülésének sarokköve volt a Rheinmetall 2021-ban elindult zalaegerszegi beruházása, míg Várpalotán már jelenleg is zajlik 30 milliméteres, közepes kaliberű löszerek gyártása. Ezzel Magyarország önellátóvá válhat e téren, valamint a NATO által használt harcjárművek toronyfegyverzetéhez is alkalmazható a hazánkban előállított löszér, ami így fontos exporttermék is. A kivitelezési szakaszban lévő szegedi és nyírteleki beruházásokkal a Rheinmetallnak öt magyarországi gyára lesz, amivel a legfontosabb védelmi ipari szereplő lehet hazánkban. Szintén kiemelkedő projekt a török Nurol Makina Gidrán páncélozott harcjárművek magyarországi gyártása. A gépjárművet Győrben a Rába vállalatnál gyártják, a kommunikációs és elektronikai eszközeit, fegyverzetét Kaposváron integrálják a terepjárókba. A Gidrán elsősorban a magyar honvédség számára készül, de exportigényeket is kiszolgál a jövőben.

1-4. táblázat: Jelentősebb német kötődésű védelmi ipari beruházások Magyarországon

Vállalatnév	Telephely	Fő tevékenység	Státusz	Beruházás értéke (milliárd forint)	Munkahelyek száma	Beruházás kezdete	Termelés kezdete
Rheinmetall Hungary Zrt.	Zalaegerszeg	Lánctalpas gyalogsági harcjárművek	Aktív	60	350	2021	2023
Rheinmetall Hungary Zrt.	Kaposvár	Kiegészítő radar- és fegyverrendszerek integrációja	Aktív	40	300	2023	2024
Rheinmetall Hungary Munitions Zrt.	Várpalota	Löszér- és robbanóanyag gyártás	Aktív	120	200	2023	2024
Rheinmetall Hungary Zrt.	Nyírtelek	Radar- és rakétatechnika	Tervezett	-	-	-	-
Airbus Helicopters Hungary	Gyula	Alkatrészek civil és katonai helikoptereknek	Aktív	-	250	2020	2022/2023
Gidrán Páncélozott Járművek Kft.	Győr	Páncélozott harcjárművek	Aktív	50	200	2023	2023
Rheinmetall Advanced Technology Solutions Kft.	Szeged	Elektromobilitás és hidrogénüzemű járművek számára eszközök gyártása	Tervezett	25	300	2024	2025

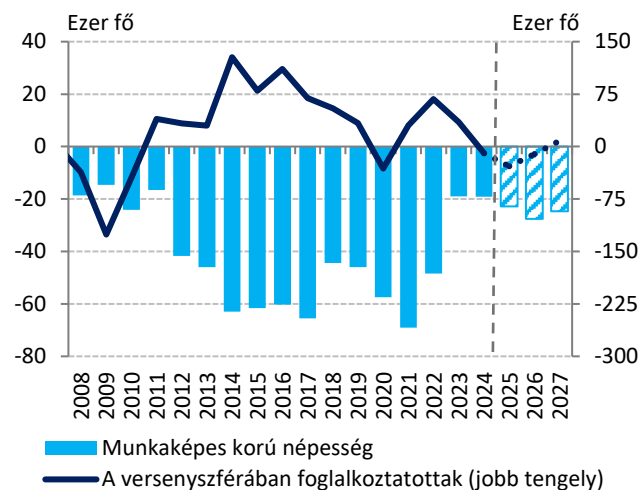
Megjegyzés: A beruházás értéke és a munkahelyek száma a beruházás hivatalos bejelentésének időpontjában.

Forrás: MNB

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

A foglalkoztatás az elmúlt évek alacsony gazdasági növekedése ellenére is magas maradt, és ennek fennmaradására számítunk. Amennyiben azonban nem történik meg a gazdaság élénkülése az év második felében, akkor erőteljesebb lehet a munkaerő-kereslet alkalmazkodása. Az elkövetkező évek bérdinamikáját a minimálbér megállapodás jelentősen befolyásolja. A versenyszférában idén az átlagbérek 9,1 százalékos, 2026-ban 9,3, 2027-ben pedig 9,4 százalékos növekedésére számítunk.

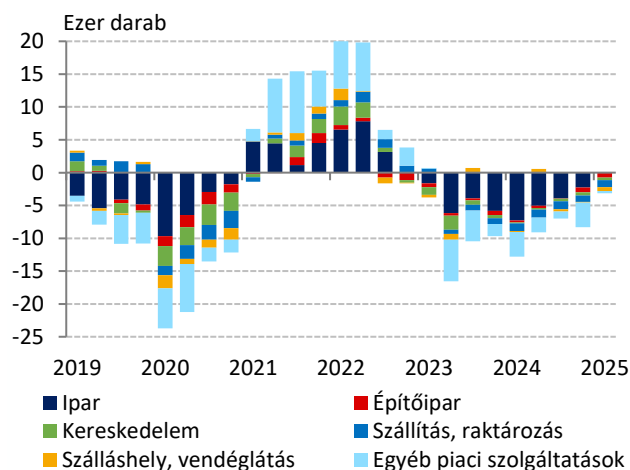
1-13. ábra: A munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása



Megjegyzés: A foglalkoztatottak száma a 15-74 évesekre vonatkozik, a munkaképes korú népességre vonatkozó előrejelzés a 15-64 évesekre.

Forrás: Eurostat, KSH, MNB

1-14. ábra: Az üres álláshelyek számának éves változása a versenyszférában



Megjegyzés: Legalább 5 főt foglalkoztató vállalkozások esetén.

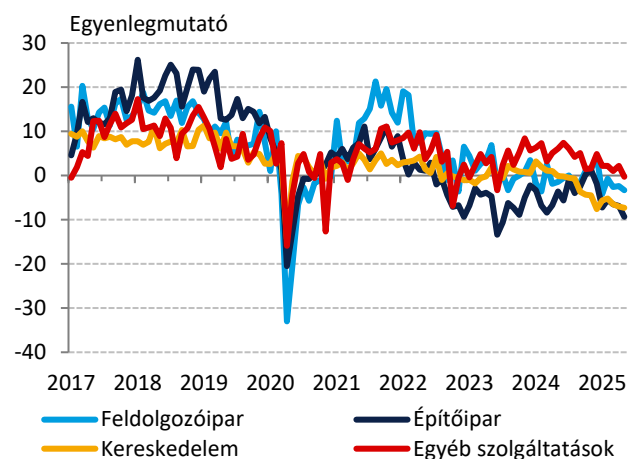
Forrás: KSH

A foglalkoztatás historikus összevetésben továbbra is magas maradhat, azonban a munkaerőpiac az extenzív oldalon lassan elkezdett alkalmazkodni a gyenge konjunktúrához. A versenyszféra foglalkoztatás szintje 2024 harmadik negyedéve óta mérséklődik. Az elmúlt időszakban a foglalkoztatás elsősorban a feldolgozóipari vállalatok körében csökkent, amit előretekintve súlyosbíthat a külkereskedelmi környezetet övező bizonytalanság. Az idei évben enyhén csökkenhet a versenyszférában a foglalkoztatás. A jövő év közepétől a versenyszférában a létszám lassú emelkedésére számítunk a konjunktúra fellendülésével párhuzamosan, tekintettel a foglalkoztatás bővülése előtt álló egyre élesedő demográfiai korlátokra (1-13. ábra). Előrejelzésünk szerint a versenyszférában foglalkoztatottak száma várhatóan 2025-ben 0,8, 2026-ban 0,3 százalékkal csökken, majd 2027-ben 0,2 százalékkal emelkedhet. A munkanélküliségi ráta 2025 és 2026 során enyhén emelkedik (4,5, majd 4,8 százalékra), majd 2027-ben 4,5 százalékra csökken.

A munkaerőpiac feszessége a 2022 közepén elért csúcsához képest jelentősen enyhült. Éves alapon folytatódott az üres álláshelyek számának mérséklődése a nemzetgazdaság ágazatainak többségében (1-14. ábra). Azonban a szezonálisan igazított adatok alapján az előző negyedévhez képest a feldolgozóiparban és a piaci szolgáltató szektorban már egyaránt enyhén emelkedett. Az üres álláshelyek száma a piaci szolgáltatások körében nagyobb mértékben csökkent az utóbbi egy évben, mint az iparban, míg az építőiparban egy év alatt csaknem egyharmadával esett vissza. Az ESI legutóbbi felmérése alapján már az összes vizsgált ágazatban romlottak a vállalatok foglalkoztatási kilátásai, és valamennyi területen többségbe kerültek azok a vállalatok, melyek a létszámuk valamilyen mértékű csökkenésére számítanak a következő három hónapban (1-15. ábra).

A versenyszférában idén a tavalyinál lassabb ütemben emelkedhetnek a bérek. A minimálbér emelése – a 2024 novemberében megkötött hároméves megállapodás alapján – 2026-ban és 2027-ben is érdemi bérnövekedést eredményez, azonban a világgazdasági bizonytalanság és a külkereskedelmi feszültségek miatt a vállalatok költségoldali alkalmazkodása erőteljesebbé válhat. A bérmegállapodás értelmében 2026-ban 13, 2027-ben 14 százalékkal emelkedik a kötelező legkisebb munkabér, amennyiben

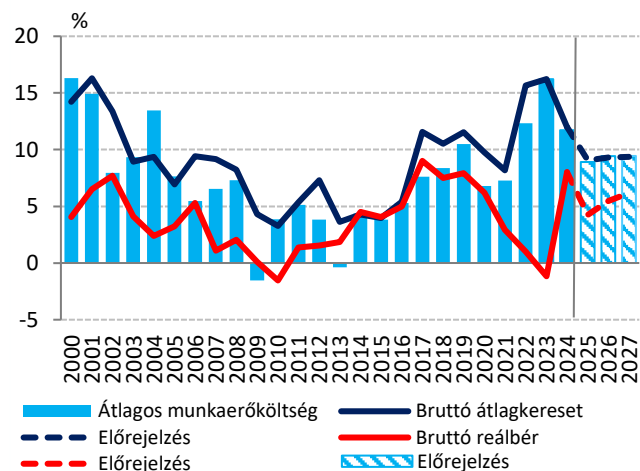
1-15. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében



Megjegyzés: Az egyenlegmutató értéke pozitív (negatív), ha a vállalatok többsége létszámbővítést (létszámcsökkentést) tervez. Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Európai Bizottság

1-16. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása



Forrás: KSH, MNB

teljesülnek a tervezett pálya megvalósulásának feltételül szabott makrogazdasági várakozások. A nemzetgazdasági bérdinamika jövő évi alakulására jelentősen befolyásolja a rendvédelmi dolgozók részére kifizetésre kerülő havi „fegyverpénz”, melynek következtében jelentősen magasabban alakulhat az állami szféra bérdinamikája, mint a versenyszféráé. Idén 9,1 százalékkal emelkedhetnek a bérek a versenyszférában, majd 2026-ra 9,3, 2027-ben pedig 9,4 százalékos nominális bérnövekedést várunk. A nemzetgazdaság egészét tekintve 2025-ben 9,2, 2026-ban 10,5, 2027-ben pedig 7,0 százalék lehet a bérdinamika. A reálbérek 2025-ben 4,3 százalékkal, 2026-ban 5,5 százalékkal, 2027-ben pedig 6,2 százalékkal emelkedhetnek a versenyszférában (1-16. ábra). Amint a márciusi Inflációs jelentésben részletesen elemeztük, a kormányzati bejelentések értelmében a 3 gyermeket nevelő anyák 2025. októbertől élethosszig tartóan, a 2 gyermekes anyák 2026-tól életkor szerint felmenő rendszerben, míg az 1 gyermeket nevelő 30 év alatti anyák 2026-tól válnak személyi jövedelemadó mentessé, ami bővíti a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét. Mindezek mellett erősek maradtak a bérezési alapfolyamatok.

1-5. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest

	2024	2025		2026		2027	
	Tény	Előrejelzés					
		Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális
Infláció (éves átlag)							
Maginfláció	4,6	5,2	4,9	3,5	4,0	2,9	3,0
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	4,6	5,0	4,7	3,5	4,0	2,9	3,0
Infláció	3,7	4,8	4,7	3,4	3,7	3,0	3,0
Gazdasági növekedés							
Háztartások fogyasztási kiadása	5,1	4,9	3,9	4,3	4,2	3,4	3,3
Közösségi végső fogyasztás ¹	-3,7	0,7	0,7	0,5	0,6	0,5	0,4
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-11,1	-0,7	-5,5	4,4	1,6	4,0	4,0
Belföldi felhasználás	-0,1	2,5	0,8	3,4	2,8	2,9	2,8
Export	-3,0	1,6	0,5	8,0	4,5	6,2	6,2
Import	-4,0	1,5	0,6	7,0	4,7	5,9	5,9
GDP	0,5	2,4	0,8	4,2	2,8	3,3	3,2
Munkatermelékenység ²	0,4	2,3	0,9	3,7	3,2	3,1	3,0
Külső egyensúly ^{3, 6}							
Folyó fizetési mérleg egyenlege	2,2	1,9	2,0	2,6	2,2	2,9	2,5
Külső finanszírozási képesség	2,6	3,5	3,1	4,4	3,6	4,3	3,7
Államháztartás ³							
ESA-egyenleg	-4,9	(-4,3) – (-3,5)	(-4,4) - (-4,1)	(-4,2) – (-3,2)	(-4,0) - (-3,7)	(-3,9) – (-2,9)	(-3,5) - (-2,9)
Munkaerőpiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	13,2	9,9	9,2	10,7	10,5	7,1	7,0
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	0,0	-0,2	-0,4	0,5	-0,4	0,2	0,2
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁴	12,0	10,0	9,1	9,3	9,3	9,4	9,4
Versenyszféra foglalkoztatottság	-0,3	-0,5	-0,8	0,6	-0,3	0,2	0,2
Munkanélküliségi ráta	4,5	4,2	4,5	3,8	4,8	3,6	4,5
Versenyszféra reál fajlagos munkaerőköltség	5,0	1,3	0,8	1,2	1,1	0,1	0,2
Lakossági reáljövedelem ⁵	3,6	3,3	2,5	5,0	4,4	3,3	3,1

Megjegyzés: Az előző előrejelzés esetében az államháztartási egyenleg kivételével a sávközép értékeket jelöljük.

¹ Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a nonprofit intézmények által nyújtott transfereket.

² Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

³ A GDP arányában.

⁴ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

⁵ MNB-beclés.

⁶ 2024-re figyelembe vettük a GDP szerinti külkereskedelmi adatokat.

1-6. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2025	2026	2027
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2025. június)	4,7	3,7	3,0
Consensus Economics (2025. június) ¹	3,9 - 4,6 - 5,5	2,8 - 3,7 - 4,6	
Európai Bizottság (2025. május) ²	4,1	3,3	
IMF (2025. április)	4,9	3,6	3,1
OECD (2025. június)	4,9	3,6	
Reuters-felmérés (2025. június) ¹	4,2 - 4,5 - 5,0	3,5 - 3,9 - 4,8	3,0 - 3,4 - 3,9
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2025. június)	0,8	2,8	3,2
Consensus Economics (2025. június) ¹	0,6 - 1,1 - 2,5	2,2 - 2,9 - 4,0	
Európai Bizottság (2025. május) ²	0,8	2,5	
IMF (2025. április)	1,4	2,6	2,8
OECD (2025. június)	0,9	2,4	
Reuters-felmérés (2025. június) ¹	0,7 - 0,9 - 1,1	2,3 - 2,8 - 3,5	2,3 - 3,0 - 3,5
Folyó fizetési mérleg egyenlege³			
MNB (2025. június)	2,0	2,2	2,5
Európai Bizottság (2025. május) ²	2,0	1,5	
IMF (2025. április)	1,0	1,1	1,2
OECD (2025. június)	1,6	0,5	
Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)³			
MNB (2025. június)	(-4,4) - (-4,1)	(-4,0) - (-3,7)	(-3,5) - (-2,9)
Consensus Economics (2025. június) ¹	(-5,5) - (-4,6) - (-4,0)	(-5,3) - (-4,3) - (-3,5)	
Európai Bizottság (2025. május) ²	-4,6	-4,7	
IMF (2025. április)	-4,6	-4,2	-4,2
OECD (2025. június)	-4,2	-4,0	
Reuters-felmérés (2025. június) ¹	(-5,5) - (-4,6) - (-4,3)	(-4,9) - (-4,5) - (-4,2)	(-4,0) - (-3,6) - (-2,9)
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2025. június)	1,2	1,6	2,2
EKB (2025. június) ⁴	0,9	1,1	1,3
Consensus Economics (2025. június) ²	1,1	1,6	
Európai Bizottság (2025. május) ²	1,1	1,6	
IMF (2025. április) ²	1,0	1,6	1,9
OECD (2025. június) ²	1,3	1,7	

¹ A Reuters és a Consensus Economics felméréseknél az elemzői válaszok átlaga mellett azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezzük, az eloszlás érzékeltetése érdekében.

² MNB által számított értékek, a nevezett intézmények egyedi országokra vonatkozó előrejelzéseit az MNB saját külső keresleti mutatóinak származtatásához használt súlyrendszerrel vesszük figyelembe. Bizonyos intézmények nem minden partnerországra készítenek előrejelzést.

³ A GDP arányában.

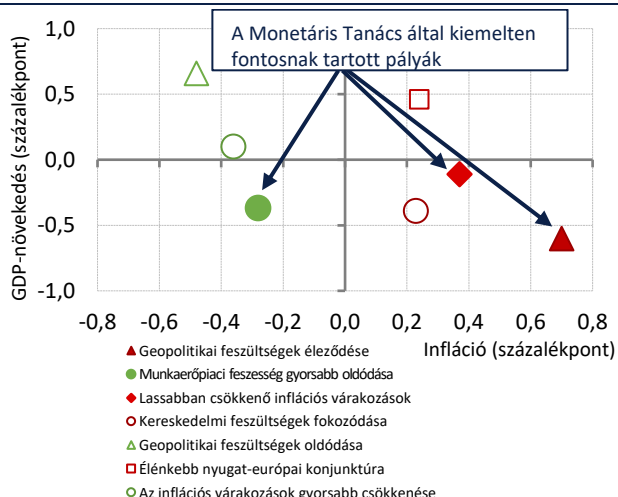
⁴ Az értékek az eurozóna várható növekedését mutatják az EKB legfrissebb előrejelzése alapján.

Forrás: Consensus Economics, EKB, Európai Bizottság, IMF, OECD, Reuters-felmérés, MNB

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív kockázati forgatókönyvet emelt ki. A geopolitikai feszültségek éleződését valószínűsítő, valamint a lassabban csökkenő inflációs várakozásokat feltételező kockázati forgatókönyvek magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával konzisztensek. A munkaerőpiaci feszesség gyorsabb oldódását előrevetítő forgatókönyv az alappályánál mérsékeltébb inflációval és visszafogottabb gazdasági növekedéssel áll összhangban. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív szcenárióként a kereskedelmi feszültségek fokozódásával, a geopolitikai feszültségek oldódásával, az élénkebb nyugat-európai konjunktúrával, valamint az inflációs várakozások gyorsabb csökkenésével számoló pályákat tárgyalta.

2-1. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre



Megjegyzés: A kockázati térkép azt mutatja meg, hogy az alternatív forgatókönyvek inflációs és növekedési pályája a következő 8 negyedév átlagában mennyiben különbözik az alappályától. A piros színnel jelzett pálya az alappályánál szigorúbb, a zöld színnel jelzett pályák lazább monetáris politikai kondíciókkal konzisztensek.

Forrás: MNB

Geopolitikai feszültségek éleződése

Az elmúlt hónapokban a geopolitikai feszültségek fennmaradtak: miközben az orosz-ukrán háború lehetséges jövőbeli lezárásával kapcsolatban egymásnak ellentmondó hírek érkeztek, májusban India és Pakisztán között, júniusban pedig Izrael és Irán között robbant ki konfliktus. Előretekintve a geopolitikai feszültségek intenzíven hathatnak a kockázatkerülésre, és növelhetik az energiaárakat.

A befektetői bizalom visszaépülése lassú, így régióink ezen hatásoknak való kitettsége továbbra is erős. Miközben gazdasági nyitottságából következően a kelet-közép-európai régió kitett a nemzetközi kereskedelem politikai intézkedéseknek, a geopolitikai feszültségeket illetően az orosz-ukrán háború földrajzi közelsége és a térség energiakitettsége tovább növeli a térség gazdasági-pénzügyi sérülékenységet. Az amerikai és európai kormányzatok expanzív költségvetési terveinek megvalósulása tovább növelheti a fejlett piaci kötvényhozamokat, amelynek hatására a feltörekvő gazdaságokból érdemi tőkeáramlás mehet végbe. A meghatározó jegybankok kamatpolitikájára vonatkozó várakozások változékonysága hozzájárul a piaci környezet általános bizonytalanságához.

Alternatív pályánkban az éleződő geopolitikai konfliktusok hatására változékonnyá energiapiaci folyamatokkal, tartósan magasabb világpiaci olaj- és gázárakkal, valamint fokozódó tőkeáramlással számolunk. A bizonytalan külső környezetben potenciálisan felerősödő kockázatkerülés hatására érdemi tőkeáramlás indulhat meg a feltörekvő piacokról, ami a kelet-közép-európai régió, így hazánk esetében is a kockázati prémium emelkedését okozza. A forgatókönyv magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával áll összhangban.

Munkaerőpiaci feszesség gyorsabb oldódása

Tartósan gyenge konjunktúra idején a vállalatok munkakeresletük csökkentésével alkalmazkodnak az

alacsony kereslethez. A hazai GDP 2022 eleje óta stagnál, ezért kiemelt kérdés, hogy a vállalatok a munkakeresletüket miként alakítják, és ennek következtében hogyan változik a foglalkoztatás.

A munkaórák csökkenését követően a foglalkoztatásban is megfigyelhetők az alkalmazkodás jelei a versenyszférában: a ledolgozott munkaórák továbbra is alacsony szinten alakulnak, és három negyedéve csökken a foglalkoztatottak száma. A foglalkoztatást jelentősen befolyásolhatja a külső környezet, ezen belül a feldolgozóipari rendelésállomány és az exportpiacok helyzete meghatározó.

A munkaerőpiaci alkalmazkodás a bércsatornán keresztül is megfigyelhető. Az inflációs várakozások csökkenése és a munkaerőpiac feszességének enyhülése nyomán a nominális bérdinamika 2023 közepe óta mérséklődik. A reálbérdinamika 2025 első hónapjaiban szintén mérséklődött.

A munkaerőpiaci alkalmazkodás támogatja az infláció csökkenését, azonban a gazdasági növekedésre vonatkozóan lefelé irányuló kockázatokat hordoz.

Alternatív pályánkban a vállalatok az elhúzódóan gyenge hazai konjunktúrához és a tartósan visszafogott külső kereslethez az alappályában vártnál erőteljesebben alkalmazkodnak, nagyobb mértékben csökkentve munkakeresletüket a nominális bérdinamika további lassulása mellett. A bizonytalanná váló munkaerőpiaci környezetben a háztartások visszafogják fogyasztásukat. A forgatókönyv alacsonyabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával áll összhangban.

Lassabban csökkenő inflációs várakozások

A lakosság inflációs várakozásai 2023 eleje óta jelentősen mérséklődtek, ugyanakkor továbbra is magas szinten alakulnak. Az árstabilitás szempontjából kulcsfontosságú, hogy a megkezdődött csökkenés tovább folytatódjon. A lakosság inflációs várakozásait nagyban befolyásolja az érzékelt infláció mértéke. Az érzékelt infláció szempontjából a fogyasztói kosárban nagy súlyú élelmiszerek és piaci szolgáltatások árdinamikájának szerepe meghatározó. 2025 áprilisában az átárazások mértéke a piaci szolgáltatások esetében a historikus átlag felett, míg az élelmiszerek esetében az alatt alakult.

Becslésünk szerint az árkorlátozó intézkedések átmenetileg visszafoghatják az idei inflációt. Az inflációcsökkentő hatást azonban gyengítheti, ha a kereskedők a korlátozás hatálya alá eső termékeken elszenvedett veszteséget idővel a többi termék áréréseinek emelésével igyekeznek kompenzálni.

Hazánkban a piaci szolgáltatások inflációja májusban csökkent, de az önkéntes árkorlátozások ellenére továbbra

is magas szinten alakult. A munkaintenzív szolgáltatások körében ismét magasabb inflációt figyelhettünk meg, a mérsékeltebb bérdinamika ugyanakkor az áremelkedés enyhülése felé mutat.

Alternatív pályánkban az inflációt jelenleg csökkentő kormányzati intézkedések átmeneti jellege miatt a háztartások inflációs várakozása lassabban mérséklődik, mint az alappályánkban. Ebből következően az óvatossági motívum erősödésével a háztartások fogyasztása az alappályánál visszafogottabban alakul. A forgatókönyv magasabb inflációs és némileg alacsonyabb növekedési pályával konzisztens.

További kockázatok

A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács négy további alternatív pályát mérlegelt.

A kereskedelmi feszültségek fokozódását valószínűsítő kockázati forgatókönyvben az amerikai vámok fennmaradása, valamint a további vámok és viszontvámok kivetése egyfelől emeli az importköltségeket, másfelől a gyenge külső keresletből fakadóan az energiaárak mérséklődnek. A vámemelések közvetlen inflációs hatása mellett a kelet-közép-európai régió sérülékenységeinek emelkedése a régiós gazdaságok kockázati prímiumának növekedésével jár. A forgatókönyv az alappályánál összességében magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával konzisztens.

A geopolitikai feszültségek oldódását előrevetítő forgatókönyv az ukrajnai és a közel-keleti konfliktus gyorsabb enyhülésével számol, amely a régióval szembeni kockázatkerülés mérséklődéséhez és alacsonyabb energiaárakhoz vezet. Mindez az alappályánál alacsonyabb inflációval és élénkebb gazdasági növekedéssel konzisztens.

Az élénkebb nyugat-európai konjunktúrát feltételező forgatókönyvben az EU-tagállamokban megvalósuló fiskális reformok, valamint az infrastruktúra- és haderőfejlesztési programok hatására fellendülő európai konjunktúrával és gyorsabban felfutó külső kereslettel számolunk. A forgatókönyv enyhén magasabb inflációs és magasabb növekedési pályával konzisztens.

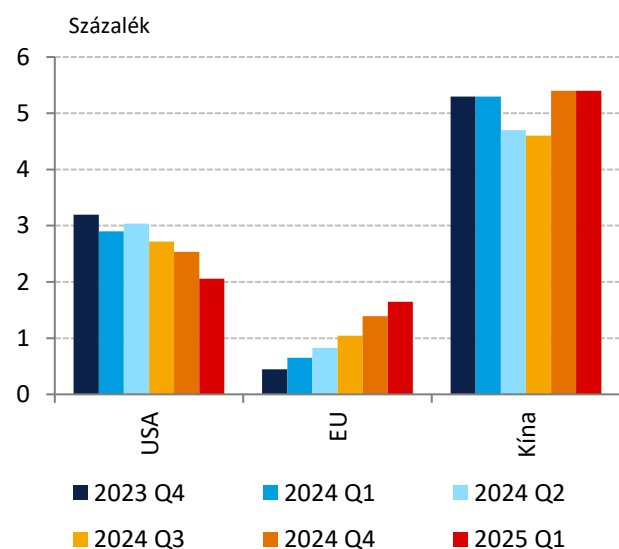
Az inflációs várakozások gyorsabb csökkenését feltételező forgatókönyvben az inflációs várakozások az árkorlátozó intézkedések másodkörös hatásai következtében az alappályában feltételezettnél gyorsabban mérséklődnek. A forgatókönyv az alappályánál alacsonyabb inflációs és enyhén magasabb növekedési pályával konzisztens.

3. Makrogazdasági helyzetértékelés

3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

A nemzetközi makrogazdasági környezet jelentősen megváltozott 2025 első felében a vámháború kialakulása és annak újabb hullámai, valamint az Európai Unió tervezett költségvetési irányváltása következtében. 2025 első negyedévében az EU gazdasága 1,6 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. Az Egyesült Államok gazdasága negyedéves összevetésben lassult, ami elsősorban a korábbi negyedévekhez képest lassuló fogyasztás magyarázott. A kilátásba helyezett kereskedelmi vámokat megelőző időszakban az importőrök jelentősen növelték az áruk behozatalát. A nettó export negatív hatását részben ellensúlyozta a készletek növekedési hozzájárulása. Az elmúlt negyedévben az amerikai kereskedelempolitikával kapcsolatos fejlemények jelentősen rontották a befektetői hangulatot. A Federal Reserve májusi, majd júniusi kamatdöntő ülésén is változatlanul 4,25-4,50 százalékon tartotta az irányadó ráta célsávját. A Fed elnöke szerint az amerikai jegybank monetáris politikája kellően restriktív, és nem kell sietniük a monetáris kondíciók módosításával. Az EKB áprilisi és júniusi ülésén folytatta kamatcsökkentési ciklusát, és rendre 25-25 bázisponttal, összességében 2,0 százalékra mérsékelte irányadó betéti rátáját. A piaci árazások alapján a Fed és az EKB is tovább csökkentheti irányadó kamatait az idei évben. A régióban a román jegybank nem változtatott irányadó kamatán, míg a cseh jegybank 25 bázispontos, a lengyel jegybank pedig 50 bázispontos kamatcsökkentésről döntött májusban.

3-1. ábra: A GDP növekedése a világ meghatározó gazdaságaiban



Megjegyzés: Éves változás. Az EU esetében szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján számolt érték szerepel.

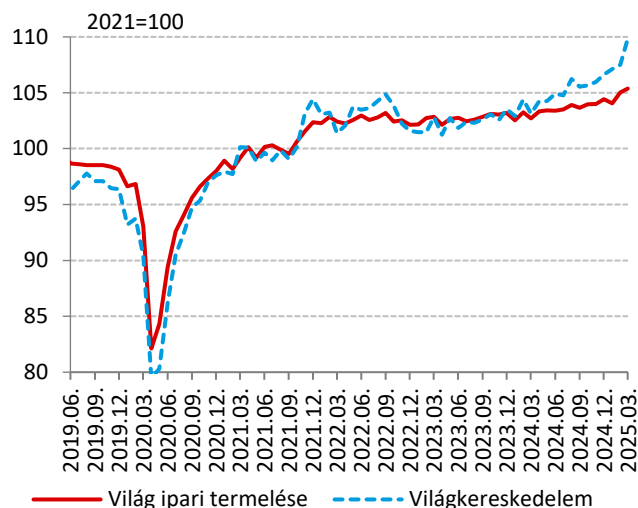
Forrás: Trading Economics, FRED, Eurostat

3.1.1. A nemzetközi konjunktúra alakulása

2025 első negyedévében az EU gazdasága 1,6, míg az eurozóna gazdasága 1,5 százalékkal bővült a szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján az előző év azonos időszakához képest (3-1. ábra). Az európai gazdaságok teljesítménye összességében a várakozásoknak megfelelően alakult. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország hozzáadott értéke 2025 első negyedévében stagnált éves bázison. A régiós országok közül Lengyelországban (+3,7 százalék), Csehországban (+2,2 százalék) és Szlovákiában (+1,0 százalék) is nőtt a GDP az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az Európai Unió gazdaságai közül negyedéves alapon 7 tagországban csökkent a GDP. Az Egyesült Államok eddigi vámemelése az idei első negyedévben az EU gazdaságait nem érintették érdemben, az áprilisban bejelentett intézkedések hatásai várhatóan a második negyedévtől mutatkoznak meg. Az idei első negyedévben újra nőni tudott az ipari termelés szintje az EU egészében (+1,1 százalék). A meghatározó ipari ágak közül ugyanakkor a hazai szempontból is kiemelt közúti járműgyártás továbbra is visszaesést mutat (-3,7 százalék), és bizalmi indexek, valamint az új megrendelések alapján az ipari kilátások összességében továbbra is kedvezőtlenek az EU-ban.

Az Egyesült Államok gazdasága 2,1 százalékkal emelkedett éves összevetésben, míg negyedéves bázison 0,1 százalékos visszaesést mértek. A GDP negyedéves alapú visszaesését elsősorban a korábbi negyedévekhez képest lassuló fogyasztás magyarázza. Az idei első negyedévben korai alkalmazkodást láthattunk az új vámpolitikához: az importőrök a kilátásba helyezett áprilisi amerikai

3-2. ábra: A világ ipari termelésének és a világereskedelemnek az alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

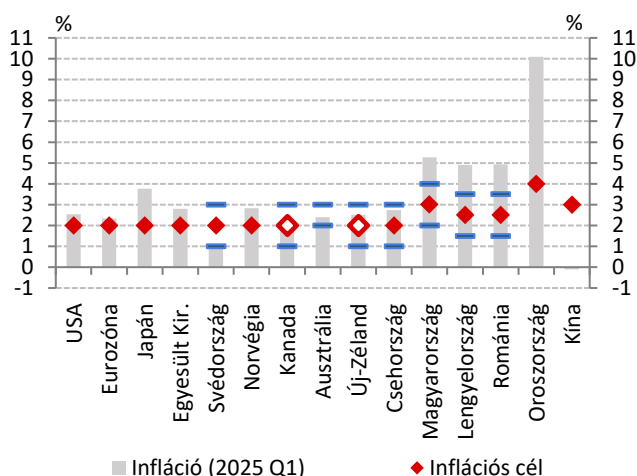
Forrás: CPB

vámemeléseket megelőzve jelentősen növelték az áruk behozatalát, aminek köszönhetően az áruimport volumene 15,0 százalékkal nőtt éves bázison. A nettó export negatív hozzájárulását részben ellensúlyozta a készletek növekedési hozzájárulása, ami utoljára 2021 utolsó negyedévében volt a jelenleginél magasabb.

Kínában 2025 első negyedévében éves alapon 5,4, míg negyedéves alapon 1,2 százalékos bővülést regisztráltak. A növekedést a kereskedelmi feszültségek ellenére továbbra is a nettó export és az ipari termelés támogatta. A fogyasztói bizalom szintje historikusan alacsony, amivel párhuzamosan a lakossági fogyasztás növekedési hozzájárulása visszafogottan alakult. A legfrissebb, májusi adatok alapján az áruexport értékének (+4,8 százalék) és az ipari termelés volumenének (+5,8 százalék) növekedése dinamikus maradt éves összevetésben, míg a visszafogott belső kereslettel összhangban az import 3,4 százalékkal mérséklődött éves bázison. A megemelt vámok hatása érdemben megmutatkozott a májusi exportban: a növekedés mellett az USA-ba irányuló kivitel értéke 34,5 százalékkal csökkent. A kínai exportőrök vélhetően az alacsonyabb vámokkal sújtott országokon keresztül továbbra is megpróbálnak az USA-ba értékesíteni, amit az ASEAN országokba irányuló áruexport jelentős növekedése (+14,8 százalék) is alátámaszt, míg a termékek egy részét új piacok, pl. az EU (+12,0 százalék) felé irányítják.

2025. első negyedévben jelentősen emelkedett a globális árukereskedelem szintje (3-2. ábra). A növekedés nagyrészt annak köszönhető, hogy a kilátásba helyezett áprilisi amerikai vámemeléseket megelőzve az exportőrök jelentősen megnövelték a szállítások volumenét: a CPB World Trade monitor külkereskedelmi szakstatisztika szerint márciusban 30,4 százalékkal nőtt az amerikai áruimport. A következő hónapokban ugyanakkor várhatóan lassulni fog a nemzetközi kereskedelmi forgalom. A globális növekedési várakozásokat erőteljesen befolyásolják a kereskedelempolitikai intézkedések, illetve az orosz-ukrán háború esetleges lezárására vonatkozó kilátások. A 2025-re vonatkozó globális és európai növekedési várakozások jelentősen romlottak a márciusi előrejelzéshez képest, elősorban a bejelentett vámintézkedések hatására. A jövő év végétől kezdve ugyanakkor érdemben segíthetik az európai konjunktúrát a bejelentett uniós és német élénkítési programok (ld. 1-2. keretes írás). A konjunktúraindexek alapján a fogyasztói bizalom az EU gazdaságaiban kis mértékben visszaesett, míg az üzleti hangulat a szolgáltatások és az ipar esetében továbbra is alacsony szinten áll.

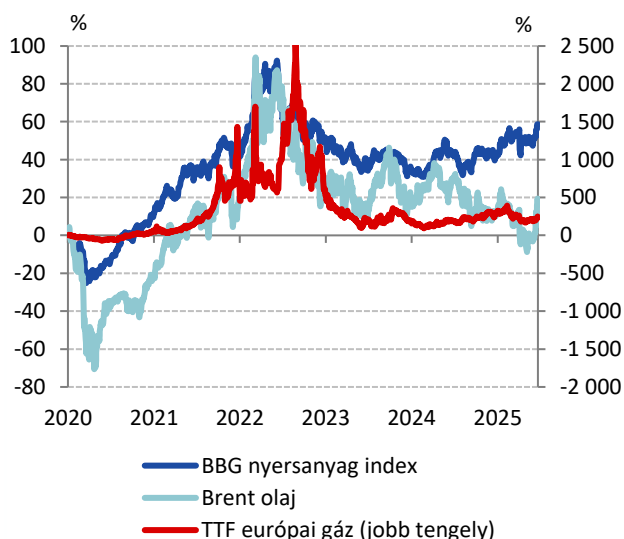
3-3. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása



Megjegyzés: A kék vonalak Ausztrália, Kanada és Új-Zéland esetében az inflációs célsávot jelölik, míg a többi ország esetében a cél körüli toleranciasávot. Kanada és Új-Zéland esetében hangsúlyos a sávközép, amit üres rombuszsal jelöltünk.

Forrás: OECD, FRED, National Institute of Statistics Romania, Statistics Sweden, Federal State Statistics Service

3-4. ábra: Nyersanyagárak alakulása



Megjegyzés: Az ábrán a 2020. januárhoz viszonyított változást ábrázoltuk.

Forrás: Bloomberg

3.1.2. A globálisan meghatározó gazdaságok folyamatai

A globálisan meghatározó gazdaságokban év eleje óta jellemzően mérséklődött az infláció (3-3. ábra). A Brent nyersolaj ára az áprilisi vámbejelentések hatására jelentősen csökkent, majd az Irán és Izrael közötti konfliktus következtében jelentős áremelkedés volt tapasztalható, így jelenleg 70-75 dollár körül alakul. A földgáz ára szintén visszaesett április elején, majd júniusban az olaj árával párhuzamosan emelkedett, de továbbra is elmarad a február közepén látott kétéves csúcstól (3-4. ábra).

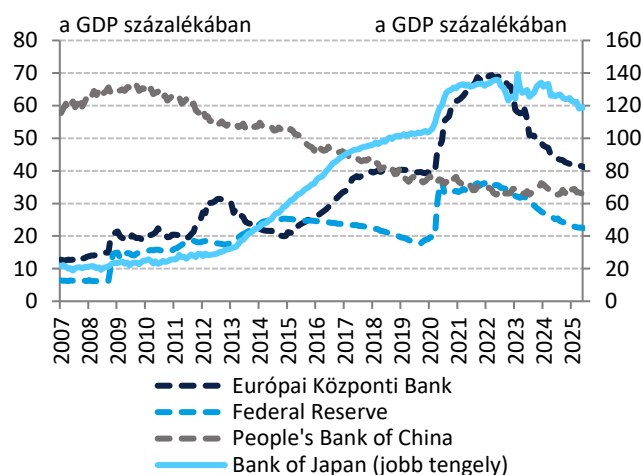
Az Egyesült Államokban az infláció az utóbbi hónapokban enyhén mérséklődött. A PCE inflációs mutató a februári 2,6 százalékról márciusban 2,3 százalékra, majd áprilisban 2,1 százalékra mérséklődött. Az éves bázisú CPI infláció a márciusi 2,4 százalékról áprilisban 2,3 százalékra csökkent, majd májusban ismét 2,4 százalékra emelkedett az USA-ban.

A Fed májusi, illetve júniusi kamatdöntő ülésén egyaránt változatlanul 4,25-4,50 százalékon tartotta az irányadó ráta célsávját. A Fed Nyíltpiaci Bizottsága megerősítette, hogy készen áll a monetáris kondíciók módosítására, amennyiben olyan kockázatok merülnek fel, amelyek akadályozhatják a Bizottság céljainak elérését. Jerome Powell a májusi kamatdöntést követő sajtótájékoztatóján elmondta, hogy a korábban bejelentett nagymértékű vámemelések fennmaradása valószínűleg az infláció emelkedését, a növekedés lassulását és a munkanélküliségi ráta emelkedését eredményezi. Powell a júniusi kamatdöntést követően kiemelte, hogy a monetáris politikának nemcsak a jelenlegi adatokra, hanem a várható gazdasági folyamatokra kell reagálnia. Hozzátette, a Fed monetáris politikája kellően restriktív ahhoz, hogy a döntéshozók kivárják a vámok hatásaival kapcsolatos további fejleményeket és nem kell sietniük a monetáris kondíciók módosításával. A jegybank az elmúlt hónapokban nem módosított a mennyiségi szigorítás ütemén. A Fed mérlegfőösszege 2025. június elején 6728 milliárd dolláron, a GDP 22,4 százalékán alakult (3-5. ábra).

Az euroövezetben az infláció az elmúlt negyedévben a jegybank 2 százalékos inflációs célja közelében alakult. Az éves bázisú HICP infláció márciusban és áprilisban egyaránt 2,2 százalékon alakult, majd májusban 1,9 százalékra csökkent. A maginfláció szintén mérséklődött, így az áprilisi 2,7 százalékról 2,3 százalékra csökkent májusban.

Az EKB áprilisi, majd júniusi kamatdöntő ülésén is folytatta kamatcsökkentési ciklusát, és az előző kamatdöntésekhez hasonló mértékben, rendre 25-25 bázisponttal, összességében 2,0 százalékra csökkentette irányadó betéti rátáját. A Kormányzótanács a jelenlegi, magasfokú bizonytalanságokra való tekintettel különös hangsúlyt fektet

3-5. ábra: Globálisan meghatározó jegybankok mérlegfőösszegének alakulása



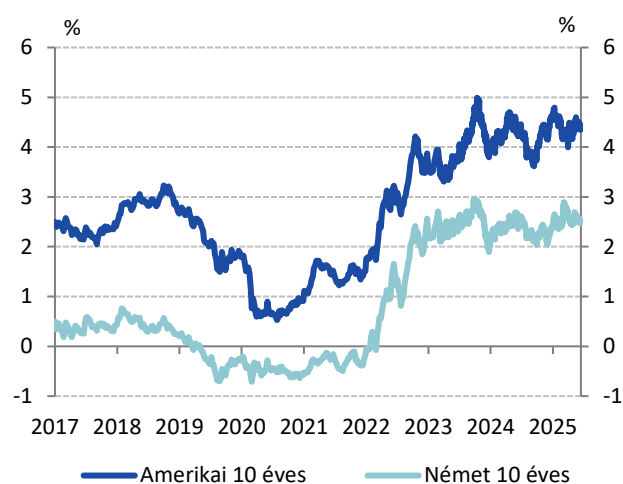
Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

az adatfüggő, döntésről-döntésre történő megközelítésre. Az inflációs alapfolyamatmutatók alapján az infláció középtávon fenntartható módon visszatér a jegybank 2 százalékos inflációs céljára, majd a várakozások alapján hosszú távon stabilizálódik ezen a szinten. Az áprilisi kamatdöntést követően Christine Lagarde, az EKB elnöke megjegyezte, hogy a csökkenő globális energiaárak és az erősödő euro lefelé irányuló nyomást gyakorolhat az inflációra. Mindemellett a bérdinamika lassulása, illetve a szolgáltatás-infláció mérséklődése szintén hozzájárul a dezinflációs folyamatok előrehaladásához. Ezzel összhangban a jegybank júniusban lefelé módosította inflációs előrejelzését az idei és a jövő évre vonatkozóan. A júniusi kamatdöntést követően a jegybankelnök jelezte, még nem jelenthető ki, hogy az EKB legyőzte az inflációt, ugyanakkor végéhez közeledik a jelenlegi monetáris politikai ciklus. Az elmúlt negyedévben folytatódott a jegybankmérleg szűkülése, aminek következtében az EKB mérlegfőösszege június elején 6237 milliárd eurón, a GDP 41,0 százalékán alakult (3-5. ábra).

A japán jegybank májusi és júniusi kamatdöntő ülésén változatlan szinten, 0,5 százalékon tartotta irányadó rátáját. Az éves alapú inflációs ráta a februári 3,7 százalékról márciusban 3,6 százalékra csökkent, majd áprilisban is ezen a szinten alakult. A jegybank várakozása szerint az élelmiszerárak, illetve a lassuló gazdasági növekedés hatására az infláció 2026-ban mérséklődni fog, és 2027-ben a jegybank 2 százalékos inflációs célja közelében alakulhat. Kazuo Ueda, a japán jegybank elnöke szerint az alapfolyamatokat megragadó infláció 2 százalékos célhoz történő konvergenciája időben „némileg kitolódott”, ugyanakkor ez nem jelenti, hogy a további kamatemelések időzítése is ennyivel késni fog. Júniusban a döntéshozók arról döntöttek, hogy 2026 áprilisától, a jelenlegi 400 milliárd jenről 200 milliárd jenre csökkentik az állampapírvásárlások lassításának (tapering) ütemét negyedéves szinten. A japán jegybank mérlegfőösszege júniusban a GDP 118,8 százalékán alakult.

A kínai jegybank az elmúlt negyedévben 10 bázisponttal 1,4 százalékra csökkentette a 7 napos fordított repo eszközének kamatát, és 0,5 százalékponttal 9 százalékra mérsékelte a kötelező tartalékráta szintjét. Mindemellett a banki hitelezésben irányadónak tekinthető LPR kamatok (loan prime rate) is csökkentek, így az egyéves LPR 3 százalékra, míg az öt éves LPR 3,5 százalékra mérséklődött. Ezenkívül a jegybank több, hitelezést támogató programot is bejelentett. Kínában az infláció májusban, az áprilisi, illetve márciusi adathoz hasonlóan, -0,1 százalékon alakult. A

3-6. ábra: A 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

jegybank mérlegfőösszege májusban a GDP 33,1 százalékán alakult.

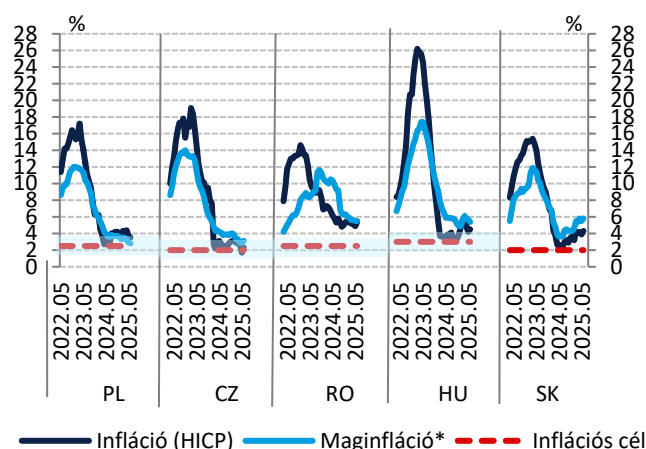
3.1.3. Nemzetközi pénzügyi folyamatok

Az elmúlt negyedévben jelentősen romlott a befektetői hangulat, amelynek hátterében az amerikai kereskedelempolitikával kapcsolatos fejlemények, az Irán és Izrael között kirobbant háborús konfliktus és az orosz-ukrán béketárgyalásokról szóló hírek álltak. Az időszak első felében jelentősen romlott a befektetői hangulat a különböző vámpolitikai bejelentések és geopolitikai események hatására, amelyek heves mozgásokat idéztek elő a globális pénzügyi piacokon. A kezdeti volatilis periódust követően kedvező hírek láttak napvilágot, amellyel együtt a befektetői hangulat fokozatosan javult a negyedév során, azonban a vámokkal kapcsolatos fejlemények következtében még jelentős bizonytalanság maradt a rendszerben. Az időszak végén ismételten elromlott a befektetői hangulat az Irán és Izrael között kirobbant háborús konfliktus következtében.

Az USA hosszú kötvényhozamok emelkedése mellett a dollár leértékelődött a jelentősebb devizákkal szemben. Az amerikai 10 éves hozam 12 bázisponttal, 4,35 százalékra emelkedett, míg a német 10 éves hozam 27 bázisponttal lejjebb került, így 2,50 százalékon jegyzik (3-6. ábra). A japán 10 éves hozam az előző negyedévhez képest 6 bázisponttal, 1,45 százalékra csökkent. A feltörekvő kötvénypiaci hozamok vegyesen alakultak az időszak során, a régióban a cseh 10 éves hozam 2 bázisponttal emelkedett, míg a román hozam 3, a lengyel hozam 25 bázisponttal került lejjebb, a magyar 10 éves hozam 5 bázisponttal mérséklődött. A fejlett gazdaságok részvényeit gyűjtő MSCI index 3,5 százalékkal nőtt, míg a feltörekvő részvényindex 2,8 százalékkal emelkedett. Az amerikai dollár az euróhoz és az angol fonthoz képest 6,2, illetve 3,7 százalékkal gyengült az elmúlt negyedév során, míg a svájci frankhoz képest 7,3, a japán jenhez pedig 2,8 százalékkal értékelődött le.

A piaci árazások alapján a Fed és az EKB is tovább csökkentheti irányadó kamatait az idei évben. A Fed az elmúlt negyedév kamatdöntő ülésein a várakozásoknak megfelelően 4,5 százalékon tartotta az irányadó kamatot, míg az EKB 50 bázispontos csökkentést hajtott végre áprilisban és júniusban. A következő kamatdöntő ülésre a piaci árazások a FED és az EKB esetében is tartást várnak. Az év hátralévő részében az árazások alapján a piac a Fed esetében összesen 50 bázispontos kamatcsökkentésre számít, míg az EKB esetében közel 25 bázispontos kamatcsökkentés van beárzva.

3-7. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban



Megjegyzés: Éves változás, százalék. *A maginfláció esetében az Eurostat szerinti definíció (energia, élelmiszer, alkohol és dohánytermékek nélküli infláció). A kék terület az inflációs célok körüli toleranciasávot jelöli.

Forrás: Eurostat

3.1.4. A kelet-közép-európai régió folyamatai

A lengyel jegybank májusi kamatdöntő ülésén 50 bázisponttal 5,25 százalékra csökkentette irányadó rátáját, majd júniusban változatlan szinten tartotta az alapkamatot. A jegybank májusi kommunikációja szerint az inflációs adatok lehetőséget teremtettek a kamatcsökkentésre, ugyanakkor a fokozott bizonytalanságra való tekintettel a döntés nem feltétlenül egy kamatcsökkentési ciklus kezdete. A döntéshozók ugyanakkor jelezték, hogy az idei évben várhatóan még sor kerülhet további kamatcsökkentésre. Az infláció a márciusi 4,9 százalékról áprilisban 4,3 százalékra, majd májusban 4,0 százalékra csökkent. A harmonizált fogyasztóiár-index 3,7 százalékon alakult áprilisban, majd 3,5 százalékra csökkent májusban (3-7. ábra).

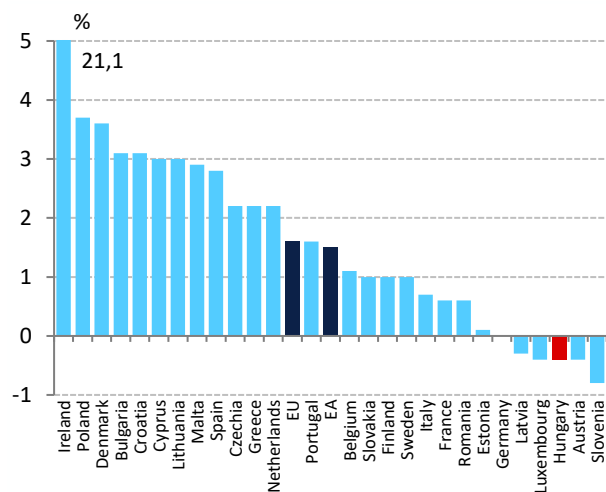
A cseh jegybank a márciusi tartást követően májusi kamatdöntő ülésén ismét az irányadó ráta mérséklése mellett döntött, melynek következtében az alapkamat 3,50 százalékra csökkent. A közlemény szerint a jegybank az óvatosságra törekszik, és a monetáris politika továbbra is restriktív marad. Aleš Michl, a cseh jegybank elnöke elmondta, hogy az inflációs kockázatok korlátozzák a további monetáris lazítás lehetőségét. Az infláció áprilisban 1,8 százalékra csökkent, miután márciusban 2,7 százalékon alakult. Májusban azonban az elemzői várakozásokat meghaladó mértékben, 2,4 százalékra emelkedett az infláció. A harmonizált fogyasztóiár-index az áprilisi 1,7 százalékról 2,3 százalékra emelkedett májusban (3-7. ábra).

A román jegybank áprilisi és májusi kamatdöntő ülésén is az irányadó ráta 6,50 százalékos szinten tartása mellett döntött. A gazdaság növekedési kilátásait és az infláció középtávú alakulását jelentős bizonytalanságok övezik. Május elején a fokozódó belpolitikai helyzet következtében kialakult pénzpiaci turbulencia a lej leértékelődéséhez vezetett, ami devizapiaci intervencióra kényszerítette a jegybankot. Mugur Isarescu, a román jegybank elnöke szerint a pénzpiaci folyamatoktól és az árfolyam alakulásától függően várhatóan az év második felében nyílnak tér kamatcsökkentésre. Az éves inflációs ráta 5,5 százalékra emelkedett májusban, miután áprilisban és májusban is 4,9 százalékon alakult. A harmonizált fogyasztóiár-index alapján (HICP) számított éves inflációs ráta májusban 5,4 százalékra emelkedett az áprilisi 4,9 százalékos szintről (3-7. ábra).

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

A bruttó hazai termék 2025 első negyedében stagnált a nyers adatok alapján. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított, valamint kiegyensúlyozott adatok alapján éves alapon 0,4 százalékkal esett vissza a hazai gazdaság. A nemzetgazdaság első negyedévi teljesítményét elsősorban a szolgáltatások támogatták, míg az építőipar és az ipar visszafogták azt. Felhasználási oldalról a háztartások fogyasztása mellett a készletváltozás támogatta az éves alapú növekedést, míg a beruházások és a nettó export visszafogták a bővülést. A növekedést támogatta a lakossági hitelkereslet, amely 2025 első negyedében tovább élénkült, míg a vállalati hitelezésben továbbra sem látszik érdemi fordulat.

3-8. ábra: A GDP éves változása 2025. első negyedében az Európai Unió országaiban



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok.

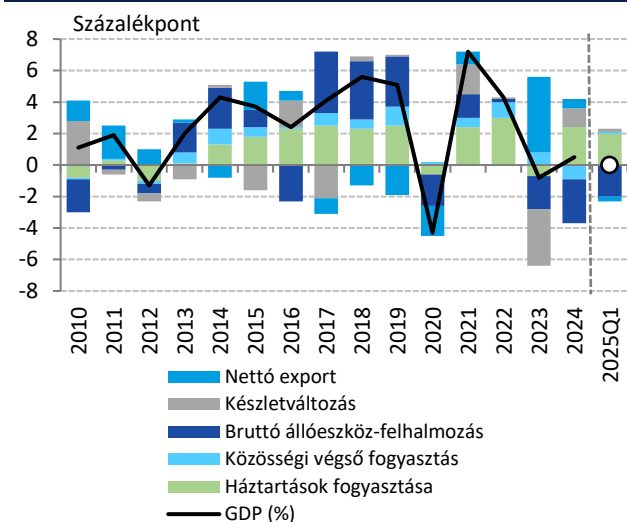
Forrás: Eurostat

A bruttó hazai termék 2025 első negyedében éves alapon

stagnált a nyers adatok alapján. A beérkező adat egyaránt elmaradt a 2025. márciusi Inflációs jelentésben közölt és a piaci várakozásoktól is. A nemzetközi összehasonlításhoz használt szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok alapján éves alapon 0,4 százalékkal esett vissza a hazai gazdaság, míg az Európai Unióé 1,6 százalékkal, az eurozónáé pedig 1,5 százalékkal bővült (3-8. ábra). Az előző negyedévhez viszonyítva a hazai GDP 0,2 százalékkal mérséklődött, ami mellett az Európai Unió egésze, valamint az eurozóna egyaránt 0,6 százalékkal nőtt.

A fogyasztás bővülését a pozitív reálbérdinamika és a lakossági hitelpiac élénkülése támogatta. A háztartások fogyasztási kiadása 2025. első negyedében 4,1 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva, 2,0 százalékponttal hozzájárulva a GDP növekedéshez (3-9. ábra). A hazai fogyasztási kiadások volumene minden csoportban emelkedett: a tartós termékek 8,9, a féltartós termékek 1,7, a nem tartós termékek 3,7, a szolgáltatások pedig 3,9 százalékkal bővültek. A közösségi fogyasztás 7,3 százalékkal növekedett az első negyedévben.

3-9. ábra: A GDP éves változásának felhasználás oldali dekompozíciója



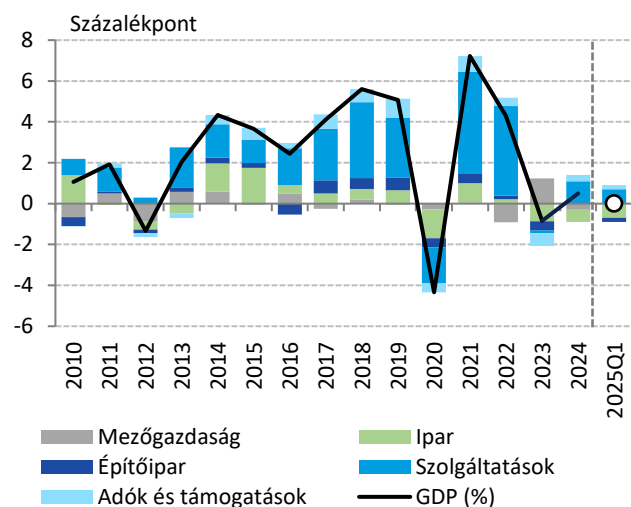
Megjegyzés: A közösségi végső fogyasztás a kormányzattól és nonprofit intézményektől kapott természetbeni társadalmi juttatásokkal együtt. A készletváltozás tartalmazza az értéktárgyak beszerzésének és eladásának egyenlegét is.

Forrás: KSH, MNB

A kiskereskedelmi forgalom 2025. áprilisban 5,0 százalékkal bővült éves alapon. Az online pénztárgépek inflációval korrigált forgalma májusban 1,6 százalékkal volt magasabb az előző év azonos időszakához képest a szezonálisan igazított adatok szerint. Az online pénztárgép forgalom abban tér el a kiskereskedelmi értékesítésektől, hogy tartalmazza egyes szolgáltatások, például a vendéglátás, a taxiszoftárgépek és a szálláshely-szolgáltatások egy részének forgalmát is.

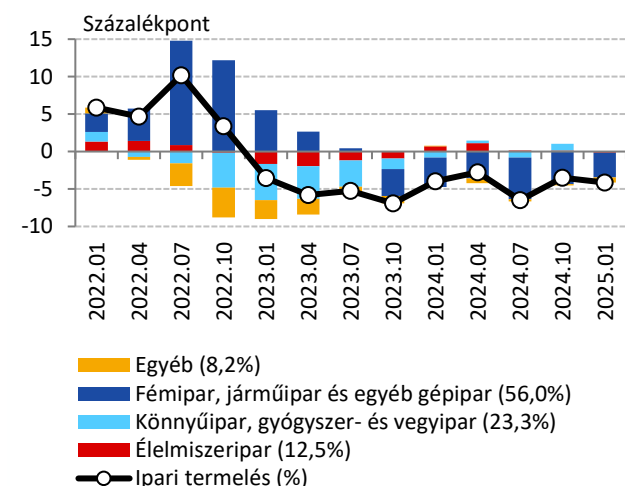
A bruttó állóeszköz-felhalmozás volumene 2025 első negyedében 10,1 százalékkal volt alacsonyabb az egy évvel korábbinál, ami 2,0 százalékponttal lassította a gazdasági növekedést. Az építési beruházások 11,3, a gép- és berendezéssel járók 13,7 százalékkal mérséklődtek. A közvetlenül lakossághoz kapcsolódó beruházások 11,6 százalékkal bővültek. A belföldre (-10,5 százalék) és az exportpiacra termelő (-25,7 százalék) ágazatokban egyaránt folytatódott az éves bázisú visszaesés. Az állami beruházások 16,9 százalékkal, míg az ahhoz közvetetten kapcsolódó

3-10. ábra: A GDP éves változásának termelés oldali dekompozíciója



Forrás: KSH

3-11. ábra: A hazai ipari termelés éves változásának ágazati felbontása



Megjegyzés: Zárójelben az ágazatok 2024-es súlya szerepel az ipari termelésben. Víz- és hulladékgazdálkodás nemzeti gazdasági ág nélkül. A teljes ipari termelés nem tartalmazza az öt fő alatti vállalkozások teljesítményét.

Forrás: KSH, MNB

ágazatok beruházásai 8,4 százalékkal csökkentek az első negyedévben az előző év azonos időszakához viszonyítva.

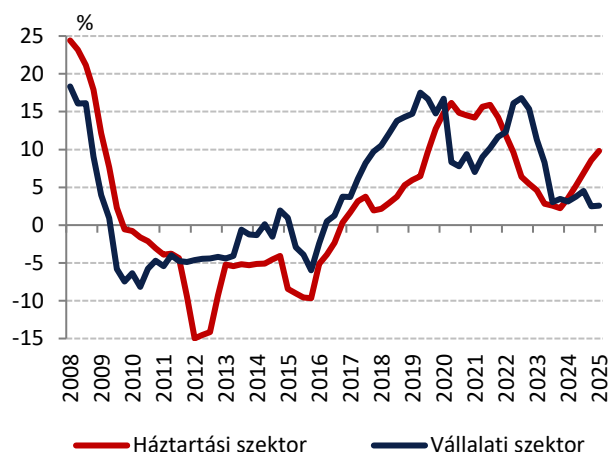
A készletváltozás hozzájárulása az előző negyedévekhez hasonlóan pozitív volt, így 0,2 százalékponttal támogatta az előző év azonos időszakához viszonyított növekedéshez.

2025 első negyedévében a nettó export hozzájárulása negatív maradt, és 0,3 százalékponttal mérsékelte a GDP növekedését. Ez annak a következménye, hogy az import volumene 0,1 százalékkal nőtt, az exporté pedig 0,4 százalékkal csökkent. Az áruexport 0,9 százalékkal bővült, a szolgáltatások kivitele pedig 5,0 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. Az áruimport 0,7 százalékkal magasabban alakult, mint egy évvel korábban, míg a szolgáltatások importja 2,7 százalékkal mérséklődött. A külkereskedelmi termékforgalom 12 havi gördülő egyenlege az enyhe csökkenés ellenére jelentős, 11,3 milliárd eurós többletet mutatott áprilisban. A cserearány 0,6 százalékkal romlott éves bázison. 2025. áprilisban a külkereskedelmi termékforgalom egyenlege 1,3 milliárd eurós többletet mutatott. Az előző hónaphoz képest 485 millió euróval, míg az előző év azonos időszakához mérten 392 millió euróval romlott az egyenleg. Az áfarezidensekkel korrigált egyenleg 551 millió eurós többletet mutatott. Áprilisban az áruexport euróban számolt értéke 1,9 százalékkal csökkent, míg az importé 1,5 százalékkal nőtt éves alapon.

A nemzetgazdaság első negyedévi teljesítményét elsősorban a szolgáltatások támogatták, míg az építőipar és az ipar visszafogták azt (3-10. ábra). Az ipar teljesítménye 3,9, azon belül a feldolgozóipar 4,6 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához mérten. A feldolgozóipari ágazatok közül a legnagyobb mértékben a fémipar, járműipar és egyéb gépipar járult hozzá a csökkenéshez (3-11. ábra).

A szolgáltatások hozzáadott értéke összességében 1,1 százalékkal emelkedett 2025 első negyedévében, 0,7 százalékponttal támogatva a GDP-növekedést. Ezen belül a művészet, szabadidő, egyéb szolgáltatások 3,1 százalékkal, a nagy súlyt képviselő kereskedelem, gépjárműjavítás, szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás szektor 2,2 százalékkal, a szállítás, raktározás szektor pedig 1,6 százalékkal bővült. A pénzügyi tevékenység ágazat 1,3 százalékos, az államhoz köthető szolgáltatások 1,1 százalékos növekedést mutattak. A szakmai, tudományos, műszaki, adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenységek 0,9 százalékkal emelkedtek. Az információ, kommunikáció, valamint az ingatlanügyletek szektorok teljesítménye egyaránt 0,1 százalékkal mérséklődött éves bázison.

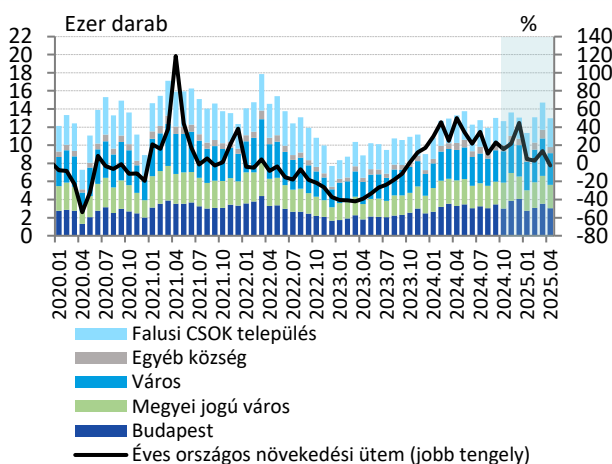
3-12. ábra: A teljes vállalati és a háztartási szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: A vállalati és háztartási szektor növekedési üteme is tranzakció alapú, a teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelek alapján.

Forrás: MNB

3-13. ábra: Lakáspiaci tranzakciók száma településtípusonként



Megjegyzés: Az ábrán kizárólag a magánszemélyek általi, 50 és 100 százalékos tulajdonszerzések szerepelnek. 2023. júliustól 2024. szeptemberig a NAV illeték adatbázis adatai a településtípusonkénti feldolgozottsági szint becslése alapján korrigálva. A kiemelt hónapok ingatlanközvetítők tranzakciói és becsült piaci részesedése alapján.

Forrás: Lakáspiaci közvetítői adatbázis, MNB, NAV

Az építőipar hozzáadott értéke 5,1 százalékkal csökkent az első negyedévben éves bázison, így 0,2 százalékponttal fogta vissza a GDP dinamikáját. Az épületek építése 6,6 százalékkal, az egyéb építmények építése 2,5 százalékkal csökkent az első negyedévben éves alapon. Az építőipari vállalkozások április végi szerződésállományának volumene 7,3 százalékkal meghaladta az egy évvel korábbit, míg a megkötött új szerződések volumene 12,7 százalékkal csökkent éves alapon.

A mezőgazdaság hozzáadott értéke az első negyedévben 0,7 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakában regisztrálttól.

2025 első negyedévében a lakossági hitelkereslet tovább élénkült, míg a vállalati hitelezésben továbbra sincs fordulat. A teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállományának éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest 1,2 százalékponttal gyorsulva 9,8 százalékot, míg a vállalati hitelállomány növekedési üteme érdemben nem változva 2,6 százalékot tett ki 2025 első negyedévének végén (3-12. ábra). A vállalati szektorban az alapfolyamatokat jobban megragadó kkv hitelállomány éves növekedési üteme 1,3 százalék volt március végén. Az első negyedévi új banki hitelszerződések a háztartási szektorban az előző év azonos negyedévi értékét 45 százalékkal haladták meg, míg a vállalati szektorban éves összehasonlításban a szerződéskötési érték mindössze 4 százalékkal volt magasabb az egy évvel korábbi, relatíve alacsony szinthez viszonyítva. Az MNB Hitelezési felmérésére adott válaszok alapján a bankok az első negyedévben a lakossági szegmensben a kereslet élénkülését tapasztalták, míg a vállalati hitelek esetében összességében a kereslet csökkenéséről számoltak be. 2025 második és harmadik negyedévére előretekintve a háztartási hitelezésben a kereslet folytatódó bővülésére számítanak, míg a vállalati hitelpiacon nem számítanak a hitelkereslet élénkülésére.

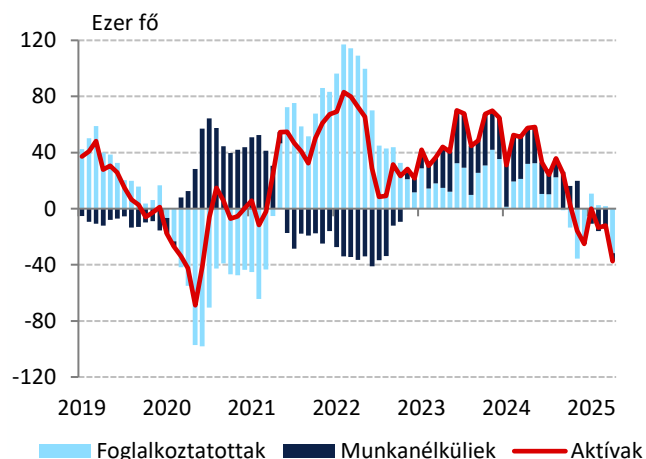
2025 elején a lakáspiaci forgalom bővülése a kisebb településeken folytatódott, míg a lakásár-dinamika a fővárosban gyorsult. A magánszemélyek lakáspiaci tranzakcióinak száma 39,1 ezret tett ki országosan 2025 első negyedévében, így 7 százalékkal meghaladta az előző év azonos időszaki tranzakciószámot (3-13. ábra). Településtípusonként Budapesten és a megyei jogú városokban stagnált, a többi városban azonban 18 százalékkal, a községekben pedig 11 százalékkal nőtt éves alapon a lakáspiaci adásvételek száma az első negyedévben. Az MNB lakásárindex alapján a lakásárak 2024 negyedik negyedévében az előző év azonos időszakához képest országosan 15,1 százalékkal emelkedtek, ezen belül a fővárosban 14,3 százalékkal, a vidéki városokban átlagosan

13,8 százalékkal, a községekben pedig 18,4 százalékkal nőttek nominális értelemben. Előzetes adatok alapján 2025 első negyedévében országos átlagban nem változott, Budapesten azonban tovább fokozódott és 19,2 százalékot ért el az éves lakásár-dinamika.

3.3. Munkaerőpiaci folyamatok

A nemzetgazdasági foglalkoztatás historikusan magas szinten alakul, azonban 2025 első negyedében a versenyszféra főbb ágazataiban csökkent a foglalkoztatottak száma az előző év azonos időszakához képest. A munkanélküliségi ráta nemzetközi összehasonlításban alacsony szinten, 4,4 százalékon alakult 2025. február-áprilisban. Az üres álláshelyek száma a versenyszférában továbbra is elmarad az előző évi szintjétől, azonban az előző negyedévhez képest enyhén emelkedett. A lazább munkaerőpiaci kondíciókhoz a bérekben is megkezdődött az alkalmazkodás, az év első négy hónapjának átlagában 9,3 százalékkal nőttek az átlagbérek a versenyszférában.

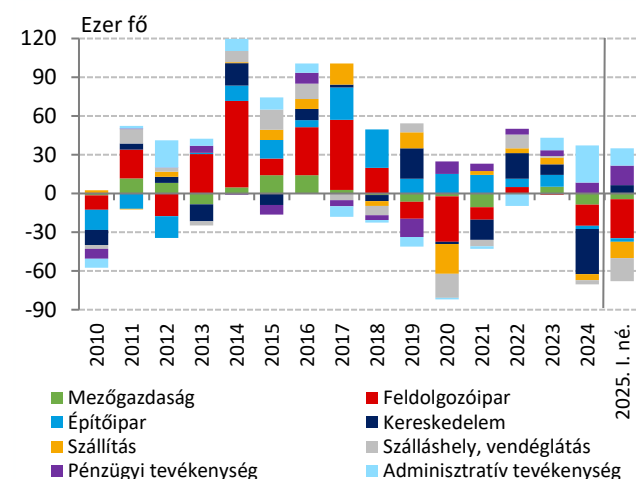
3-14. ábra: A munkaerőpiaci aktivitás éves változásának felbontása



Megjegyzés: A KSH háromhavi mozgóátlagos módszertanán alapuló adatok.

Forrás: KSH, MNB

3-15. ábra: A foglalkoztatás éves változása a versenyszféra főbb ágazataiban



Forrás: KSH

3.3.1. Foglalkoztatás és munkanélküliség

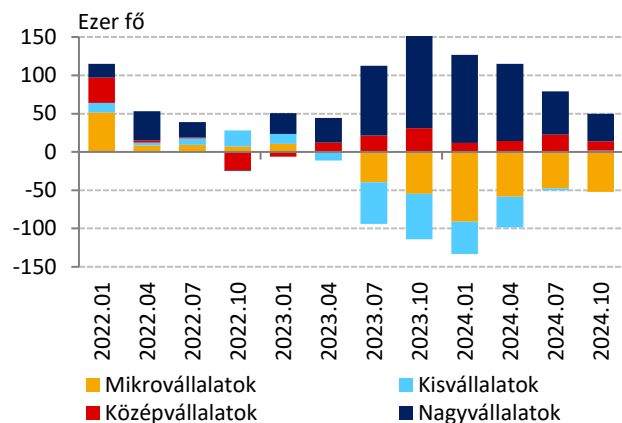
A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma nem változott érdemben, míg a versenyszféra főbb ágazataiban csökkent a foglalkoztatás az előző év azonos időszakához képest 2025 első negyedében. 2025. február-április átlagában a 15-74 éves foglalkoztatottak létszáma 4 millió 673 ezer fő volt, ami historikus összevetésben továbbra is magas, azonban 32 ezer fővel elmaradt az előző év azonos időszakához képest (3-14. ábra).

2025 első negyedében leginkább a feldolgozóipar létszáma mérséklődött. A feldolgozóiparban az idei első negyedévben 30 ezer fővel dolgoztak kevesebben, mint egy évvel korábban. Az építőiparban és a mezőgazdaságban is mérséklődött a foglalkoztatás (3-15. ábra). A piaci szolgáltató szektorban a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás, illetve a szállítás, raktározás területén csökkenés volt tapasztalható, míg az adminisztratív és szolgáltatást támogató és a pénzügyi és biztosítási tevékenység, valamint a kereskedelem területén nőtt a foglalkoztatottak száma. Vállalati létszám kategóriák szerint vizsgálva látható, hogy míg a piaci szolgáltatások esetén a nagy- és középvállalatok létszámbővülése ellensúlyozta a mikrovállalatok állományában tapasztalt csökkenést, a feldolgozóiparban a nagyvállalatok létszáma is mérséklődött a negyedik negyedévben (3-16. és 3-17. ábra). Az üres álláshelyek száma éves alapon továbbra is csökkent az előző év azonos időszakához képest az idei első negyedévben a versenyszférában, míg a szezonálisan igazított adatok alapján számuk már emelkedett az előző negyedévhez képest.

A munkanélküliségi ráta a nyers adatok alapján 4,4 százalék volt 2025. február-április átlagában. Nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony a munkanélküliség aránya hazánkban, 1,6 százalékponttal kisebb az uniós átlagnál a szezonálisan igazított adatok alapján.

A munkaerőpiaci aktivitás mérséklődött. A gazdaságilag aktívak száma 2025. február-április átlagában 37 ezer fővel csökkent éves alapon (3-14. ábra), míg szezonálisan igazított adatok alapján 4 ezer fővel mérséklődött az előző hónaphoz képest. Az aktívak számának éves alapon mért csökkenését

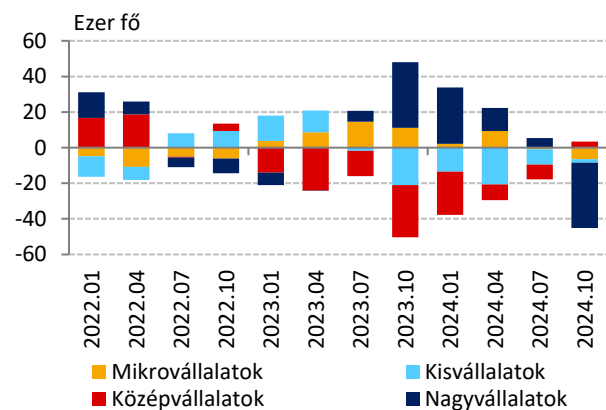
3-16. ábra: A foglalkoztatottak számának éves változása a piaci szolgáltatások területén vállalatméret szerint



Megjegyzés: Mikrovállalatok 1-9 fő; kisvállalatok 10-49 fő; középvállalatok 50-249 fő; nagyvállalatok 250 főtől.

Forrás: KSH alapján MNB-számítás

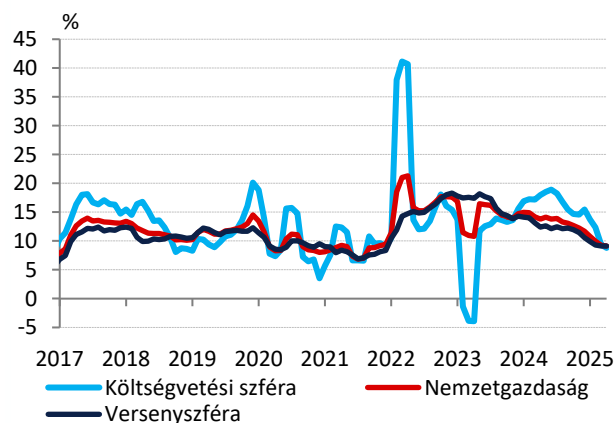
3-17. ábra: A foglalkoztatottak számának éves változása a feldolgozóiparban vállalatméret szerint



Megjegyzés: Mikrovállalatok 1-9 fő; kisvállalatok 10-49 fő; középvállalatok 50-249 fő; nagyvállalatok 250 főtől.

Forrás: KSH alapján MNB-számítás

3-18. ábra: A bruttó átlagkeresetek éves változása a nemzetgazdaságban



Megjegyzés: Háromhavi mozgóátlagok. Forrás: KSH

elsősorban a foglalkoztatottak létszámának mérséklődése okozta.

3.3.2. Bérek

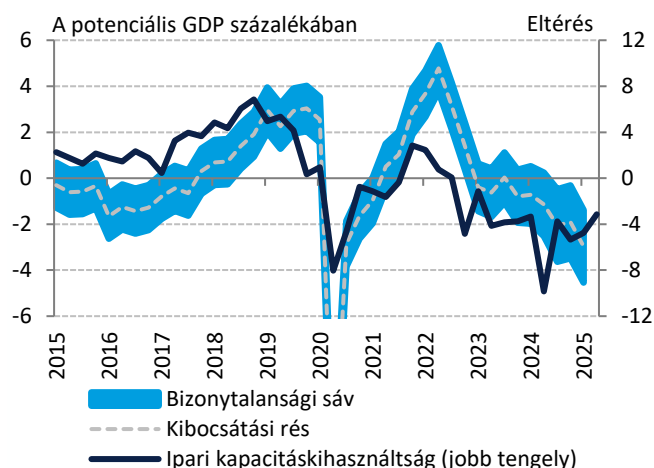
A bérdinamika enyhülése folytatódott 2025 első hónapjaiban. Az idei év első négy hónapjának átlagában 9,3 százalékkal nőttek a bérek a versenyszférában. A mérséklődő trendben az áprilisi bérdinamika kisebb korrekciót jelentett, 2025 áprilisában a versenyszféra bruttó átlagkeresete 9,9 százalékkal, a rendszeres kereset 10,7 százalékkal nőtt éves alapon. A költségvetési szférában a tavalyi évhez képest jelentősen lassult a bérdinamika, áprilisban 8,4 százalékot tett ki. A nemzetgazdaság egészét tekintve 9,8 százalékkal emelkedtek a bruttó átlagkeresetek áprilisban, míg a bruttó átlagkeresetek reálértéke 5,4 százalékkal volt magasabb az előző év azonos időszakához képest (3-18. ábra).

A magyarországi bérdinamika továbbra is élénk régiós összehasonlításban. Romániában 10,3 százalékkal, Lengyelországban 9,3 százalékkal, Szlovákiában 7,0 százalékkal nőttek a nominális keresetek éves alapon. Csehország esetén csak negyedéves frekvencián állnak rendelkezésre bér adatok, melyek alapján az átlagbérek 6,7 százalékkal nőttek az első negyedévben. Régiós összehasonlításban a reálbérek hazánkban és Lengyelországban emelkedtek a legnagyobb mértékben áprilisban.

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

Becslésünk alapján a GDP a potenciális szintje alatt alakult 2025 első negyedében. Ezt támasztja alá egyfelől, hogy a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága és a következő hónapokra vonatkozó termelési várakozásai elmaradnak a historikus átlaguktól. Másfelől a versenyszférában az átlagosan ledolgozott munkaórák értéke historikusan alacsony, illetve a munkaerőpiaci feszesség a 2016. végi szintre mérséklődött. A konjunktúra dezinflációs hatását befolyásolja a reálgazdasági ciklikus szerkezete, ugyanis a hazai inflációra a belső, lakossági fogyasztói kereslet ciklikus pozíciója hat erőteljesebben. Ezt a lakossági fogyasztási rés ragadja meg, ami becsléseink szerint az élénk fogyasztásbővülés következtében pozitív tartományban van 2023 vége óta.

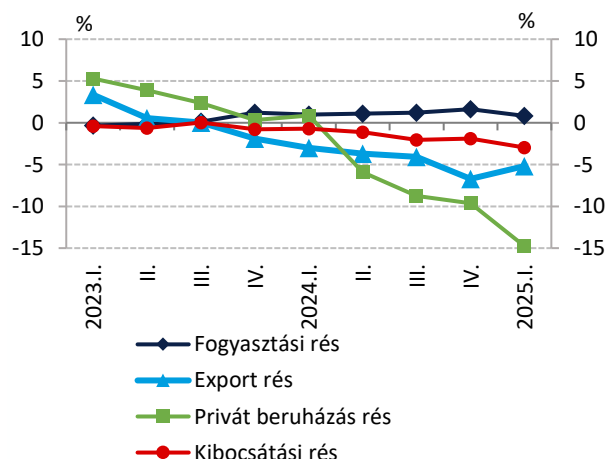
3-19. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv és az ipari kapacitáskihasználtság



Megjegyzés: A bizonytalansági sáv szélessége 1 szórásnyi terjedelmet fed le. A mezőgazdaság teljesítményétől szűrt kibocsátási rés. Ipari kapacitáskihasználtság esetében historikus átlagtól vett eltérés.

Forrás: ESI, KSH, MNB-becslés

3-20. ábra: A kibocsátási rés és a felhasználás oldali főbb tényezői



Megjegyzés: A mezőgazdaság teljesítményétől szűrt kibocsátási rés.

Forrás: KSH, MNB-becslés

Becslésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója 2023 eleje

óta **negatív előjelű**. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok szerint a magyar gazdaság 0,4 százalékkal csökkent 2025 első negyedében az előző év azonos időszakához képest, és 0,2 százalékkal csökkent a megelőző negyedévhez viszonyítva. A mezőgazdaság teljesítményétől szűrt kibocsátási rés továbbra is negatív tartományban alakul (3-19. ábra). A külső konjunktúra alakulásának szempontjából bizonytalanságot jelentenek a visszafogott európai növekedési kilátások, a vámintézkedések körüli bizonytalanságok és az általánosan feszült geopolitikai helyzet. A külső kibocsátási rés szintén enyhén negatív tartományban alakult, amely hatással van a hazai ciklikus pozícióra.

A konjunktúra dezinflációs hatását befolyásolja a reálgazdasági ciklikus szerkezete, ugyanis a hazai inflációra a belső, lakossági fogyasztói kereslet ciklikus pozíciója hat erőteljesebben. Ezt a lakossági fogyasztási rés ragadja meg, ami becsléseink szerint az élénk fogyasztásbővülés következtében pozitív tartományban van 2023 vége óta (3-20. ábra).

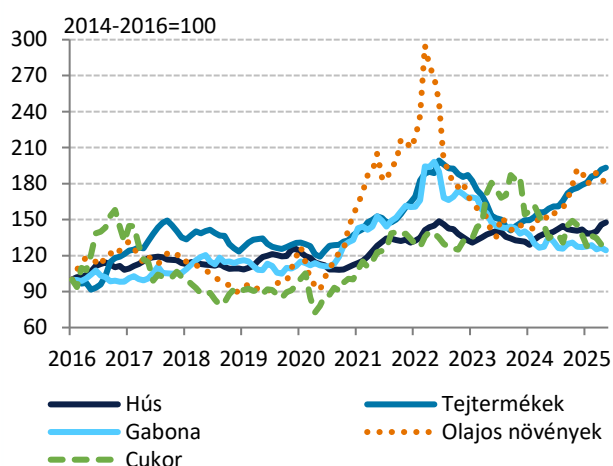
Kérdőíves felmérések alapján a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága és a termelési várakozásai is elmaradnak a historikus átlagtól. A kapacitáskihasználtság és a következő hónapokra vonatkozó termelési várakozások enyhén javultak a megelőző negyedévhez képest, ugyanakkor mindkét mutató elmarad a historikus átlagától.

A munkaerőpiaci feszesség 2022 óta fokozatosan enyhül, jelenleg a 2016. negyedik negyedévi szintet éri el. A munkaerőpiaci feszesség – az üres álláshelyek számának a munkanélküliekhez viszonyított aránya – 2013-tól erősödött, majd 2018-ban tetőzött. 2022 óta azonban mérséklődik, és 2024. negyedik negyedévére a 2016. negyedik negyedévi szintre csökkent (6-7. ábra).

3.5. Költségek és infláció

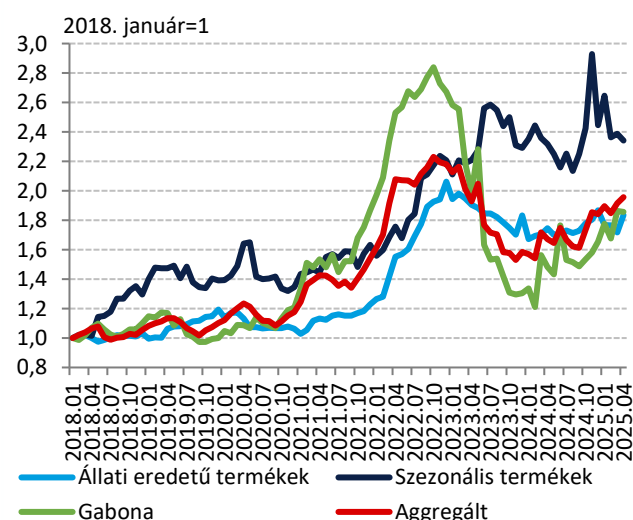
2025 májusában a fogyasztói árak éves összevetésben 4,4 százalékkal emelkedtek. A maginfláció 4,8 százalékra, az indirekt adóktól szűrt maginfláció 4,5 százalékra csökkent. A hatósági és önkéntes árkorlátozó intézkedések jelentős inflációmérséklő hatással bírtak májusban. A legnagyobb hatás az élelmiszerek árrészkorlátozásához köthető, ami mellett erősödött a banki- és telekommunikációs vállalatok önkéntes árkorlátozásának hatása és részben megjelent a háztartási cikkek májusban életbelépő árrészkorlátozása is. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó, éves bázison számított mutatóink is mérséklődtek. Havi bázison a teljes fogyasztói kosár átlagos ára 0,2 százalékkal, a maginflációs kosár pedig 0,3 százalékkal drágult. Az előző hónaphoz viszonyított árváltozás mértéke az infláció esetében mérsékeltebben alakult a historikus átlagnál, míg a maginfláció a historikus átlaggal összhangban alakult.

3-21. ábra: A világgpiaci élelmiszerárak alakulása



Forrás: FAO

3-22. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH

3.5.1. Termelői árak

Májusban 6,0 százalékkal emelkedtek a világgpiaci élelmiszerárak az előző év azonos időszakához képest. Havi alapon az árak 0,8 százalékkal csökkentek. Az éves bázisú áremelkedést elsősorban a tejtermékek és az olajos növények árának jelentős emelkedése magyarázza. A tejtermékek árai éves alapon 21,5 százalékkal nőttek, míg havi alapon 0,8 százalékkal emelkedtek. Az olajos növények az előző év azonos időszakához viszonyítva 19,1 százalékkal drágultak, áprilishoz képest pedig 3,7 százalékkal olcsóbbak lettek. A húсарak tavaly májushoz képest 6,8 százalékkal, áprilishoz képest pedig 1,3 százalékkal magasabban alakultak. A gabonafélék árai éves összevetésben 8,2 százalékkal, míg havi bázison 1,8 százalékkal mérséklődtek. A cukor világgpiaci ára éves összevetésben 6,6 százalékkal, havi bázison 2,6 százalékkal csökkent (3-20. ábra).

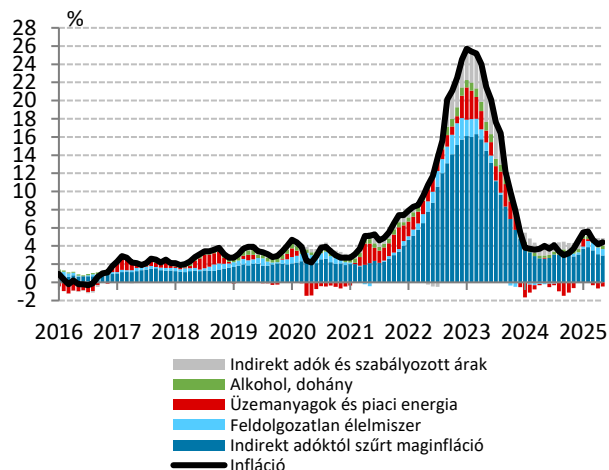
Áprilisban a hazai mezőgazdasági termelői árak 17,0 százalékkal emelkedtek éves összevetésben. Az előző hónaphoz képest 2,2 százalékkal emelkedtek az árak. Az összes résztétel ára emelkedett éves bázison. A gabona termelői ára 25,1 százalékkal, az állati eredetű termékeké 5,1 százalékkal, a szezonális termékek termelői árai pedig 1,0 százalékkal emelkedtek egy év alatt (3-21. ábra).

A belföldi értékesítésre szánt ipari termékek termelői árai éves bázison 3,9 százalékkal nőttek 2025 áprilisában. A feldolgozóipar belföldi értékesítési árai 3,3 százalékkal emelkedtek az előző év áprilisához viszonyítva. Az energiaiparban 4,5 százalékkal, míg az élelmiszeriparban 7,1 százalékkal voltak magasabbak a termelői árak az előző év azonos időszakához képest.

3.5.2. Fogyasztói árak

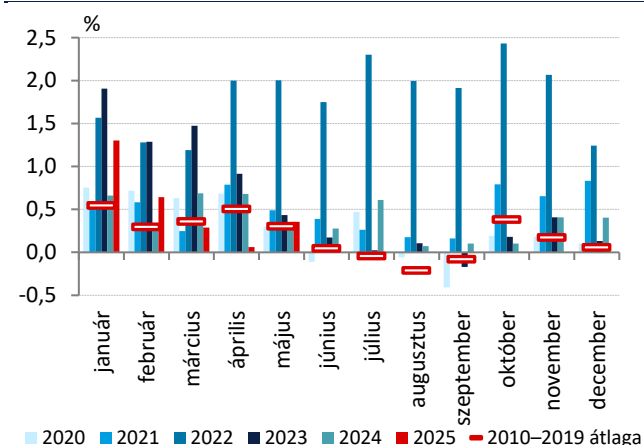
Éves összevetésben májusban 4,4 százalékkal nőttek a fogyasztói árak. A fogyasztóiár-index 0,2 százalékponttal nőtt az előző hónaphoz képest. Az éves bázisú fogyasztóiár-index emelkedésében szerepet játszott, hogy az üzemanyagok ára bár továbbra is csökkent az előző év azonos időszakához képest, de kisebb mértékben, mint az előző hónapban (3-22. ábra). A hatósági és önkéntes

3-23. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: MNB-számítás

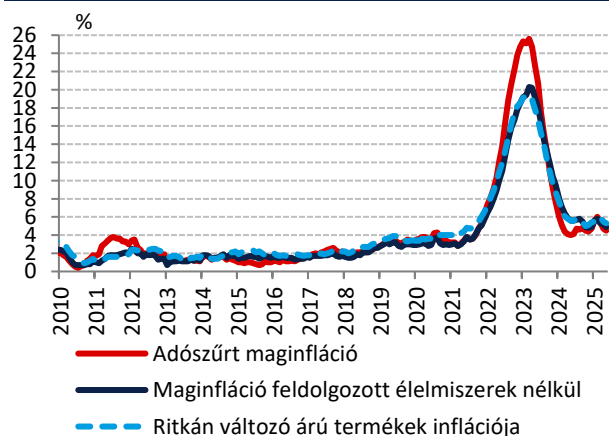
3-24. ábra: A fogyasztói árak havi árváltozásának alakulása üzemanyagok és szabályozott árak nélkül



Megjegyzés: Adószűrt, szezonálisan nem igazított havi változás.

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-25. ábra: Az inflációs alapmutatók



Megjegyzés: A feldolgozott élelmiszerek nélküli maginfláció változatlan tartalom mellett a korábbi keresletérzékeny inflációnak felel meg. Az új elnevezést az indokolja, hogy általánosan ható jelentős költségsokkok időszakában a korábbi elnevezés félreérthető lehet.

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

árkorlátozó intézkedések jelentős inflációmérséklő hatással bírtak májusban. A legnagyobb hatás az élelmiszerek árréskorlátozásához köthető, ami mellett erősödött a banki- és telekommunikációs vállalatok önkéntes árkorlátozásának hatása és részben megjelent a háztartási cikkek májusban életbelépő árréskorlátozása is. Havi alapon a teljes fogyasztói kosár ára 0,2 százalékkal drágult, míg az üzemanyagok és szabályozott árak nélkül számított kosár ára az előző hónaphoz képest 0,4 százalékkal emelkedett (3-23. ábra). Az alapfolyamatokat jobban tükröző, feldolgozott élelmiszerek nélkül számított havi bázisú maginfláció 0,2 százalék volt.

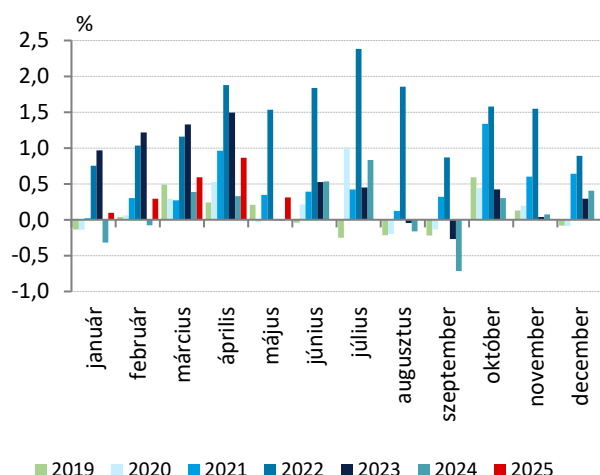
A maginfláció 4,8 százalékra, az indirekt adóktól szűrt maginfláció 4,5 százalékra mérséklődött. Az áprilishoz képest 0,2 százalékponttal alacsonyabb maginflációt a piaci szolgáltatások árdinamikájának mérséklődése okozta. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó, éves bázison számított mutatóink is mérséklődtek. A ritkán változó árú termékek inflációja 5,3 százalékon, míg a feldolgozott élelmiszerek nélkül számított maginfláció 4,9 százalékon alakult májusban (3-24. ábra). Rövidebb bázisú (évesített 3hó/3hó) összevetésben számított mutatóink az infláció és a maginfláció lassulását jelezték, amelyben szerepet játszott az árrés- és árkorlátozó lépések hatása. Az előző hónaphoz viszonyított árváltozás mértéke az infláció esetében mérsékeltebben alakult a historikus átlagnál, míg a maginfláció a historikus átlaggal összhangban alakult.

Az iparcikkek éves inflációja 3,5 százalékra emelkedett májusban. Havi alapon a termékcsoporthoz 0,3 százalékkal drágult (3-25. ábra). A tartós iparcikkek ára változatlanul alakult, a nem tartós iparcikkek ára pedig 0,5 százalékkal emelkedett áprilishoz képest.

A piaci szolgáltatások éves bázisú árindexe 6,8 százalékra mérséklődött, amiben jelentős szerepet játszott a tavalyi visszatérítő átárakozások inflációt emelő hatásának részbeni kifutása. Havi összevetésben 0,1 százalékkal nőttek az árak, amit elsősorban a vendéglátási szolgáltatások drágulása magyaráz (3-26. ábra). A historikus összevetésben mérsékelt átárakozás tükrözi a banki- és telekommunikációs szolgáltatások esetében érvényesített önkéntes árkorlátozásokat.

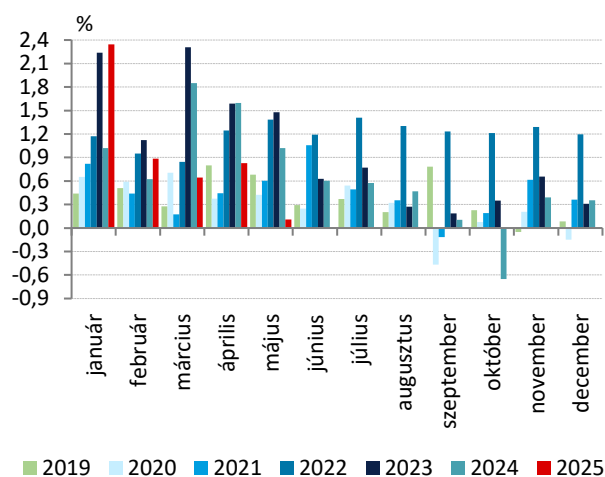
Az MNB besorolása szerinti élelmiszerek inflációja 3,6 százalék volt májusban. A termékkörön belül a feldolgozatlan élelmiszerek 5,0, a feldolgozott élelmiszerek 3,0 százalékkal drágultak éves összevetésben. A KSH adatközlése szerint 5,9 százalékkal növekedtek az élelmiszerárak, amelybe többek között beletartoznak az éttermi étkezések 8,3 százalékkal emelkedő árai is. Az élelmiszerek éves bázisú inflációját visszafogja a március

3-26. ábra: Az iparcikkek havi árváltozásának alakulása



Forrás: KSH, MNB

3-27. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása



Forrás: KSH, MNB

közepén bevezetett árréskorlátozás. Áprilishoz képest a feldolgozatlan élelmiszerek 0,8 százalékkal lettek drágábbak, amihez legnagyobb mértékben a burgonya és a friss gyümölcsök szezonális áremelkedése járult hozzá. A feldolgozott élelmiszerek ára havi alapon 0,4 százalékkal nőtt.

Az üzemanyagok ára havi összevetésben a tavaly májusinál kisebb mértékben, 1,9 százalékkal csökkent. A termékkör ára éves bázison 4,8 százalékkal mérséklődött. Az árak csökkenésében jelentős szerepet játszottak a vámháború következtében mérséklődő világpiaci olajárak.

Az infláció a márciusi Inflációs jelentés előrejelzésével összhangban, míg a maginfláció a prognózisnál alacsonyabban alakult.

3.5.3. Inflációs várakozások

A lakossági inflációs várakozások mérséklődtek, de továbbra is magas szinten tartózkodnak. Májusban az előző hónaphoz képest hazánkban csökkent azon válaszadók részaránya, akik arra számítanak, hogy az árak előretekintve a jelenleginél gyorsabb ütemben emelkednek. A lakosság inflációs várakozásait meghatározó tényezőkről a 6.1 kiemelt témában írunk részletesen.

3-1. keretes írás: A kormányzati intézkedések hatása az infláció alakulására

Március közepétől kezdve több árkorlátozó intézkedés lépett hatályba, amelyek az élelmiszerek, a háztartási cikkek és a piaci szolgáltatások egyes csoportjait érintik. Az intézkedések egy része központilag meghatározott, kormányzati árréskorlátozás, másik része pedig az ágazatok által – a kormányzattal és a jegybankkal folytatott tárgyalások eredményeként – önkéntesen vállalt árkorlátozás. Az árréskorlátozások az aktuális szabályozás szerint idén nyár végéig lesznek érvényben, míg az önkéntes árkorlátozások hatálya a jövő év közepéig tart (3-1. táblázat).

3-1. táblázat: Kormányzati intézkedések és ágazati önkéntes árkorlátozások becsült inflációs hatása

	Intézkedés	Hatálya	Súlya a fogyasztói kosárban (százalék)	2025. évi inflációs hatás (százalékpont)
Márciusban ismert kormányzati intézkedések	Élelmiszerek árréskorlátozása	2025. március 17. - május 31.	6,0	-0,3
Új kormányzati intézkedések	Élelmiszerek árréskorlátozásának meghosszabbítása	2025. június 1. - augusztus 31.		-0,2
	Háztartási cikkek árréskorlátozása	2025. május 19. - augusztus	2,3	-0,1
	Banki szolgáltatók önkéntes árkorlátozása	2025. május - 2026. június	3,4	-0,1
	Telekommunikációs szolgáltatók önkéntes árkorlátozása	2025. tavasz - 2026. tavasz	2,5	-0,1
	Lakásbiztosítások önkéntes árkorlátozása	2025. július - 2026. június	0,6	nem jelentős
	Gyógyszerek önkéntes árkorlátozása	2025. nyártól kezdődően	1,0	nem jelentős
Összesen		-	15,8	-0,8

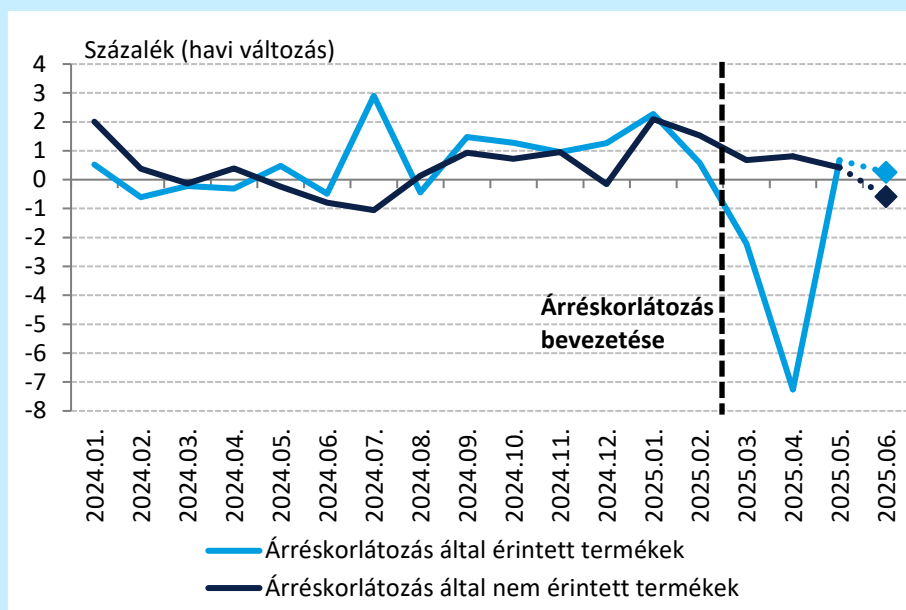
Megjegyzés: Technikai hatások, amelyek nem számolnak azzal, hogy a kereskedők egyéb termékek áremelésével kompenzálják az intézkedést.

Forrás: MNB

Becslésünk szerint az árkorlátozó intézkedések éves átlagban 0,8 százalékponttal mérsékelhetik az idei inflációt, amit részben ellensúlyozhat más termékek kereszttárazása. A 0,8 százalékpontból 0,5 százalékpont az élelmiszerek árréskorlátozásából fakad, ami magába foglalja az intézkedés augusztus végéig tartó meghosszabbítását is. A háztartási cikkek árréskorlátozása, valamint a banki és telekommunikációs szolgáltatások önkéntes árkorlátozása intézkedésenként 0,1-0,1 százalékponttal mérsékelheti a 2025. évi áremelkedési ütemet. Az intézkedések várhatóan a nyári hónapokban éreztetik a leginkább a hatásukat.

Az élelmiszerek és a háztartási cikkek árréskorlátozásának hatását érdemben befolyásolja, hogy a kereskedőknél megjelenik-e a kereszttárazás jelensége. A deflációs hatást mérsékelheti, ha a kereskedők a korlátozás hatálya alá eső termékeken elszenvedett veszteséget a többi termék árrésének emelésével igyekeznek kompenzálni. A tényadatokban ugyanakkor egyelőre nem látni erre utaló jeleket, az élelmiszer-árréskorlátozás hatályán kívül eső termékek havi áremelkedése az intézkedés bevezetése előtti hónapok tartományában alakult (3-28. ábra).

3-28. ábra: Az élelmiszer-árréskorlátozás által érintett és nem érintett termékek havi árváltozása



Megjegyzés: A júniusi értékek az MNB online élelmiszerár-felmérése alapján.

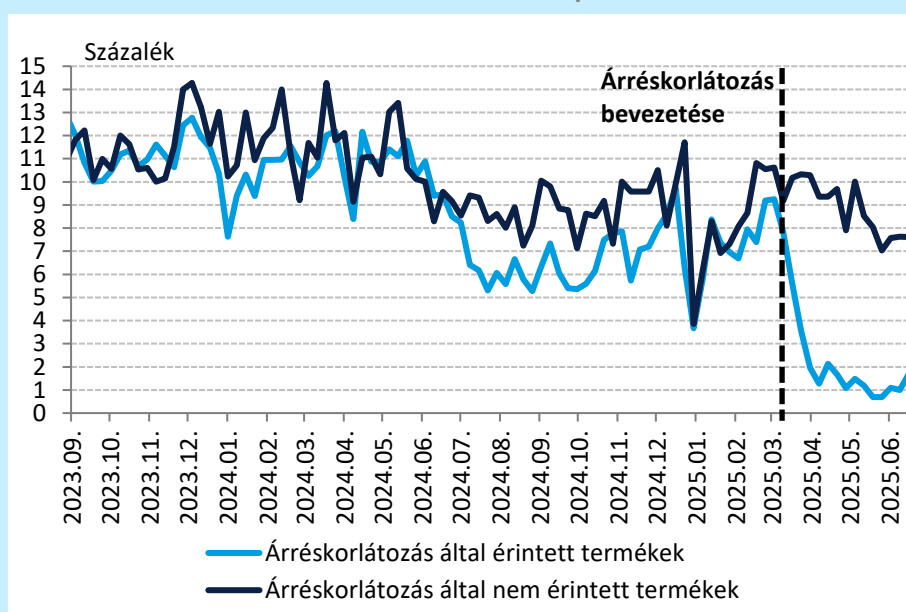
Forrás: KSH, Árfigyelő, MNB-számítás

Az árkorlátozások inflációs hatásának felmérésében bizonytalanságot okoz a kormányzati intézkedések időbeli hatálya.

Az élelmiszer-árréskorlátozás érvényességét május végéről augusztus végéig hosszabbították meg, ami 0,2 százalékpontnyi technikai inflációmérséklő hatással jár a 2025. évi átlagos áremelkedésre. A hosszabbítással ugyanakkor megnő a kockázata annak, hogy a negyedévenként 50-60 milliárd forintra becsülhető, ágazati szintű veszteséget a kereskedők részben áthárítják a fogyasztókra, ami mérsékli az intézkedésből fakadó dezinflációs hatást.

Az árréskorlátozás másik negatív következménye lehet az akciózások számának és mértékének csökkenése. Az Árfigyelő adatai szerint az akciós termékek aránya és az akciók átlagos mértéke is csökkent a korlátozás bevezetése óta az érintett termékkörök esetén. Ezzel egyidőben nem regisztráltak hasonló csökkenést a korlátozás hatályán kívül eső termékkörökben (3-29. ábra). Ha az árréskorlátozások hatására összességében kevesebb az akció, az mérsékelheti az intézkedések dezinflációs hatását.

3-29. ábra: Az akciós termékek arányának alakulása



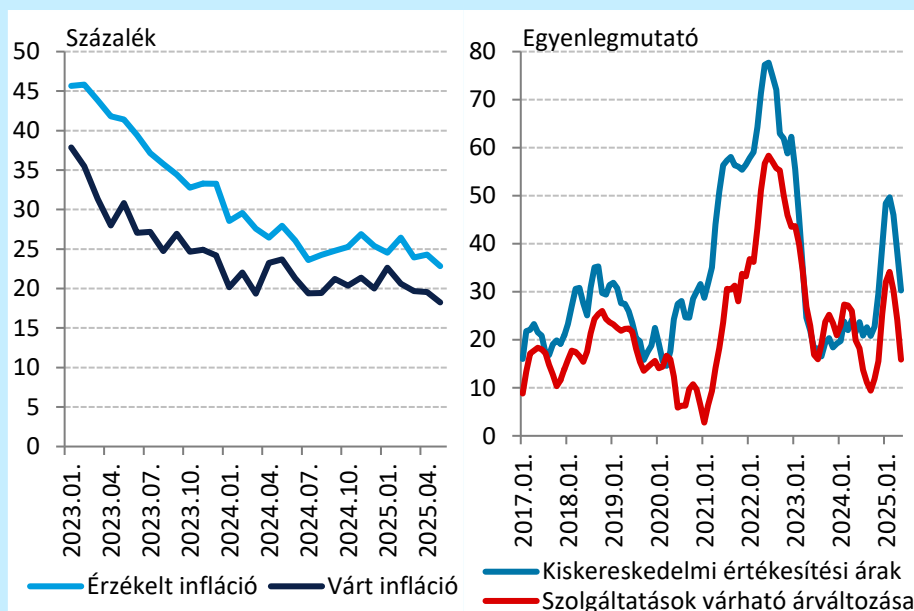
Forrás: Árfigyelő, MNB-számítás

A háztartási cikkek árreszkorlátozása gyorsan megjelent a drogériák árazásában, míg a rendelet hatályán kívül eső üzletekben egyelőre nem történt érdemi alkalmazkodás. A drogériákban átlagosan 23,1 százalékkal mérséklődtek az árak az árresztop életbe lépésének első hetén az előző héthez képest az MNB magas frekvenciás adatgyűjtése szerint. A háztartási cikket árusító, nem drogéria üzletláncokban (amelyekre nem vonatkozik a rendelet) ezzel szemben csak enyhén csökkentek az árak (-2,1 százalék).

A Nemzetgazdasági Minisztérium tárgyalásait követően a gyártók, a nagykereskedők, valamint a patikák is vállalták egyes gyógyszerek önkéntes árkorlátozását. A megállapodások értelmében 25 gyógyszer ára a 2024. december 31-i árszintre mérséklődik. Az árkorlátozások június és július folyamán lépnek életbe, a végleges hatályról még nem érkezett egyértelmű bejelentés, de bizonyos gyógyszeripari szervezetek egy éves időtartamot említettek közleményeikben. Májusban a nem támogatott gyógyszerek ára éves összevetésben 6,7 százalékkal, a támogatott gyógyszereké pedig 4,1 százalékkal emelkedett. A gyógyszereket érintő önkéntes árkorlátozás inflációmérséklő hatása – a lakásbiztosításokhoz hasonlóan – nem éri el a 0,1 százalékpontot.

Az árkorlátozások jellegükből fakadóan átmenetiek, és akkor képesek tartósan csökkenteni az inflációs várakozásokat, ha megváltoztatják a vállalatok árazási magatartását is. Egyelőre a kedvező dinamikák érvényesülnek, az érzékelt és a várt infláció a háztartási szektorban kismértékben csökkent, a vállalati árvárakozások pedig nagyobb mértékben mérséklődtek (3-30. ábra).

3-30. ábra: A lakossági (bal panel) és a vállalati árvárakozások (jobb panel) alakulása



Megjegyzés: A lakossági várakozások a GKI fogyasztói kérdőívében rögzített kvantitatív adatok alapján.

A vállalati árvárakozások esetében a következő 3 hónapra vonatkozó árvárakozások háromhavi mozgóátlaga.

Forrás: GKI, Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

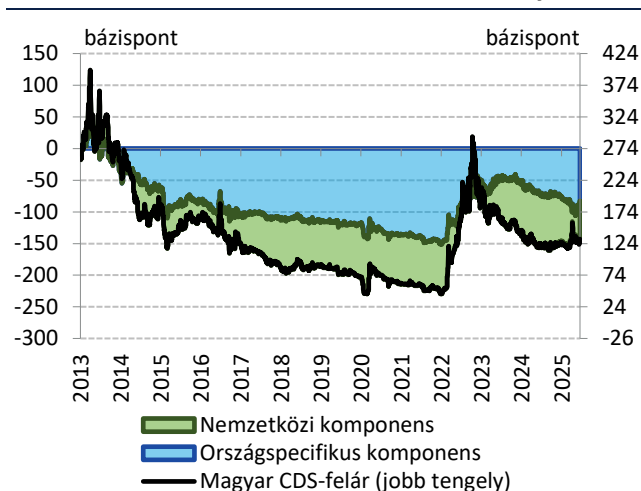
Míg az árkorlátozások bevezetése az idei évi inflációt mérsékli, addig az intézkedések kivezetése a következő évek inflációs rátáját emelheti meg hasonló mértékben. Az árkorlátozó intézkedések csökkentik az idei évi átlagos árszintet, ami alacsonyabb bázist eredményez a következő évek áremelkedési üteméhez. Így kivezetéskor az intézkedések előtti árszint visszaállítása már önmagában is inflációt emelő hatásként jelenik meg, aminek mértéke közelítőleg megegyezik az idei évi dezinflációs hatással. Az árkorlátozó intézkedések inflációmérséklő hatása tehát nem tartós, ami visszafoghatja az inflációs várakozásokra kifejtett hatását.

4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt negyedévben változókéonyan alakult a befektetői hangulat. Az időszak elején az orosz-ukrán béketárgyalási fejlemények kedvezően hatottak a kockázattvállalási hajlandóságra. Ugyanakkor a nemzetközi vámbejelentések és azok reálgazdasági kilátásokra gyakorolt negatív hatásai jelentősen fokozták a globális pénzpiaci bizonytalanságot. Az április eleji amerikai vámbejelentések hatására a részvényindexek jelentősen csökkentek, míg a menedékeszközök árfolyamai emelkedtek, és a feltörekvő piaci eszközökkel szembeni kockázatkerülés erősödött. Az amerikai vámok 90 napos részleges felfüggesztését, illetve az amerikai-kínai kereskedelempolitikai tárgyalások megkezdését követően azonban valamennyi részpiacon korrekció volt megfigyelhető. Az időszak végén viszont az Irán és Izrael között kirobbant háborús konfliktus következtében ismételten elromlott a befektetői hangulat. Az elmúlt negyedév során a forint a régiós devizákkal együtt mozogva, kis mértékben gyengült az euróval szemben.

4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



Megjegyzés: Az alkalmazott dekompozíciós módszer leírása megtalálható a Kocsis–Nagy (2011): Szuverén CDS-felárak dekompozíciója c. MNB Szemle cikkben.

Forrás: Bloomberg, MNB

4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

Hazánk hitelkockázati felára enyhén emelkedett az elmúlt negyedévben. A negyedév elején 40 bázisponttal emelkedett hazánk hitelkockázati felára, majd az időszak második felében fokozatosan mérséklődött és így összességében 14 bázisponttal 131 bázisponttra nőtt a felár, amihez nagyobb részt országspecifikus tényezők járultak hozzá (4-1. ábra).

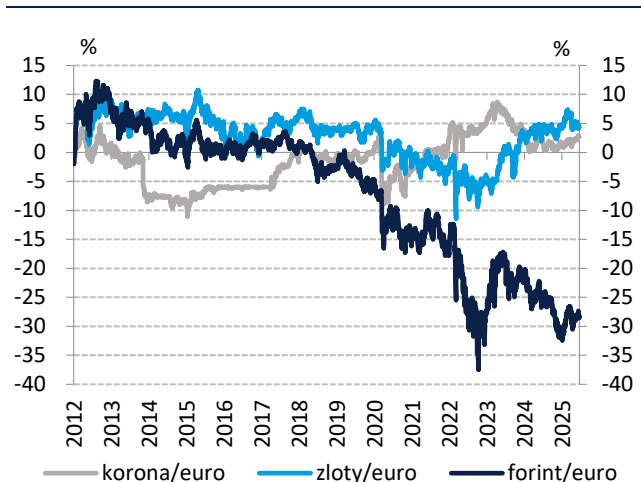
4.1.2. Devizapiaci folyamatok

A forint az időszak során összességében 1,3 százalékkal gyengült az euróval szemben, amelynek háttérében elsősorban az Egyesült Államok vámpolitikája és a kedvezőten globális befektetői hangulat állt, de országspecifikus tényezők is szerepet játszottak a leértékelődésben. Az időszak elején a forint – a régiós devizákkal párhuzamosan – az amerikai vámokkal kapcsolatos bejelentések következtében leértékelődött. A befektetői hangulat javulása mellett az árfolyam fokozatosan erősödött, így az április eleji gyengülés nagy része korrigálódott az azóta eltelt időszakban (4-2. ábra). A régióban a lengyel zloty 2,1 százalékkal, a román lej árfolyama 1,0 százalékkal értékelődött le, míg a cseh korona árfolyama 0,9 százalékkal erősödött. A dollárral szemben a forint 3,2 százalékkal erősödött, míg a lengyel zloty 2,6 százalékkal, a román lej 3,6 százalékkal, a cseh korona pedig 5,5 százalékkal értékelődött fel.

4.1.3. Állampapírpia és hozamalakulás

Az elmúlt negyedév során emelkedett a külföldiek állampapír állománya. A nem rezidensek forint állampapír-állománya 18 milliárd forinttal, 6041 milliárd forintra nőtt az időszak során. A forint állampapírokon belüli részarány is emelkedett az elmúlt negyedévben, így 16,4 százalék körüli szinten áll (4-3. ábra).

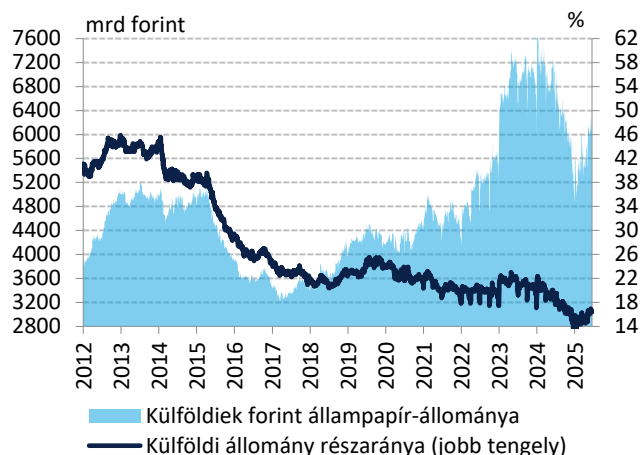
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



Megjegyzés: 2012. év elejéhez viszonyított változás. A pozitív értékek a régiós deviza felértékelődését jelölik.

Forrás: Bloomberg

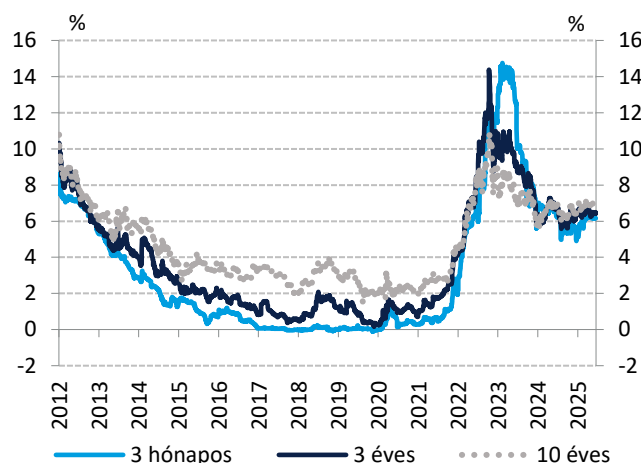
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja.

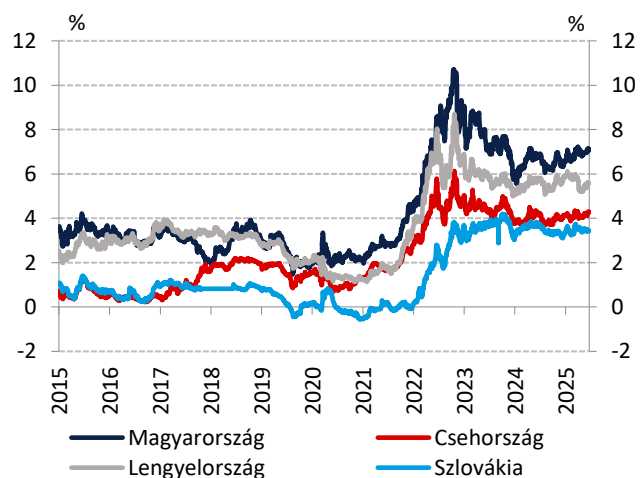
Forrás: MNB

4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

A diszkontkincstárjegy és az államkötvény aukciókon az időszak során jellemzően vegyes volt a kereslet. Az elmúlt negyedévben a DKJ és a kötvény aukciók átlaghozamai is csökkentek. A 3 hónapos DKJ aukció esetében 4, míg a 10 éves kötvény aukció esetében 11 bázisponttal kerültek lejjebb az átlaghozamok.

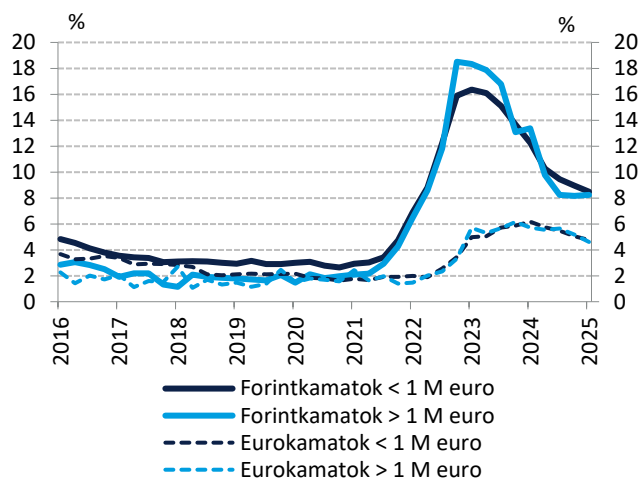
Az állampapír-piaci hozamgörbe rövid oldala lefelé, míg a hosszú vége felfelé tolódott az időszak során (4-4. ábra). Összességében a 3 éves hozam 32 bázisponttal, az 5 éves hozam 36 bázisponttal, míg a 10 éves hozam 5 bázisponttal került lejjebb az elmúlt negyedévben. A 20 éves hozam 11 bázisponttal emelkedett. A bankközi hozamok közül a 3 hónapos BUBOR 1 bázisponttal 6,50 százalékra mérséklődött.

A régióban a hosszú referenciahozamok vegyesen alakultak az elmúlt negyedév során. A 10 éves hozamok Lengyelországban 25 bázisponttal, Szlovákiában 18 bázisponttal csökkentek, miközben Csehországban 8 bázisponttal, Romániában 5 bázisponttal emelkedtek (4-5. ábra).

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2025 első negyedében a kisösszegű vállalati forint hitelkamatok és összességében az euró hitelkamatok csökkenése folytatódott. Az MNB Hitelezési felmérése alapján a bankok összességében nem változtattak érdemben a vállalati hitelek feltételein, és ezeken 2025 második és harmadik negyedében sem szándékoznak módosítani. Az első negyedévben a bankok a vállalati hitelek iránti kereslet csökkenését tapasztalták, és előretekintve a hosszú lejáratú hitelek iránt tovább csökkenő keresletet valószínűsítnek. A bankszektor hitelezési képessége a likviditási- és tőkehelyzet alapján továbbra is magas szinten alakul. A lakáshitelek átlagos hitelköltsége nem változott a negyedév során, míg a személyi hiteleké tovább csökkent. A bankok nem változtattak a háztartási hitelek sztenderdjén, és ezeken a következő fél évben sem terveznek változtatni. Mindkét lakossági szegmensben a negyedév során tapasztalt keresletélénkülés folytatódására számítanak 2025 második és harmadik negyedében is.

4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába



Megjegyzés: Változó kamatozású vagy maximum egy éves kamatfixálással rendelkező hitelek. 2015-től az 1 millió euro feletti money market hitelektől szűrt adatok alapján.

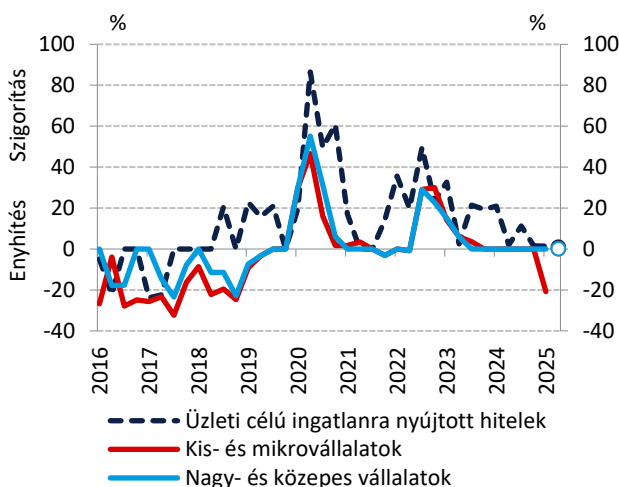
Forrás: MNB

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

2025 első negyedében az euró- és a kisösszegű forint hitelkamatok csökkenése folytatódott. Az újonnan szerződött, legfeljebb 1 éves kamatperiódusú, döntő részben piaci alapon kötött vállalati forinthitel-szerződések átlagos kamatszintje – a pénzpiaci ügyletek kiszűrésével – a kisösszegű hitelek esetében 0,5 százalékponttal csökkent, míg a nagyösszegű hitelek esetében érdemben nem változott (+0,1 százalékpont) az előző negyedévhez képest. A megkötött vállalati forinthitelek átlagos kamatlába összességében nem változott, és 8,3 százalék volt az első negyedév egészében (4-6. ábra). A kisösszegű eurohitelek kamatszintje 0,3 százalékponttal, a nagyösszegű eurohiteleké 0,6 százalékponttal mérséklődött a negyedév során. Ennek eredményeképpen az első negyedévben a vállalati eurohitelek átlagos finanszírozási költsége 0,5 százalékponttal 4,6 százalékra csökkent 2024 negyedik negyedéhez képest.

2025 első negyedében a bankok összességében nem változtattak a vállalati hitelfeltételeken. A bankok a nagy- és közepes vállalatok esetében nem változtattak, a kis- és mikrovállalatok esetében 21 százalékkal enyhített a feltételeken az első negyedévben. A bankok hitelezési képessége a likviditási- és tőkehelyzetük alapján továbbra is magas szinten alakul. A bankok a következő fél évben nem terveznek változtatni a vállalati hitelsztenderdeken. Az üzleti ingatlanok finanszírozása terén sem várható változás a hitelhez jutás feltételeiben (4-7. ábra). Az első negyedévben a bankok mintegy negyede összességében a vállalati hitelek iránti kereslet csökkenéséről számolt be. A válaszadók nettó 46 százaléka szerint csökkent a kereslet a forinthitelek és a hosszú lejáratú vállalati hitelek iránt. A kis- és mikrovállalatok esetében ugyanakkor a bankok nettó 15 százaléka a hitelkereslet növekedését tapasztalta. A következő fél évre előretekintve a bankok összességében nem számítanak a hitelkereslet élénkülésére, a hosszú lejáratú hitelek iránt pedig nettó 17 százalékkal valószínűsít tovább csökkenő keresletet.

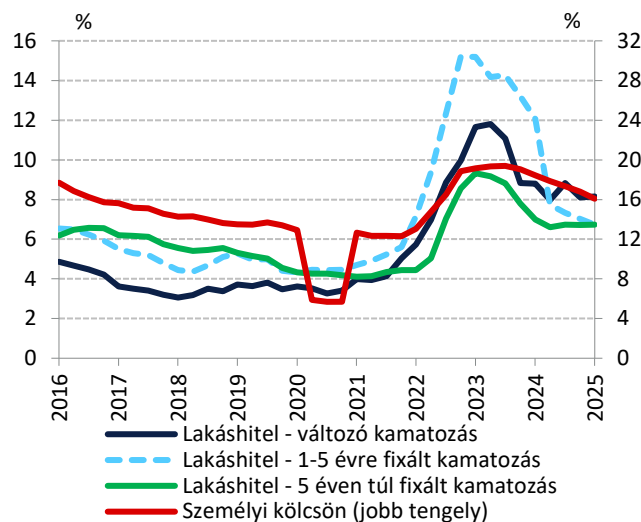
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegegensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2025 második és harmadik negyedévére.

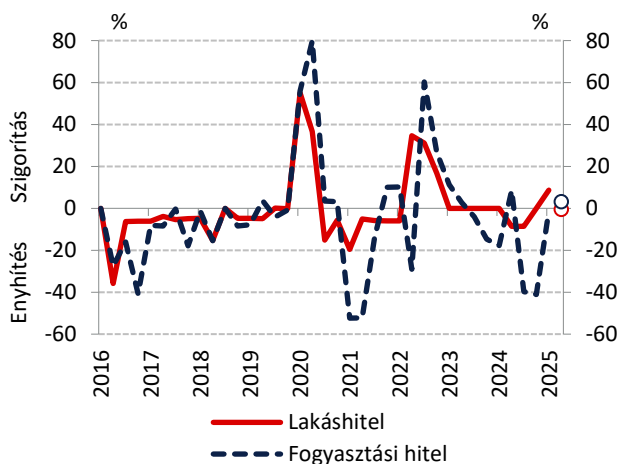
Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



Megjegyzés: Új folyósítású hitelkamatok negyedéves átlaga. Az államilag támogatott hitelek 2024. január előtt az 1-5 évre fixált hitelek kategóriába tartoznak, 2024. januártól pedig a változó kamatozású kategóriába esnek. Ezen hitelek esetében az ábrán szereplő kamatláb az állam által fizetett támogatást is tartalmazza.
Forrás: MNB

4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2025 második és harmadik negyedévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A hosszú távra rögzített kamatozású lakáshitelek átlagos kamatlába nem változott a negyedév során. A 2025 első negyedévében megkötött lakáscélú hitelszerződések átlagos THM-szintje az 5 évnél hosszabb futamidőre kamatfixált hitelek esetében 6,7 százalékon stagnált 2025 első negyedévében (4-8. ábra). 2025 első negyedévében a legalább 5 évre fixált ügyfélkamatozású hitelek részesedése 99 százalékot ért el.¹ A személyi kölcsönök átlagos THM-szintje 0,7 százalékponttal mérséklődve 16,1 százalékot ért el a vizsgált negyedévben.

A bankok nem változtattak a háztartási hitelek feltételein 2025 első negyedévében. A lakás- és a fogyasztási hitelek esetében sem változtak érdemben a hitelfeltételek (4-9. ábra). A válaszadó intézmények a következő fél évben a fogyasztási és a lakáshitel feltételekben sem terveznek érdemben változtatni. Az első negyedévben a bankok 85 százaléka növekvő hitelkeresletet tapasztalt a lakáshitelek piacán, és előretekintve nettó 36 százalékkal számított további keresletélénkülésre. A megkérdezett intézmények kétharmada (nettó 67 százalékkal) a fogyasztási hitelek iránti kereslet élénkülését tapasztalta, amelyben az év elején elinduló kamatmentes munkáshitel is szerepet játszhatott. A válaszadók nettó 27 százaléka a kereslet további növekedésére számított 2025. második és harmadik negyedévre előretekintve.

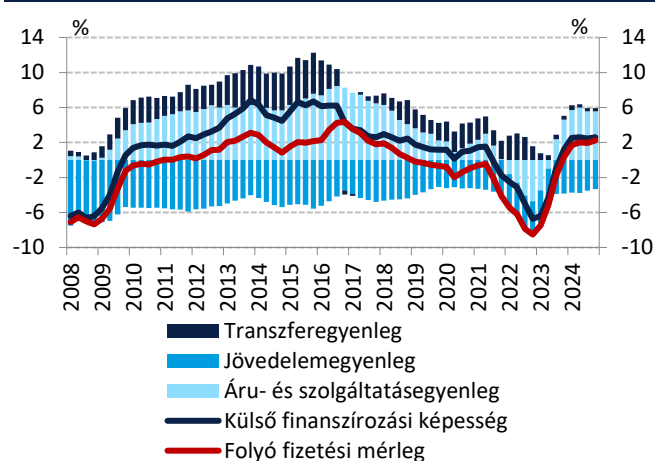
¹ A számítás során figyelembe vettük a CSOK Plusz hitelek is, amelyek a jogszabályi előírások értelmében módszertanilag változó kamatozású hitelek, ugyanakkor az ügyfélkamattól, amely legfeljebb 3 százalékkal lehet, fix kamatozású hiteleknek tekinthetők.

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

2024 negyedik negyedében a folyó fizetési mérleg egyenlege magas szinten stabilizálódott. A külső egyensúlyi pozíció többlete továbbra is döntően a külkereskedelmi egyenleghez köthető, miközben a jövedelemegyenleg hiánya is tartósan alacsony. A finanszírozási oldalon a nettó közvetlentőke-beáramlással párhuzamosan az adósságjellegű források növekedtek. 2024 végén a bruttó külső adósság a GDP 62 százalékát, míg a nettó mutató a GDP mintegy 10 százalékát tette ki. Az előzetes havi adatok alapján 2025 első negyedében magas külkereskedelmi egyenleg mellett számottevő maradt a folyó fizetési mérleg többlete és a szektorok megtakarítása szerinti folyamatok is fennmaradtak.

5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek, a GDP százalékában. 2024-re figyelembe vettük a GDP szerinti külkereskedelmi adatokat.

Forrás: MNB

5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

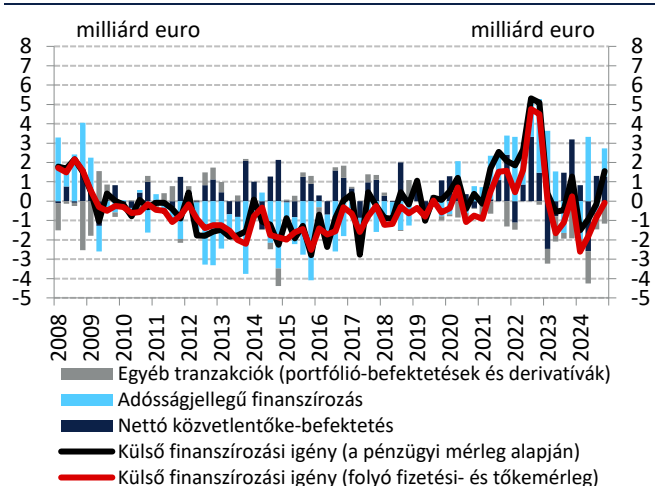
2024 negyedik negyedében a folyó fizetési mérleg többlete magas szinten stabilizálódott (5-1. ábra). 2024 végén a folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP 2,2 százalékán alakult. A tartósan kedvező külső egyensúlyi adatok mögött döntően a külkereskedelmi egyenleg magas többlete állt, ami ellentétes folyamatok eredőjeként alakult ki. A visszaeső beruházás alacsonyabb importigényét részben ellensúlyozta az élénkülő fogyasztás hatása, miközben a gyenge ipari termelés mellett az export nem változott érdemben. A transzferegyenleg aktívumának alacsony szintjét a historikus mélypontra süllyedő Európai Unióval szembeni nettó egyenleg magyarázza. 2025 első negyedében az előzetes havi adatok alapján a magas külkereskedelmi egyenlegnek köszönhetően jelentős volt a folyó fizetési mérleg többlete.

5.1.1. Finanszírozási folyamatok

2024 negyedik negyedében a jelentős nettó FDI beáramlás mellett az adósságjellegű források növekedtek (5-2. ábra). 2024 végén a nettó FDI-beáramlás elsősorban a Magyarországon jelenlevő vállalatok újrabefektetett jövedelmének volt köszönhető, míg a hazai szereplők kifizetése ellentétes irányba hatott. A nettó külső adósságjellegű források érdemi beáramlása a konszolidált államhoz kötődött, miközben a bankszektorban és a vállalatoknál nettó adósságtörlesztés történt. Az előzetes havi adatok alapján 2025 első negyedében nettó FDI kiáramlás mellett az adósságjellegű források érdemben növekedtek.

2024 végén a csökkenő államháztartási hiány külső egyensúlyra gyakorolt hatását ellensúlyozta a magánszektor mérséklődő nettó pénzügyi megtakarítása (5-3. ábra). Az állam finanszírozási igénye tovább csökkent a fogyasztással kapcsolatos adóbevételek emelkedésével, illetve a kormányzati beruházás mérséklődésével összefüggésben. Ezzel párhuzamosan a magánszektor nettó pénzügyi megtakarítása hasonló mértékben mérséklődött. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása továbbra is

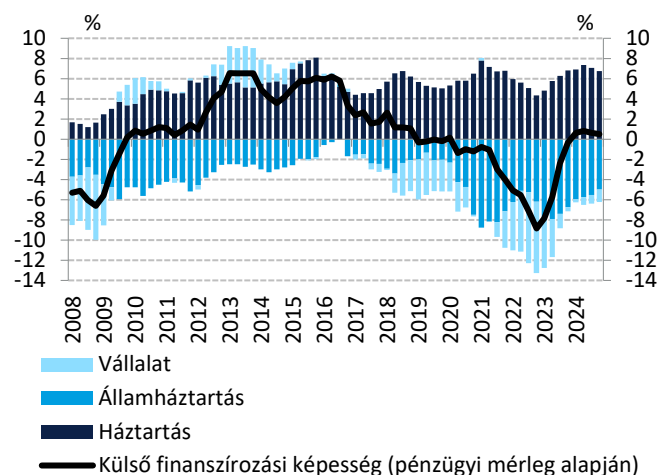
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



Megjegyzés: A pénzügyi mérleg finanszírozási képessége a folyó fizetési és tőkemérleg, illetve a fizetésimérleg-statisztika tévedések és kihagyások egyenlegének összege. A számla és tömbarany követelések közötti átváltás technikai hatását kiszűrtük.

Forrás: MNB

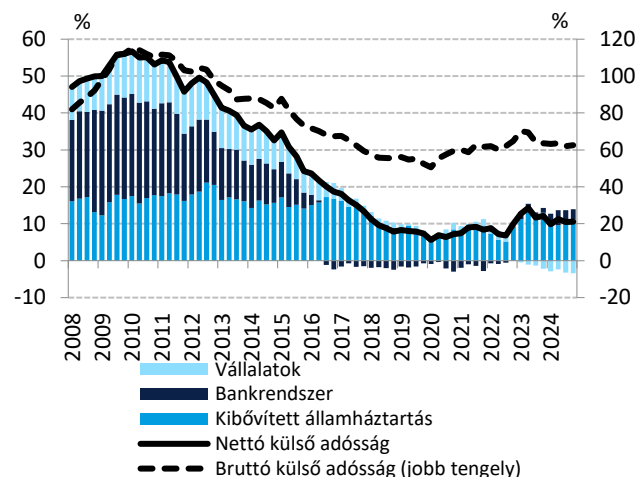
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint



Megjegyzés: Négy negyedéves értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

5-4. ábra: A GDP-arányos adósságmutatók alakulása



Megjegyzés: A számla és tömbarany követelések közötti átváltás hatását, illetve a tulajdonosi hiteleket kiszűrtük az idősből.

Forrás: MNB

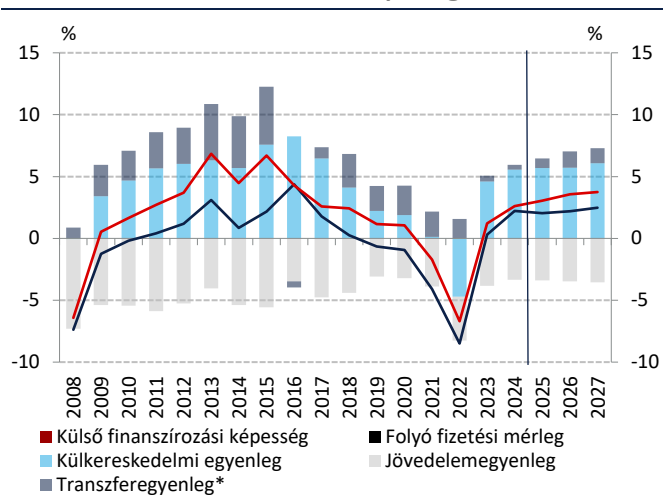
magas, azonban a fogyasztás élénkülésével csökkent. A vállalati szektor finanszírozási igénye enyhén emelkedett, ami elsősorban a szektor alacsonyabb jövedelmezőségére vezethető vissza. Az előzetes havi adatok alapján a szektorok megtakarítása szerinti folyamatok az idei év elején is folytatódtak.

2024 végén a gazdaság nettó külső adóssága a GDP 10 százaléka körül alakult (5-4 ábra). 2024 negyedik negyedévében a tőkeáramlási folyamatok összességében növelték a nettó külső adósságot, ami elsősorban az MNB-vel konszolidált államhoz kötődött, miközben a magánszektor ennél kisebb mértékben csökkentette adósságjellegű tartozásait. Emellett azonban az ártértékelődés is mérsékelte a nettó külső adósságot, így a mutató összességében nem változott érdemben. Az ország bruttó külső adóssága az év végén a GDP 62 százalékát tette ki.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A folyó fizetési mérleg többlete az előrejelzési horizonton stabilan magas szinten alakul. 2025-ben a külkereskedelmi többlet szinten maradása a bővülő fogyasztás és visszaeső beruházás eredőjeként alakul ki. 2026-tól a meglévő kapacitások nagyobb kihasználásával és a folyamatban lévő beruházások termelésbe állásával a dinamizálódó export a folyó fizetési mérleg egyenlegének fokozatos javulását eredményezi. A szektorok finanszírozási folyamatai alapján az államháztartási hiány mérséklődése a külső egyensúly javulásában tükröződik, miközben a magánszektor pénzügyi megtakarítása magas marad.

5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



Megjegyzés: A GDP százalékában. 2024-re figyelembe vettük a GDP szerinti külkereskedelmi adatokat. * A viszonzatlan folyó átutalások és a tőkémerleg egyenlegének összege.
Forrás: MNB

5-1. táblázat: A GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg alakulása

	2023	2024	2025	2026	2027
Áruegyenleg	-0,2	0,8	0,7	0,8	1,0
Energiaegyenleg	-4,7	-3,3	-3,3	-3,2	-3,1
Egyéb	4,5	4,1	4,0	4,0	4,1
Szolgáltatás-egyenleg	4,8	4,8	5,0	5,0	5,1
Külkereskedelmi egyenleg	4,6	5,6	5,7	5,7	6,1

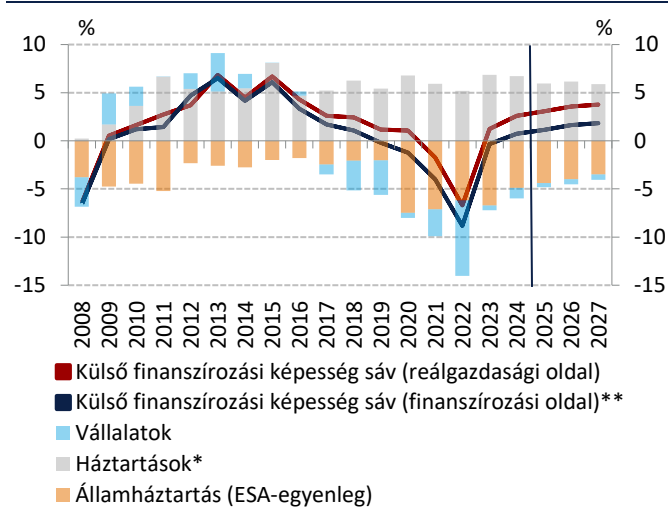
Forrás: KSH, MNB

A külkereskedelmi egyenleg bővülése a külső egyensúlyi mutatók enyhe emelkedését eredményezi az előrejelzési horizont második felében (5-5. ábra). Idén a fogyasztásbővülés importnövelő hatását ellensúlyozza a zsugorodó beruházások importcsökkentő hatása, így a GDP-arányos külkereskedelmi többlet érdemben nem változik. Az enyhén bővülő export mellett nő a profitegyenleg hiánya, ami a folyó fizetési mérleg kismértékű csökkenésében tükröződik. A következő években az emelkedő külső kereslet mellett javuló kapacitáskihasználtság és az új beruházások termelésbe állásának hatására nő hazánk exportpiaci részesedése, ami a külkereskedelmi egyenleg fokozatos bővülésével jár együtt. Az élénkülő export hatására javuló vállalati működési eredmény a jövedelemegyenleg emelkedő hiányát eredményezi. A folyó fizetési mérleg többlete az előrejelzési horizont végére a GDP 2,5 százalékának közelébe emelkedik, ami a bővülő EU-transzfer felhasználással együtt a külső finanszírozási képesség emelkedését is eredményezi.

A külkereskedelmi egyenleg jelentős többlete 2025-ben magas szinten stabilizálódik, majd 2026-tól fokozatosan emelkedik. Az energiaegyenleg hiánya idén is a 2024-es szinten alakulhat, majd 2026-tól az energiaárak stabilizálódásával a GDP arányos energiaegyenleg enyhén mérséklődhet. Idén az élénkülő fogyasztás hatását nagyrészt ellensúlyozza a beruházások csökkenése, így az egyéb áruegyenleg csak enyhén mérséklődik. 2026-tól az élénkülő export mellett az áruegyenleg fokozatosan növekszik. A szolgáltatás-egyenleg többlete az előrejelzési időszakban fokozatosan a GDP 5 százaléka fölé emelkedhet (5-1. táblázat).

A szektorok finanszírozási folyamatai alapján a költségvetési hiány csökkenése mellett a magánszektor nettó pénzügyi megtakarítása magas maradhat (5-6. ábra). 2025-ben a költségvetési hiány csökkenésének hátterében a mérséklődő kamatkiadás, valamint a csökkenő állami beruházás áll. A bejelentett adókedvezmények számottevő bevételcsökkentő hatása ellenére a költségvetési hiány fokozatosan mérséklődhet, amely az egyéb adóbevételek emelkedése mellett a csökkenő kamatkiadásokkal áll összefüggésben. A háztartások nettó pénzügyi

5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása



Megjegyzés: A GDP százalékában. *A háztartások nettó finanszírozási képessége, nem tartalmazza az átlépők nyugdíj-megtakarításait. A pénzügyi számlában szereplő érték eltér az ábrán jelzettől. **A NEO esetében azt feltételezzük, hogy fokozatosan visszatér a historikus szintjéhez.

Forrás: MNB

megtakarítása idén a fogyasztás élénkülésével csökken, majd 2026-tól a továbbra is élénk bérdinamika mellett magas maradhat. Idén a csökkenő beruházással párhuzamosan mérséklődik a vállalatok finanszírozási igénye. Az előrejelzési horizont második felében a beruházások növekedését ellensúlyozza a növekvő export jövedelemnövelő hatása, illetve az EU-transzferek felhasználása, így a szektor finanszírozási igénye alacsony marad.

5.3. Költségvetési folyamatok

Az előzetes pénzügyi számla adatok alapján a kormányzati szektor eredményszámlázatú egyenlege 2025. első negyedévében 5,2 százalékos hiányt mutatott a negyedéves GDP arányában, így a 2025. évi módosított éves 4,1 százalékos hiánycél 27 százaléka teljesült az első negyedévben. Előrejelzésünk szerint 2025-ben a költségvetési hiány 4,1-4,4 százalékon alakulhat. Az idei évben várható 2024-hez viszonyított hiánycsökkenést a mérséklődő kamatkiadások, valamint a csökkenő állami beruházások támogatják. Előrejelzésünk szerint az államháztartás 2026. évi eredményszámlázatú egyenlege a GDP 3,7-4,0 százaléka megfelelő hiányt mutathat, majd a deficit 2027-ben 2,9-3,5 százalékra mérséklődhet. Az államadósság 2025. évi csökkenését a magas pénzforgalmi hiány mellett a visszafogott gazdasági bővülés is jelentősen nehezíti. A hiány fokozatos mérséklődésével az előrejelzési horizont végére 71 százalékra csökkenhet a GDP-arányos adósságráta.

5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

	2024	2025	2026	2027
ESA-egyenleg	-4,9	(-4,4) - (-4,1)	(-4,0) - (-3,7)	(-3,5) - (-2,9)
Elsődleges				
ESA-egyenleg	0,1	-0,3	-0,1	0,2
(pontbecslés)				
Bruttó				
kamatkiadások	5,0	4,0	3,8	3,4

Megjegyzés: A GDP százalékában. Az elsődleges ESA-egyenlegre vonatkozó idősorok a 2024. évet követően pontbecslések, amelyek az egyenlegre vonatkozó előrejelzési sávok középpontjával konzisztensek.

Forrás: MNB

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók

Előrejelzésünk az eredményszámlázatú hiány fokozatos mérséklődésével számol. Az államháztartás 2025-ben 4,1–4,4 százalék, 2026-ban 3,7–4,0 százalék, míg 2027-ben 2,9–3,5 százalék közötti hiányt mutathat a GDP arányában (5-2. táblázat). A költségvetési hiány 2024. évi 4,9 százalékról várható csökkenését a mérséklődő kamatkiadások, valamint a csökkenő állami beruházások támogatják. A teljes horizonton magasabb deficittel számolunk a korábbi várakozásunkhoz képest, ami elsősorban a makrogazdasági folyamatok kedvezőtlen irányú alakulásával magyarázható. A jövő évi kormányzati ESA-hiánycél a benyújtott költségvetési törvényjavaslatban a korábbi 2,9 százalékos szintről 3,7 százalékra emelkedett, amivel párhuzamosan a 2025. évi hiánycél 4,1 százalékra nőtt. Az elsődleges egyenleg az előrejelzési horizonton egyensúlyközelítő szinten alakulhat, így várakozásunk szerint a teljes deficit a bruttó állami kamatkiadásokkal párhuzamosan fokozatosan mérséklődik (5-7. ábra).

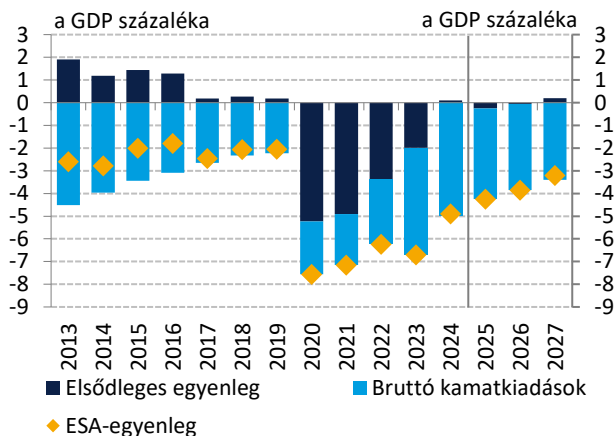
5.3.2. A 2025. évi egyenleg

Előrejelzésünk szerint a költségvetési hiány 2025-ben a GDP 4,1-4,4 százaléka lehet. Az MNB által közölt előzetes pénzügyi számla államháztartási adatai alapján az első negyedéves eredményszámlázatú hiány a negyedéves GDP 5,2 százalékát tette ki, ezzel a 2025. évi módosított 4,1 százalékos eredményszámlázatú költségvetési hiánycél 26,8 százaléka teljesült az első negyedévben (5-8. ábra).

A költségvetés pénzforgalmi hiánya a májusi többlet mellett a hónap végén 2801 milliárd forint volt, amely az éves előirányzat közel 70 százalékát, míg az ÁKK júniusi finanszírozási tervében szereplő mintegy 4770 milliárd forintos pénzforgalmi cél 59 százalékát teszi ki. Ehhez nagyban hozzájárult a lakossági inflációkövető papírok pénzforgalmi kamatfizetésének év eleji koncentrációja.

Az eredményszámlázatú költségvetési hiány előző évhez viszonyított csökkenése elsősorban az állami beruházások mérséklődésének, valamint az infláció csökkenésével

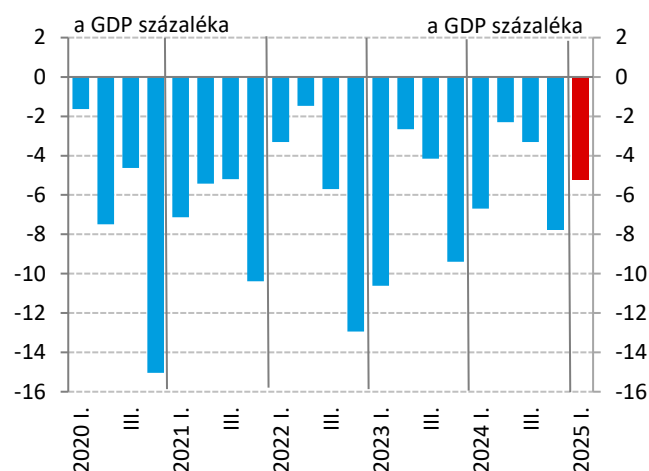
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása



Megjegyzés: Az ESA-egyenlegre és az elsődleges ESA-egyenlegre vonatkozó idősorok a 2024. évet követően pontbecslések, amelyek az egyenlegre vonatkozó előrejelzési sávok középpontjával konzisztensek.

Forrás: KSH, MNB

5-8. ábra: A kormányzati szektor negyedéves eredményszámlázatú egyenlege



Megjegyzés: A 2025. I. negyedéves adat az MNB által publikált előzetes pénzügyi számlákban szereplő államháztartás nettó finanszírozási képességét mutatja. Forrás: KSH, MNB

5-9. ábra: A bruttó eredményszámlázatú kamatkiadások szerkezetének alakulása



Forrás: ÁKK, Eurostat, MNB előrejelzés

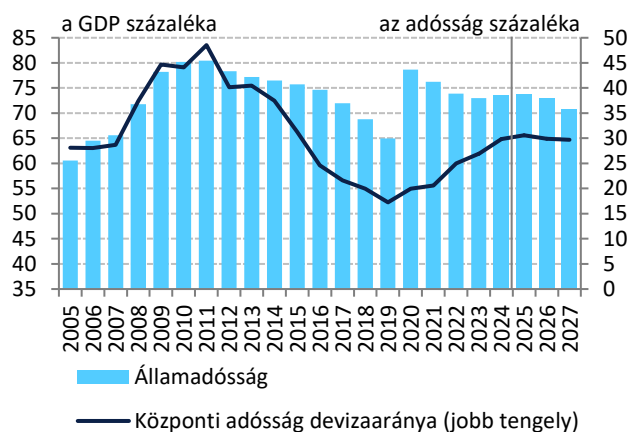
összhangban alacsonyabb, az előző évhez képest mintegy 1 százalékponttal mérséklődő kamatkiadásoknak köszönhető (5-9. ábra). Az állami beruházás GDP-arányos szintje 2025-re várhatóan az uniós átlag közelébe, 3,9 százalékra csökken. Előrejelzésünkben figyelembe vettük egyes kiadások május során bejelentett zárolását, valamint a magasabb pénzforgalmi hiányra és az RRF források mérsékelt igénybevételére vonatkozó költségvetési bejelentéseket.

5.3.3. A 2026. és 2027. évi egyenlegek

Prognózisunk szerint a 2026. és 2027. években is fennmaradhat az elsődleges egyenleg egyensúly körüli helyzete, így a kamatkiadások fokozatos csökkenésével a hiány is tovább mérséklődik. Az államháztartás 2026. évi eredményszámlázatú egyenlege a GDP 3,7–4,0 százalékának megfelelő hiányt mutathat, majd a deficit 2027-ben 2,9–3,5 százalékra mérséklődhet. A költségvetési törvényben megjelölt családi adókedvezmények 2026-ban a GDP 0,7 százalékának megfelelő többletforrást hagynak a családoknál, aminek költségvetési hatását az extraprofit adók fennmaradása 2026-ra részben ellensúlyozza. Emellett egyedi hatásként növeli a háztartások jövedelmét 2026-ban a fegyveres testületek tagjainak járó fegyverpénz kifizetés 450 milliárd forint összegben. A jövő évi kormányzati hiánycél a korábbi 2,9 százalékról 3,7 százalékra módosult, ami szigorú költségvetési kontroll mellett elérhető. A 2026. évi költségvetési törvény 3,7 százalékos kormányzati hiánycélja összhangban van a költségvetési makropályával, amelyet ugyanakkor kockázatok öveznek.

A 2026. évi költségvetési törvény tartalmazza az elmúlt hónapokban bejelentett, családokat támogató adócsökkentő intézkedéseket, valamint az extraprofitadók fennmaradását. A 3 gyermekes anyák személyijövedelemadó-mentessége 2025. október 1-től kerül bevezetésre, majd teljes hatása a GDP mintegy 0,2 százalékát teszi ki 2026-ban. A 2 gyermekes anyák adómentességének lépcsőzetes bevezetése 2026-ban mintegy 120 ezer 40 év alatti anyát érinthet, és a GDP 0,1 százalékát elérő adókedvezményt eredményez. 2025. július 1-től személyijövedelemadó-mentessé válnak a CSED és a GYED ellátások, majd 2026. január 1-től az 1 gyermekes, 30 év alatti anyák részére is bevezetésre kerül az adómentesség. Az utóbbi két intézkedés együttes költségvetési hatása megközelíti a GDP 0,1 százalékát 2026-ban. A családi kedvezmény megduplázása 2025-ben a GDP 0,1 százalékának, 2026-tól a GDP 0,3 százalékának megfelelő költségvetési hatással jár. Becsléseink szerint az intézkedések együttesen 2025-ben a GDP 0,2 százalékának, 2026-ban a GDP 0,7 százalékának, míg 2027-ben a GDP 0,9

5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása



Forrás: MNB, ÁKK

százalékának megfelelő többletforrást hagynak a családoknál.

5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

Az uniós források elérhetőségének korlátozása továbbra is bizonytalanságot jelent a költségvetési folyamatok szempontjából. Hazánk összesen 12,2 milliárd euro értékben férhet hozzá a 2021-2027-es kohéziós keret részekhez, melynek lehívása folyamatosan zajlik, de elmarad az uniós átlagtól. A hazai abszorpciók ráta június elején 9,1 százalék, míg az uniós átlag 9,9 százalék volt. Magyarország továbbra sem fér hozzá a Helyreállítási és Ellenállóképességi Eszköz (RRF) 6,4 milliárd eurós vissza nem térítendő keretéhez, melyhez kifizetési igényeket a jelenlegi előírások szerint csak a 2026 közepéig megvalósított mérföldkövekre lehet benyújtani.

Magyarország is benyújtotta a Stabilitási és Növekedési Paktum nemzeti mentesítési záradékának aktiválására vonatkozó kérelmet. Ez lehetővé teszi, hogy a tagállamok eltérjenek a középtávú költségvetési-strukturális tervben meghatározott nettó kiadási pályától a GDP arányos védelmi kiadások 2021 óta megvalósult növekedésével. Magyarország esetében ez a GDP 0,9 százalékának megfelelő eltérést enged meg 2 százalékos GDP arányos védelmi kiadások esetén, azonban a védelmi kiadások további növelésével maximum 1,5 százalékra lenne növelhető a megengedett eltérés. A 2026. évi költségvetési törvényben ezen további mozgástér esetleges kihasználására létrehozott Védelmi tartalék elnevezésű, felülről nyitott költségvetési előirányzat növelése a költségvetési törvény szerint akkor lehetséges, ha a felhasználás az államadósság csökkentését és az uniós nettó kiadásokra vonatkozó szabály teljesülését nem veszélyezteti.

5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

Az előzetes adatok alapján 2025 első negyedének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 75,5 százalék volt. Az adósságráta így 2 százalékponttal haladta meg a 2024. év végi értékét, míg az előző év azonos időszakához képest 0,1 százalékponttal mérséklődött. Az államadósság-ráta első negyedévi emelkedését elsősorban a magas nettó kibocsátás okozta, amely az éves kibocsátási terv több mint felét érte el.

Az államadósság 2025. évi csökkenését a magas pénzforgalmi hiány mellett a visszafogott gazdasági bővülés is jelentősen nehezíti. A hiány fokozatos mérséklődésével az előrejelzési horizont végére 71 százalékra csökkenhet a GDP-arányos adósságráta. (5-10. ábra). Az államadósság-ráta alakulására nézve kockázatot jelent a korábban vártnál alacsonyabb GDP-növekedés, a

tervezettnél magasabb költségvetési hiány és a központon kívüli adósság emelkedése. Prognózisunk alapján az előrejelzési horizont végére a GDP 71 százalékára csökkenhet az adósságráta.

A központi államadósság devizaaránya a jelentős devizakötvény-kibocsátások következtében 2025 végére 30,6 százalékra emelkedik a 2024. év végi 29,8 százalékról, és a következő években is 30 százalék körül alakulhat. A forint-euro árfolyam változása a devizaadósság átértékelődésén keresztül hatást gyakorol az adósságrátára, így a forint-euro árfolyam 10 forintnyi változása mintegy 0,6 százalékponttal módosítja a GDP-arányos államadósságot.

6. Kiemelt témák

6.1. A hazai lakossági inflációs várakozásokat meghatározó tényezők

6.1.1. A lakossági inflációs várakozások szerepe

A lakossági inflációs várakozásokat befolyásoló tényezők megértése kiemelten fontos a makrogazdasági stabilitás és a monetáris politika szempontjából. A háztartások inflációs várakozásai alapvetően befolyásolják a fogyasztói magatartást. Egyfelől hatnak a lakosság fogyasztási döntésére: ha a háztartások arra számítanak, hogy az árak emelkedni fognak, akkor előrehozhatják fogyasztásukat, ami az élenkebb kereslet következtében öngerjesztő módon felhajtja az inflációt. Másfelől hatnak a béralkura, a magasabb bérek iránti igények következtében emelkednek a vállalati költségek, és a vállalkozók árazási döntésein keresztül könnyen visszatérhet a magasabb infláció. Ezért a jegybankok számára a lakossági inflációs várakozások jelentősége kiemelt az inflációs célélérés szempontjából.

A világ központi bankjai az inflációs célélérés és a gazdasági stabilitás fenntartása érdekében kiemelt figyelmet fordítanak az inflációs várakozások horgonyzására. Az 1970-es évekbeli stagflációs időszak gazdaságpolitikai kudarcának legfontosabb tanulsága, hogy a jegybankok az inflációs célkövetés logikájából fakadóan a várakozások célszinten történő horgonyzásával képesek leginkább stabilizálni a középtávú inflációs rátát. Még fontosabb, hogy az inflációs várakozások horgonyzottsága teszi lehetővé, hogy az inflációs periódus után az infláció a lehető legkisebb reálgazdasági költséggel mérséklődjön vissza az árstabilitás szintjére.

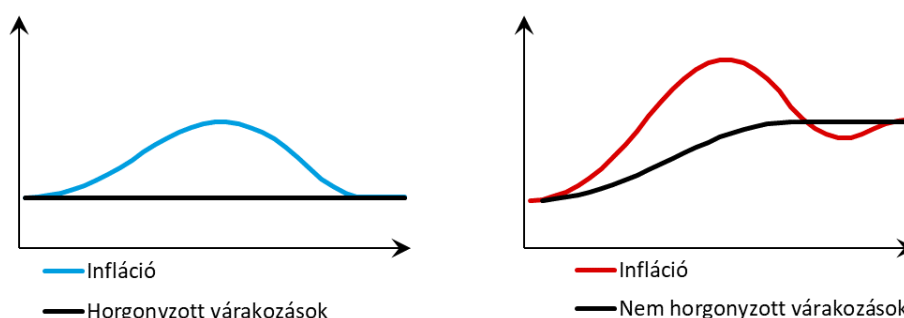
A várakozások horgonyzottsága és az infláció visszatérése a jegybankok inflációs céljára nem törvényszerű. Az inflációs várakozásokat pedig csak hiteles lépésekkel lehet stabilizálni. Nemzetközi tapasztalatok alapján az esetek mindössze negyedében sikerült egy év alatt újra egy számjegyű tartományba leszorítani az inflációt azt követően, hogy az 20 százalék fölé emelkedett (Spéder és Vonnák, 2023)². A sikeresen megvalósuló dezinflációk esetében fontos közös vonás volt a határozott, hiteles és fegyelmezett monetáris politika. Rövid távon számos tényező befolyásolja az árak alakulását, amire a monetáris politikának nincsen ráhatása (nyersanyagpiaci változékonyság, kormányzati intézkedések). Amennyiben azonban a várakozások stabilak, akkor ezek az ingadozások ideiglenesek maradnak, és az infláció csökkenésének társadalmi költsége nem tekinthető jelentősnek. Ha ezzel szemben az egyszeri sokkra az inflációs várakozások is emelkedéssel reagálnak, akkor fennáll a magasabb áremelkedés bennragadásának a veszélye, ami az inflációs cél tartós elvétését, a monetáris politika hitelességének csökkenését eredményezheti (6-1. ábra).

Borio és szerzőtársai (2023)³ kimutatták, hogy a gazdaság eltérően működik alacsony és magas inflációs rezsimben, illetve a magas inflációs rezsimre történő áttérés során önmagát erősítő folyamatok indulnak be. Az alacsony inflációs rezsimben a várakozások stabilak, és az egyes ágazatokra jellemző áremelkedések nem terjednek át a gazdaság más ágazataira. A gazdaság elveszíti ezt a tulajdonságát, amint magas inflációs rezsimbe kerül. Amikor az infláció alacsony szinten stabilizálódott, a monetáris politika megengedheti magának, hogy mérsékelt, akár tartós eltéréseket is elfogadjon a szűken meghatározott inflációs céloktól. Azonban időben és erőteljesen kell reagálnia, amikor a magas inflációs rendszerre való áttérés fenyeget. Amint ugyanis az infláció egy adott szint fölé emelkedik, egyre inkább a munkavállalók és a vállalatok számára fókuszába kerül, ami növeli a bér-ár spirál valószínűségét. Alacsony inflációs rezsimben, illetve horgonyzott várakozások esetén tehát az infláció könnyebben áll vissza a célszintre, míg magas inflációs rezsimben és magasabb infláció várakozások esetén ehhez erőteljesebb beavatkozásokra van szükség.

² Spéder B. – Vonnák B. (2023): Inflációs sokkok és dezinfláció: stilizált tények az elmúlt 50 év alapján, *Hitelintézet Szemle*, 22(3), 26–47.o.

³ Borio, C. – M.J. Lombardi – J. Yetman – E. Zakrajsek (2023): The two-regime view of inflation. BIS Paper

6-1. ábra: Az inflációs sokkok tartóssága és mértéke az infláció horgonyzottsága (bal panel) és a horgonyzottság hiánya (jobb panel) esetén



Forrás: MNB.

6.1.2. A hazai lakossági inflációs várakozások

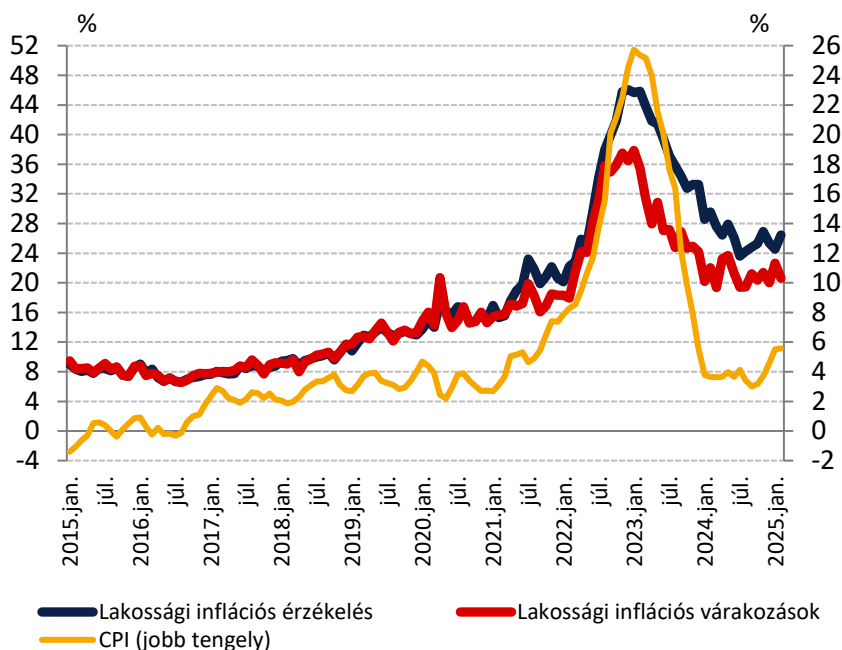
Elemzésünkben arra kerestük a választ, hogy Magyarországon a lakosság inflációs várakozásait rövid- és középtávon milyen releváns makrogazdasági tényezők befolyásolják. A háztartások inflációs várakozásairól és érzékeléséről a GKI Gazdaságkutató Zrt. végez 1000 fős reprezentatív felmérést. A Magyar Nemzeti Bank minden hónapban nyomon követi és inflációs gorselemzésében bemutatja a lakosság ezen felmérésből számolt – kvalitatív kérdésekkel mért – inflációs várakozásait. A GKI felmérésében a kvalitatív válaszok mellett számszerűen is rákérdez a háztartások inflációs érzékelésére és várakozására. Elemzésünkben ezeket használtuk fel, a kvalitatív kérdések pedig az inkonzisztens válaszok azonosítására és kiszűrésére szolgáltak. Az inflációs várakozásokra vonatkozó kvalitatív kérdésnél („Összehasonlítva a jelenlegivel, Ön szerint hogyan alakulnak az árak a következő 12 hónapban?”) a válaszokat ötfokozatú skálán adják meg: „sokkal gyorsabb árnövekedés lesz”, „ugyanilyen arányú árnövekedés lesz”, „kisebb arányú áremelkedés lesz”, „nem lesz áremelkedés”, valamint „kismértékű áremelkedés lesz”. A kvantitatív kérdések pedig a válaszadóktól számszerűen kérdezik meg a várt áremelkedés mértékét.

A kvantitatív felmérés eredményei összevethetőek az inflációs számokkal, ezáltal alkalmasabbak adatalapú elemzésre.

A kvantitatív módszerek előnye a kvalitatív eljárásokkal szemben, hogy a kvalitatív válaszokat összegző egyenlegstatisztikák a válaszártékek megadott súlyozásán alapulnak, így ebből fakadóan eltérhetnek a statisztikai hivatalok által publikált inflációs indexektől. A kvalitatív válaszokból számszerűsített indexek érdemben függenek a választott módszer feltevéseitől. A kvantitatív módszer hátránya lehet ezzel szemben, hogy előfordulhatnak kiugró értékek, és gyakoriak a válaszadók által megjelölt kerek számértékek (például 0 százalék; 10 százalék).

A magyar lakosság inflációs érzékelése és várakozása jellemzően a tényleges infláció felett alakul, és szorosan együttmozgott a 2020-as évek elejéig. Az új évtized inflációs hullámai azonban a két mutató elválását eredményezték (6-2. ábra). A 2015–2019-es időszakban az infláció 0–3 százalék között mozgott (átlagosan 1,8 százalék), míg a lakossági várakozások átlagosan 9,5 százalékon alakultak. A várakozások ugyanis a tényleges infláció helyett az érzékelt inflációval mozogtak együtt, amely 8 százalék körül mozgott. Az érzékelt infláció és a várakozások közötti kapcsolat a 2020-as évek első felének inflációs hullámaig tartott, 2021-től a két mutató elvált egymástól. 2021 közepén az érzékelés emelkedése mellett a várakozásokban nem volt kimutatható érdemi törés, ami a várakozások valamilyen mértékű horgonyzottságára utal. Az érzékelés és várakozások ismételt, párhuzamos emelkedése 2022 elején következett be. 2022 augusztusától azonban a várakozások emelkedése nem követte az érzékelt infláció igen nagyfokú növekedését. A várakozások mégsem tekinthetők horgonyzottak a háztartási szektorban, ugyanis 2024 közepe óta a várt és az érzékelt áremelkedés is az inflációs hullámokat megelőző időszakai értéke fölé stabilizálódott, majd enyhe mérséklődésnek indult az elemzett időszakot követő hónapokban.

6-2. ábra: Az inflációs érzékelés és várakozás alakulása



Megjegyzés: MNB által tisztított adatbázisból. Forrás: Európai Bizottság, GKI, MNB

6.1.3. A lakossági inflációs várakozásokat befolyásoló makrogazdasági tényezők és a hatásmechanizmusok

Az inflációs várakozásokat befolyásoló (mérhető) tényezők közül ökonometriai elemzésünk alapján az inflációs érzékelés mellett 6 tényezőt azonosítottunk. Ezek közé tartozik a tényinfláció, az élelmiszerinfláció, a makrogazdasági elemzők inflációs előrejelzésének alakulása, a fogyasztói bizalom, az euró-forint árfolyam és az árfolyam ingadozásának mértéke. Az inflációs várakozásokat befolyásoló tényezők hatása egyrészt megvalósulhat azonnal, amikor egy-egy hírre vagy eseményre (pl. árfolyamvolatilitás megemelkedése) gyorsan reagálnak a várakozások. Másrészt vannak olyan hatások, amelyek lassabban, fokozatosan alakítják a várakozásokat (pl. tartósan magas inflációs környezet). Az alábbiakban az inflációs várakozásokat befolyásoló tényezők szerepét fejtjük ki.

Az emberek inflációs érzékelését leginkább azoknak a termékeknek és szolgáltatásoknak az árváltozása befolyásolja, amelyeket gyakran és közvetlenül vásárolnak, az inflációs érzékelés pedig erősen hat a várakozásokra. Ezért az érzékelt infláció vizsgálatába a **tényinfláció** mellett bevontuk az **élelmiszerinflációt** is. A fogyasztói kosárban az élelmiszerek aránya 18 százalék volt 2024-ben, de pszichológiai súlyuk ennél jóval nagyobb lehet az inflációs érzékelésben a termékcsoport árának átlagosnál nagyobb ingadozása miatt, illetve azért, mert sok háztartás az általános inflációt azonosítja a napi bevásárlási költségek változásával.

Az inflációs előrejelzések közvetlenül formálják a lakossági inflációs várakozásokat elsősorban a médián, gazdasági híreken és jegybanki kommunikáción keresztül. Ha a fogyasztók jelenlegi árváltozásokkal kapcsolatos tapasztalatai nem is változnak, a piaci konszenzus változása befolyásolhatja a jövőbeli árváltozásokkal kapcsolatos várakozásokat. Inflációs előrejelzésre a Consensus Economics előrejelzések 6, illetve 12 hónapra előretekintő mediánját használtuk.

A lakosság gazdaságba vetett bizalma és a magas infláció kölcsönösen hatnak egymásra. Egyfelől, a magas infláció bizonytalanságot kelt a háztartásokban, mert a rendelkezésre álló jövedelmük vásárlóereje csökken. Másfelől, ha a lakosság kevésbé bízik a gazdasági kilátásokban, hajlamosabb további áremelkedésre számítani. Ez a várakozás önbeteljesítő lehet: megnöveli a munkavállalók bérkövetelését, a fogyasztók pedig előrehozzák vásárlásaikat, amire a vállalatok áremeléssel reagálhatnak. Így a gyengülő bizalom közvetve elősegítheti az inflációs nyomás tartóssá válását. A bizalom erősödése ezzel szemben mérsékelheti az inflációs várakozásokat, hozzájárulva a stabilitáshoz. A bizalom alakulása mögött az inflációs tényezők mellett más tényezők: jövedelmi és munkapiaci várakozások, a biztonság és a kiszámíthatóság is jelentős szerepet játszik. A lakossági bizalmat a GKI **fogyasztói bizalmi indexével** közelítettük.

Magyarország kis, nyitott gazdaság, ahol az euro/forint árfolyam változásai viszonylag gyorsan begyűrűznek a belföldi árakba, és így az inflációs várakozásokba is. A hatás nemcsak az aktuális árváltozás érzékelésén keresztül, hanem

előretekintve is formálhatja a várakozásokat. Az árfolyam nagyobb mértékű gyengüléseit ugyanis hasonlóan inflációs kockázatként is értelmezhetik a háztartások, így közvetlenül is beépíthetik várakozásaikba. Az **euro/forint árfolyam ingadozása** felerősíti az árfolyamváltozás hatását: nagyobb és gyakoribb árfolyamváltozások esetén a vállalatok gyorsabban beépítik az áraikba a magasabb költségeket.

6.1.4. Becsült hatások

Becsléseink azt jelzik, hogy a 2020-as évek elején strukturális törés következett be az infláció érzékelésében és a várakozások képzésében. A 2010-es évek döntően alacsony és stabil inflációs környezetét egy magasabb és nagyobb volatilitású inflációs időszak váltotta fel, így a háztartások a jövőben tartósan magasabb inflációs kockázattal számolhattak.

Az új évtizedre jellemző magasabb inflációs környezetben más tényezők lettek meghatározóak a lakossági árvárakozások képzésében. Míg a 2015-2019-es időszakban a háztartások inflációs érzékelésének változása közel egy az egyben beépült egyidejűleg a várakozásokba, az elmúlt öt évben ez a hatás jelentősen csökkent. A 2020-2024. közötti időszakban az inflációs érzékelés 1 százalékpontos emelkedésével már csak 0,4 százalékponttal nőttek egyidejűleg a várakozások (6-3. és 6-4. ábra). Ahogy a lakosság a jelenleg észlelt áremelkedést egyre kevésbé tekinti irányadónak a jövőre nézve, egyéb tényezők kerültek előtérbe. Az élelmiszerinfláció megugrásai, a devizaárfolyam szintje és – még inkább – ingadozásának mértéke, a piaci előrejelzések, valamint a fogyasztói bizalom gyakorolták a legnagyobb hatást a háztartások várakozásaira az új évtizedben hibakorrekciós modellünk szerint. Alábbiakban ezen hatásokat mutatjuk be részletesen.

Az élelmiszerinfláció nemcsak az inflációs érzékelést, hanem a várakozásokat is jelentősen befolyásolja. A várakozásokra 2020-2024 között erősebben hatott az élelmiszerinfláció annak ellenére, hogy az érzékelésen keresztül tovagyűrűző közvetett hatások a felére gyengültek. Az infláció emelkedésének szerkezete meghatározó az inflációs érzékelésben. Az élelmiszerinfláció 10 százalékpontos emelkedése 3 százalékponttal emeli a lakosság inflációs érzékelését, és ezáltal 1,5 százalékkal a várakozását a 2020-2024. közötti időszakban (6-1. táblázat). Hazánkban az élelmiszerinfláció hagyományosan az infláció volatilis komponense, de 2022-ben igen magas értékeket ért el (40 százalék feletti ütemet is). Ez nagymértékben hozzájárult ahhoz, hogy a lakosság inflációs várakozásai is megugrottak.

6-1. táblázat: Azonnali hatás a várakozásokra

	2015-24	2015-19	2020-24
Piaci konszenzus (%-pont)	0,09	-0,03	0,18
Előző havi árfolyamváltozás (%)	0,17	0,01	0,23
Árfolyamvolatilitás (%-pont)	0,41	-0,12	0,35
GKI bizalmi indikátor változása (pont)	-0,17	-0,05	-0,17
Élelmiszerinfláció (%-pont)	0,17	0,09	0,15

Megjegyzés: A bemutatott hatások a hibakorrekciós egyenlet rövid távú (azonnali) hatásainak értékét mutatja. A hatás az érzékelésen keresztül megjelenő közvetett hatásokat is tartalmazza. A teljes időszakra vonatkozó becslési értékek nem feltétlenül esnek a két részütemezés becslési értékei közé.

Forrás: MNB-becslés

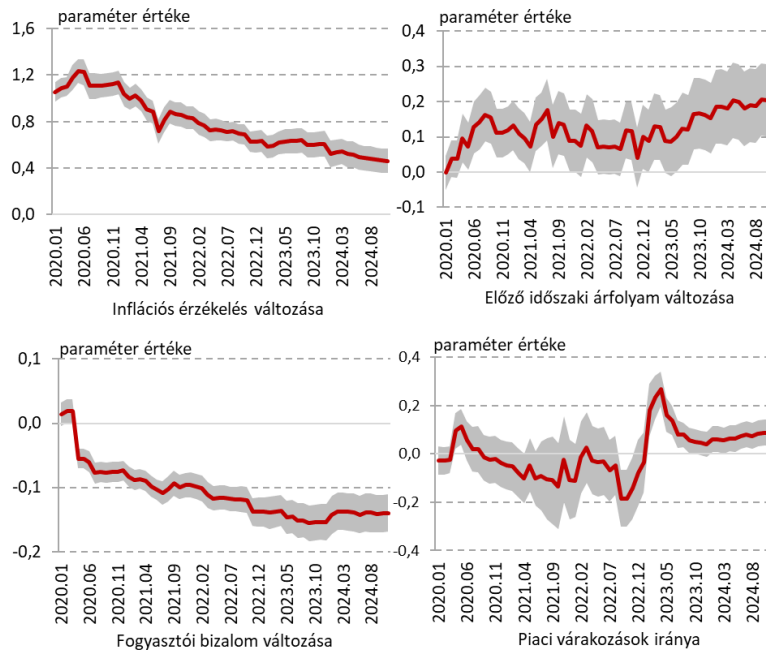
A jelen évtized első felében a háztartások előretekintőbbek lettek, a piaci várakozások már szignifikánsan hatnak az inflációs várakozásaikra (6-3. ábra). A gazdasági hírek és egyéb médiumok által közvetített intézményi előrejelzések mediánjának 1 százalékpontos változása a lakosság inflációs várakozásait 0,18 százalékponttal növelte 2020-2024. között. A 2010-es évek második felében a hatás nulla közeli volt.

Az árfolyam szerepe emelkedett az inflációs várakozások alakulásában. Az euro/forint árfolyam a média és hírek által közvetítve akár közvetlenül képes befolyásolni a lakosság jövőbeli árvárakozásait. Az árfolyam 1 százalékos gyengülése a háztartások várakozásait 0,2 százalékponttal emelte 2020-2024 átlagában, míg az árfolyamváltozásnak 2015-2019 között nem volt szignifikáns hatása.

Az elmúlt öt évben felértékelődött a lakossági bizalom és a jövőbeli inflációs kockázatokat tükröző árfolyamingadozás szerepe. A 2020-2024. közötti periódusban 1 pontos bizalomvesztés 0,17 százalékponttal emelte az inflációs várakozásokat. (6-1. táblázat). Míg az euro/forint árfolyam (relatív) szórásának hatása a 2015–2019-es időszakban lényegében nulla volt,

addig az elmúlt 5 évben az árfolyamingadozás 1 százalékos emelkedése az inflációs érzékelést 0,74 százalékponttal, az inflációs várakozást pedig 0,35 százalékponttal emelte egyidejűleg. **A bizonytalan, kiszámíthatatlan árfolyammozgások inflációs félelmeket generálnak a háztartásokban, ezért felértékelődik a monetáris politika inflációs várakozásokat horgonyzó szerepe az árfolyam ingadozásának mérséklésén (stabilabb deviza) keresztül.**

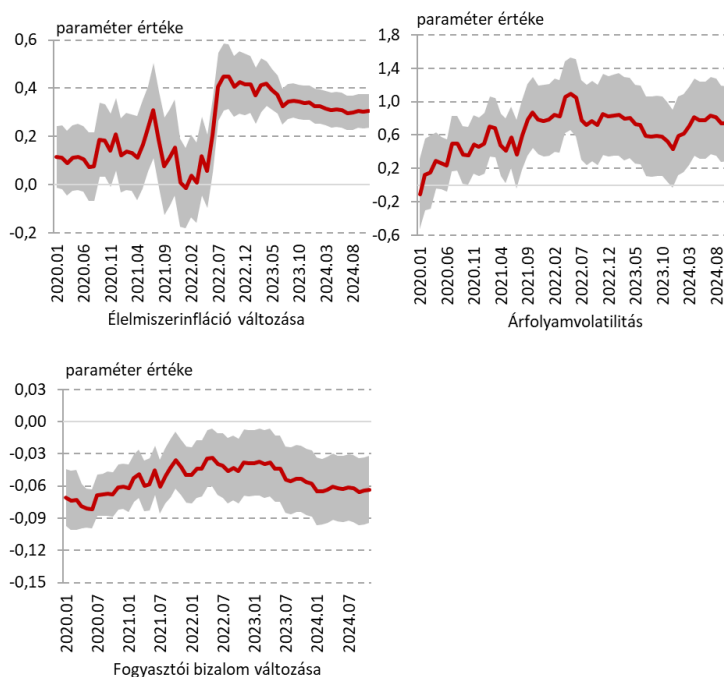
6-3. ábra: Az egyes tényezők inflációs várakozásokra gyakorolt hatásának időbeli változása



Megjegyzés: MNB által tisztított adatbázisból. Mozgóablakos becslések hibakorrekciós modellekkel, 5 éves ablakokon. A dátumok az időszakok végét jelölik. A szürke sáv a paraméterbecslés 1 szórásnyi (68 százalékos) konfidenciaintervallumot jelenít meg.

Forrás: GKI alapján MNB-számítás.

6-4. ábra: Az egyes tényezők inflációs érzékelése gyakorolt hatásának időbeli változása



Megjegyzés: MNB által tisztított adatbázisból. Mozgóablakos becslések hibakorrekciós modellekkel, 5 éves ablakokon. A dátumok az időszakok végét jelölik. A szürke sáv a paraméterbecslés 1 szórásnyi (68 százalékos) konfidenciaintervallumot jelenít meg.

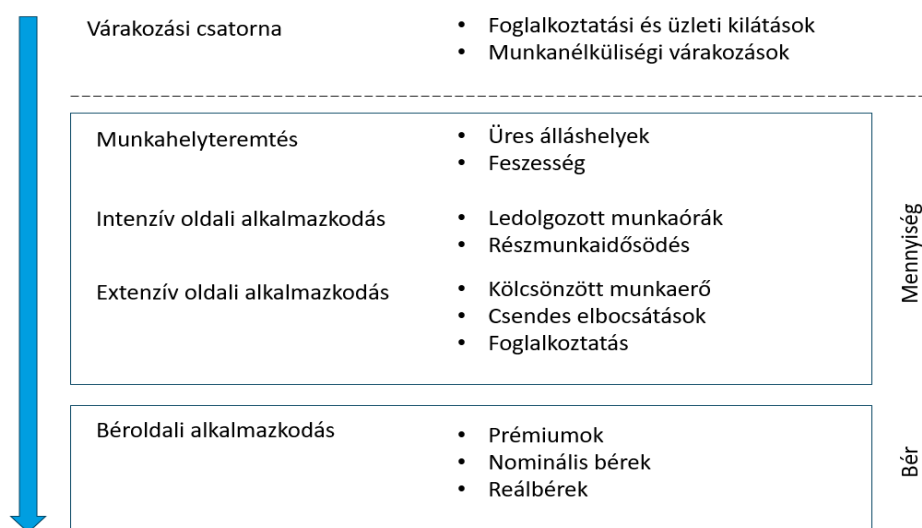
Forrás: GKI alapján MNB-számítás.

6.2. A munkaerőpiaci folyamatok elemzése

A hazai foglalkoztatás az elmúlt évek válsághullámai ellenére is stabilan alakult, egyes munkaerőpiaci csatornákon azonban már megkezdődött az alkalmazkodás az elhúzódóan gyenge konjunktúrához. A 15-74 éves foglalkoztatottak létszáma 4 millió 673 ezer fő volt 2025. február–áprilisban, amely 32 ezer fővel maradt el az egy évvel ezelőtti szintjétől, a szezonálisan és naptárhatással igazított szint pedig 11 ezer fővel volt alacsonyabb január–március átlagánál. A foglalkoztatás szintje historikusan továbbra is magasnak tekinthető. A hazai munkanélküliségi ráta a tizedik legalacsonyabb uniós összehasonlításban, és a régiós országok középmezőnyében foglal helyet. A nemzetgazdasági foglalkoztatás enyhe csökkenése mellett azonban történtek olyan változások, melyek arra utalnak, hogy a munkaerőpiacon már korábban megkezdődött az alkalmazkodás az elhúzódóan gyenge konjunktúrához. Az alábbiakban azokat a csatornákat elemezzük, amelyekben már látható a munkapiac reakciója az elmúlt évek várokozásoknál lassabb gazdasági növekedéséhez.

A munkaerőpiac a gazdasági ciklusokhoz fokozatosan, több csatornán és több fázisban alkalmazkodik (6-5. ábra). A munkaerő-kereslet alkalmazkodása először a várokozásokban jelenik meg. Előzetes reakcióként a reálgazdaság tényleges változását megelőzik a külső fejleményekre reagáló piaci várokozások. A második szakaszt az új munkaerő iránti kereslet változása jelenti. Míg a vállalatok a konjunktúra javulását érzékelve új állásokat írnak ki, a konjunktúra romlása esetén először csökkentik a kiírt álláshelyek számát. Ezt követi a munkaerőpiac intenzív oldali alkalmazkodása, a munkaerő-tartalékolás. A feszes munkaerőpiaci helyzetben a munkáltatók a toborzási nehézségekre és magas költségeire tekintettel még kedvezőtlen gazdasági körülmények között sem feltétlenül építik le a foglalkoztatottak számát. Ehelyett a ledolgozott munkaórák számát mérséklék. Amennyiben a kedvezőtlen gazdasági környezet elhúzódik, megindul az extenzív oldali alkalmazkodás, vagyis a vállalatok leépítenek, a foglalkoztatás mérséklődik. A vállalatok elbocsátásokkal és ennek következtében az elbocsátott munkaerő miatti költségcsökkentéssel alkalmazkodnak a tartósan kedvezőtlen gazdasági helyzethez. A béroldali alkalmazkodást a bérdinamika lassulása és a prémiumok mértékének mérséklődése jelzi.

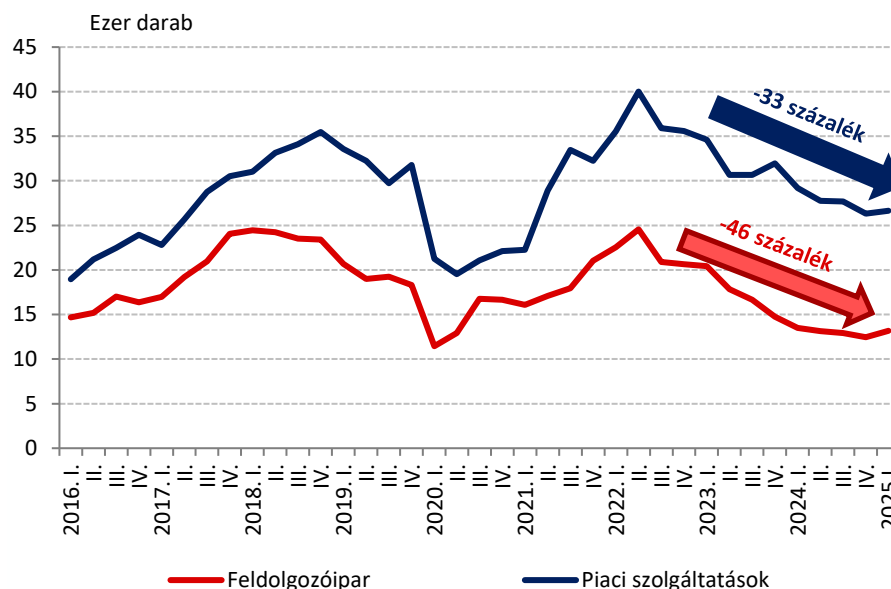
6-5. ábra: A munkaerőpiaci változók alkalmazkodása a gazdasági ciklushoz



Forrás: Saját szerkesztés. A hazai változók rendszerezésében részben a Destatis havi, munkaerőpiaci korai előrejelző indikátorokat tartalmazó kiadványára támaszkodtunk.

Az üres álláshelyek számának csökkenése a munkaerőkereslet mérséklődését vetíti előre. Az üres álláshelyek száma megmutatja, hogy a munkaadók mennyi munkavállalót szeretnének felvenni a jövőben. 2013-tól kezdődően jelentősen emelkedett az üres álláshelyek száma a hazai munkaerőpiacon, majd 2019-től csökkent. 2020-ban a Covid válság hatására jelentősen mérséklődött a munkaerőkereslet, majd a válságból való kilábalással párhuzamosan újra emelkedni kezdett. Az üres álláshelyek száma 2022 közepe óta mérséklődik, a feldolgozóiparban 46,4, a piaci szolgáltatások területén 33,4 százalékkal (6-6. ábra).

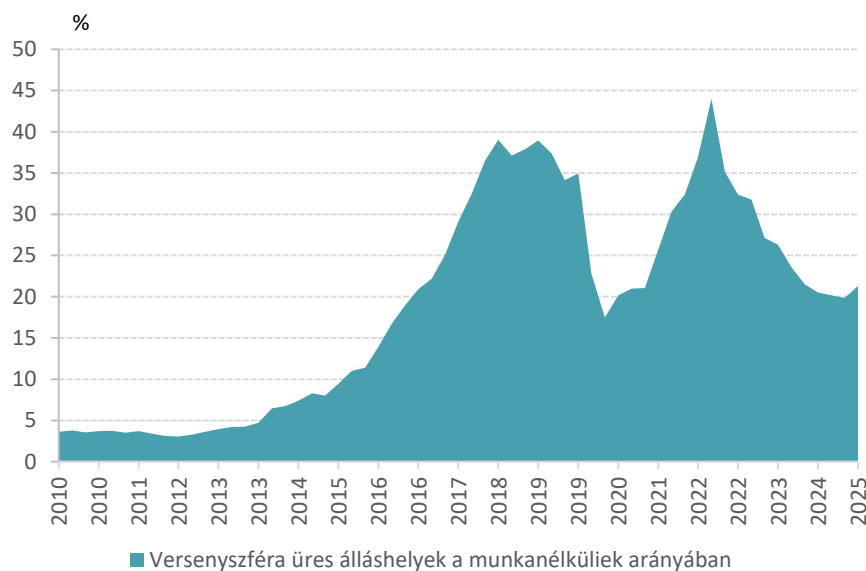
6-6. ábra: Az üres álláshelyek számának alakulása a versenyszférában



Forrás: KSH

A munkaerőpiaci feszesség az üres álláshelyek számával párhuzamosan 2022 óta fokozatosan mérséklődik Magyarországon, jelenleg a 2016. negyedik negyedévi szintet éri el. A munkaerőpiaci feszesség mértéke az üres álláshelyek száma a munkanélküliek százalékában. A hazai munkaerőpiac 2013-tól kezdett el feszedni, ami átmenetileg 2018-2019-ben tetőzött, majd a Covid-válság idején jelentősen visszaesett a feszesség. Ezt követően a munkaerőpiac újra feszesebbé vált, 2022-től azonban folyamatosan enyhül a mutató az üres álláshelyek csökkenésével párhuzamosan (6-7. ábra).

6-7. ábra: A munkaerőpiaci feszesség alakulása



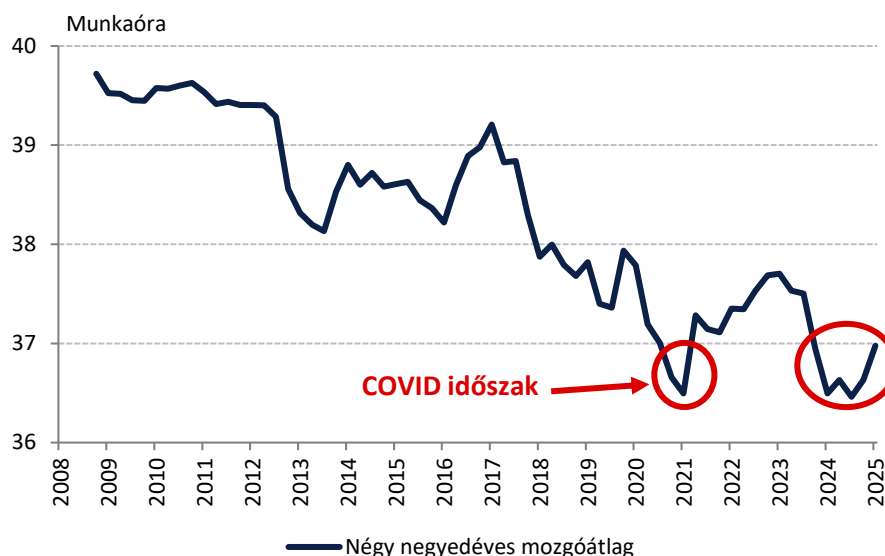
Megjegyzés: Szezonálisan igazított negyedéves adatok.

Forrás: KSH, MNB

Az elmúlt időszakban jelentősen csökkent a ledolgozott munkaórák száma, ami így az intenzív oldali alkalmazkodás legfontosabb csatornája lett. Az átlagosan ledolgozott munkaórák számában 2012-től csökkenő tendencia figyelhető meg. 2020-ban a Covid-válság idején historikusan alacsony szintjére esett, majd ezt követően 2021 és 2023 között emelkedett. 2023-ban azonban a lassuló gazdasági teljesítménnyel párhuzamosan újra esésnek indult a ledolgozott munkaórák száma.

2024 harmadik negyedévében az átlagosan ledolgozott munkaórák négy negyedéves mozgóátlaga a foglalkoztatottak között 36,5 óra volt, ami a Covid időszakától eltekintve a legalacsonyabb érték (6-8. ábra).

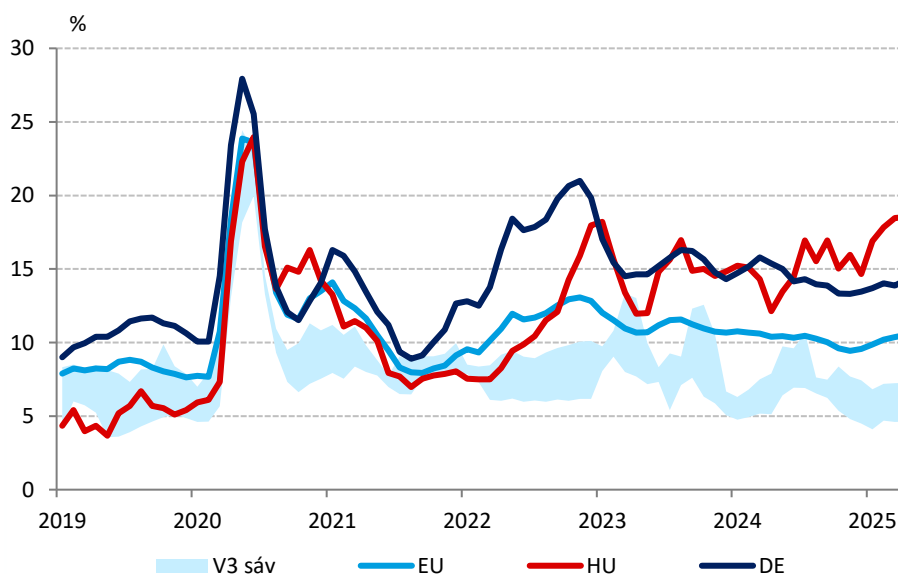
6-8. ábra: Az átlagosan ledolgozott heti munkaórák alakulása a versenyszférában



Forrás: KSH

Elsősorban a Covid-járvány tapasztalata, hogy a vállalatok a toborzási nehézségekre való tekintettel nem feltétlenül építik le a munkaerejüket még kedvezőtlen gazdasági körülmények között sem. Ez az ún. munkaerő-tartalékolás (labour hoarding) jelensége, melynek lényege, hogy gazdasági visszaesés idején a cégek megtarthatják munkaerőállományukat, és elhalaszthatják a leépítéseket, hogy ezzel elkerüljék az általuk befektetett humántőke elvesztését, illetve az új munkaerő felvételével járó költségeket, még akkor is, ha csökken a termelés. A munkaerő-tartalékolás jelensége tetten érhető a ledolgozott órák számának csökkenésében és a Covid első hullámában a részmunkaidősök arányának emelkedésében. További mérőszáma a jelenségnek azon vállalatok aránya, akik kibocsátásuk csökkenésével együtt arra számítanak, hogy nem fog csökkenni a létszámuk. Ez 2022-ben emelkedett meg, majd erős ingadozás után 2025 elejétől nő újra (6-9. ábra).

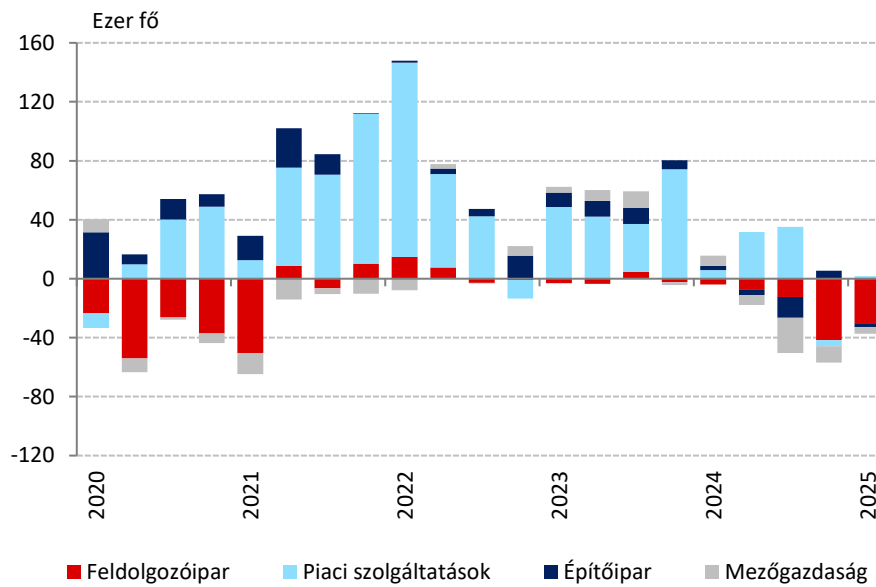
6-9. ábra: A munkaerő-tartalékolás mutatójának alakulása az Európai Unióban



Megjegyzés: Azon vállalatok súlyozott aránya, amelyek egyszerre számítanak kibocsátásuk csökkenésére és arra, hogy létszámuk változatlan marad vagy növekedik. Szezonálisan igazított adatok, negyedéves mozgóátlagok. Forrás: Eurostat

A versenyszféra fő ágazataiban már 2024 harmadik negyedéve óta csökken a foglalkoztatottak száma, azaz ágazati szinten már látszanak a munkaerőpiac extenzív oldali alkalmazkodásának jelei (6-10. ábra). A privát szektoron belül a legnagyobb csökkenés a feldolgozóiparban következett be, ahol 30 ezer fővel dolgoztak kevesebben az előző év azonos időszakához viszonyítva az első negyedévben. A nemzetgazdaság egészére vonatkozó statisztikákban ezt a döntően az állami szférához kötődő ágazatok létszámbővítése ellensúlyozta. Emelkedést mutat ugyanis a munkaerő-felmérésben elsősorban az egészségügyi, továbbá az oktatás és a közigazgatás ágazat foglalkoztatása is. A 2024 végéig rendelkezésre álló adatok alapján ezeken belül azonban nem kizárólag az állami foglalkoztatás emelkedett, hanem például az egészségügyön belül a magánszektoré is.

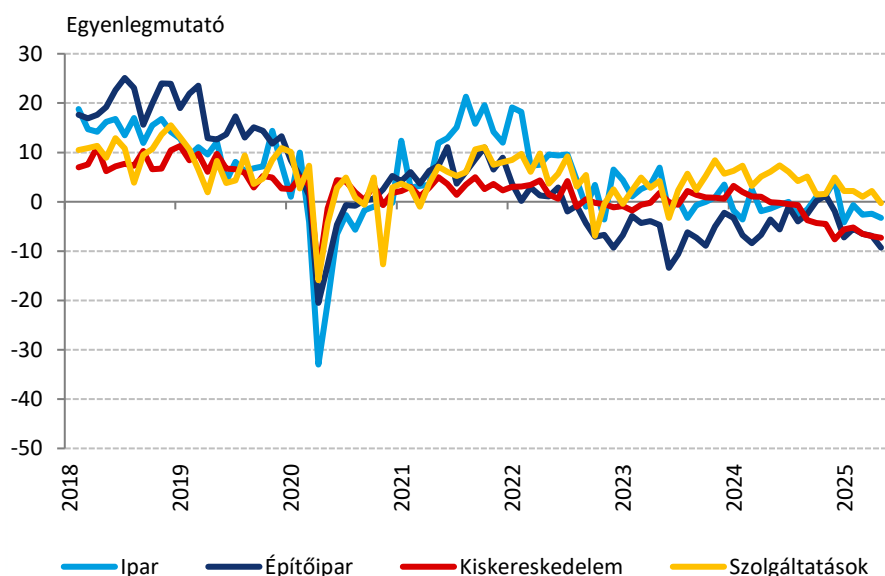
6-10. ábra: A versenyszféra fő ágazataiban a foglalkoztatás éves változásának felbontása



Forrás: KSH

Előretekintve a vállalatok foglalkoztatási várakozásai arra utalnak, hogy a foglalkoztatás lassú csökkenése tovább folytatódhat a versenyszférában. Az Európai Bizottság vállalati felmérésének mind a négy szektorában (ipar, építőipar, kereskedelem, szolgáltatások) a vállalatok inkább a létszámuk csökkenésére számítanak a következő három hónapban (6-11. ábra). Az MNB vállalati felmérése is megerősíti a képet, a foglalkoztatási várakozások alindexe 2024 novembere óta negatív tartományban tartózkodik. Így a következő hónapokban a foglalkoztatás lassú csökkenése tovább folytatódhat.

6-11. ábra: Foglalkoztatási kilátások a vállalatok körében

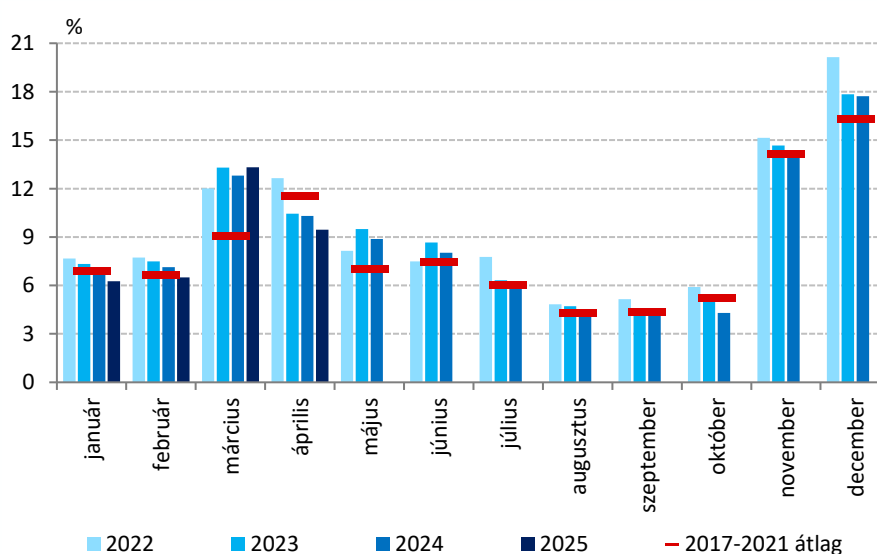


Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Európai Bizottság

A reálgazdasági változásokhoz való alkalmazkodás „béroldali” csatornáját a bérek alakulása jelenti, amely a prémiumok, majd a nominális és reálkeresetek dinamikájában érhető tetten. A vállalatok a kibocsátás csökkenésére először a mozgóbérelemek, azaz a nem kötelezően fizetendő prémiumok év közti visszavágásával válaszolhatnak, míg az alapkeresetek változása főleg az átbérezési időszakokban, a következő év elején jelentkezhet. A versenyszféra prémiumrátája 2023 szeptembere óta mérséklődő tendenciát mutat. A prémiumoknak a rendszeres keresetekhez viszonyított aránya 2024 folyamán december kivételével minden hónapban alacsonyabban alakult az előző évinél, és 2025 első két hónapjában is csökkent az előző évek azonos időszakához képest (6-12. ábra). Az év vége mellett prémiumfizetések szempontjából kiemelt március hónapban ez a trend egyelőre megállt, részben a rendszeres keresetek alacsony márciusi dinamikájának eredményeként. Áprilisban ismét alacsonyabb volt a prémiumráta 2025-ben, mint a korábbi években.

6-12. ábra: A prémiumráta alakulása a versenyszférában

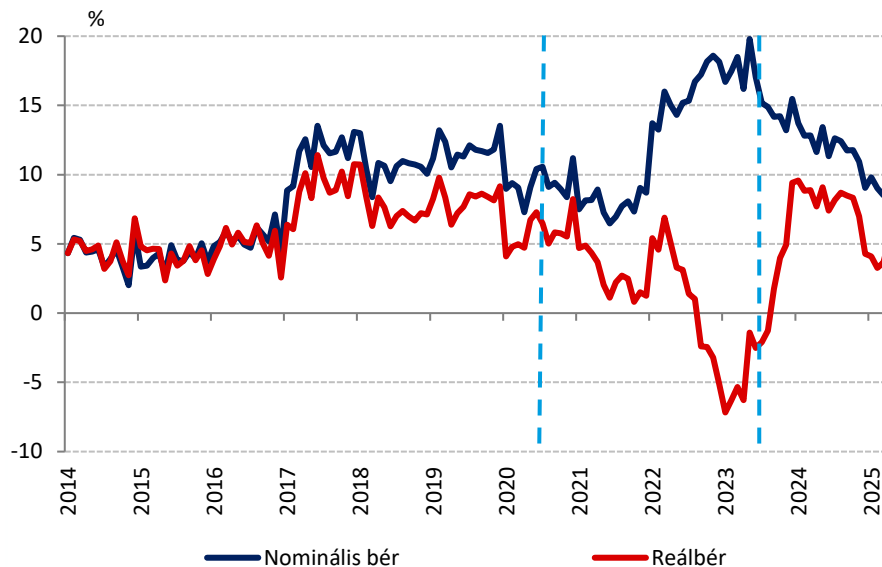


Megjegyzés: A rendszeres keresetek százalékában.

Forrás: KSH

A nominális bérdinamika az infláció és az inflációs várakozások csökkenése, valamint a munkaerőpiac feszességének enyhülése nyomán 2023 májusa óta lassul a versenyszférában (6-13. ábra). A versenyszféra bérdinamikája 2023 májusában 20,0 százalékon tetőzött. Az infláció mellett a munkaerő szűkössége, illetve a szabályozott bérek 2022-24-ben történt jelentős emelése is közrejátszott a nominális keresetek növekedésében. A keresetek reálértéke az erősödő bérdinamika ellenére 2022 szeptemberétől 12 hónapon keresztül csökkent a versenyszférában. Az infláció enyhülését kis késéssel követte a bérdinamika változása, így a bérek reálértékének emelkedése 2023 utolsó hónapjában (a minimálbérek decemberre előrehozott emelése miatt is) megközelítette a 10 százalékot, és 2024 nagy részében historikusan magas szinten alakult, amelyhez képest azonban 2025-ben lassulás következett be.

6-13. ábra: A nominális és reálkeresetek dinamikája a versenyszférában



Megjegyzés: A szaggatott vonalak a recessziós időszakok kezdetét jelölik.

Forrás: KSH

A munkaerőpiaci alkalmazkodás támogatja az infláció csökkenését, azonban a gazdasági növekedésre vonatkozóan lefelé irányuló kockázatokat hordoz. Egyfelől a lassuló bérdinamika segíti az infláció csökkenésének folyamatát. Másfelől a foglalkoztatás mérséklődése és a bérdinamika lassulása lefelé irányuló kockázatokat jelent a háztartások fogyasztására nézve. A béremelkedések lassulása elsősorban a jövedelmi kilátások óvatosabb újraértékeléséhez vezethet, míg a munkaviszony megszűnése hirtelen és jelentős jövedelemvesztést okoz, ami az érintett háztartások fogyasztását érdemben visszavetheti. A munkaerőpiaci bizonytalanság emelkedése már önmagában óvatosabb fogyasztói magatartáshoz vezethet, ami a megtakarítási hajlandóság növelésén, és egyes kiadások halasztásán keresztül mérsékelheti a háztartások fogyasztási kiadásait.

Ábrák és táblázatok jegyzéke

Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása	11
1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	11
1-3. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója	12
1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája	15
1-5. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése	15
1-6. ábra: A nettó keresettömeg, a rendelkezésre álló jövedelem és a háztartások fogyasztási kiadásainak éves változása reálértéken	16
1-7. ábra: A háztartási hitelezés előrejelzése	16
1-8. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában	17
1-9. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	17
1-10. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	18
1-11. ábra: NATO-tagállamok védelmi kiadásai a GDP százalékában (2024, becslés)	19
1-12. ábra: A védelmi kiadások növelésének várható GDP-hatása az EU-ban	20
1-13. ábra: A munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása	22
1-14. ábra: Az üres álláshelyek számának éves változása a versenyszférában	22
1-15. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében	23
1-16. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása	23
2-1. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	26
3-1. ábra: A GDP növekedése a világ meghatározó gazdaságaiban	29
3-2. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedelemnek az alakulása	30
3-3. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	31
3-4. ábra: Nyersanyagárak alakulása	31
3-5. ábra: Globálisan meghatározó jegybankok mérlegfőösszegének alakulása	32
3-6. ábra: A 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása	33
3-7. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban	34
3-8. ábra: A GDP éves változása 2025. első negyedévben az Európai Unió országaiiban	35
3-9. ábra: A GDP éves változásának felhasználás oldali dekompozíciója	35
3-10. ábra: A GDP éves változásának termelés oldali dekompozíciója	36
3-11. ábra: A hazai ipari termelés éves változásának ágazati felbontása	36
3-12. ábra: A teljes vállalati és a háztartási szektor hitelállományának éves változása	37
3-13. ábra: Lakáspiaci tranzakciók száma településtípusonként	37
3-14. ábra: A munkaerőpiaci aktivitás éves változásának felbontása	39
3-15. ábra: A foglalkoztatás éves változása a versenyszféra főbb ágazataiban	39
3-16. ábra: A foglalkoztatottak számának éves változása a piaci szolgáltatások területén vállalatméret szerint	40
3-17. ábra: A foglalkoztatottak számának éves változása a feldolgozóiparban vállalatméret szerint	40
3-18. ábra: A bruttó átlagkeresetek éves változása a nemzetgazdaságban	40
3-19. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv és az ipari kapacitáskihasználtság	41
3-20. ábra: A kibocsátási rés és a felhasználás oldali főbb tényezői	41
3-21. ábra: A világpiaci élelmiszerárak alakulása	42
3-22. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása	42
3-23. ábra: Az infláció dekompozíciója	43
3-24. ábra: A fogyasztói árak havi árváltozásának alakulása üzemanyagok és szabályozott árak nélkül	43
3-25. ábra: Az inflációs alapmutatók	43
3-26. ábra: Az iparcikkek havi árváltozásának alakulása	44

3-27. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása	44
3-28. ábra: Az élelmiszer-árrészkorlátozás által érintett és nem érintett termékek havi árváltozása.....	46
3-29. ábra: Az akciós termékek arányának alakulása	46
3-30. ábra: A lakossági (bal panel) és a vállalati árvárakozások (jobb panel) alakulása	47
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	48
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	48
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya.....	49
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása	49
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	49
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába	50
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegegensben	50
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje.....	51
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegegensben	51
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	52
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása	52
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint.....	53
5-4. ábra: A GDP-arányos adósságműtatók alakulása	53
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	54
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása	55
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása.....	56
5-8. ábra: A kormányzati szektor negyedéves eredményszemléletű egyenlege	57
5-9. ábra: A bruttó eredményszemléletű kamatkiadások szerkezetének alakulása	57
5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása	58
6-1. ábra: Az inflációs sokkok tartóssága és mértéke az infláció horgonyzottsága (bal panel) és a horgonyzottság hiánya (jobb panel) esetén.....	61
6-2. ábra: Az inflációs érzékelés és várakozás alakulása	62
6-3. ábra: Az egyes tényezők inflációs várakozásokra gyakorolt hatásának időbeli változása	64
6-4. ábra: Az egyes tényezők inflációs érzékelése gyakorolt hatásának időbeli változása	64
6-5. ábra: A munkaerőpiaci változók alkalmazkodása a gazdasági ciklushoz	65
6-6. ábra: Az üres álláshelyek számának alakulása a versenyszférában	66
6-7. ábra: A munkaerőpiaci feszesség alakulása	66
6-8. ábra: Az átlagosan ledolgozott heti munkaórák alakulása a versenyszférában	67
6-9. ábra: A munkaerő-tartalékolás műtatójának alakulása az Európai Unióban	67
6-10. ábra: A versenyszféra fő ágazataiban a foglalkoztatás éves változásának felbontása	68
6-11. ábra: Foglalkoztatási kilátások a vállalatok körében	69
6-12. ábra: A prémiumráta alakulása a versenyszférában	69
6-13. ábra: A nominális és reálkeresetek dinamikája a versenyszférában	70

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei	12
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása	13
1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása	17
1-4. táblázat: Jelentősebb német kötődésű védelmi ipari beruházások Magyarországon	21
1-5. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	24
1-6. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	25
3-1. táblázat: Kormányzati intézkedések és ágazati önkéntes árkorlátozások becsült inflációs hatása	45
5-1. táblázat: A GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg alakulása	54
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegműtatók.....	56
6-1. táblázat: Azonnali hatás a várakozásokra.....	63

Hunyadi Mátyás

(1443. február 23. – 1490. április 6.)

1458 és 1490 között uralkodott, mint magyar király, 1469-től cseh király, 1486-tól Ausztria hercege. A magyar hagyomány az egyik legnagyobb magyar királyként tartja számon, akinek emlékét sok népmese és monda őrzi. Nevezik Corvin Mátyásnak, igazságos Mátyás királynak, hivatalosan I. Mátyásnak, de a köznyelv egyszerűen csak Mátyás királyként emlegeti.

Apja Hunyadi János kormányzó, a középkori Magyar Királyság egyik legkiemelkedőbb hadvezére, aki győztesen vívta meg az 1456-os nándorfehérvári csatát. Mátyás anyja Szilágyi Erzsébet, testvére pedig Hunyadi László. Hunyadi János kisebbik fiát, a későbbi királyt hatéves koráig anyja és dajkája nevelte, majd tanítók felügyelete alá került. Hunyadi János nem lovagi műveltséget szánt a fiának: előbb Szánoki Gergely lengyel humanista, majd Vitéz János vezette be a gyermeket a tudás birodalmába. Mátyást humanista szellemben, sokoldalú, érdeklődő emberré nevelték, tanították egyház- és államjogra, művészetekre, latinra. A magyar mellett németül és csehül is beszélt.

V. László halála után nagybátyja, Szilágyi Mihály és a Hunyadi-párt fegyveres erejének nyomására 1458. január 24-én Mátyást királlyá választották. Már uralkodásának elején gondja támadt mind a főurakkal, mind pedig III. Frigyes német-római császárral. Mivel a király még kiskorú volt, az országgyűlés Szilágyi Mihályt nevezte ki mellé kormányzónak. Mátyás azonban nem tűrte a gyámkodást és háttérbe szorította nagybátyját, aki erre összeesküvést szőtt a király ellen. A törökkel vívott csatából hazatérő király a pártütőket elfogatta, nagybátyját pedig várfogságra ítélte, amit Szilágyinak Világos várában kellett letöltenie.

Mátyás trónra kerülésekor a kincstár éves bevétele nem sokkal haladhatta meg a 110-120 ezer forintot. Harminckét éves uralkodása alatt a király elérte, hogy az adóbevétel a korábbinak sokszorosára emelkedjen. Az ismert adókvetések átlagát alapul véve, illetve a cseh és osztrák tartományokból származó bevételek nélkül ez az összeg évi 628 ezer forint körül lehetett, a leggazdagabb években pedig elérhette a 900 ezer aranyforintot is. Ez még így is jóval szerényebb összeg volt, mint a kor nyugati nagyhatalmainak éves bevétele. Ahhoz, hogy a kincstár alacsony bevételeit emelhessék, reform jellegű, átfogó pénzügyi intézkedésekre volt szükség. Mátyás felismerte, hogy megoldást csak egy központosított, az egész országra kiterjedő pénzügyi rendszer jelenthet, a királyi jövedelmeknek egy kézbe, a kincstartóhoz kell befutnia. Mátyás reformjait az országgyűlés elfogadta, és rendeleteit 1467. március 25-én ki is hirdették.

A királyi udvarban zajló, az akkori Európa műveltségének legjavát képviselő kulturális életről képet kaphat az utókor a feltárt és részben helyreállított visegrádi palotában. Mátyás ránk maradt művelődéstörténeti hagyatékának legjelentősebb darabjai az egykori királyi könyvtár fennmaradt, gazdagon illusztrált kötetei, a corvinák.

INFLÁCIÓS JELENTÉS

2025. június

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 8-9.