



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2025
MÁRCIUS

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2025
MÁRCIUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1013 Budapest, Krisztina körút 55.

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 pénzügyi elemzés, a Költségvetési és versenyképességi elemzések, a Pénzügyi rendszer elemzése 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 és statisztikáért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt készült. A jelentés elkészítésében a Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés, a Költségvetési elemzések, a Pénzügyi rendszer elemzése, és a Nemzetközi monetáris politikai és gazdaságtudományi ismeretterjesztési igazgatóság munkatársai vettek részt. A publikációt Virág Barnabás, Monetáris politikáért, pénzügyi stabilitásért és nemzetközi kapcsolatokért 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. március 20-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	19
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	23
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	28
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése	28
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése	33
3.3. Munkaerőpiaci folyamatok	37
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	39
3.5. Költségek és infláció	40
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	50
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	50
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	52
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	54
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	54
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	56
5.3. Költségvetési folyamatok	58
6. Kiemelt témák	62
6.1. A 2024-es évre az Inflációs jelentésekben adott előrejelzések értékelése	62
6.2. Kiemelt téma: Az emelkedő nemzetközi vámok hatásai	66
Ábrák és táblázatok jegyzéke	71

Keretes íráások jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink	13
1-2. keretes írás: A családokat és a nyugdíjasokat támogató új adóintézkedések hatásai	18
3-1. keretes írás: Az inflációs várakozások alakulása	42
3-2. keretes írás: Magasabb átárazások a piaci szolgáltatások körében	44
3-3. keretes írás: Az élelmiszerárak alakulását befolyásoló főbb tényezők	47

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 az éleződő kereskedelempolitikai feszültségek változatlanul bizonytalan világgazdasági környezetet okoznak. Az Európai Unióban a bejelentett kiadásnövelő programok az évek óta visszafogott gazdasági növekedés élénkülését hozhatják.

Az Európai Unió GDP-je éves összevetésben 1,4 százalékkal emelkedett 2024 negyedik negyedévében, ami gyorsulást jelent az előző negyedévhez képest. Az Egyesült Államokban 2,5, Kínában pedig 5,4 százalékos bővülést regisztráltak. Az Európai Unión belül hazánk legfontosabb külkereskedelmi partnere, Németország gazdasági teljesítménye 2024. negyedik negyedévben 0,2 százalékkal mérséklődött 2023 negyedik negyedévéhez képest. A régiós országokban 0,7 és 3,7 százalék közötti ütemben nőtt a GDP az előző év azonos időszakához viszonyítva. Március elején Németország és az EU több más tagállama költségvetési kiadásai érdemi bővítését helyezték kilátásba, ami támogathatja az európai növekedés élénkülését. Az Egyesült Államokban megjelent a konjunktúra lassulásának kockázata.

A globális infláció csökkenése 2024 őszén megállt. Számos gazdaságban ismét növekedett a fogyasztóiár-index.

Az adatot már publikáló OECD tagországok közel felében – 34 országból 16-ban – az infláció változatlan volt vagy emelkedett februárban januárhoz képest. Az infláció csökkenésének világszintű megállásában az emelkedő világpiaci élelmiszerárak mellett a magasan ragadó szolgáltatásinfláció is szerepet játszott. Februárban az Egyesült Államokban 2,8 százalékra mérséklődött az infláció, Kínában pedig elsősorban bázishatások következtében 0,7 százalékkal csökkentek a fogyasztói árak éves alapon. Az infláció az eurozónában és a régiós országokban a jegybanki cél felett alakult az elmúlt hónapokban. Romániában 5,0, Lengyelországban 4,9, míg Csehországban 2,7 százalék volt az áremelkedés üteme februárban.

Az Európai Központi Bank (EKB) folytatta kamatcsökkentési ciklusát, míg a Federal Reserve (Fed) a decemberi csökkentést követően januárban és márciusban változatlan szinten tartotta az irányadó ráta célsávját.

Az EKB januári és márciusi kamatdöntő ülésén – az előző kamatdöntésekhez hasonló mértékben – 25–25 bázisponttal 2,50 százalékra csökkentette irányadó betéti rátáját. A jegybank várakozása alapján az infláció idén már tartósan az inflációs cél közelében alakul, majd 2026 elején eléri azt. Ugyanakkor az EKB a fokozódó geopolitikai feszültségek kétirányú inflációs kockázata miatt nem köteleződik el egy kamatpálya mellett.

Az Egyesült Államokban a Fed decemberi kamatdöntő ülésén 25 bázisponttal 4,25–4,50 százalékra csökkentette az irányadó ráta célsávját, majd januárban és márciusban annak változatlan szinten tartása mellett döntött. A jegybank folytatja mérlegének szűkítését, azonban április elejétől az állampapírokra vonatkozó korábbi 25 milliárd dolláros ütemet 5 milliárd dollárra csökkenti, míg a jelzálogfedezett értékpapírok esetében nem változtat a 35 milliárd dolláros ütemen. A jegybank kommunikációja szerint fokozódott a gazdasági kilátásokat övező bizonytalanság.

A régióban a cseh jegybank decemberben változatlan szinten tartotta az alapkamatot, majd februári kamatdöntő ülésén az irányadó ráta 25 bázispontos, 3,75 százalékra történő mérséklése mellett döntött. A lengyel és a román jegybank nem változtatott a kamatkondíciókon. A lengyel irányadó ráta 5,75 százalék, míg a román 6,50 százalék.

A globális befektetői hangulat változékony.

A kereskedelempolitikával kapcsolatos bejelentések és azok reálgazdasági kilátásokra gyakorolt negatív hatásai érdemben fokozták a nemzetközi pénzügyi bizonytalanságot. Ugyanakkor az orosz-ukrán háború esetén a tűzszüneti tárgyalások megkezdése kedvezően hatott a kockázatvállalási hajlandóságra. Ezek eredőjeként nagy változékonyság mellett a tőzsdeindexek az amerikai és a japán részvénytőzsdákat kivéve többségében emelkedtek.

A kamatpályákra vonatkozó piaci várakozások eltérően alakultak az USA-ban és az eurozónában. A fokozódó bizonytalanság és a romló amerikai növekedési kilátások mellett a Fedtől várt kamatpálya összességében lejjebb tolódott, míg az EKB esetében a jelentősebb európai beruházási tervek megjelenésével párhuzamosan mérséklődtek a kamatcsökkentési várakozások. Az amerikai 10 éves hozam 4,2 százalékra csökkent, miközben a költségvetési élnkítési tervek emelték az európai hosszú hozamokat. Az elmúlt negyedév során a dollár számottevően gyengült, ami javította a feltörekvő piaci eszközök megítélését.

Az európai gázárak január végétől február közepéig jelentősen emelkedtek, aminek háttérében elsősorban a geopolitikai konfliktusok által vezérelt, az ellátásbiztonságot övező kockázatok fokozódása állt. Ugyanakkor február közepétől a gázárak fokozatosan a decemberi szintre mérséklődtek. Az olaj hordónkénti ára január második felétől a decemberi szint alá süllyedt.

Az elmúlt negyedév során a forint számottevően erősödött, míg az állampapír- és a bankközi hozamok emelkedtek.

A befektetői elemzések alapján javult Magyarország fundamentumainak megítélése. A forint az év elejétől a nemzetközi befektetői hangulat erősödésével párhuzamosan, valamint az orosz-ukrán békemegállapodással kapcsolatos várakozások mellett közel 4 százalékkal felértékelődött. Az állampapírpiaci hozamgörbe rövid szakasza 80–90 bázisponttal, míg a hosszú szakasza 45–50 bázisponttal tolódott feljebb. A rövid lejáratú bankközi kamatok alig változtak, ugyanakkor a hosszú lejáratú kamatcsere-ügyletek hozama kismértékben emelkedett.

Az elmúlt hónapokban a hazai infláció tovább emelkedett és erősödtek a felfelé mutató kockázatok.

2025 februárjában az infláció 5,6 százalékra, a maginfláció 6,2 százalékra emelkedett. Az éves bázisú fogyasztóiár-index és a maginfláció emelkedéséhez a termékkörök többsége hozzájárult, amit a fogyasztóiár-index esetében az üzemanyagok dezinflációja részben ellensúlyozott. Az év eleji átárzások mértéke az iparcikkek, a piaci szolgáltatások és az élelmiszerek esetében is a historikus átlag felett alakult. Mind a lakossági, mind a vállalati árvárakozások emelkedtek.

A fogyasztóiár-index februári csúcsát követően mérséklődik. Az infláció az év hátralévő részében várhatóan a jegybanki toleranciasáv fölött alakul. A maginfláció a második negyedévben 5,0–5,2 százalék közötti sávba csökken, majd az év nagyobb részében hasonló szinten alakul. Az élelmiszerek esetében az érintett termékkörben az árreakciók hatósági korlátozása a következő hónapokban mérsékli a fogyasztói árakat. A piaci szolgáltatások erőteljes árdinamikája az év egészében magasabb infláció irányába hat. Az áremelkedés üteme 2026 elején mérséklődik újra a jegybanki toleranciasávba és az év végére közelíti meg a 3 százalékos inflációs célt. Az MNB előrejelzése szerint idén éves átlagban 4,5–5,1 százalék közötti infláció várható, míg 2026-ban 2,9–3,9 százalék között, 2027-ben pedig 2,5–3,5 százalék között alakul a fogyasztóiár-index.

2024 negyedik negyedévében a magyar gazdaság ismét növekedési pályára került.

2024 negyedik negyedévében a magyar gazdaság éves összevetésben 0,4 százalékkal bővült. A gazdasági növekedést a szolgáltatások hozzáadott értékének emelkedése támogatta, míg az ipar, az építőipar és a mezőgazdaság visszafogott teljesítménye mérsékeltte azt. A fogyasztás bővülése az emelkedő reálbérekkel összhangban folytatódott. A beruházások csökkenése 2,8 százalékponttal, míg a nettó export 0,5 százalékponttal fogta vissza a növekedést a negyedik negyedévben. A beérkezett adatok alapján 2025 elején folytatódott a hazai konjunktúra élénkülése. A munkaerőpiac feszessége enyhült az elmúlt negyedévekben. A foglalkoztatottak számának őszi hónapokban tapasztalt csökkenése a december-januári adatok alapján megállt, így a foglalkoztatottság továbbra is magas szinten alakul. A munkanélküliségi ráta változatlanul alacsony.

A 2025 során tovább bővülő fogyasztás előretekinve is a növekedés motorja lehet. Ennek háttérében az emelkedő reálbérek és a kormányzati adócsökkentések állnak. Az elmúlt években az iparban zajló nagy kapacitásbővítő beruházási projektek 2025 végén és 2026 folyamán megkezdhetik a termelést. Rövid távon a külső kereslet továbbra is visszafogott, ugyanakkor az erősödő európai konjunktúra középtávon élénkíti a hazai exportot. A magyar gazdaság teljesítménye 2025-ben várhatóan 1,9–2,9 százalékkal emelkedik, míg 2026-ban 3,7–4,7 százalékkal, 2027-ben pedig 2,8–3,8 százalékkal bővül tovább.

A hazai hitelezési folyamatokat továbbra is kettősség jellemzi: folytatódott a lakossági hitelpiac élénkülése, miközben a vállalatok hitelkereslete alacsony maradt.

2024 negyedik negyedében a teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállományának éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest 1,8 százalékponttal gyorsulva 8,7 százalékot ért el. A hitelintézetek által a negyedik negyedévben szerződött lakáshitelek értéke 92 százalékkal bővült az előző év azonos időszakának alacsony bázisához képest, a személyi hitelek kibocsátása pedig 66 százalékkal volt magasabb. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok a fogyasztási hitelek és a lakáshitelek esetében is élénkülő keresletet valószínűsítenek 2025 első félévében.

A teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállományának éves növekedési üteme 2024 negyedik negyedévének végén 2,8 százalékra lassult. A mikro-, kis- és középvállalkozások hitelállománya 1,9 százalékkal növekedett éves összehasonlításban. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján 2025 első félévére – részben a 2025. januártól elérhető Demján Sándor Hitelprogram hatására – a bankok negyede élénkülő hitelkeresletre számít.

A januári adatok alapján a hitelpiac kettőssége az év elején is fennmaradt: a bankok háztartási hitelállománya 60 milliárd forinttal emelkedett, a nem pénzügyi vállalatokkal szembeni hitelállomány pedig 149 milliárd forinttal mérséklődött a hónap során. A háztartási hitelállomány éves növekedési üteme 2025 végén a támogató reálgazdasági fundamentumok és a munkáshitel program következtében mintegy 13 százalékot érhet el, majd 2027 év elejétől 9–10 százalék között alakulhat. A konjunktúra élénkülésével és a bizonytalanság oldódásával párhuzamosan a vállalati hitelállomány éves növekedési üteme 2025 végére fokozatosan 6 százalékra emelkedhet, majd 2026 közepétől 9–10 százalék körüli szinten stabilizálódhat.

A folyó fizetési mérleg többlete tartósan jelentős marad.

A külső egyensúly javulása 2024-ben is folytatódott. A folyó fizetési mérleg egyenlege – döntően a kedvezőbb külkereskedelmi egyenleghez kapcsolódóan – magas szinten alakult, miközben a jövedelemegyenleg hiánya is csökkent. Az élénkülő belső kereslet mellett 2025-ben átmenetileg enyhén mérséklődik a folyó fizetési mérleg többlete. Ugyanakkor 2026-tól a normalizálódó külső kereslet és az új beruházások termelésének felfutása várhatóan a külső pozíció tartósan jelentős többletet eredményezi. A folyó fizetési mérleg többlete 2025-ben a GDP 1,2–2,6 százaléka, 2026-ban 1,8–3,4 százaléka, 2027-ben pedig 2,0–3,8 százaléka között alakulhat.

A költségvetési hiány és az adósságráta csökkenése várható.

A kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege 2024-ben 4,8 százalékos hiányt mutatott a GDP arányában. A jegybank előrejelzése szerint a költségvetési hiány 2025-ben tovább csökkenhet, amit főként a mérséklődő kamatkiadások, valamint az erősödő gazdasági növekedés mellett emelkedő adóbevételek támogatnak. A kamatkiadások nélkül számított elsődleges egyenleg a teljes előrejelzési horizonton egyensúly közelében lesz. Az előzetes adatok alapján a bruttó államadósság 2024 végén a GDP 73,8 százaléka volt. Az adósságráta a következő években a módosított 2026-os hiánycél mellett is folyamatosan csökken. A GDP-arányos államadósság-ráta 2025. év végére 73,2 százalékra, majd az előrejelzési horizont végén 69 százalék alá mérséklődik.

A Monetáris Tanács kockázati értékelése alapján a márciusi előrejelzés alappályáját összességében felfelé mutató inflációs kockázatok övezik.

A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül négy alternatív kockázati forgatókönyvet emelt ki. A kereskedelmi feszültségek fokozódását valószínűsítő, valamint a feltörekvő piaci hangulatromlást feltételező kockázati forgatókönyvek magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával konzisztensek. A geopolitikai feszültségek oldódását előrevetítő forgatókönyv az alappályánál élénkebb gazdasági növekedéssel és alacsonyabb inflációval áll összhangban. Az európai költségvetési élénkítést feltételező forgatókönyv szerint mind a növekedési, mind az inflációs pálya magasabban alakulhat. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scenárióként a tartósan magas inflációs várakozásokkal, a beruházások gyorsabb növekedésével és a termelékenység gyorsabb javulásával 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	5,0 - 5,5	3,2 - 3,9	2,6 - 3,2
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	4,6	4,8 - 5,3	3,2 - 3,9	2,6 - 3,2
Infláció	3,7	4,5 - 5,1	2,9 - 3,9	2,5 - 3,5
Gazdasági növekedés				
Háztartások fogyasztási kiadása	5,0	4,5 - 5,3	3,8 - 4,8	2,9 - 3,9
Közösségi végső fogyasztás ¹	-2,3	0,2 - 1,2	0,0 - 1,0	0,0 - 1,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-11,3	(-2,2) - 0,8	3,0 - 5,8	2,5 - 5,5
Belföldi felhasználás	0,3	1,5 - 3,5	2,6 - 4,2	2,3 - 3,5
Export	-2,8	0,6 - 2,6	7,1 - 8,9	5,3 - 7,1
Import	-3,3	0,5 - 2,5	6,0 - 8,0	4,9 - 6,9
GDP	0,5	1,9 - 2,9	3,7 - 4,7	2,8 - 3,8
Munkatermelékenység ²	0,2	1,9 - 2,7	3,1 - 4,4	2,4 - 3,8
Külső egyensúly^{3, 6}				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	2,2	1,2 - 2,6	1,8 - 3,4	2,0 - 3,8
Külső finanszírozási képesség	2,5	2,8 - 4,2	3,6 - 5,2	3,4 - 5,2
Államháztartás³				
ESA-egyenleg	-4,8	(-4,3) - (-3,5)	(-4,2) - (-3,2)	(-3,9) - (-2,9)
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	13,2	9,5 - 10,3	10,1 - 11,4	6,4 - 7,7
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	0,0	(-0,4) - 0,0	0,2 - 0,9	(-0,2) - 0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁴	12,1	9,6 - 10,4	8,8 - 9,9	8,8 - 10,0
Versenyszféra foglalkoztatottság	-0,2	(-0,7) - (-0,3)	0,4 - 0,9	0,0 - 0,5
Munkanélküliségi ráta	4,5	4,2 - 4,3	3,6 - 4,1	3,3 - 4,0
Versenyszféra reál fajlagos munkaerőköltség	7,9	0,6 - 1,9	0,4 - 2,0	(-0,8) - 1,0
Lakossági reáljövedelem ⁵	3,4	2,9 - 3,7	4,5 - 5,5	2,8 - 3,8

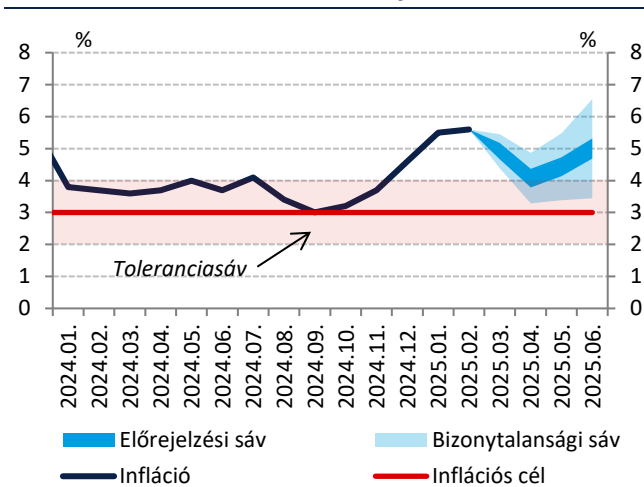
¹ Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a nonprofit intézmények által nyújtott transzfereket.² Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.³ A GDP arányában.⁴ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.⁵ MNB-becslés.⁶ 2024-re figyelembe vettük a GDP szerinti külkereskedelmi adatokat.

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

1.1. Inflációs előrejelzésünk

A januári és a februári fogyasztóiár-index a decemberi Inflációs jelentés várakozása felett alakult. A nagyobb év eleji átázások a korábban vártnál magasabb inflációs pályát vetítenek előre az idei évre. A fogyasztóiár-index a februári csúcsát követően mérséklődik. Az infláció az év hátralévő részében várhatóan a jegybanki toleranciasáv fölött alakul. 2025-ben átlagosan 4,5–5,1 százalékos infláció várható. Az áremelkedés üteme 2026 elején kerül tartósan a jegybanki toleranciasávba, majd az év végére közelíti meg a 3 százalékos inflációs célt. Az infláció éves átlaga jövőre 2,9–3,9 százalékos és 2027-ben 2,5–3,5 százalékra csökkenhet. Az alapfolyamatokat megragadó maginfláció áprilisra 5,0 százalékos környékére mérséklődik, majd az év végéig hasonló szinten marad.

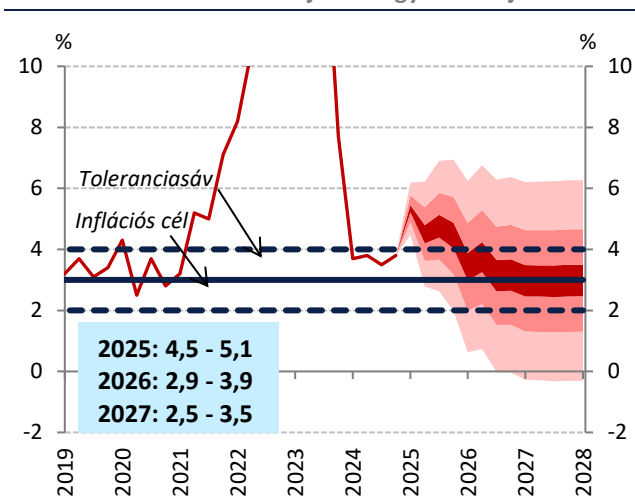
1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása



Megjegyzés: Éves változás. A bizonytalansági sáv az előrejelzési sáv 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

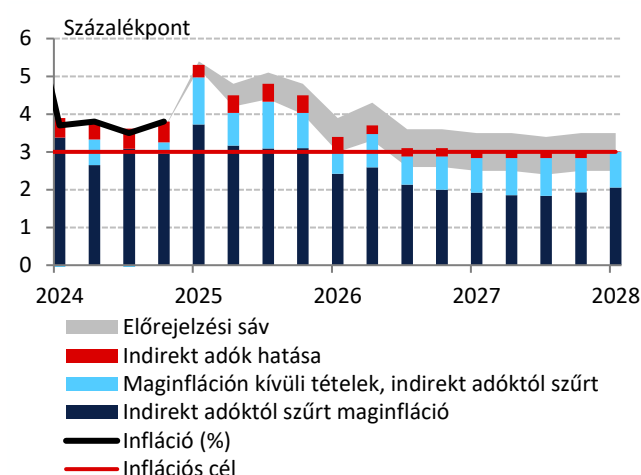
A 2025-ös év elején az infláció meghaladta a decemberi prognózisunkat, és a vártnál nagyobb év eleji átázások magasabb inflációs pályát vetítenek előre az egész idei évre. A fogyasztóiár-index a februári csúcsát követően az élelmiszer-árak korlátozása következtében mérséklődik (1-1. ábra). Az infláció az év hátralévő részében várhatóan a jegybanki toleranciasáv fölött alakul. A tartós dezinfláció az idei év utolsó negyedében indulhat újra.

Az áremelkedés rátája 2026 elején mérséklődik a jegybanki toleranciasávba, majd az év végére közelíti meg a 3 százalékos inflációs célt. Az áremelkedési ütem lassulását a forint elmúlt időszakban regisztrált erősödése támogatja, a piaci szolgáltatásokat jellemző magas átázási hajlandóság azonban lassítja a dezinflációt.

A decemberi előrejelzésünkhöz képest az inflációra vonatkozó várakozásunk sávközepe 2025-ben 1,1 százalékponttal emelkedett. A 2025-re vonatkozó magasabb előrejelzésünket elsősorban a piaci szolgáltatások, az iparcikkek és az élelmiszerek vártnál nagyobb drágulása okozza. A magasabb adószűrt maginfláció idén és jövőre is számottevő mértékben hozzájárul az inflációs előrejelzésünk emelkedéséhez. **Az infláció 2025-ben átlagosan 4,5–5,1 százalék között, 2026-ban 2,9–3,9 százalék között, 2027-ben 2,5–3,5 százalék között alakulhat éves átlagban** (1-2. ábra).

Az alapfolyamatokat megragadó indirekt adóktól szűrt maginfláció 2025-ben 4,8–5,3 százalék között, míg 2026-ban 3,2–3,9 és 2027-ben pedig 2,6–3,2 százalékos sávban alakulhat. Az idei adószűrt maginflációra vonatkozó várakozásunk sávközepét a decemberi előrejelzéshez képest 1,6 százalékponttal emeltük. A maginfláció áprilisra 5 százalékos környékére csökken, majd az év nagyobb részében hasonló szinten marad. Az alapfolyamatok 2026 elejétől mérséklődnek újra érdemben, ezzel támogatva az inflációs cél elérését (1-3. ábra).

1-3. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója



Megjegyzés: A dekompozíció az előrejelzésünk sávközepe alapján készült.

Forrás: KSH, MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

	2025	2026	2027	
Indirekt adóktól szűrt maginfláció	4,8 - 5,3	3,2 - 3,9	2,6 - 3,2	
Maginfláció	5,0 - 5,5	3,2 - 3,9	2,6 - 3,2	
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	5,8	4,8	4,7
	Járműüzemanyag és piaci energia	1,1	1,9	3,2
	Szabályozott árú termékek	3,4	1,9	1,9
	Alkohol, dohány	5,9	5,0	3,9
Infláció	4,5 - 5,1	2,9 - 3,9	2,5 - 3,5	

Megjegyzés: Százalék. A táblázat az előrejelzésünk sávközepe alapján készült.

Forrás: MNB

Az élelmiszerek esetében az emelkedő világpiaci árak folytatódó begyűrűzésére számítunk, amit átmenetileg visszafog az élelmiszer-árretek korlátozása. Számításaink szerint az intézkedés áprilisban és májusban 0,8 százalékponttal mérsékli az inflációt és átmenetileg 4 százalék alá szorítja az élelmiszerek áremelkedési ütemét. Az intézkedés hatásának egy része már a márciusi adatokban is megjelenhet. A MNB élelmiszerinflációs mutatója az intézkedés kivezetését követően emelkedik, de 7 százalék alatt marad. Az intézkedés végével az árretek fokozatos helyreállítására, illetve a termékcsoportok közötti átrendeződésre számítunk. A feldolgozatlan élelmiszerek esetében az idei évben 5,8 százalék körüli, míg a jövő évben 4,8, 2027-ben pedig 4,7 százalékos áremelkedést prognosztizálunk.

A járműüzemanyag és piaci energia termékkör ára idén éves átlagban 1,1 százalékkal, majd jövőre 1,9, 2027-ben pedig 3,2 százalékkal emelkedhet (1-1. táblázat). A dollárban kifejezett világpiaci olajárakra vonatkozó feltevésünk az idei évre enyhén emelkedett, 2026-ra és 2027-re pedig enyhén csökkent a decemberi fordulóhoz képest. Ugyanakkor az idei évre vonatkozó emelkedést a hazai benzinárak szintjén ellensúlyozta a forintárfolyam január óta megfigyelt változása. A Brent kőolaj világpiaci jegyzésében jelentős ingadozásokat figyelhattunk meg. Idén február közepéig 75-82 dollár/hordó árszint körül alakult a jegyzés, majd ezt követően március közepére 70 dollár környékére csökkent. A gáz világpiaci ára március közepén 40 euro/MWh körül alakult, a február közepi 58 eurós közel kétéves csúcstól kezdődő mérséklődést követően. A szabályozott árú termékek és szolgáltatások ára 2025-ben előrejelzésünk szerint átlagosan 3,4 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 előrejelzéseink 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	1,05	1,06	1,05	1,07	1,05	1,07	1,2%	1,6%	1,6%
Olajár (USD/hordó)	71,4	71,9	69,8	69,7	69,7	69,3	0,7%	-0,2%	-0,5%
Olajár (EUR/hordó)	67,9	67,6	66,4	65,2	66,2	64,8	-0,4%	-1,8%	-2,1%
Gázár (EUR/MWh)	45,2	44,8	35,8	35,8	34,1	34,0	-0,9%	-0,1%	-0,2%
Eurozóna inflációja (%)	2,1	2,3	1,9	1,9	2,1	2,0	0,2 szp.	0,0 szp.	-0,1 szp.
Eurozóna növekedése (%)	1,1	0,9	1,4	1,2	1,3	1,3	-0,2 szp.	-0,2 szp.	0,0 szp.
Felvevőpiacaink növekedése* (%)	1,5 - 2,2	1,2 - 2,1	1,3 - 2,2	1,3 - 2,2	1,4 - 2,3	1,4 - 2,3	-0,2 szp.	0,0 szp.	0,0 szp.

A külső keresletre vonatkozó feltevéseink kis mértékben csökkentek az idei évre. A negyedik negyedévben az Európai Unió gazdasága 1,4 százalékkal bővült éves bázison, míg a harmadik negyedévhez képest enyhén, 0,4 százalékkal növekedett. Az USA-ban enyhén lassult, de továbbra is élénk maradt a GDP növekedése, amely éves bázison 2,5, míg negyedéves alapon 0,6 százalékkal bővült. Kínában 2024 negyedik negyedévében 5,4 százalékra gyorsult a növekedés, míg negyedéves alapon 1,6 százalékkal bővült a GDP. A külső konjunktúra alakulásának szempontjából kockázatot hordoznak az éleződő kereskedelempolitikai feszültségek, az általánosan feszült geopolitikai helyzet, valamint a kedvezőtlen európai ipari termelési kilátások. 2024. negyedik negyedévben enyhén emelkedett a globális árukereskedelem és az ipari termelés szintje. A fejlett gazdaságokban a munkaerőpiac továbbra is feszes. A globális növekedési várakozásokat erőteljesen befolyásolják a kereskedelempolitikai intézkedések, illetve az orosz-ukrán háború esetleges lezárására vonatkozó kilátások. A konjunktúraindexek alapján a fogyasztói bizalom az EU gazdaságaiban kis mértékben csökkent, az üzleti hangulat a szolgáltatások esetében stagnált, míg az iparban továbbra alacsony szinten vannak a bizalmi indexek. A 2025-re vonatkozó európai növekedési várakozások enyhén romlottak a decemberi előrejelzéshez képest, amivel összhangban a külső keresleti feltevésünk is enyhén alacsonyabb. Az Egyesült Államok eddigi vámpolitikai intézkedései az EU-ból származó acél- és alumíniumtermékeket érintik közvetlenül, ami az EU amerikai áruexportjának 2,8 százalékát tette ki 2024-ben. A további lépések esetleges hatásai az előrejelzésünkhöz kapcsolódó kockázati forgatókönyvek között szerepelnek.

Az EKB az idei évre enyhébb növekedést és 0,2 százalékponttal magasabb inflációt vár a decemberi előrejelzéséhez képest. Az Európai Központi Bank várakozásai szerint az eurozóna GDP-növekedése 2025-ben 0,9 százalékon alakulhat, amely 0,2 százalékponttal alacsonyabb a korábbi előrejelzéshez képest. Az EKB előrejelzésében az amerikai kormány tervezett vámpolitikai intézkedései közül a publikáció idején már életbe lépett tarifákat, tehát a Kínára kivetett, összesen 20 százalékos többletvámtól vette figyelembe. Ennek az eurozónára gyakorolt növekedési hatása alacsony, 2025-re a decemberi előrejelzéshez képest számolt 0,2 százalékpontos csökkenésnek a felét okozza. Az intézmény a jövő évi növekedést szintén 0,2 százalékponttal csökkentette, így az 1,2 százalékos lehet 2026-ban. Az EKB márciusi előrejelzése alapján az euroövezet inflációja idén 2,3 százalékon, 2026-ban 1,9 százalékon, míg 2027-ban pedig 2,0 százalékon alakulhat. Az intézmény inflációs előrejelzése az idei évre 0,2 százalékponttal magasabb, míg a jövő évre nem változott a decemberi projekcióhoz képest.

A Brent nyersolaj ára az év első hónapjaiban fokozott volatilitás mellett 70 dollár környékére csökkent. A Brent hordónkénti ára a januári 80 dollár feletti szintről március elejére fokozatosan hároméves mélypontra, 70 dollár környékére ereszkedett. Az olajár csökkenését az amerikai nyersolajkészletek vártnál nagyobb emelkedése mellett az OPEC+ nyersolaj-kitermelésről hozott döntése magyarázta. Az OPEC+ 2022 óta először döntött a kitermelés növeléséről. A szervezet áprilistól napi 138 ezer hordóval emeli a termelést, ami az első lépés a közel napi 6 millió hordós termelés-csökkentés fokozatos visszafordításában. Emellett az általánosan feszült geopolitikai helyzet továbbra is jelentős kockázatokat hordozhat a világszerte olajár alakulásának tekintetében, különösen az esetleges energiamportokra vonatkozó vámbejelentések. A Brent és az orosz típusú Ural kőolaj közötti árkülönbség az elmúlt időszakban is fennmaradt.

A benzin és a gázolaj hazai ára az év eleje óta jelentősen csökkent. Hazánkba továbbra is érkezik vezetéken az orosz Ural típusú kőolaj, azonban a benzin és a gázolaj piaci árának kialakításánál a Brent nyersolaj az irányadó, így annak dollárban kifejezett ára és az USD/HUF árfolyam jelentős hatással van az üzemanyagárakra. Az év első hónapjaiban csökkenő világpiaci olajárak és nemzetközi folyamatok a hazai üzemanyagárakban is tükröződtek.

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 euro feletti csúcsát. A gáz világpiaci ára március közepén 40 euro/MWh körül alakult, a február közepi 58 eurós közel kétéves csúcsról kezdődő mérséklődést követően. 2025 első negyedévében változékonyabban alakulnak az európai gázárak a tavalyi évhez képest, amelynek hátterében a téli hideg időjárás, az ellátási láncokat övező bizonytalanságok, az európai gáztározók tartalékainak csökkenése és az általánosan feszült geopolitikai helyzet állnak. A földgáztüzelésű erőműveken keresztül a gázárak változása az áram ára is hat. Az elektromos energia ára október óta megugrott, és azóta sem történt tartós korrekció az árakban. A német Phelix típusú áramár 7 napos mozgóátlaga az év eleje óta 100 euro felett tartózkodik, amely megegyezik a 2023-as év elejére jellemző átlagos szinttel.

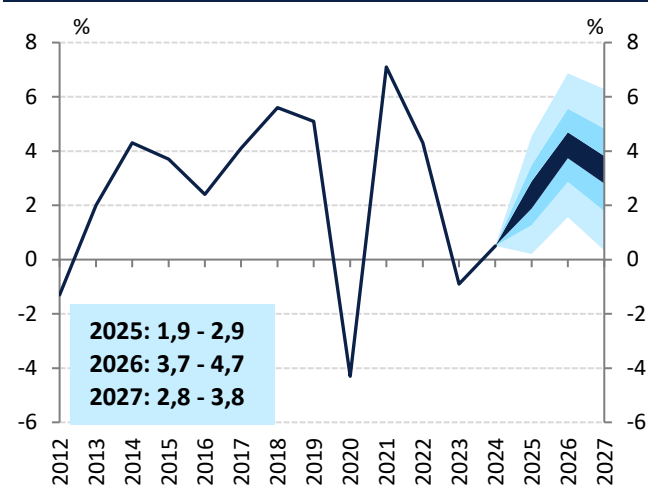
Az előzetes pénzügyi számla adatok alapján a kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege 4,8 százalékos hiányt mutatott a GDP arányában 2024-ben, ami előrejelzésünk szerint 2025-ben a 3,5–4,3 százalék, 2026-ban a 3,2–4,2 százalék, míg 2027-ben a 2,9–3,9 százalék közötti sávon belül alakulhat. Az idei évben várható hiánycsökkenést a mérséklődő kamatkidadások, az alacsonyabb szinten stabilizálódó energiaárak, valamint az előző évhez képest erősödő gazdasági növekedés hatására emelkedő adóbevételek támogatják. Az újonnan bejelentett adókedvezmények számottevő költségvetési hatással járnak, melynek következtében a kormány a korábbi 2,9 százalékról 3,5 százalékra módosította a jövő évi hiánycélt. Az előzetes adatok alapján a bruttó államadósság 2024 végén GDP-arányosan 73,8 százalék volt. Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos bruttó államadósság 2025. év végére 73,2 százalékra csökken, majd az előrejelzési horizonton 69 százalék alá mérséklődik.

Az uniós források teljeskörű elérhetőségéről még nem született megállapodás. Hazánk összesen 12,2 milliárd euro értékben férhet hozzá a 2021-2027-es kohéziós keret részeséhez, melynek lehívása az uniós átlagot meghaladó ütemben halad, azonban a Helyreállítási és Ellenállóképességi Eszköz (RRF) forrásainak esetében egyelőre nem született megállapodás az Európai Bizottsággal.

1.2. Reál gazdasági előrejelzésünk

Az idei évben 1,9–2,9 százalékkal bővülhet a magyar gazdaság. A növekedést elsősorban a piaci szolgáltatások hozzáadott értéke támogatja. Várakozásaink szerint a felhasználás oldali tételek közül idén is főként a háztartások fogyasztása járul hozzá a GDP emelkedéséhez, míg a beruházások és a nettó export semleges hatást eredményeznek. Az emelkedő reálbérék, a kedvező jövedelmi folyamatok, a bejelentett kormányzati intézkedések és az élénkülő lakossági hitelezés támogatják a fogyasztás emelkedését. 2025 végétől és 2026-tól az új gyártókapacitások termelésének beindulásával és a külső kereslet élénkülésével a hazai kivitel gyorsuló ütemben bővülhet, ami a beruházások emelkedésével együtt kiegyensúlyozottabb GDP-növekedést eredményezhet. Külpiaci részesedésünk az idei évben várhatóan mérséklődik, majd 2026-tól állhat növekvő pályára. Előrejelzésünk szerint a GDP bővülése 2026-ban 3,7–4,7, majd 2027-ben 2,8–3,8 százalékos ütemben folytatódhat.

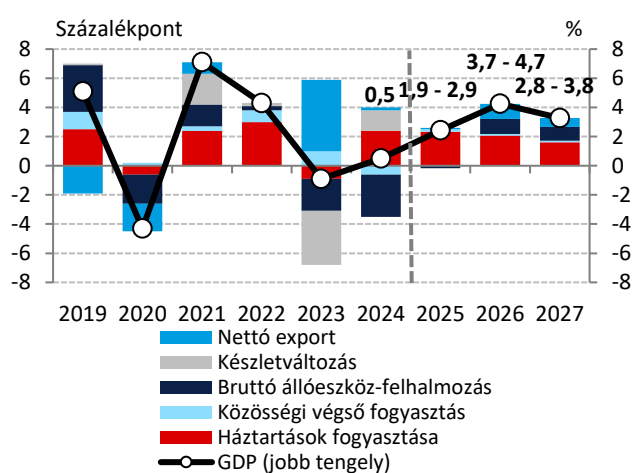
1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

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



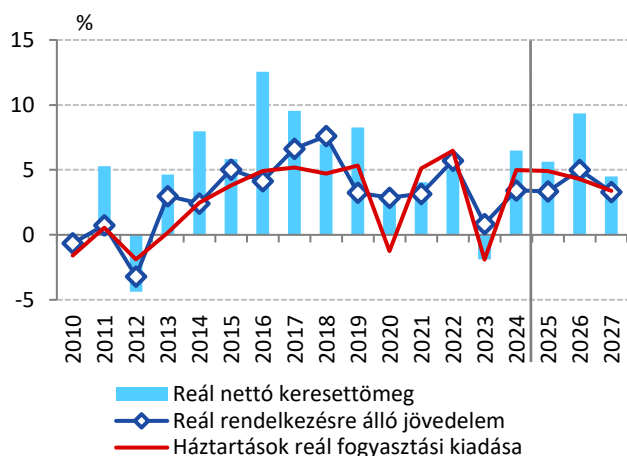
Megjegyzés: A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket.

Forrás: KSH, MNB

Az idei évben folytatódhat a GDP növekedése, és éves átlagban 1,9–2,9 százalékkal bővülhet a magyar gazdaság. 2024 negyedik negyedében a hazai GDP az előző év azonos időszakához képest 0,4 százalékkal, a harmadik negyedévhez képest 0,5 százalékkal nőtt. A pozitív reálbérdinamika, valamint a kedvező lakossági jövedelmi folyamatok segítik a szolgáltatások iránti kereslet folytatódó bővülését. Az ipari termelés kilátásait övező kockázatok és az előrettekintő indikátorok arra utalnak, hogy az ipari teljesítmény rövid távon visszafogott maradhat, érezhető fordulat az idei év végén várható. Legfőbb kereskedelmi partnerünk, Németország gazdasági teljesítménye a várakozások szerint gyorsulhat jövőre, ami keresleti oldalról ösztönzi a hazai ipari folyamatokat is. A hazai ipari fordulatot egyedi tényezők is támogatják: egyes hazai gépjármű- és akkumulátorgyártó vállalatok nagyberuházásai várhatóan befejeződnek, és a vállalatok 2025 végén, 2026 elején megkezdhetik a termelést. Rövid távon az építőipari kilátások mérsékeltek, de az év második felében már elkezdhetik éreztetni hatásukat az ágazatot segítő intézkedések. 2025 második felében a gazdaságélénkítő programok, valamint célzott intézkedések (Vidéki Otthonfelújítási Program, kollégiumépítési program, munkáshitel, nyugdíjpénztári megtakarítások lakáscélú felhasználásának megteremtése) impulzust adhatnak az építőiparnak. **A GDP bővülése 2025-ben 1,9–2,9 százalékos, 2026-ban 3,7–4,7, majd 2027-ben 2,8–3,8 százalékos között alakulhat** (1-4. és 1-5. ábra).

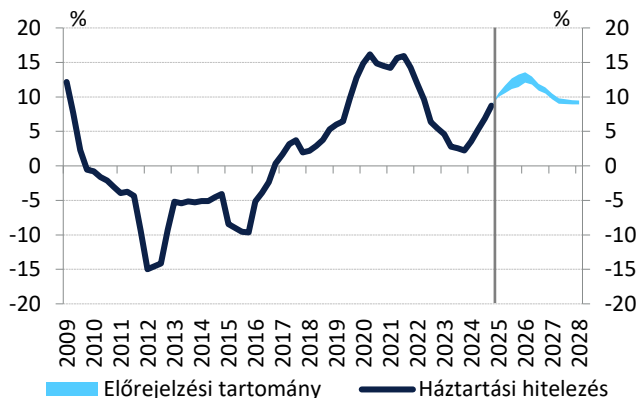
2025-ben a kedvező bérezési és jövedelmi folyamatok következtében a háztartási fogyasztás folytatódó emelkedésére számítunk (1-6. ábra). Várakozásunk szerint idén a lakosság reálértelemben vett rendelkezésre álló jövedelme 2,9–3,7 százalékkal bővül, míg a fogyasztás 4,5–5,3 százalékos mértékben növekedhet. A tavaly december vége óta bejelentett kormányzati intézkedések miatt a lakossági fogyasztás előrejelzésünket a teljes horizonton megemeltük. Az anyák szja mentességének kiterjesztése, valamint a nyugdíjasok számára bevezetendő áfa-visszatérítés a fogyasztás élénkítésén keresztül elsősorban 2026-ban és 2027-ben emelik a GDP szintjét. A

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



Forrás: KSH, MNB

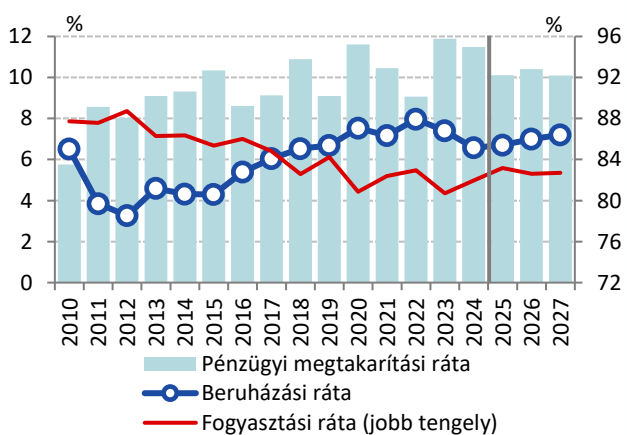
1-7. ábra: A háztartási hitelezés előrejelzése



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

Forrás: MNB

1-8. ábra: A lakossági fogyasztás, beruházás és nettó megtakarítások alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Megjegyzés: Nominális adatok alapján. Forrás: KSH, MNB

kormányzati programok mellett (lásd az 1-2. keretes írásunkat) a korábbi időszakhoz képest csökkenő állampapírkamatok, illetve a lejáratok kapcsán esedékes kiáramló jövedelem is hozzájárulhatnak a fogyasztás bővüléséhez. A lakosság keresletét erősíti a háztartási hitelállomány várható növekedése is, ami a támogató realgazdasági alapok és a munkáshitel elindulása miatt 2025 év végén mintegy 13 százalékot érhet el, 2027 év elejétől pedig 9–10 százalékos szinten stabilizálódhat (1-7. ábra). A fogyasztás előrejelzésünk szerint 2026-ban 3,8–4,8, 2027-ben pedig 2,9–3,9 százalék közötti mértékben nő.

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, míg a beruházási ráta stagnál. Előretekintve 2026-tól a lakosság beruházási rátája 7–8 százalék, megtakarítási rátája 9–11 százalék közötti szinten alakul, fogyasztási rátája pedig 82–83 százalék körül stabilizálódik (1-8. ábra).

A bruttó állóeszköz-felhalmozás az idei évben várakozásunk szerint stagnálás közelében alakulhat (1-3. táblázat). 2024-ben összességében 11,3 százalékkal mérséklődött a bruttó állóeszköz-felhalmozás volumene. Az idei évben a vállalatok és a lakosság beruházásai várhatóan stagnálnak, míg az állami fejlesztések volumene csökken. 2026-ban a beruházások bővülése 3,0–5,8 százalékos lehet, ami kiegyensúlyozottabb szerkezetben valósulhat meg. 2027-ben 2,5–5,5 százalékkal folytatódhat a bruttó állóeszköz-felhalmozás volumenének növekedése. A nominális beruházási ráta 23-25, a 2021. évi fix árú beruházási ráta 21-22 százalék között alakulhat az előrejelzési horizonton.

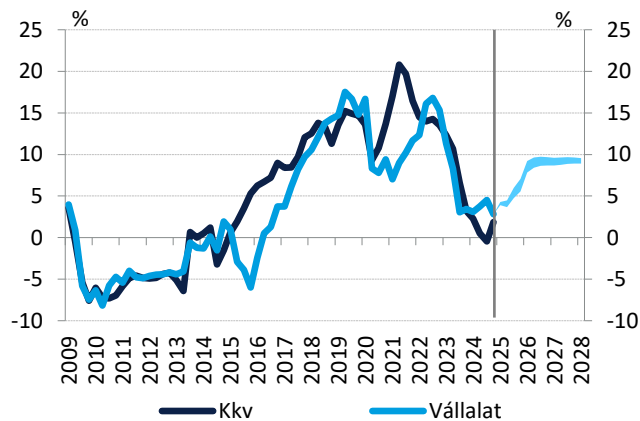
A vállalati beruházások csökkenése az idei évben megáll, és a jövő évtől jelentősebben bővíthet. 2024 negyedik negyedévében a belföldre termelők mellett a külföldre termelő vállalatok beruházásai is visszaestek. A vállalati hitelkereslet is mérsékelte. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok a negyedik negyedévében a kereslet csökkenését érzékelték (a megkötött új szerződések értéke 3 százalékkal elmaradt az egy évvel korábbi szinttől), 2025 első felévére előretekintve azonban már a kereslet bővülését valószínűsítik a gazdasági aktivitás fokozatos élénkülésével és a Demján Sándor Hitelprogram felfutásával párhuzamosan. Becslésünk szerint a vállalati hitelállomány 2025-ben 6 százalékkal bővíthet, 2026 év közepétől pedig 9–

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

	2024	2025	2026	2027
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-11,3	-0,7	4,4	4,0
Állami beruházás	-21,0	-5,5	0,6	-8,5
Privát beruházás	-9,0	0,3	5,1	6,4
Beruházási ráta	23,7	23,4	23,8	24,6
Reál beruházási ráta	21,7	21,0	21,0	21,2

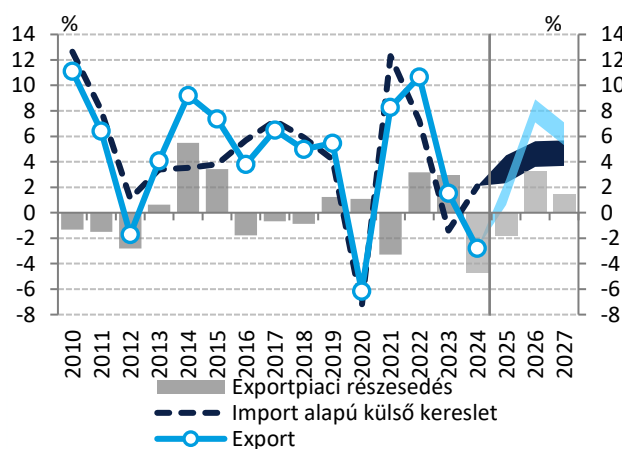
Megjegyzés: Az értékek az előrejelzési sáv közepét jelölik. A bruttó állóeszköz-felhalmozás esetében éves változás szerepel, míg a beruházási ráta GDP arányos értéket mutat. A reál beruházási ráta 2021. évi fix áras adatok alapján. Forrás: MNB

1-9. ábra: A teljes vállalati és a kkv-sektor 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

1-10. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Exportpiaci részesedés az előrejelzési sáv átlaga alapján.

Forrás: KSH, MNB

10 százalékos szinten stabilizálódhat az éves növekedési ütem az előrejelzési horizont végéig (1-9. ábra). A bizalmi indikátorok mérsékelt szintje, az alacsony kapacitáskihasználtság és a visszafogott külső konjunktúra miatt a vállalatok fejlesztései stagnálhatnak az idei évben. 2026-tól kezdődően ugyanakkor jelentősebb emelkedésre számítnak a támogatott programok és az élénkülő kereslet következtében.

A lakossági beruházások idén várhatóan a tavalyi szint körül alakulnak. A hitelintézetek által 2024. negyedik negyedévben szerződött lakáshitelek értéke az előző év azonos időszaki alacsony bázishoz képest 92 százalékkal bővült, azonban a lakáshitelek nagyrészt használt lakások vásárlására fordítják. Pozitívan hat a lakossági beruházásokra a CSOK+, a Babavárási hitel, az Otthonfelújítási támogatás és az önkéntes nyugdíjpénztárak lakáscélú felhasználhatósága. 2026-ban 5,0, míg 2027-ben 5,5 százalékkal bővíthetnek a háztartások beruházásai. 2026-tól a lakosság jövedelmének enyhén növekvő hányadát fordítja beruházásokra. Az állami beruházások volumene az idei évben a kormányzati tervekkel összhangban mérséklődik.

A hazai kivitel az európai konjunktúra helyreállásával és a jelentős ipari beruházások termelőre fordulásával párhuzamosan az idei év végétől tud érdemben bővülni. A kivitel a tavalyi év során összességében 2,8 százalékkal esett vissza. A mérséklődő ipari termelés, valamint az ipari új külföldi rendelések alakulása az export további csökkenését vetítik előre az idei év első felében. Az év végétől az elektromos autók gyártásához és akkumulátorgyártáshoz kapcsolódó beruházások termelőre fordulásával, valamint a külső keresletünk dinamizálódásával bővülést várunk az áru kivitelben. Az export összességében 0,6–2,6 százalékkal bővíthet az idei évben. 2026-ban 7,1–8,9 százalékos, 2027-ben pedig 5,3–7,1 százalékos növekedést várunk. A külső részesedésünk az idei évben tovább csökken, majd 2026-tól a kivitel növekedésével ismét emelkedő pályára áll (1-10. ábra).

2025-ben az import a fogyasztás stabil növekedésével és az export fokozatos helyreállásával párhuzamosan újra bővíthet. 2024-ben a behozatal 3,3 százalékkal mérséklődött. Az import tavalyi visszaesése elsősorban az exporthoz és beruházásokhoz köthető, míg a háztartások fogyasztása kis mértékben ellensúlyozta a csökkenést. Idén a behozatal 0,5–2,5 százalékkal nőhet, míg 2026-ban 6,0–8,0 százalékos, 2027-ben pedig 4,9–6,9 százalékos bővülést várunk.

1-2. keretes írás: A családokat és a nyugdíjasokat támogató új adóintézkedések hatásai

A legfrissebb kormányzati bejelentések alapján a családokat és a nyugdíjasokat támogató adóintézkedések kerülnek bevezetésre. 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. Ezen kívül 2025. júliustól a CSED-re és a GYED-re is személyi jövedelemadó mentesség kerül bevezetésre. 2025. október 1-től az 5 százaléknál magasabb áfakulcsú zöldségek, gyümölcsök és egyes tejtermékek vásárlása után a nyugdíjasoknak az általános forgalmi adó összegét visszatérítik egy bizonyos összeghatárig.

Becsléseink szerint az újonnan bevezetett intézkedések 2025-ben a GDP 0,1 százalékának, 2026-ban 0,5 százalékának, 2027-ben 0,7 százalékának megfelelő többletforrást hagyhatnak a családoknál és a nyugdíjasoknál (1-4. táblázat). A teljes költségvetési hatás a 2 gyermekes anyák kedvezményének fokozatos bővítése mellett 2029-re jelentkezhet. Az adócsökkentések 2029-re közel 1 millió anyát és mintegy 2,4 millió nyugdíjast támogatnak. Az intézkedések egyes részletei (pl. az általános forgalmi adó visszatérítés maximális mértéke) jelenleg nem ismert, ezért a végleges költségvetési hatás és érintetti létszám változhat.

Az intézkedéseknek köszönhetően a gyermekes családok adóterhelése az egyik legalacsonyabb lehet Magyarországon az uniós országok között. A gyermekek után járó transzfereket (pl. családi pótlék) is tartalmazó családi adóék a 2 gyermekes háztartások esetében az átlagbéren 2023-hoz képest 7,7 százalékponttal 28,5 százalékra csökkenhet 2026-ban, amely az egyik legalacsonyabb lehet az uniós országok között. A csökkenéshez hozzájárul, hogy a 2 és 3 gyermekes anyák személyi jövedelemadó mentességén túl a gyermekek után járó családi adó- és járulékkedvezmény 2026. januártól kétszeresére emelkedik.

1-4. táblázat: Az intézkedések költségvetési hatása

Intézkedés	Bevezetés időpontja	Érintettek	Költségvetési hatás (a GDP százaléka)				
			2025	2026	2027	2028	2029
3 gyermekes anyák szja mentessége	2025. október	250 ezer anya	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
2 gyermekes anyák szja mentessége	lépcsőzetesen: - 2026-tól 40 év alatti nők - 2027-től 50 év alatti nők - 2028-tól 60 év alatti nők - 2029-től minden nő	lépcsőzetesen: - 120 ezer anya - 350 ezer anya - 580 ezer anya - 700 ezer anya	-	0,1	0,3	0,5	0,6
1 gyermekes, 30 év alatti anyák szja mentessége	2026. január	60 ezer anya	-	0,03	0,03	0,03	0,03
CSED és a GYED szja mentessége	2025. július	30-40 ezer anya	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02
Áfa-visszatérítés*	2025. október	2,4 millió fő	0,02	0,1	0,1	0,1	0,1
Összesen			0,1	0,5	0,7	0,9	0,9

Megjegyzés: *A jelenlegi fogyasztás alapján, teljes alkalmazkodás esetén a visszatérítés költségvetési hatása több lehet.

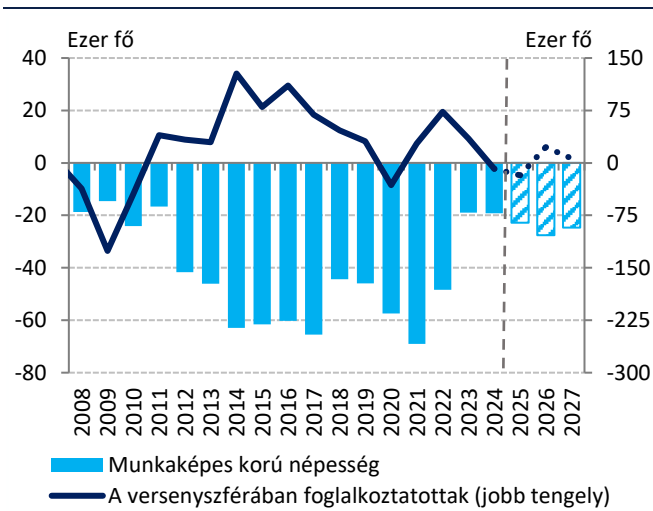
Forrás: KSH és NAV adatok alapján MNB-számítás

Az új kormányzati intézkedések bevezetése a fogyasztás élénkítésén keresztül magasabb GDP szintet eredményezhet. A bejelentések hatása fokozatosan nő az előrejelzési horizonton. Az újonnan bejelentett intézkedések közül a családi adókedvezmények a béreken át, a nyugdíjasok áfa visszatérítése a fogyasztóiár-index csökkenésén keresztül emelik a lakosság rendelkezésre álló jövedelmét. A nyugdíjasokat érintő intézkedés a fogyasztói kosár 4,6 százalékát fedi le, és az érintett termékcsoportok ára becslésünk szerint 3,2–5,5 százalékkal csökkenhet. A visszatérítés költségvetési és reálgazdasági hatása a visszatérítés felső határától és a fogyasztói magatartástól függ. A 2023. évi fogyasztási adatok alapján 4-5000 forintra becsüljük az adott termékkörre fizetett áfatartalmat átlagos nyugdíjjövedelem mellett.

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

A nemzetgazdasági foglalkoztatás továbbra is magas szinten alakul. Az idei év első felében a foglalkoztatottak száma a 2024 negyedik negyedévi szint közelében alakulhat, majd az év második felében újra emelkedhet a foglalkoztatás szintje a fokozatosan élénkülő konjunktúra hatására. 2026-ban a GDP dinamizálódásával párhuzamosan tovább növekedhet a foglalkoztatás. Az idei bérdinamikát elsősorban az év eleji minimálbér-emelés, az enyhülő munkaerőpiaci feszesség és az erősödő lakossági inflációs várakozások határozzák meg. A bérezési alapfolyamatok továbbra is erősek, a versenyszférában idén az átlagbérek 9,6–10,4 százalék közötti, a jövő évben 8,8–9,9 százalék közötti növekedésére számítunk. Folytatódik a keresetek reálértékének emelkedése.

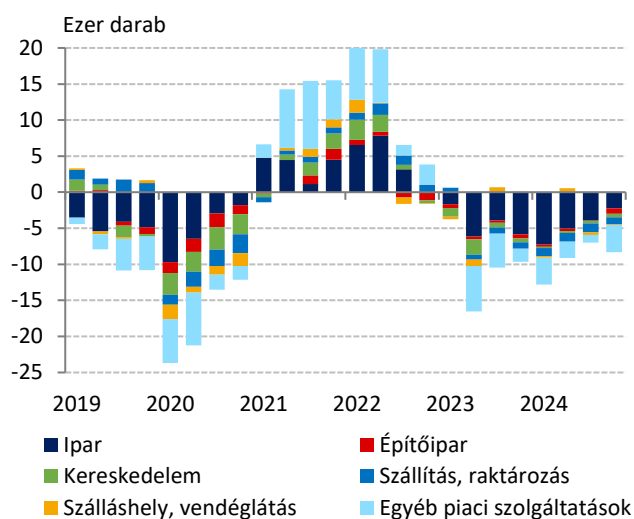
1-11. ábra: A munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása



Megjegyzés: A foglalkoztatottak száma a 15-74 évesekre vonatkozik, a munkaképes korú népességre vonatkozó előrejelzés a 15-64 évesekre. A foglalkoztatottak számát az előrejelzési sáv közepe alapján jelöltük.

Forrás: Eurostat, KSH, MNB

1-12. ábra: Az üres álláshelyek számának éves változása a versenyszférában



Megjegyzés: Legalább 5 főt foglalkoztató vállalkozások esetén.

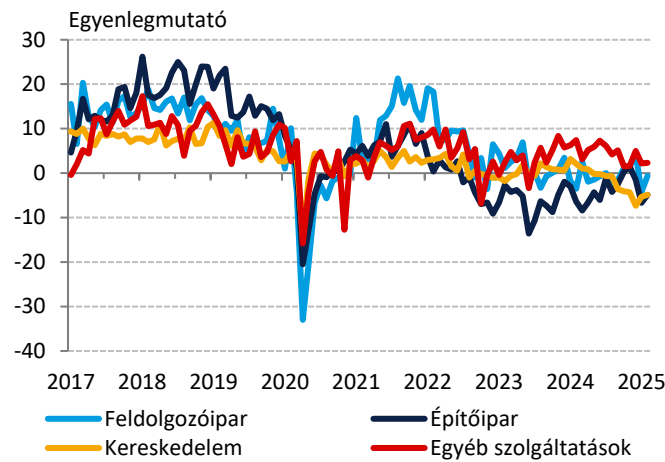
Forrás: KSH

A versenyszférában foglalkoztatottak száma az idei év második felében indul emelkedésnek, ami 2026-ban is folytatódik. Az idei év első felében a versenyszféra létszáma a 2024 végi szintje közelében alakulhat, összhangban a mérsékelt munkaerő-kereslettel és a vállalatoknál meglévő munkaerő-tartalékkal. A fokozatosan élénkülő konjunktúra hatására a munkaerő-kereslet újra emelkedhet, azonban ennek fedezete rövid távon már rendelkezésre áll a vállalatoknál, akik a kibocsátásuk csökkenésére a korábbi negyedévekben munkaerő-tartalékolással és a rendelkezésre álló munkaerő-kapacitás alacsonyabb kihasználásával válaszoltak. A második féltévtől a foglalkoztatottak száma újra emelkedhet, azonban az év egészében a versenyszféra létszáma éves alapon csökken.

A gazdaság jövőre várt bővülésének hatására a versenyszférában foglalkoztatottak száma tovább emelkedik előrejelzésünk szerint. A konjunktúra kedvező alakulása mellett is csak lassú létszámnövekedésre számítunk, tekintettel a foglalkoztatás bővülése előtt álló demográfiai korlátokra (1-11. ábra). Előrejelzésünk szerint a versenyszférában foglalkoztatottak száma várhatóan 0,3–0,7 százalékkal csökken 2025-ben, majd 0,4–0,9 százalék között emelkedik 2026-ban, és 0,0–0,5 százalék között növekedhet 2027-ben. A munkanélküliségi ráta 4,2–4,3 százalékon alakulhat az idei évben, 3,6–4,1 százalék között 2026-ban, majd 3,3–4,0 százalék között 2027-ben.

A munkaerőpiac feszessége enyhülőben van, a munkaerő-kereslet mérséklődik. A munkaerőpiac feszessége 2022 közepe óta mérséklődik. A tavalyi év negyedik negyedévében a versenyszféra ágazatainak széles körében folytatódott az üres álláshelyek számának csökkenése éves alapon (1-12. ábra). Az üres álláshelyek száma az ipar mellett a munkaerő-kölcsönzést is magában foglaló adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység ágazatban csökkent leginkább a negyedik negyedévben az előző év azonos időszakához képest. Az üres álláshelyek száma egy év alatt csaknem egyharmadával esett vissza az építőiparban. Az ESI legutóbbi felmérése alapján az építőiparban, az iparban és a kereskedelem területén javultak, ám összességében továbbra is negatívak a vállalatok foglalkoztatási kilátásai. Az egyéb szolgáltatások

1-13. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében



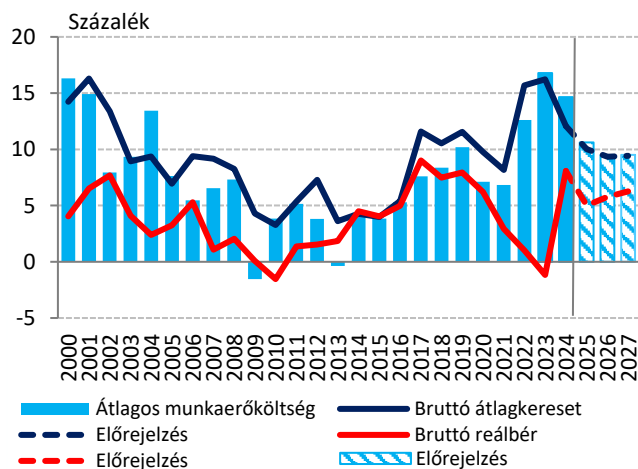
Megjegyzés: Az egyenlegmutató értéke pozitív (negatív), ha a vállalatok többsége létszám bővítést (létszámcsökkentést) tervez. Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Európai Bizottság

területén stagnáltak a várakozások, a vállalatok többsége létszámának növekedésére számít a következő három hónapban (1-13. ábra).

2025-ben a tavalyi évnél mérsékeltebb lehet a nominális bérdinamika a versenyszférában, a munkaerőpiaci feszesség enyhülésének és a bérezési alapfolyamatokkal összhangban lévő minimálbér-emelésnek megfelelően. A 2024 novemberében megkötött minimálbér-megállapodás értelmében idén 9 százalékkal emelkedett a minimálbér és 7 százalékkal a garantált bérminimum, míg 2026-ban 13 százalékos, 2027-ben 14 százalékos minimálbér-emelés várható. A munkaerőpiaci feszesség az utóbbi időszakban enyhült, ugyanakkor a lakosság inflációs várakozásai a tényadatok felett alakulnak. Mindezek mellett erősek maradtak a bérezési alapfolyamatok. Idén 9,6–10,4 százalékkal emelkedhetnek a bérek a versenyszférában, majd 2026-ra 8,8–9,9 százalék közötti, 2027-re pedig 8,8–10,0 százalék közötti nominális bérnövekedést várunk. A reálbérek 4,6–5,4 százalék között nőhetnek 2025-ben, 2026-ban 5,2–6,3 százalék között, 2027-ben pedig 5,6–6,8 százalék között emelkedhetnek a versenyszférában (1-14. ábra).

1-14. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása



Megjegyzés: Az előrejelzési sáv közepe alapján.

Forrás: KSH, MNB

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	3,2 - 3,8	5,0 - 5,5	2,6 - 3,2	3,2 - 3,9	2,6 - 3,2	2,6 - 3,2
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	4,6	3,0 - 3,6	4,8 - 5,3	2,6 - 3,2	3,2 - 3,9	2,6 - 3,2	2,6 - 3,2
Infláció	3,7	3,3 - 4,1	4,5 - 5,1	2,5 - 3,5	2,9 - 3,9	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5
Gazdasági növekedés							
Háztartások fogyasztási kiadása	5,0	4,3 - 5,1	4,5 - 5,3	3,5 - 4,5	3,8 - 4,8	2,7 - 3,7	2,9 - 3,9
Közösségi végső fogyasztás ¹	-2,3	(-0,1) - 0,7	0,2 - 1,2	0,0 - 1,0	0,0 - 1,0	(-0,1) - 0,9	0,0 - 1,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-11,3	3,5 - 6,5	(-2,2) - 0,8	2,6 - 5,4	3,0 - 5,8	1,5 - 4,5	2,5 - 5,5
Belföldi felhasználás	0,3	2,8 - 4,6	1,5 - 3,5	2,0 - 3,6	2,6 - 4,2	1,7 - 2,9	2,3 - 3,5
Export	-2,8	3,6 - 5,6	0,6 - 2,6	6,1 - 7,9	7,1 - 8,9	5,1 - 6,9	5,3 - 7,1
Import	-3,3	4,4 - 6,6	0,5 - 2,5	4,9 - 6,9	6,0 - 8,0	4,4 - 6,4	4,9 - 6,9
GDP	0,5	2,6 - 3,6	1,9 - 2,9	3,5 - 4,5	3,7 - 4,7	2,5 - 3,5	2,8 - 3,8
Munkatermelékenység ²	0,2	2,7 - 3,7	1,9 - 2,7	2,9 - 4,3	3,1 - 4,4	2,1 - 3,5	2,4 - 3,8
Külső egyensúly^{3, 6}							
Folyó fizetési mérleg egyenlege	2,2	1,0 - 2,4	1,2 - 2,6	1,5 - 3,1	1,8 - 3,4	1,8 - 3,6	2,0 - 3,8
Külső finanszírozási képesség	2,5	2,6 - 4,0	2,8 - 4,2	3,3 - 4,9	3,6 - 5,2	3,0 - 4,8	3,4 - 5,2
Államháztartás³							
ESA-egyenleg	-4,8	(-4,2) - (-3,4)	(-4,3) - (-3,5)	(-3,8) - (-2,8)	(-4,2) - (-3,2)	(-3,2) - (-2,2)	(-3,9) - (-2,9)
Munkaerőpiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	13,2	8,6 - 9,6	9,5 - 10,3	10,0 - 11,2	10,1 - 11,4	6,7 - 8,0	6,4 - 7,7
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	0,0	(-0,3) - 0,1	(-0,4) - 0,0	0,1 - 0,8	0,2 - 0,9	(-0,2) - 0,6	(-0,2) - 0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁴	12,1	8,5 - 9,5	9,6 - 10,4	8,5 - 9,7	8,8 - 9,9	8,8 - 10,0	8,8 - 10,0
Versenyszféra foglalkoztatottság	-0,2	(-0,1) - 0,3	(-0,7) - (-0,3)	0,3 - 0,8	0,4 - 0,9	0,0 - 0,5	0,0 - 0,5
Munkanélküliségi ráta	4,5	4,1 - 4,3	4,2 - 4,3	3,2 - 3,8	3,6 - 4,1	2,9 - 3,9	3,3 - 4,0
Versenyszféra reál fajlagos munkaerőköltség	7,9	(-0,6) - 0,8	0,6 - 1,9	1,2 - 3,0	0,4 - 2,0	1,3 - 3,0	(-0,8) - 1,0
Lakossági reáljövedelem ⁵	3,4	3,7 - 4,4	2,9 - 3,7	4,1 - 5,1	4,5 - 5,5	2,6 - 3,6	2,8 - 3,8

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

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

	2025	2026	2027
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2025. március)	4,5 - 5,1	2,9 - 3,9	2,5 - 3,5
Consensus Economics (2025. március) ¹	3,9 - 4,8 - 5,5	3,1 - 3,6 - 4,5	
Európai Bizottság (2024. november) ²	3,6	3,2	
IMF (2024. október)	3,5	3,1	3,0
OECD (2024. december)	3,3	2,9	
Reuters-felmérés (2025. március) ¹	4,3 - 5,1 - 5,8	3,3 - 3,8 - 4,6	3,0 - 3,4 - 3,9
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2025. március)	1,9 - 2,9	3,7 - 4,7	2,8 - 3,8
Consensus Economics (2025. március) ¹	1,3 - 2,0 - 2,6	2,2 - 3,3 - 4,3	
Európai Bizottság (2024. november) ²	1,8	3,1	
IMF (2024. október)	2,9	3,0	3,0
OECD (2024. december)	2,1	2,9	
Reuters-felmérés (2025. március) ¹	1,8 - 2,2 - 2,6	2,9 - 3,5 - 4,3	2,5 - 3,2 - 3,5
Folyó fizetési mérleg egyenlege³			
MNB (2025. március)	1,2 - 2,6	1,8 - 3,4	2,0 - 3,8
Európai Bizottság (2024. november) ²	1,2	1,0	
IMF (2024. október)	0,6	0,5	0,7
OECD (2024. december)	2,5	2,4	
Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)³			
MNB (2025. március)	(-4,3) - (-3,5)	(-4,2) - (-3,2)	(-3,9) - (-2,9)
Consensus Economics (2025. március) ¹	(-5,0) - (-4,5) - (-4,0)	(-5,0) - (-4,1) - (-3,0)	
Európai Bizottság (2024. november) ²	-4,6	-4,1	
IMF (2024. október)	-4,6	-3,5	-3,0
OECD (2024. december)	-4,3	-3,8	
Reuters-felmérés (2025. március) ¹	(-4,5) - (-4,4) - (-3,9)	(-4,8) - (-4,0) - (-2,9)	(-3,7) - (-3,4) - (-2,8)
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2025. március)	1,2 - 2,1	1,3 - 2,2	1,4 - 2,3
EKB (2025. március)	0,9	1,2	1,3
Consensus Economics (2025. március) ¹	1,3	1,7	
Európai Bizottság (2024. november) ²	1,7	1,9	
IMF (2025. január) ²	1,5	1,8	1,8
OECD (2025. március) ²	1,6	1,9	

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.

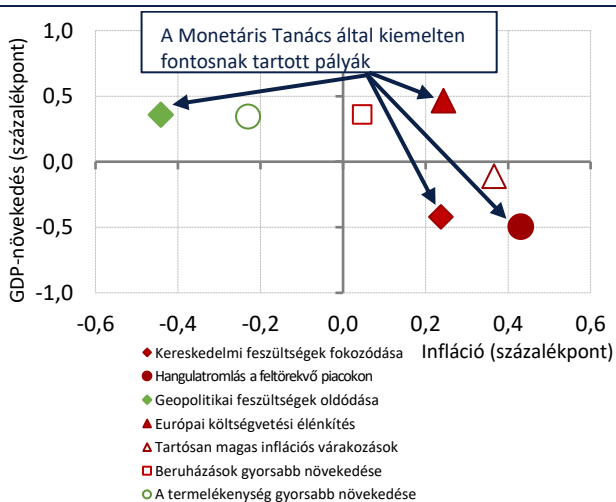
³ A GDP arányában.

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

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül négy alternatív kockázati forgatókönyvet emelt ki. A kereskedelmi feszültségek fokozódását valószínűsítő, valamint a feltörekvő piaci hangulatromlást feltételező kockázati forgatókönyvek magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával konzisztensek. A geopolitikai feszültségek oldódását előrevetítő forgatókönyv az alappályánál élénkebb gazdasági növekedéssel és alacsonyabb inflációval áll összhangban. Az európai költségvetési élénkítést feltételező forgatókönyv szerint mind a növekedési, mind az inflációs pálya magasabban alakulhat. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scenárióként a tartósan magas inflációs várakozásokkal, a beruházások gyorsabb növekedésével és a termelékenység gyorsabb javulásával 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 monetáris politikai horizont egészében átlagosan mennyiben különbözik az alappályától. A piros színnel jelzett pálya az alappályánál szigorúbb, a zöld színnel jelzett pályák lazább monetáris politikai kondíciókkal konzisztensek.

Forrás: MNB

Kereskedelmi feszültségek fokozódása

Januári beiktatását követően az új amerikai adminisztráció protekcionista intézkedések sorozatát jelentette be. Az Egyesült Államok által kivetett, illetve kilátásba helyezett importvámok ahazai ipari termelés erősítését és a folyó fizetési mérleg fő kereskedelmi partnerekkel szembeni hiányának csökkentését célozzák, így Kanada, Mexikó és Kína mellett az Európai Unió exportszektorának kilátásait is negatívan érintik.

A kereskedelmi konfliktus kiterjedése az elemzők szerint lassítja a világgazdaság bővülését. Az Egyesült Államok vámemeléseire adott válaszlépésként egyes kereskedelmi partnerek, köztük Kína és az EU vámokat vethetnek ki amerikai termékekre. A kereskedelmi feszültségek erősödésével visszaeshet a meghatározó gazdaságok közötti áruforgalom. Ezzel egyidejűleg sérülhetnek egyes, határokon átívelő ellátási láncok, növelve a nemzetközi kereskedelembe mélyen beágyazott kis, nyitott gazdaságok sérülékenységét. Bár hosszabb távon az értékláncok alkalmazkodásával és a kereskedelmi kapcsolatok átrendeződésével a világgazdaság bővülésének üteme helyreállhat, az előrejelzési horizonton a vámemelések visszafogják a globális növekedést. Az EU áruexportjának mintegy 20 százaléka irányul közvetlenül az Egyesült Államokba, aminek következtében az amerikai exportpiac szűkülése tovább lassíthatja az elhúzódóan gyenge európai konjunktúrát, és visszafoghatja az európai értékláncokba integrált magyar gazdaság növekedését is.

Alternatív pályánkban a kereskedelmi korlátok erősödésére számítunk. Az amerikai adminisztráció protekcionista gazdaságpolitikája, valamint a fő kereskedelmi partnerek valószínűsíthető válaszlépései következtében a világkereskedelem bővülése mérsékeltebb lehet az alappályában feltételezetttnél. Ennek eredményeként a gyengébb külső kereslet a hazai exportteljesítményt is

visszafojja. Emellett a vámemelések egyrészt közvetlen felfelé mutató nyomást helyeznek a hazai inflációra, másrészt a külső inflációs környezet is a vártnál magasabban alakul, ami begyűrűzhet a hazai árakba. A forgatókönyv az alappályánál magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával konzisztens.

Hangulatromlás a feltörekvő piacokon

A globális befektetői hangulat továbbra is erősen változékony, a kereskedelmi feszültségek által meghatározott külső környezet pedig bizonytalan. A dollár árfolyama az elmúlt hónapokban eleinte erősödött, majd fokozatosan az egy negyedévvvel ezelőtti szint közelébe tért vissza. Az időszak során a feltörekvő piaci devizák kiemelten érzékenyen reagáltak a vámemelésekkel kapcsolatos hírekre. 2024 utolsó negyedévével megállt a globális dezinfláció. Az OECD-országok körülbelül kétharmadában nőtt az áremelkedés üteme, ami a fejlett piaci hosszú hozamok emelkedését vonhatja maga után. Az inflációs kilátások mellett az Egyesült Államokban az új adminisztráció tervezett adócsökkentései, az Európai Unióban pedig a védelmi kiadások várható növelése szintén a magasabb hozamok irányába mozdíthatják a kötvénypiacokat a költségvetési hiány növelésén keresztül. Ezzel egyidejűleg a meghatározó jegybankok várható kamatpályáját jelentős bizonytalanság övezi.

A globális inflációs trendek, a fejlett gazdaságok fiskális politikái, valamint a kereskedelmi feszültségek okozta bizonytalanság előidézhetik a feltörekvő piacokkal szembeni kockázatkerülés erősödését. Amennyiben a globális infláció tartósan a jegybanki célok felett marad, a fejlett piaci hosszú hozamok emelkedésnek indulhatnak. Az amerikai és európai kormányzatok expanzív költségvetési terveinek megvalósulása tovább növelheti a fejlett piaci kötvényhozamokat, aminek hatására a feltörekvő gazdaságokból érdemi tőkekiáramlás indulhat meg. A kereskedelmi feszültségek fokozódása növelheti a pénzügyi piacok volatilitását. A Federal Reserve és az Európai Központi Bank kamatpolitikájára vonatkozó várakozások változékonysága hozzájárul a piaci környezet általános bizonytalanságához.

Alternatív pályánkban a befektetői hangulat romlásával számolunk a feltörekvő piacokon. Az emelkedő fejlett piaci hozamok és a vámemelések hatására bizonytalanabbá váló nemzetközi környezet a kelet-közép-európai régió, így hazánk esetében is a kockázati prémium emelkedését vetíti előre. Bár a magyar gazdaság kockázati megítélése szempontjából fundamentális tényezők (folyó fizetési mérleg, költségvetés elsődleges egyenlege) régiós összehasonlításban javultak, a bizonytalan külső környezetben jelentősen felerősödhet a

feltörekvő piacokkal szembeni kockázatkerülés. Ennek eredményeként érdemi tőkeáramlás következhet be, amely inflációs nyomást jelent és szigorúbb monetáris kondíciókat indokol. A forgatókönyv magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával áll összhangban.

Geopolitikai feszültségek oldódása

Az elmúlt hónapokban enyhülni kezdtek az ukrajnai konfliktushoz köthető kockázatok. Februárban egyeztetések indultak az ukrajnai tűzszüneti tárgyalások előkészítéséről. Az új amerikai adminisztráció külpolitikai prioritásként kezeli az orosz-ukrán háború lezárását. Ezirányú lépéseik következtében mérséklődött a kelet-közép-európai régióval szembeni kockázatkerülés a pénzügyi piacokon, ami hozzájárult a régiós devizák erősödéséhez. Emellett az európai gázárak a február közepén elért kétéves csúcstól a hónap második felében gyors korrekcióba kezdtek, részben az ukrajnai megállapodással kapcsolatos várakozások hatására.

A geopolitikai feszültségek oldódásával javulhat a konfliktusnak kitett gazdaságok kockázati megítélése és mérséklődhet az energiapiacok volatilitása. A kelet-közép-európai régióval szembeni kockázatkerülés enyhülése mellett növekedhet a hazai pénzügyi piacok felé irányuló tőkeáramlás. Egy ukrajnai tűzszünet esetén tartósan alábbhagyhatnak a gáz- és kőolajvezeték-infrastruktúrát érő támadások, valamint mérséklődhetnek az ellátásbiztonságot fenyegető egyéb kockázatok. Az Ukrajnán áthaladó gáz- és kőolajtranszferek normalizálódásával csökkenhetnek az energiaárak. A nyersanyagimportőr magyar gazdaság számára mindez javuló külső egyensúlyi pozíciót és alacsonyabb külső inflációs nyomást jelent.

Alternatív pályánkban a geopolitikai feszültségek oldódásával számolunk. Az ukrajnai tűzszüneti tárgyalások a régióval szembeni kockázatkerülés további enyhüléséhez vezethetnek. A geopolitikai feszültségek általános mérséklődése kevésbé változékony energiapiaci folyamatokat és alacsonyabb energiaárakat eredményez, amelyek erősítik hazánk külső egyensúlyi pozícióját. A régió kockázati megítélésének pozitív irányú elmozdulása és a külső egyensúly javulása együttesen a hazai kockázati prémium csökkenése irányába hatnak. Mindezek alapján a forgatókönyv megvalósulása az alappályához képest alacsonyabb inflációs és magasabb növekedési pályával konzisztens.

Európai költségvetési élénkítés

Németország és az EU több más tagállama kilátásba helyezték költségvetési kiadásaik érdemi növelését. A német választásokat követő koalíciós tárgyalásokon a

várhatóan hivatalba lépő kormány tagjai egy hárompontos gazdaságpolitikai csomagban állapodtak meg. A program részeként a leendő kormánykoalíció létrehoz egy 500 milliárd eurós infrastruktúra-fejlesztési alapot, mentesíti a GDP 1 százalékát meghaladó védelmi kiadásokat az alkotmányos adósságfék-szabály alól, és korlátozott mértékben lehetővé teszi a hitelfelvételt a szövetségi államok számára. A bejelentett intézkedések érdemben növelik a költségvetési hiányt a gazdasági növekedés újraindítása és a védelmi kapacitások fejlesztése érdekében. A német reformokkal párhuzamosan más EU-tagok is kifejezték szándékukat az intenzívebb haderőfejlesztésre, amelyet részben magasabb költségvetési hiányból finanszíroznának. Ezzel összhangban az Európai Bizottság javasolta az uniós fiskális korlátok átmeneti, katonai kiadásokra vonatkozó felfüggesztését, amely összesen 650 milliárd eurónak megfelelő költségvetési mozgásteret szabadítana fel a tagállamok számára.

A tervezett fiskális élénkítés hatására fordulat következhet be az elhúzódóan gyenge európai konjunktúrában.

Németországban a bejelentett költségvetési reform a haderőfejlesztésen túl elsősorban az építőipar, az energiaszektor és a digitális infrastruktúra területén hozhat fellendülést. A program keretei között megvalósuló beruházások, valamint a költségvetési expanzió tovagyrúzó hatásaként bővülő kereslet jelentős növekedési többletet eredményezhet, ami elemzők szerint a következő években 2 százalék körüli szintre emelheti a német GDP bővülésének ütemét. Fő kereskedelmi partnerünk helyreálló növekedése, valamint a javuló kilátások hatására általánosan erősödő európai üzleti bizalom a külső kereslet gyorsabb felfutásán keresztül a magyar gazdaság teljesítményének élénküléséhez is hozzájárulhat.

Alternatív pályánkban a növekvő költségvetési kiadások hatására fellendülő európai konjunktúrával számolunk.

A Németországban és más EU-tagállamokban megvalósuló fiskális reformok, valamint infrastruktúra- és haderőfejlesztési programok élénkítik az európai növekedést és a külső keresletet, ami a hazai exportteljesítmény javulásának irányába hat. A forgatókönyv magasabb növekedési pályával konzisztens.

További kockázatok

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

A tartósan magas inflációs várakozásokat valószínűsítő forgatókönyv feltételezése szerint a lakosság emelkedő inflációs érzékelése hozzájárul a várakozások magasabb szinten ragadásához. Ennek következtében a fogyasztói bizalom mérséklődik, így a háztartások fogyasztása az

alappályához képest visszafogottabban alakul. A forgatókönyv magasabb inflációs és némileg alacsonyabb növekedési pályával konzisztens.

A beruházások gyorsabb növekedését feltételező alternatív pályánkban a geopolitikai bizonytalanságok oldódása, a mérsékelt külső kereslet javulása és a hazai keresletélénkítő programok hatására az üzleti bizalom gyorsabban áll helyre, így a nemzetgazdasági beruházások felfutása az alappályához képest kedvezőbben alakul. A beruházások gyorsabb helyreállása magasabb növekedési pályával van összhangban.

A termelékenység gyorsabb növekedését feltételező alternatív pályánkban a termelékenység javulása elsősorban kínálati oldalról élénkíti tovább a hazai gazdaságot. Ez alacsonyabb inflációs pályával és magasabb gazdasági kibocsátással konzisztens.

3. Makrogazdasági helyzetértékelés

3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

2024 negyedik negyedében az EU gazdasága 1,4 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. Az Egyesült Államok és Kína gazdasági növekedése továbbra is élénk, azonban az USA esetében kismértékű lassulást regisztráltak a tavalyi év végén. A Federal Reserve decemberi kamatdöntő ülésén 25 bázisponttal 4,25-4,50 százalékra csökkentette az irányadó ráta célsávját, majd januárban és márciusban annak változatlan szinten tartása mellett döntött. Az EKB januári és márciusi kamatdöntő ülésén is 25 bázispontos ütemben folytatta kamatcsökkentési ciklusát, így 2,50 százalékra mérsékelte irányadó betéti rátáját. A régióban a cseh jegybank decemberben változatlan szinten tartotta, majd februári kamatdöntő ülésén 25 bázisponttal csökkentette az alapkamatot, míg a román és a lengyel jegybank az elmúlt negyedév folyamán nem módosított a kamatkondíciókon.

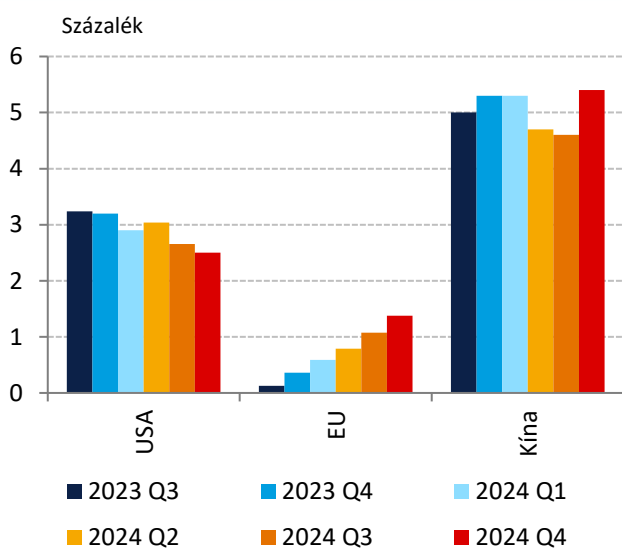
3.1.1. A nemzetközi konjunktúra alakulása

2024 negyedik negyedében az EU gazdasága 1,4, míg az eurozóna gazdasága 1,2 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 2024 negyedik negyedében 0,2 százalékkal visszaesett éves bázison. A régiós országok közül Lengyelországban (+3,7 százalék), Csehországban (+1,8 százalék) és Szlovákiában (+1,7 százalék) is nőtt a GDP az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az Európai Unió gazdaságai közül negyedéves alapon 4 tagországban csökkent a GDP. 2024-ben az EU-ban összességében 1,0 százalékos növekedést regisztráltak, 2025-ben pedig az aktuális piaci várakozások alapján 1,3 százalékkal bővülhet a GDP.

Az Egyesült Államok gazdasága 2,5 százalékkal emelkedett éves összevetésben, míg negyedéves bázison 0,6 százalékos bővülést mértek. A növekedést a negyedik negyedévben is a lakossági fogyasztás dinamikus bővülése segítette. A tavalyi év egészében 2,8 százalékos növekedést mértek, míg idén az elemzők várakozásai alapján 2,2 százalékkal bővülhet a GDP.

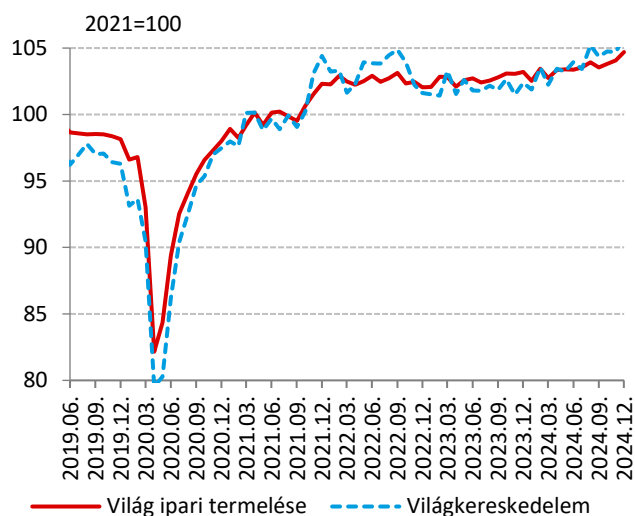
Kínában 2024 negyedik negyedében gyorsult a növekedés, éves alapon 5,4, míg negyedéves alapon 1,6 százalékos bővülést regisztráltak. A növekedést elsősorban a nettó export támogatta. A fogyasztói bizalom továbbra is alacsony, amivel párhuzamosan a lakossági fogyasztás növekedési hozzájárulása a tavalyi negyedik negyedévben is visszafogottan alakult. A teljes 2024-es évre vonatkozó növekedés 5 százalék volt, míg 2025-ben a piaci várakozások alapján 4,5 százalékkal bővülhet a GDP, amelyet azonban jelentősen befolyásolhatnak a nemzetközi kereskedelempolitikai intézkedések.

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



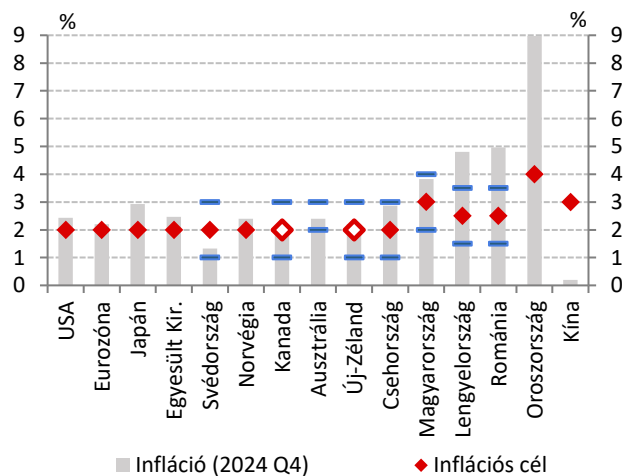
Megjegyzés: Éves változás. Az EU esetében szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján számolt érték szerepel.

Forrás: Trading Economics, FRED, Eurostat

3-2. ábra: A világ ipari termelése és a világkereskedelem alakulása


Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: CPB

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 rombuszal jelöltünk.

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

2024. negyedik negyedévben enyhén emelkedett a globális árukereskedelem és az ipari termelés szintje (3-2. ábra). A fejlett gazdaságokban továbbra is feszes a munkaerőpiac. A globális növekedési várakozásokat erőteljesen befolyásolják a kereskedelempolitikai intézkedések, illetve az orosz-ukrán háború esetleges lezárására vonatkozó kilátások. A 2025-re vonatkozó európai növekedési várakozások enyhén romlottak a decemberi előrejelzéshez képest. A konjunktúraindexek alapján a fogyasztói bizalom az EU gazdaságaiban kis mértékben visszaesett, az üzleti hangulat a szolgáltatások esetében stagnált, míg az iparban továbbra is alacsony szinten vannak a bizalmi indexek.

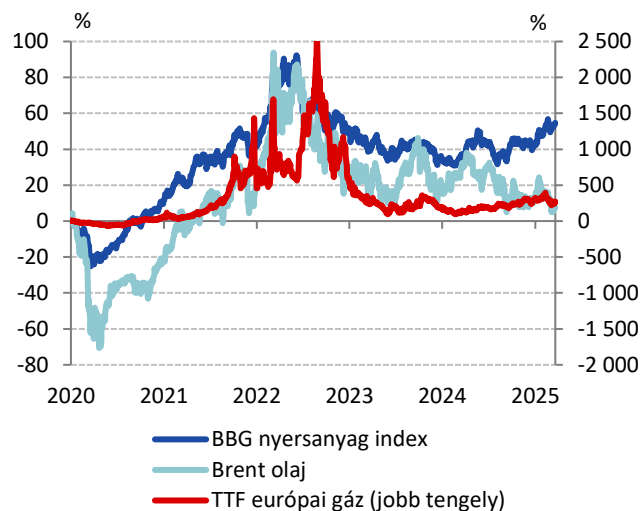
3.1.2. Nemzetközi monetáris politikai, inflációs és pénzügyi folyamatok

A globálisan meghatározó gazdaságok közül az előző negyedévhez képest több országban is enyhén felfelé mozdult az infláció (3-3. ábra). A Brent nyersolaj ára az év első hónapjaiban fokozott volatilitás mellett 70 dollár környékére csökkent. A földgáz ára február közepétől kezdve kismértékben csökkent, jelenleg az orosz-ukrán háború előtti hónapok szintje alatt tartózkodik (3-4. ábra).

Az Egyesült Államokban az infláció az utóbbi hónapok emelkedését követően ismét csökkent. Az éves bázisú CPI infláció a decemberi 2,9 százalékról januárban 3,0 százalékra emelkedett, majd februárban 2,8 százalékra mérséklődött az USA-ban. A PCE inflációs mutató a decemberi 2,6 százalékról januárban 2,5 százalékra csökkent. Az infláció szerkezetét tekintve továbbra is a szolgáltatások inflációs hozzájárulása a legmagasabb.

A Fed decemberi kamatdöntő ülésén 25 bázisponttal 4,25-4,50 százalékra csökkentette az irányadó ráta célsávját, majd januárban és márciusban annak változatlan szinten tartása mellett döntött. Az elmúlt hónapokban a munkanélküliségi ráta alacsony szinten stabilizálódott, míg az infláció továbbra is némileg emelkedett szinten maradt. A Fed Nyíltpiaci Bizottsága készen áll a monetáris kondíciók módosítására, amennyiben a felmerülő kockázatok akadályozzák a célok elérését. Jerome Powell a márciusi döntést követő sajtótájékoztatóján elmondta, hogy a jelenlegi környezet nagyobb fokú rugalmasságot igényel a Fed-től. Powell szerint rendkívül megnőtt a bizonytalanság a gazdaságban, amely kihat az inflációs és növekedési kilátásokra, valamint a jövőbeli kamatpályára. A jegybank folytatja mérlegének szűkítését, azonban április elejétől az állampapírokra vonatkozó korábbi 25 milliárd dolláros ütemet 5 milliárd dollárra csökkenti, míg a jelzálogfedezett-értékpapírok esetében nem változtat a 35 milliárd dolláros

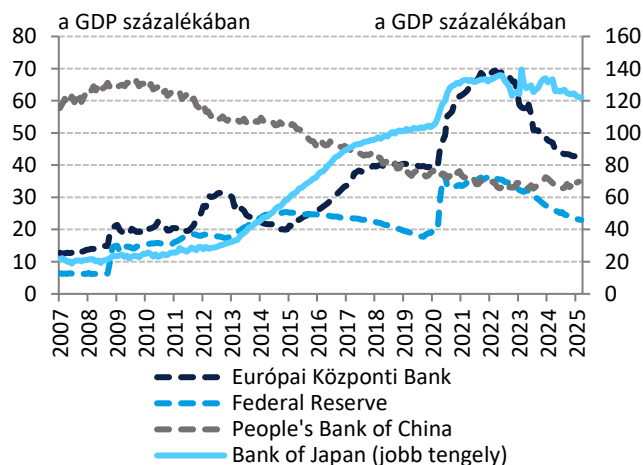
3-4. ábra: Nyersanyagárak alakulása



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

Forrás: Bloomberg

3-5. ábra: Globálisan meghatározó jegybankok mérlegfőösszegének alakulása



Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

ütemen. A Fed 2025. március elején 6807 milliárd dolláron, a GDP 22,9 százalékán alakult (3-5. ábra).

A japán jegybank a januári kamatdöntő ülésén 25 bázisponttal 0,5 százalékra emelte az irányadó rátát, majd márciusban nem változtatott a kamatkondíciókon. Az éves alapú inflációs ráta a decemberi 3,6 százalékról 4,0 százalékra emelkedett januárban, februárban pedig 3,7 százalékra mérséklődött. A várakozások szerint az infláció 2026-ra térhet vissza a jegybank 2 százalékos inflációs céljára. Kazuo Ueda, a japán jegybank elnöke szerint, amennyiben a gazdasági és inflációs kilátások a várakozásaikkal összhangban alakulnak, további kamatemelésre kerülhet sor.

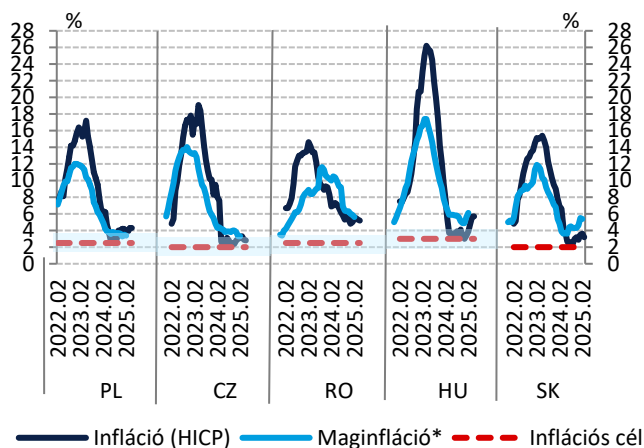
A kínai jegybank az elmúlt negyedévben nem módosított egyhetes, illetve kéthetes fordított repo eszközének kamatán, így az rendre 1,5 százalékon, illetve 1,85 százalékon alakul. A jegybanki eszköztárban egyre kevésbé hangsúlyos, középtávú jegybanki hiteleszköz (MLF) kamatrátája tavaly ősz óta változatlan, szintje 2024 szeptember óta 2 százalék. Mindemellett a banki hitelezésben irányadónak tekinthető LPR (loan prime rate) kamatok is változatlan szinten, egyéves futamidőn 3,1 százalékon, míg ötéves futamidőn 3,6 százalékon maradtak. Januárban a 10 éves állampapírhozam történelmi mélypontjára süllyedt, a júan pedig egyéves mélypontra gyengült a dollárral szemben, melynek nyomán a jegybank állampapírvásárlási programjának felfüggesztéséről határozott, illetve az árfolyam további támogatása érdekében szűkítette likviditását. A döntéshozók megerősítették, hogy az idei év során az irányadó ráta további csökkentését tervezik, valamint kifejezték szándékukat a hagyományos kamateszközök szerepének növelésére, illetve a hitelbővülésre vonatkozó „mennyiségi célok” háttérbe szorítására. Kínában az infláció a decemberi 0,1 százalékos szintjéről, 2025. januárban 0,5 százalékra emelkedett, majd februárban -0,7 százalékra süllyedt. A jegybank mérlegfőösszege 2025. februárjában a GDP 34,9 százalékán alakult (3-5. ábra).

3.1.3. Az eurozóna folyamatai

Az euroövezetben az infláció az elmúlt negyedévben a jegybank 2 százalékos inflációs célja fölött alakult. A harmonizált fogyasztóiár-index a decemberi 2,4 százalékról januárban 2,5 százalékra emelkedett, majd februárban 2,3 százalékra csökkent. A maginfláció a januári 2,7 százalékról februárban 2,6 százalékra csökkent.

Az EKB januári és márciusi kamatdöntő ülésén – az előző kamatdöntésekhez hasonló mértékben – 25-25 bázisponttal, 2,5 százalékra csökkentette irányadó betéti

3-6. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régiókban



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

rátáját. A jegybank márciusi közleménye alapján a dezinflációs folyamat megfelelő pályán halad és az infláció idén tartósan az inflációs cél közelében fog alakulni, majd 2026 elején eléri azt. Christine Lagarde a márciusi kamatdöntést követő sajtótájékoztatón megerősítette, hogy a jegybank a fokozódó geopolitikai feszültségek kétirányú inflációs kockázata miatt egyetlen kamatpálya mellett sem köteleződik el. Az EKB mérlegfőösszege 2025. március elején 6287 milliárd eurón, a GDP 42,2 százalékán alakult (3-5. ábra).

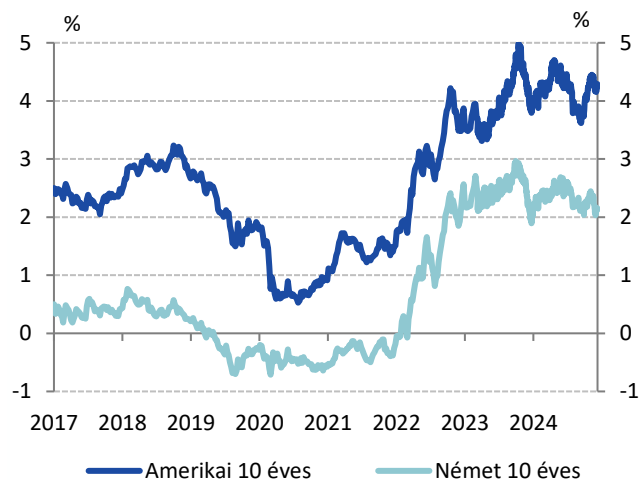
3.1.4. A kelet-közép-európai régió folyamatai

A lengyel jegybank az elmúlt negyedév során továbbra is változatlan szinten, 5,75 százalékon tartotta az irányadó rátát. A lengyel statisztikai hivatal által mért infláció decemberben 4,7 százalékon alakult, ahonnan januárban 4,9 százalékra emelkedett majd februárban is ezen a szinten alakult a mutató. A harmonizált fogyasztóiár-index januárban és februárban egyaránt 4,3 százalékon alakult (3-6. ábra). A jegybank várakozása szerint az infláció a következő hónapokban markánsan a jegybank inflációs célja felett alakulhat, főként az energiahordozók árának emelkedése, valamint egyéb szabályozói lépések miatt.

A cseh jegybank a decemberi tartást követően februári kamatdöntő ülésén ismét az irányadó ráta mérséklése mellett döntött, így az alapkamat 3,75 százalékra csökkent. A döntéshozók megerősítették elkötelezettségüket, hogy úgy folytatják a monetáris politikát, hogy az infláció hosszú távon a 2 százalékos jegybanki cél közelében alakuljon. Ehhez jelenleg még viszonylag magas irányadó rátára van szükség, tekintettel az inflációs cél elérését övező, összességében mérsékelt felfelé mutató kockázatokra és bizonytalanságokra. Aleš Michl, a cseh jegybank elnöke szerint hosszú távon restriktív monetáris politikára van szükség, valamint nagyon óvatos megközelítésre a további monetáris lazítással kapcsolatban. Az infláció decemberben 3,0 százalékon alakult, majd januárban 2,8 százalékra, míg februárban 2,7 százalékra mérséklődött. A harmonizált fogyasztóiár-index februárban 2,8 százalékos szinten alakult (3-6. ábra).

A román jegybank januári és februári kamatdöntő ülésén is az irányadó ráta 6,50 százalékos szinten tartása mellett döntött. Az inflációs kilátásokat jelentős bizonytalanságok övezik, amelyek főleg a fiskális politika jelenlegi és jövőbeli irányvonalából, a munkaerőpiac feszességéből, a bérdinamikából és az energiaárak jövőbeli alakulásából adódnak. Az éves inflációs ráta a decemberi 5,1 százalékról januárban 5,0 százalékra csökkent, majd februárban változatlan szinten alakult. A harmonizált fogyasztóiár-index alapján (HICP) számított inflációs ráta a 2025. januári 5,3

3-7. ábra: A 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

százalékos szintről februárban 5,2 százalékra csökkent (3-6. ábra).

Az elmúlt negyedévben változékonyan alakult és az időszak végi romlás hatására összességében romlott a befektetői hangulat a globális kereskedelmi viták alakulása, a geopolitikai kockázatok és a fejlett jegybankokkal kapcsolatos kamatvárakozások miatt. Az időszak első részében változékony befektetői hangulat február első felében javult a vártnál enyhébbnek látszó kereskedelmi korlátozások és a megkezdődő orosz-ukrán béketárgyalások hatására, majd az időszak végére a vártnál korábban bevezetésre kerülő amerikai vámok és a megakadó béketárgyalások hatására negatívra fordult.

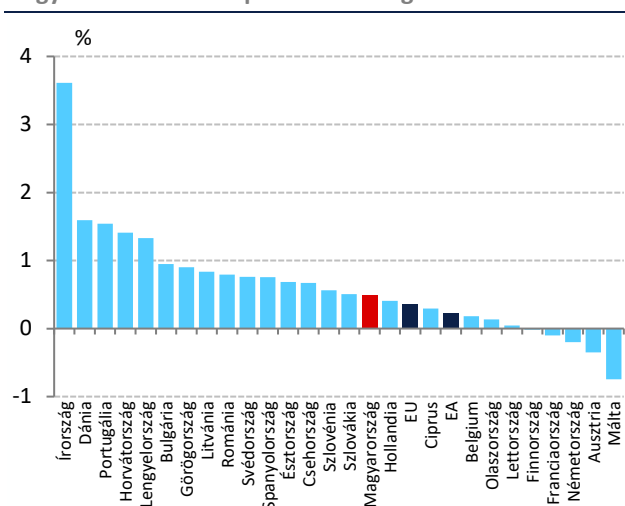
Az USA hosszú kötvényhozamok csökkentek, a dollár – elsősorban az időszak végén – gyengült. Az amerikai 10 éves hozam 24 bázisponttal, 4,28 százalékra csökkent, míg a német 10 éves hozam 53 bázisponttal feljebb került, így 2,81 százalékon jegyzik (3-7. ábra). A japán 10 éves hozam az előző negyedévhez képest 44 bázisponttal, 1,51 százalékra nőtt. A feltörekvő kötvénypiaci hozamok vegyesen alakultak az időszak során, a régióban a román 10 éves hozam 5 bázisponttal csökkent, míg a cseh hozam 10, a lengyel hozam 6 bázisponttal kerültek feljebb, a magyar 10 éves hozam 54 bázisponttal nőtt. A fejlett gazdaságok részvényeit gyűjtő MSCI index 1,4 százalékkal csökkent, míg a feltörekvő részvényindex 6,8 százalékkal emelkedett. Az amerikai dollár az euróhoz és az angol fonthoz képest 4,9, illetve 3,3 százalékkal gyengült az elmúlt negyedév során, míg a svájci frankhoz képest 1,8, a japán jenhez pedig 4,5 százalékkal értékelődött le.

A piaci árazások alapján a Fed tovább csökkentheti irányadó kamatait az idei évben. A Fed és az EKB az elmúlt negyedév kamatdöntő ülésein a várakozásoknak megfelelő ütemben csökkentette az irányadó kamatszinteket, és a piaci árazások a FED esetében tartást, míg az EKB esetében 25 bázispontos csökkentést áraznak a következő ülésre. Az év hátralévő részében az árazások alapján a piac a FED esetében 75, míg az EKB esetében 50 bázispontos kamatcsökkentésre számít.

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

A bruttó hazai termék 2024 negyedik negyedében a nyers adatok alapján 0,4 százalékkal emelkedett éves bázison, így újraindult a gazdaság növekedése. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított, valamint kiegyensúlyozott adatok alapján éves alapon 0,1 százalékkal, az előző negyedévhez viszonyítva 0,5 százalékkal nőtt a GDP. A nemzetgazdaság negyedik negyedévi teljesítményét elsősorban a szolgáltatások támogatták, míg az ipar, építőipar és mezőgazdaság 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. 2024 egészében a hazai GDP a nyers adatok alapján 0,5, a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint 0,6 százalékkal bővült.

3-8. ábra: A GDP negyedéves változása 2024. negyedik negyedévben az Európai Unió országaiban



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok. Luxemburg esetén nem állnak rendelkezésre 2024. negyedik negyedévi adatok.

Forrás: Eurostat

A bruttó hazai termék 2024 negyedik negyedében 0,4 százalékkal emelkedett éves alapon a nyers adatok alapján. A beérkező adat egyaránt enyhén meghaladta a 2024. decemberi Inflációs jelentésben közölt várakozásunkat és a piaci várakozásokat is. A nemzetközi összehasonlításhoz használt szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok alapján éves alapon 0,1 százalékkal nőtt a hazai gazdaság, míg az Európai Unióé 1,4 százalékkal, az eurozónáé pedig 1,2 százalékkal bővült. Az előző negyedévhez viszonyítva a hazai GDP 0,5 százalékkal emelkedett, ami mellett az Európai Unió egésze 0,4 százalékkal, az eurozóna pedig 0,2 százalékkal nőtt (3-8. ábra).

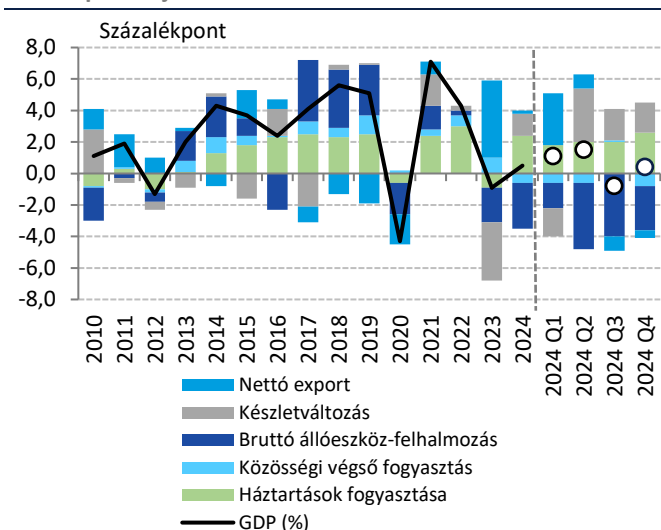
2024-ben összességében 0,6 százalékkal bővült a hazai GDP a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint. 2024-ben az EU gazdasága 1,0 százalékos, az eurozóna pedig 0,9 százalékos GDP bővülést regisztrált.

A háztartások fogyasztási kiadása 2024. negyedik negyedévben 5,4 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva, 2,6 százalékponttal hozzájárulva a GDP növekedéshez (3-9. ábra). A háztartások hazai fogyasztási kiadása 4,8 százalékkal bővült. A hazai fogyasztási kiadások volumene minden csoportban emelkedett: a tartós termékek 12,0, a félig tartós termékek 1,8, a nem tartós termékek 4,4, a szolgáltatások pedig 4,6 százalékkal bővültek. A közösségi fogyasztás 6,2 százalékkal csökkent a negyedik negyedévben.

A kiskereskedelmi forgalom 2025. januárban 4,7 százalékkal bővült éves alapon. Az online pénztárgépek inflációval korrigált forgalma januárban 3,0 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 taxiszolgáltatás és a szálláshelyszolgáltatások egy részének forgalmát is.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás volumene 2024 utolsó negyedében 10,8 százalékkal volt alacsonyabb az egy évvel korábbinál, ami 2,8 százalékponttal lassította az

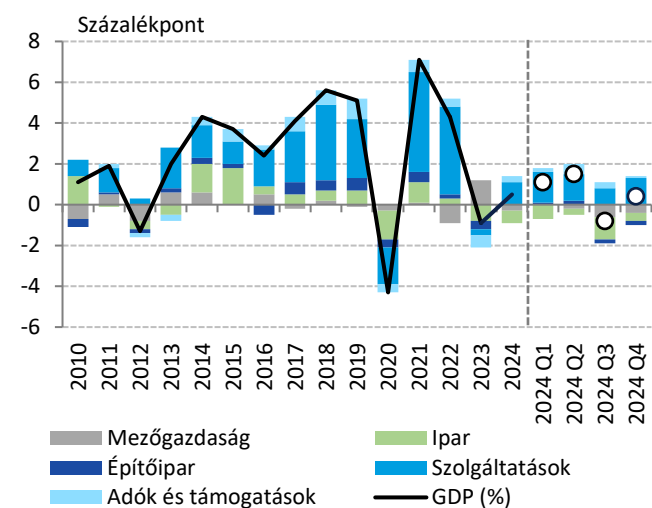
3-9. ábra: A GDP éves változásának felhasználás oldali dekompozíciója



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

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



Forrás: KSH

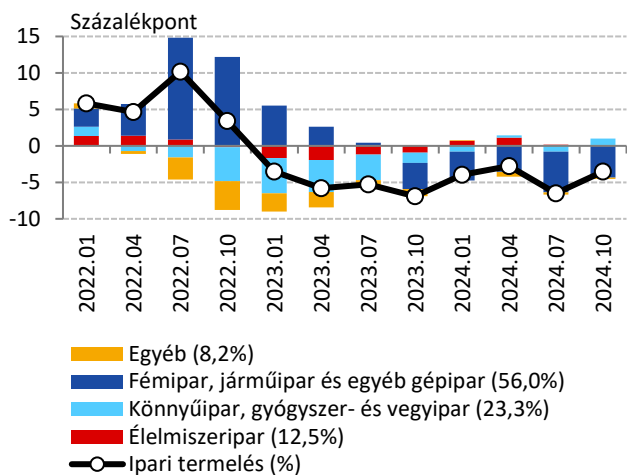
éves bázisú gazdasági növekedést. Az építési beruházások 19,9, a gép- és berendezésjellegűek 4,8 százalékkal mérséklődtek. A közvetlenül lakossághoz kapcsolódó beruházások 16,8 százalékkal csökkentek. A belföldre (-16,2 százalék) és az exportpiacra termelő (-8,5 százalék) ágazatokban egyaránt folytatódott az éves bázisú visszaesés. Az állami beruházások 3,9 százalékkal, míg az ahhoz közvetlenül kapcsolódó kvázifiskális ágazatok beruházásai 24,3 százalékkal csökkentek a negyedik negyedévben az előző év azonos időszakához viszonyítva.

A készletváltozás hozzájárulása az előző negyedévekhez hasonlóan pozitív volt, így 1,9 százalékponttal járult hozzá az előző év azonos időszakához viszonyított növekedéshez.

2024 negyedik negyedévében a nettó export hozzájárulása negatív maradt, és 0,5 százalékponttal mérsékelte a GDP növekedését. Ez annak a következménye, hogy az import volumene 1,3 százalékkal, az exporté pedig 2,0 százalékkal csökkent. Az áruexport 3,3 százalékkal csökkent, míg a szolgáltatások kivitele 2,3 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. Az áruimport 2,3 százalékkal mérséklődött, a szolgáltatások importja pedig 3,3 százalékkal bővült éves összevetésben. A külkereskedelmi termékforgalom 12 havi gördülő egyenlege kis mértékben emelkedett és 12,0 milliárd eurós többletet mutatott januárban. A cserearány 1,3 százalékkal romlott éves bázison. 2024. januárban a külkereskedelmi termékforgalom egyenlege 903 millió eurós többletet ért el. Az előző hónaphoz képest 445 millió euróval, míg az előző év azonos időszakához mérten 343 millió euróval javult az egyenleg. Az áfarezidensekkel korrigált egyenleg 237 millió eurós többletet mutatott. Januárban az áruexport euróban számolt értéke 3,8 százalékkal, míg az importé 0,8 százalékkal nőtt éves alapon.

A szolgáltatások hozzáadott értéke összességében 2,1 százalékkal emelkedett 2024 negyedik negyedévében. A legnagyobb növekedés (+6,4 százalék) a szálláshelyszolgáltatás és vendéglátás nemzetgazdasági ágban következett be. A nagy súlyt képviselő kereskedelem szektor 2,8 százalékkal, a művészet, szabadidő, egyéb szolgáltatások 4,4 százalékkal, a pénzügyi tevékenység és a szakmai tevékenység 2,9 százalékkal bővültek. Az információ, kommunikáció hozzáadott értéke 2,5, a szállítás, raktározásé 1,4 százalékkal növekedett. Az államhoz köthető szolgáltatások közül az oktatás teljesítménye 1,2, a közigazgatásé 1,1 százalékkal lett

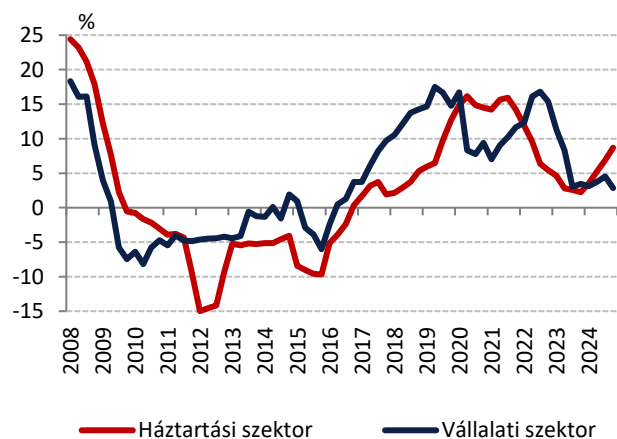
3-11. ábra: A hazai ipari termelés éves változásának ágazati felbontása



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

Forrás: KSH, MNB

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

nagyobb, az ingatlanügyletekhez kapcsolódó szolgáltatások 0,1 százalékkal bővültek.

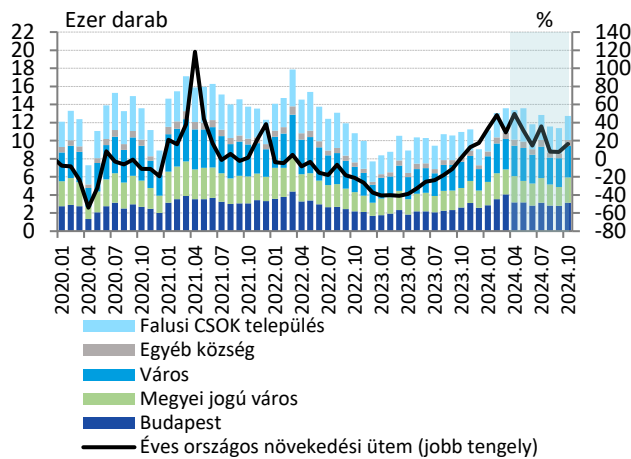
A nemzetgazdaság negyedik negyedévi teljesítményét elsősorban a szolgáltatások támogatták, míg az ipar, építőipar és mezőgazdaság visszafogták azt (3-10. ábra). Az ipar teljesítménye 1,6, azon belül a feldolgozóipar 3,5 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához mérten. A feldolgozóipari ágazatok közül a legnagyobb mértékben a közúti jármű gyártása és a villamos berendezés gyártása járult hozzá a csökkenéshez (3-11. ábra).

Az építőipar hozzáadott értéke 3,1 százalékkal csökkent a negyedik negyedévben éves bázison, így 0,2 százalékponttal fogta vissza a GDP dinamikáját. Az épületek építése 4,4 százalékkal csökkent, míg az egyéb építmények építése 0,7 százalékkal bővült a negyedik negyedévben éves alapon. Az építőipari vállalkozások január végi szerződésállományának volumene 0,2 százalékkal mérséklődött az egy évvel korábbihoz képest, a megkötött új szerződések volumene pedig 15,8 százalékkal esett vissza.

A mezőgazdaság hozzáadott értéke a negyedik negyedévben 13,5 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakában regisztráltól.

2024 negyedik negyedévében élénk maradt a hitelkereslet a háztartási hitelpiacon, míg a vállalati hitelek esetében kivárást tapasztaltak a bankok. A teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállományának éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest 1,8 százalékponttal gyorsulva 8,7 százalékot ért el decemberben, míg a vállalati hitelállomány növekedési üteme 1,7 százalékponttal lassulva 2,8 százalékot tett ki 2024 végén (3-12. ábra). A vállalati szektorban az alapfolyamatokat jobban megragadó kkv hitelállomány éves növekedési üteme 2,3 százalékponttal gyorsulva 1,9 százalékpontot ért el decemberben. A negyedik negyedévi új szerződéskötések a háztartási szektorban az előző év azonos negyedévi értékét 51 százalékkal haladták meg, míg a vállalati szektorban éves összehasonlításban 3 százalékkal mérséklődött az új szerződéskötési érték. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok a negyedik negyedévben mind a lakás-, mind a fogyasztási hitelek iránt a kereslet élénkülését tapasztalták, míg a vállalati hitelpiacon a bankok szűk köre a kereslet mérséklődését jelezte. 2025 első félévére előretékintve a bankok negyede élénkülő hitelkeresletre számít a vállalati hitelpiacon részben a 2025. januártól elérhető Demján Sándor Hitelprogram

3-13. ábra: Lakáspiaci tranzakciók száma településtípusonként



Megjegyzés: Az ábrán kizárólag a magánszemélyek általi, 50 és 100 százalékos tulajdonszerzések szerepelnek. 2023. áprilistól 2024. júniusig 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

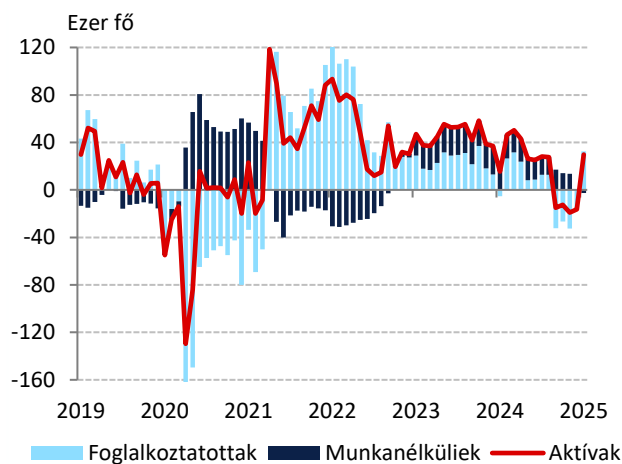
hatására, míg a háztartási hitelezésben a kereslet folytatódó bővülésére számítanak.

A lakáspiaci adásvételszám és a lakásárak is dinamikusan emelkedtek 2024. negyedik negyedévében. A magánszemélyek lakáspiaci tranzakcióinak száma 39,3 ezret tett ki országosan 2024. negyedik negyedévében, így 27 százalékkal meghaladta az előző év azonos időszaki tranzakciószámot (3-13. ábra). A fővárosban 37 százalékkal, a megyei jogú városokban 27 százalékkal, a többi városban 30 százalékkal, a falusi CSOK-ra jogosult településeken pedig 10 százalékkal nőtt éves alapon a lakáspiaci adásvételek száma a negyedik negyedévben. Az MNB lakásárindex alapján 2024. harmadik negyedévében az előző év azonos időszakához képest országosan 14,5 százalékkal emelkedtek, ezen belül a fővárosban 14,0 százalékkal, a vidéki városokban átlagosan 12,3 százalékkal, a községekben pedig 19,7 százalékkal nőttek a lakásárak nominális értelemben. Előzetes adatok alapján 2024. negyedik negyedévében országosan 16,3 százalékra, a fővárosban pedig 15,2 százalékra gyorsulhatott az éves lakásár-dinamika.

3.3. Munkaerőpiaci folyamatok

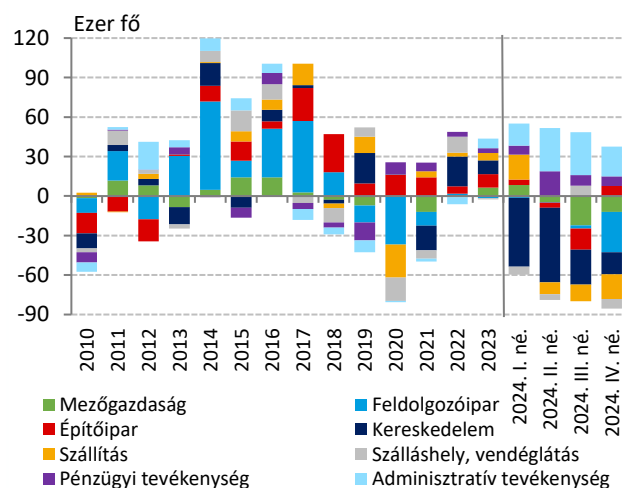
A tavalyi év második felében csökkent a munkakereslet, azonban a foglalkoztatottak száma historikus összevetésben továbbra is magas szinten alakul. A munkaerőpiaci aktivitás és a foglalkoztatás januárban újra emelkedett a tavalyi év végén tapasztalt csökkenést követően. A munkanélküliségi ráta nemzetközi összehasonlításban alacsony szinten, 4,4 százalékon alakult az idei év első hónapjában. Az üres álláshelyek száma a versenyszférában 2024 negyedik negyedévében tovább csökkent. A versenyszférában a bruttó átlagkereset 9,5 százalékkal nőtt decemberben az előző év azonos időszakához képest.

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



Forrás: KSH

3-15. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása



Forrás: KSH

3.3.1. Foglalkoztatás és munkanélküliség

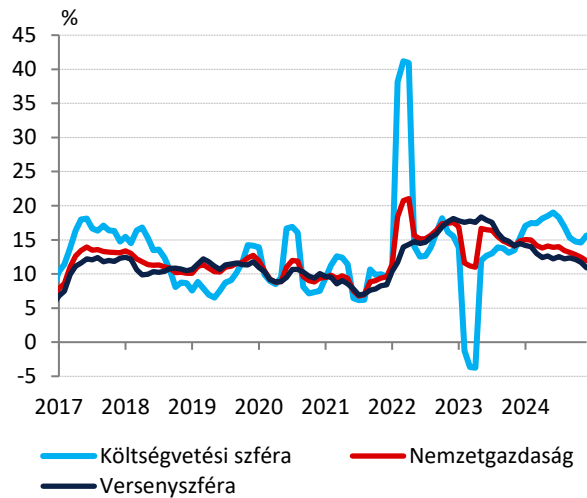
2025 januárjában a 15-74 éves foglalkoztatottak létszáma 4 millió 684 ezer fő volt, így a foglalkoztatás szintje négy hónap után újra nőtt éves alapon, és 32 ezer fővel volt magasabb az előző év azonos időszakához képest (3-14. ábra). A szezonálisan igazított adatok alapján januárban a foglalkoztatottak száma 34 ezer fővel nőtt az előző hónaphoz képest.

A foglalkoztatás eltérően alakul az egyes ágazatokban. A negyedéves frekvencián rendelkezésre álló részletes ágazati adatok alapján a piaci szolgáltatások esetén a szektor teljes súlyához képest enyhe csökkenés volt megfigyelhető a foglalkoztatottak számában, míg az építőiparban nőtt, a feldolgozóiparban és a mezőgazdaságban pedig mérséklődött a foglalkoztatás a negyedik negyedévben az előző év azonos időszakához képest (3-15. ábra). A piaci szolgáltatásokon belül is eltérő ágazati tendenciák húzódnak meg. Míg a kereskedelemben, a szállítás, raktározás, illetve a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás területén csökkenés volt tapasztalható, az adminisztratív és szolgáltatást támogató és a pénzügyi és biztosítási tevékenység területén nőtt a létszám. Az állami szféra ágazatain belül a közigazgatásban enyhén, az egészségügyben érdemben nőtt, míg az oktatásban csökkent a foglalkoztatottak száma éves alapon. Az üres álláshelyek száma a negyedik negyedévben tovább csökkent a szezonálisan igazított adatok alapján. A teljes munkaidő egyenértékes (TME) létszám 2024 negyedik negyedévében 1,0 százalékkal volt magasabb, mint az előző év azonos időszakában.

A munkanélküliségi ráta nyers adatok alapján 4,4 százalék volt 2025 januárjában. A KSH háromhavi mozgóátlagon alapuló módszertanával számított munkanélküliségi ráta 4,3 százalékon alakult 2024 novembere és 2025 januárja között átlagosan. A munkanélküliek száma szezonálisan igazított adatok alapján decemberben és januárban is mérséklődött. Nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony a munkanélküliek aránya hazánkban; 1,5 százalékponttal kisebb az uniós átlagnál a szezonálisan igazított adatok alapján.

A munkaerőpiaci aktivitás szintje emelkedett januárban. A gazdaságilag aktívak száma a szezonálisan igazított adatok

3-16. ábra: A bruttó átlagkeresetek éves változása a nemzetgazdaságban



Megjegyzés: Háromhavi mozgóátlagok.

Forrás: KSH

alapján tavaly áprilisban csökkenésnek indult, majd októbert követően újra emelkedett. Az aktívák száma idén januárban éves alapon 30 ezer fővel, havi bázison pedig 16 ezer fővel nőtt a szezonálisan igazított adatok alapján.

3.3.2. Bérek

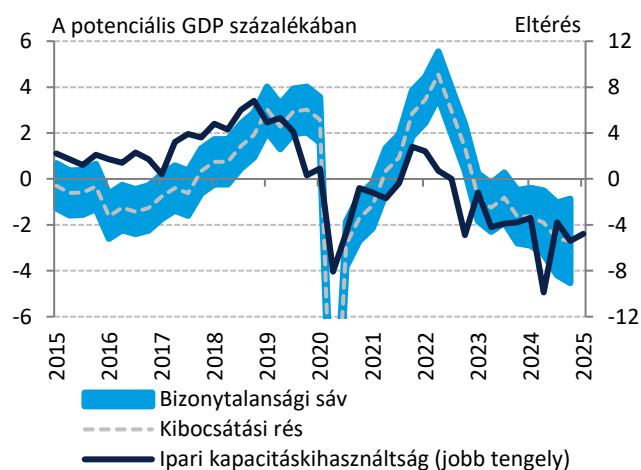
2024 decemberében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 9,5 százalékkal, a rendszeres kereset 9,4 százalékkal nőtt éves alapon, míg a prémiumkifizetések mértéke meghaladta a 2023-ban mértet. A bérdinamika év végi lassulásához a tavalyi minimálbér-emelés 2023. decemberi bevezetésének bázishatása is hozzájárult. A költségvetési szférában főként az oktatás ágazatban fizetett magasabb prémiumok miatt 17,2 százalékra gyorsult az éves bérdinamika decemberben. A nemzetgazdaság egészét tekintve 11,0 százalékkal emelkedtek a bruttó átlagkeresetek, míg a reálbérek 6,1 százalékkal voltak magasabbak az előző év azonos időszakához képest (3-16. ábra).

A magyarországi nominális bérdinamika az egyik legmagasabb, a reálbér-dinamika pedig a legmagasabb volt a régióban 2024 decemberében. Romániában 11,4 százalékkal, Lengyelországban 9,8 százalékkal, Szlovákiában 4,9 százalékkal nőttek a nominális keresetek éves alapon. Csehország esetén csak negyedéves frekvencián állnak rendelkezésre béradatok, melyek alapján az átlagbérek 7,2 százalékkal nőttek a negyedik negyedévben. Régiós összevetésben a reálbérek Magyarországon emelkedtek a legnagyobb mértékben az év utolsó hónapjában. 2024 egészét tekintve Románia mellett szintén hazánkban volt a legmagasabb (9,2 százalék) a keresetek reálértékének növekedése.

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

Becslésünk alapján a GDP a potenciális szintje alatt alakult 2024-ben. Ezt támasztja alá az is, hogy a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága és a következő hónapokra vonatkozó termelési várakozásai is elmaradnak a historikus átlagtól.

3-17. 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

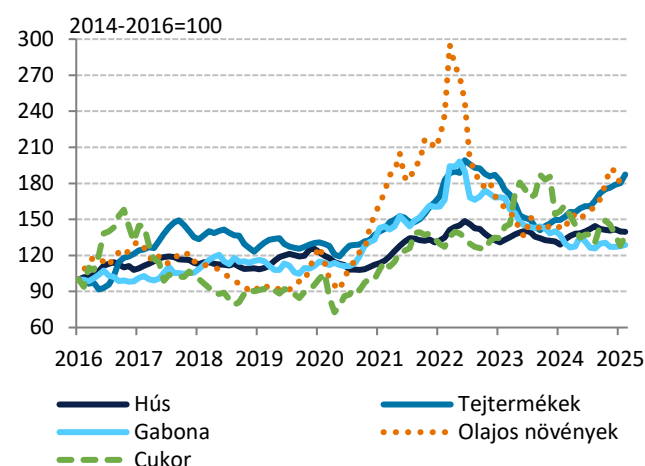
Becslésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója 2023 eleje óta negatív előjelű. A magyar gazdaság 0,4 százalékkal nőtt 2024 negyedik negyedében az előző év azonos időszakához képest, és 0,5 százalékkal a megelőző negyedévhez viszonyítva. 2024-ben a nyers adatok szerint a gazdaság teljesítménye 0,5 százalékkal, a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint 0,6 százalékkal haladta meg az előző évit. A mezőgazdaság teljesítményétől szűrt kibocsátási rés továbbra is negatív tartományban alakul (3-17. 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, ami hatással van a hazai ciklikus pozícióra.

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

3.5. Költségek és infláció

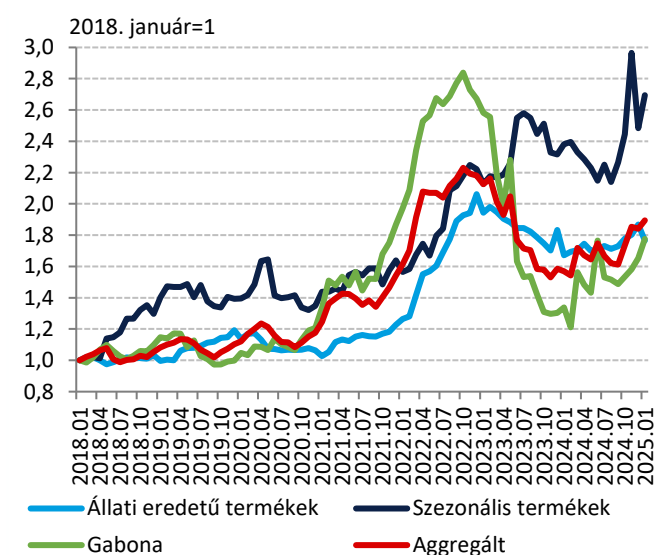
2025 februárjában a fogyasztói árak éves összevetésben 5,6 százalékkal emelkedtek. A maginfláció 6,2 százalék, az indirekt adóktól szűrt maginfláció 6,0 százalék volt. Az éves inflációs ráta emelkedéséhez a termékkörök többsége hozzájárult, amit az üzemanyagok deflációja részben ellensúlyozott. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó, éves bázison számított mutatóink emelkedtek. A ritkán változó árú termékek inflációja és a feldolgozott élelmiszerek nélkül számított maginfláció is 5,8 százalékon alakult. Havi bázison a teljes fogyasztói kosár 0,8 százalékkal, a maginflációs kosár 0,6 százalékkal drágult. Az előző hónaphoz viszonyított árváltozás mértéke az infláció és a maginfláció esetében is erőteljesebb volt a historikus átlagnál.

3-18. ábra: A világgpiaci élelmiszerárak alakulása



Forrás: FAO

3-19. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján

Forrás: KSH

3.5.1. Termelői árak

Februárban 8,2 százalékkal emelkedtek a világgpiaci élelmiszerárak az előző év azonos időszakához képest. Az éves bázisú áremelkedést elsősorban az olajos növények- és a tejtermékek árának emelkedése magyarázza. Az olajos növények árai éves alapon 29,1 százalékkal nőttek. A tejtermékek árai az előző év azonos időszakához viszonyítva 23,2 százalékkal, januárhoz képest 4,0 százalékkal emelkedtek. A gabonafélék árai éves összevetésben 1,1 százalékkal csökkentek. A hús ára tavaly februárhoz képest 4,8 százalékkal magasabban, a cukor világgpiaci ára 15,8 százalékkal alacsonyabban alakult (3-18. ábra).

Januárban a hazai mezőgazdasági termelői árak 20,8 százalékkal emelkedtek éves összevetésben. Az előző hónaphoz képest 2,9 százalékkal emelkedtek az árak. Az összes résztétel ára emelkedett éves bázison. A gabona termelői ára 32,8 százalékkal, az állati eredetű termékek ára 5,7 százalékkal, a szezonális termékek termelői árai pedig egy év alatt 13,1 százalékkal növekedtek (3-19. ábra).

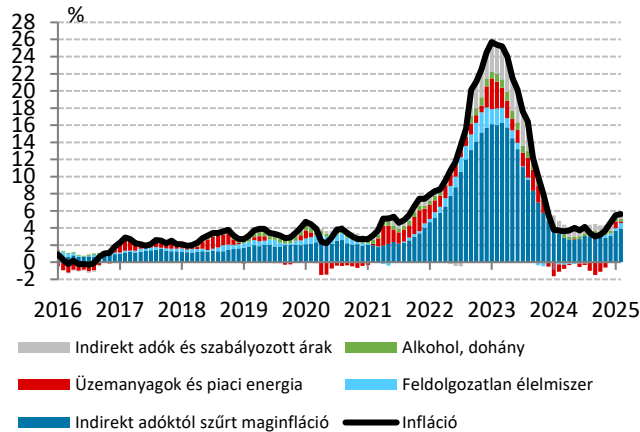
A belföldi értékesítésre szánt ipari termékek termelői árai éves bázison 6,1 százalékkal emelkedtek 2025 januárjában. A feldolgozóipar belföldi értékesítési árai 6,6 százalékkal emelkedtek az előző év januárjához viszonyítva. Az energiaiparban 5,0 százalékkal, míg az élelmiszeriparban 6,1 százalékkal voltak magasabbak a termelői árak az előző év azonos időszakához képest.

3.5.2. Fogyasztói árak

Éves összevetésben februárban 5,6 százalékkal nőttek a fogyasztói árak. A fogyasztóiár-index 0,1 százalékponttal emelkedett az előző hónaphoz képest. Az emelkedéshez a termékkörök többsége hozzájárult, amit az üzemanyagok deflációja részben ellensúlyozott (3-20. ábra). Havi alapon a teljes fogyasztói kosár ára 0,8 százalékkal drágult, míg az üzemanyagok és szabályozott árak nélkül számított kosár ára az előző hónaphoz képest 0,7 százalékkal emelkedett (3-21. ábra).

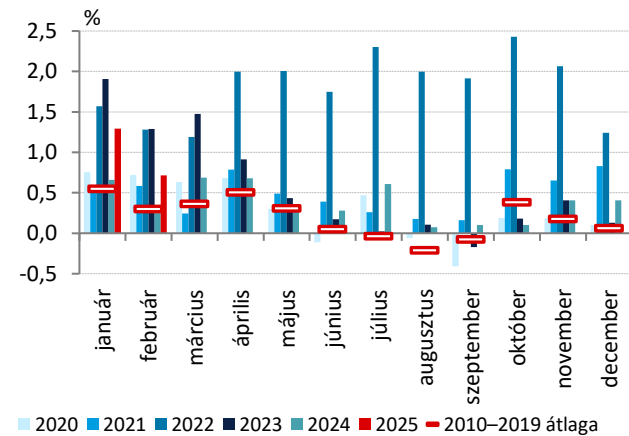
A maginfláció 6,2 százalékra, az indirekt adóktól szűrt maginfláció 6,0 százalékra nőtt. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó, éves bázison számított mutatóink

3-20. ábra: Az infláció dekompozíciója

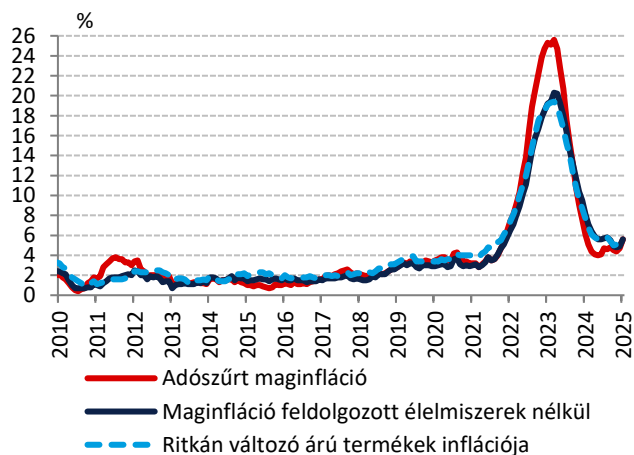


Forrás: MNB-számítás

3-21. 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

3-22. 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

emelkedtek. A ritkán változó árú termékek inflációja és a feldolgozott élelmiszerek nélkül számított maginfláció is 5,8 százalékon alakult (3-22. ábra). Rövidebb bázisú (évesített 3hó/3hó összevetésben számított) mutatóink szintén az infláció gyorsulását jelezték. Az előző hónaphoz viszonyított árváltozás mértéke az infláció és a maginfláció esetében is erőteljesebb volt a historikus átlagnál.

Az iparcikkek éves inflációja 2,4 százalékra emelkedett februárban. Havi alapon a termékcsoport 0,3 százalékkal drágult (3-23. ábra). A nem tartós és a tartós iparcikkek ára egyaránt 0,3 százalékkal emelkedett januárhoz képest.

A piaci szolgáltatások éves bázisú árindexe 9,9 százalékra emelkedett. Havi összevetésben 0,9 százalékkal nőttek az árak (3-24. ábra). A jelentős havi áremelkedést elsősorban az éttermi és egészségügyi szolgáltatások drágulása, valamint a lakbérek emelkedése magyarázza.

Az alkohol- és a dohánytermékek inflációja 5,0 százalékon alakult. A termékkör ára januárhoz képest 1,1 százalékkal nőtt.

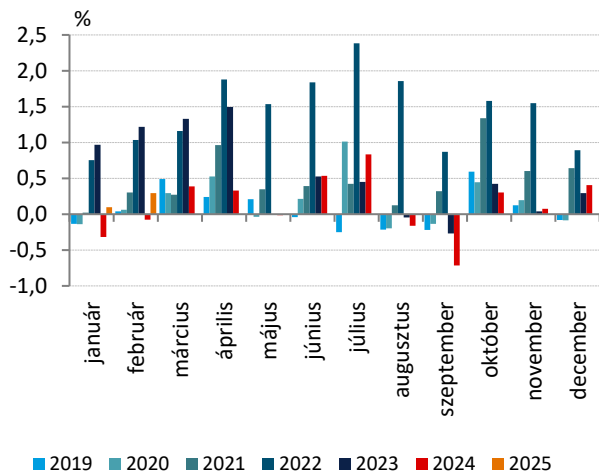
Az MNB besorolása szerinti élelmiszerek inflációja 6,7 százalékra emelkedett februárban. A termékkörön belül a feldolgozatlan élelmiszerek 7,0, a feldolgozott élelmiszerek 6,6 százalékkal drágultak éves összevetésben. A KSH adatközlése szerint 7,1 százalékkal növekedtek az élelmiszerárak, amelybe beletartoznak az éttermi étkezések 8,3 százalékkal emelkedő árai is. Januárhoz képest a feldolgozatlan élelmiszerek ára 1,7 százalékkal emelkedett, elsősorban a friss zöldségek áremelkedése következtében. A feldolgozott élelmiszerek ára havi alapon 0,8 százalékkal nőtt.

Az üzemanyagok ára havi összevetésben 0,9 százalékkal csökkent, összhangban a kőolaj világpiacon árának mérséklődésével és a forint árfolyam erősödésével. A termékkör éves bázisú áremelkedési üteme 3,8 százalékra mérséklődött, amit a tavalyi jövedékiadó-emelés hatásának kifutása magyaráz.

3.5.3. Inflációs várakozások

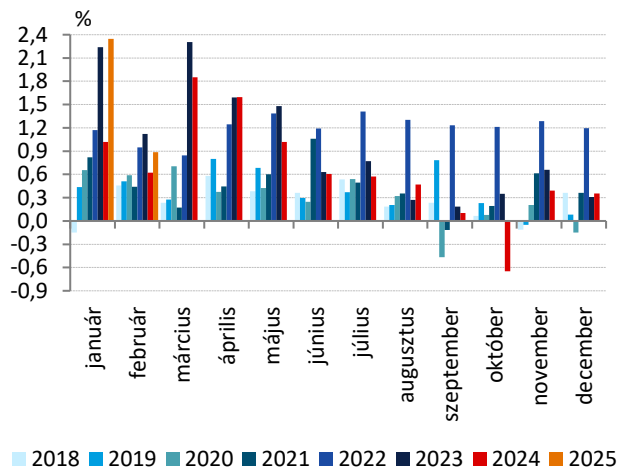
A lakossági inflációs várakozások a tavalyi év második felében emelkedtek. Az inflációs várakozások kialakítása során a háztartások jellemzően felülreprezentálják azokat a termékeket és szolgáltatásokat a fogyasztói kosarukban, amelyeket gyakran vásárolnak. Az elmúlt időszakban az élelmiszerek áremelkedése gyorsult, ami fontos tényező lehet az inflációs várakozások emelkedésében. A folyamatról a 3-1-es keretes írás ad bővebb tájékoztatást.

3-23. ábra: Az iparcikkek havi árváltozásának alakulása



Forrás: KSH, MNB

3-24. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása



Forrás: KSH, MNB

3-1. keretes írás: Az inflációs várakozások alakulása

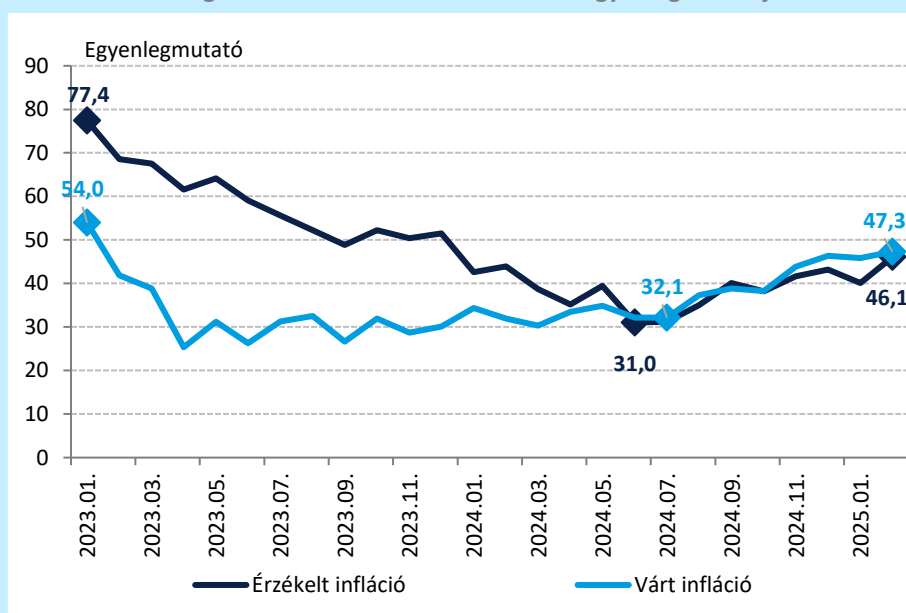
Az infláció tényleges alakulása mellett annak egyéni szintű érzékelése és az infláció jövőbeni alakulására vonatkozó várakozások is jelentősen befolyásolják a gazdasági folyamatokat. A gazdasági szereplők érzékelése és várakozásai eltérhetnek a ténylegesen mért hivatalos mutatóktól. Ugyanakkor a döntéseket ezen szubjektív tényezők alapján hozzák, amelyek így visszahatnak a gazdasági folyamatok alakulására. Különösen erősen érvényesül ez az infláció területén, ahol egyfelől az egyéni érzékelés és várakozás jellemzően eltér a nemzetgazdasági átlagtól a fogyasztói kosarak és a fogyasztói szokások különbözősége alapján. Másfelől az egyéni érzékelésen alapuló inflációs várakozások különösen sok gazdasági változót befolyásolnak, közöttük a konjunktúraérzetet, a fogyasztási döntéseket és az elvárt béreket.

Az inflációs várakozások horgonyozása fontos feltétele az árstabilitás elérésének és fenntartásának. Ha az inflációs várakozások a jegybanki cél körül alakulnak, akkor a várakozásokat horgonyozottnak nevezzük, ami nagymértékben segíti a hatékony monetáris politikát. Horgonyzott várakozások esetén az ideiglenes, külső hatások, csak átmentileg befolyásolják az áremelkedés ütemét, így az árstabilitás gyorsabban és kisebb reálgazdasági költségek mellett érhető el. Ezért szükséges folyamatosan vizsgálni az inflációs tényadatok mellett azok érzékelt mértékét, valamint a hozzájuk kapcsolódó várakozásokat. Az alábbiakban a lakosság inflációs érzékelését és várakozásait elemezzük.

A lakossági inflációs várakozások mérése módszertanilag kihívásokat rejt magában. Egyik elterjedt módszere alapján a kérdőív a várt, számszerű inflációra kérdez rá, míg a másik az infláció, vagy az áremelkedés mértékének változására vonatkozóan tesz fel kvalitatív kérdéseket. Az Európai Bizottság által rendszeresen publikált inflációs várakozások az utóbbi módszertant követik, így az infláció várakozásokat egyenlegmutató formájában publikálják. Mindkét módszerre igaz, hogy az inflációs várakozások szintjét tekintve jelentős bizonytalanságot hordoz a kvantifikált mutató, ezért jellemzően az inflációs várakozások változására célszerű hangsúlyt helyezni azok elemzése során.

A lakossági inflációs várakozások tavalyi év közepén regisztrált mélypontját követően megfordult a tendencia (3-25. ábra). A lakossági inflációs várakozásokat számszerűsítő felmérés alapján 2024 nyara óta közel felére csökkent a mostaninál lassabb áremelkedési ütemre számítók aránya. Ezzel párhuzamosan az infláció további gyorsulására számítók aránya növekedett. Ezek eredményeképp az inflációs várakozások egyenlegmutatója a 2023 eleji szint közelébe emelkedett vissza. Az inflációs érzet és várakozás emelkedésében szerepet játszik, hogy ezek kialakítása során az érintettek felülsúlyozzák a gyakrabban vásárolt termékeket, és így az élelmiszerárak átlagosnál gyorsabb emelkedése jobban befolyásolja az árakról alkotott véleményeket. Másrészt emelhetette az inflációs várakozásokat a tavalyi év második felében gyengülő árfolyam is.

3-25. ábra: Lakossági inflációs érzékelés és várakozás egyenlegmutatójának alakulása

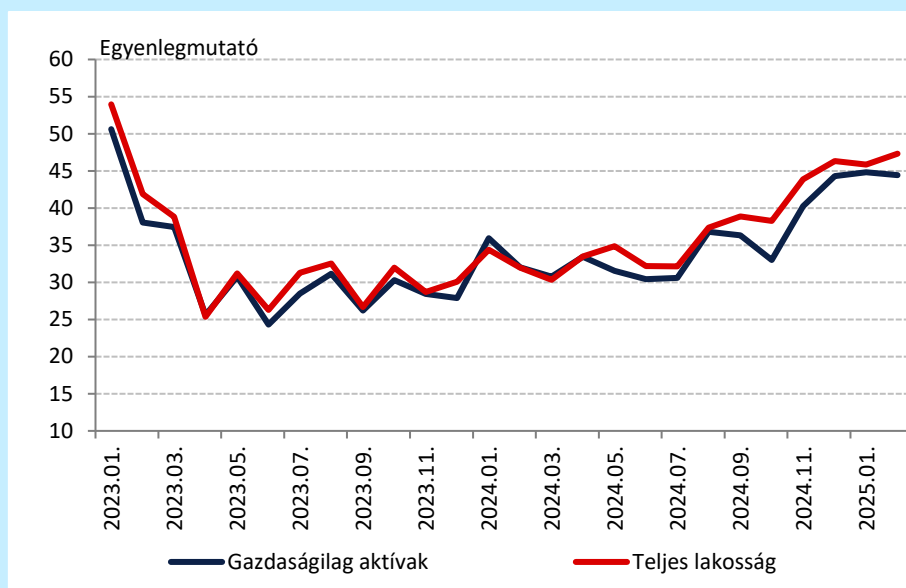


Megjegyzés: Egyenlegmutatók az Európai Bizottság módszertana alapján.

Forrás: GKI, MNB-számítás

A monetáris politika vitele szempontjából kiemelten fontos szereppel bírnak az aktív korú lakosság inflációs várakozásai. Ez arra vezethető vissza, hogy ők vesznek aktívan részt a béralkuban, ezenkívül a vállalkozói réteg ármeghatározó szerepben is megjelenik a gazdaságban. A gazdaságilag aktívák árvárakozása a teljes lakossághoz hasonlóan alakult, ugyanakkor az ő esetükben az emelkedés december óta megállt (3-26. ábra). A gazdaságilag aktívák körében az alkalmazottak a béremelési elvárásaikon keresztül, a vállalkozók és önfoglalkoztatók pedig közvetlenül befolyásolják az árazási döntéseket. Ezen kívül ez a társadalmi csoport a fogyasztási és megtakarítási döntéseikben is nagyobb mozgástérrel rendelkezik, ami a keresleten keresztül befolyásolhatja a vállalatok árazási viselkedését. Ennek eredményeképp a gazdaságilag aktívák ármeghatározó szerepe erősebb a többi társadalmi csoportnál.

3-26. ábra: Gazdaságilag aktívák inflációs várakozásának alakulása



Megjegyzés: Egyenlegmutatók az Európai Bizottság módszertana alapján.

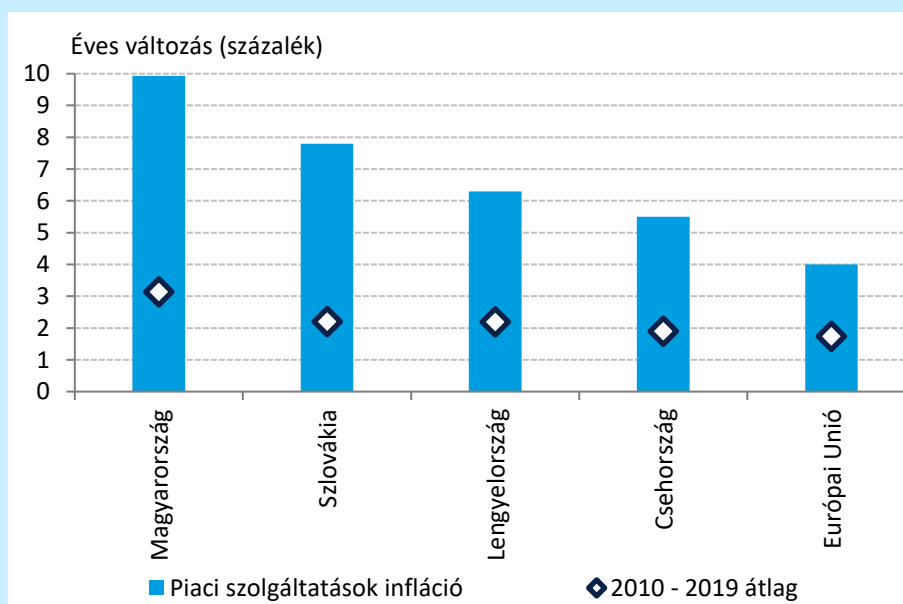
Forrás: GKI, MNB-számítás

3-2. keretes írás: Magasabb átárzások a piaci szolgáltatások körében

A februárban mért infláció mintegy fele a piaci szolgáltatások áremelkedéséből ered. Ezek súlya a fogyasztói kosárban 27 százalék, miközben átlagos árak egy év alatt 9,9 százalékkal emelkedett, így összességében 2,7 százalékponttal járultak hozzá az 5,6 százalékos inflációhoz. Jelen keretes írásban a termékkör magas inflációja mögötti tényezőket elemezzük.

Az Európai Unió országainak többségében a piaci szolgáltatások inflációja továbbra is érdemben meghaladja a 2010-es évek átlagát. Magyarországon a piaci szolgáltatások jelenlegi inflációja a 2010-2019 között megfigyelt historikus átlag (3,1 százalék) több mint háromszorosa (3-27. ábra). A nemzetközi tapasztalatok is hasonló folyamatokról tanúskodnak. A környező visegrádi országokban a piaci szolgáltatások februári inflációja a historikus átlag 2,9-3,5-szeresén, míg az Európai Unió egészében 2,3 szorosán alakult.

3-27. ábra: A piaci szolgáltatások februári inflációja és az elmúlt évtized átlagos áremelkedése

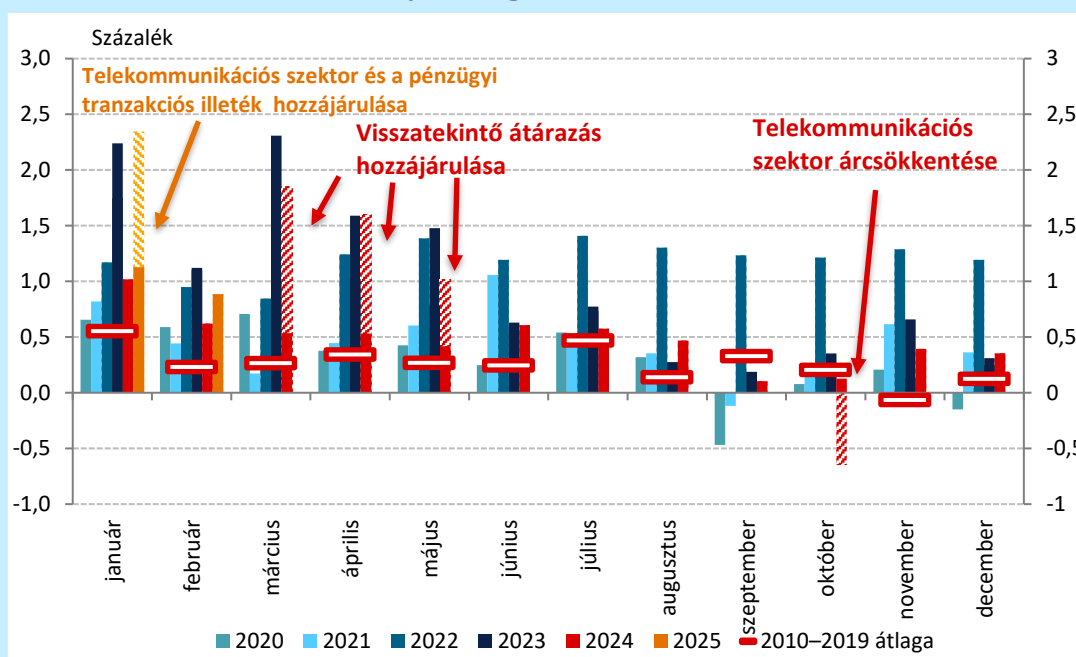


Megjegyzés: Hazai adat MNB piaci szolgáltatások besorolás KSH alapján, a többi ország HICP adatok.

Forrás: KSH, MNB, Eurostat

A piaci szolgáltatások jelenlegi éves inflációjában szerepet játszanak a tavalyi év során megvalósított nagymértékű, visszatekintő áremelések, amelyek idén várhatóan számottevően kisebb mértékben valósulnak meg (3-28. ábra). Az elmúlt években a telekommunikációs és banki szolgáltatók körében általánossá vált a gyakorlat, hogy a társaságok a megelőző évi inflációval emelik áraikat, visszatekintő átírást hajtanak végre az év elején. Ennek 2024. március-május folyamán történt végrehajtása ma is érvényesül az éves inflációs rátában. Ez a hatás azonban a következő hónapokban kikerül az infláció bázisából és a helyette belépő áremelések várhatóan számottevően alacsonyabbak lesznek. Mivel 2024-ben jóval a 2023-ban megfigyelttől elmaradó inflációt tapasztaltunk, így a visszatekintő átíráás mértéke is visszafogottabb lehet, ami támogatja a piaci szolgáltatások éves árindexének csökkenését a tavaszi hónapokban. Iparági bejelentések alapján a telekommunikációs szektor három meghatározó vállalata március és május között 3,5-3,7 százalékkal emelheti az árait. Ugyanakkor a piaci szolgáltatások év első hónapjaiban megfigyelt széleskörű átíráása arra enged következtetni, hogy a korábbi várakozásainknál lassabban mérséklődhet a termékkör árindexe.

3-28. ábra: A piaci szolgáltatások havi áremelkedése

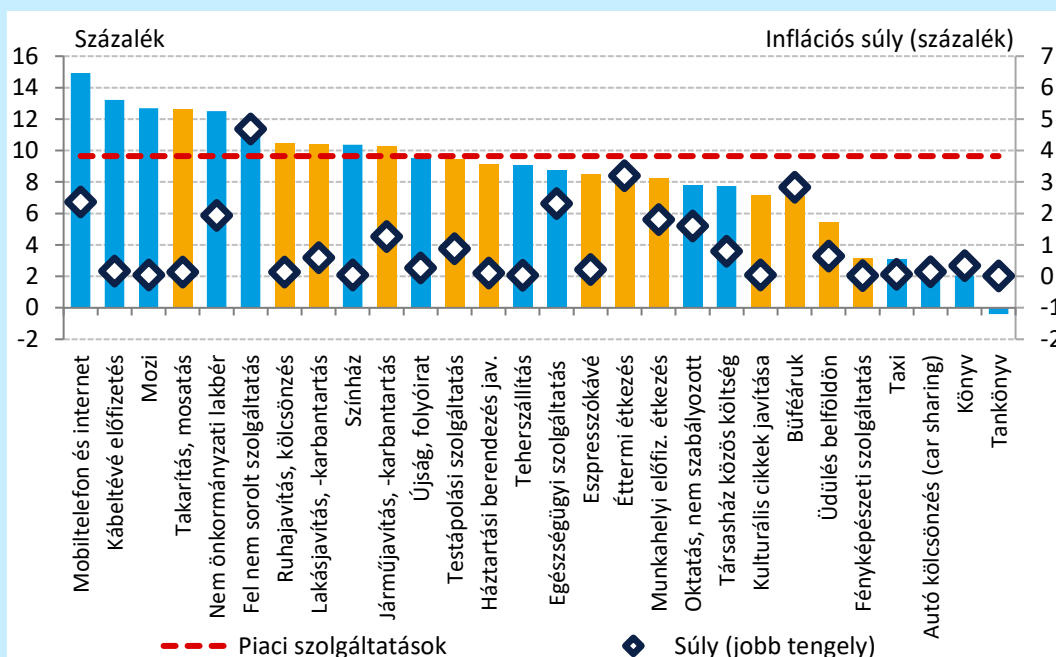


Forrás: KSH, MNB

A januári átíráások több, mint felét a telekommunikációs és banki szolgáltatásokhoz kapcsolódó egyedi tényezők okozták (3-28. ábra). A mobiltelefon- és internetelőfizetések átlagos ára tavaly októberben csökkent, azonban 2025. januárban a korábbi csökkenéshez hasonló mértékben emelkedett. A banki számlavezetési díjakat jelentős részben a 2024-ben megemelt pénzügyi tranzakciós illeték beépítése növelte a banki bejelentések alapján. A januári egyszeri tényezőket kiszűrve a piaci szolgáltatások január havi árváltozása 1,0 százalékon alakult. A februári havi áremelkedés 0,9 százalékot tett ki, az emelkedést elsősorban az éttermi és egészségügyi szolgáltatások, valamint a lakberek drágulása okozta.

Az egyedi hatásokat leszámítva a piaci szolgáltatások januári és februári átíráása a 2022 elején megfigyelttekhez hasonlóan alakult. A különböző piaci szolgáltatások mintegy harmadában az éves áremelkedés üteme meghaladja a 10 százalékot. A tavaly tavaszi visszatekintő átíráások következtében a fogyasztói kosárban jelentős súlyú mobiltelefon és internet előfizetések inflációja 14,9 százalék volt februárban. Emellett a jelentősebb súlyú tételek közül a lakberek (+12,5 százalék) és a banki szolgáltatásokat is magába foglaló fel nem sorolt szolgáltatások (+11,9 százalék) árai érdemben nőttek éves bázison (3-29. ábra).

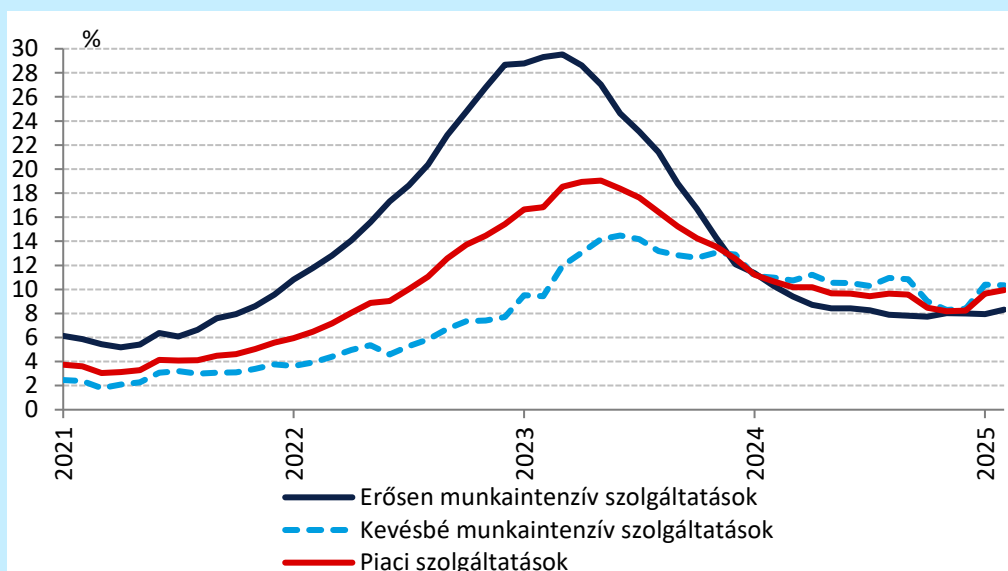
3-29. ábra: Piaci szolgáltatások résztételeinek éves árváltozása (2025. február)



Megjegyzés: A „Fel nem sorolt szolgáltatások” köre magába foglalja többek között a banki szolgáltatásokat és a biztosítási díjakat is. Munkaintenzív szolgáltatások narancssárga színnel, a kevésbé munkaintenzívek kék színnel jelölve. Forrás: KSH, MNB

A legmagasabb inflációval jellemezhető szolgáltatáscsoportok többsége a kevésbé munkaintenzív szolgáltatások körébe sorolható. A szolgáltatások árában meghatározó a munkabér az iparcikkokkal és élelmiszerekkel szemben, ezért különösen fontos figyelni, hogy az árak és a bérek miként mozognak együtt. A kereskedelem nélkül számított piaci szolgáltatások esetében a személyi jellegű ráfordítások a költségek arányában 28,9 százalék, míg a feldolgozóiparban 12,6 százalék a NAV 2023-as adatai alapján. A 2021-ben kezdődő inflációs ciklus során a munkaintenzív szolgáltatások ára nőtt a leginkább, míg 2024 eleje óta a kevésbé munkaintenzív szolgáltatások ára emelkedett nagyobb mértékben. A munkaintenzív piaci szolgáltatások inflációja november és február között 8,0 százalékról 8,3 százalékra gyorsult. A kevésbé munkaintenzív szolgáltatások inflációja ugyanezen időszak alatt 2,1 százalékponttal emelkedett (3-30. ábra).

3-30. ábra: Munkaintenzív és kevésbé munkaintenzív szolgáltatások inflációja

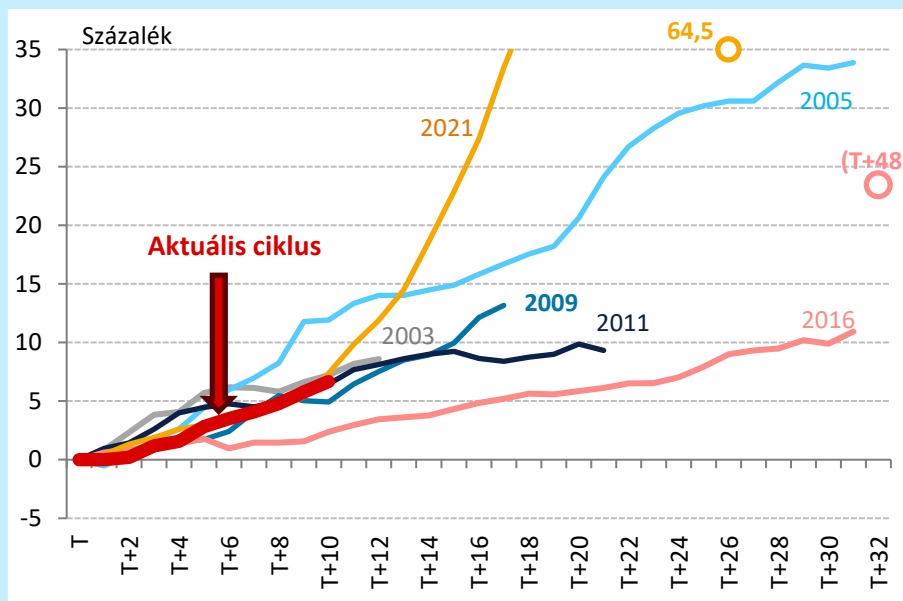


Megjegyzés: Az erősen munkaintenzív szolgáltatások körébe az alábbiakat soroljuk: belföldi üdülés, éttermi és munkahelyi étkezés, büféárak, ruhajavítás és kölcsönzés, lakásjavítás és karbantartás, háztartási berendezés javítása, takarítás és mosatás, testápolási szolgáltatás, járműjavítás és karbantartás, kulturális cikkek javítása, fényképészeti szolgáltatás. Szezonálisan nem igazított, adósúrt, éves változás. Forrás: KSH, MNB

3-3. keretes írás: Az élelmiszerárak alakulását befolyásoló főbb tényezők

2025 februárjában az élelmiszerinfláció 7,1 százalékra emelkedett a KSH adatai szerint, míg az MNB által használt termékbesorolás szerinti körben 6,7 százalékkal (ez utóbbi például az éttermi étkezést nem az élelmiszerek, hanem a szolgáltatások közé sorolja). Az áremelkedés az élelmiszertermékek széles körében, a feldolgozott és feldolgozatlan termékeket egyaránt érintve valósult meg. Az ezredforduló óta a világgiazi élelmiszerárak emelkedésének több nagy hullámát figyelhettük meg eltérő időtartamokkal és árváltozásokkal. A jelenlegi élelmiszerár-emelkedési hullám mintegy 10 hónapja tart, és eddig hasonló mértékű, mint a múltbeli ciklusok jellemző mintája, további alakulása azonban csak nagy bizonytalanság mellett jelezhető előre (3-31. ábra).

3-31. ábra: Élelmiszerár-ciklusok hossza és az áremelkedés mértéke

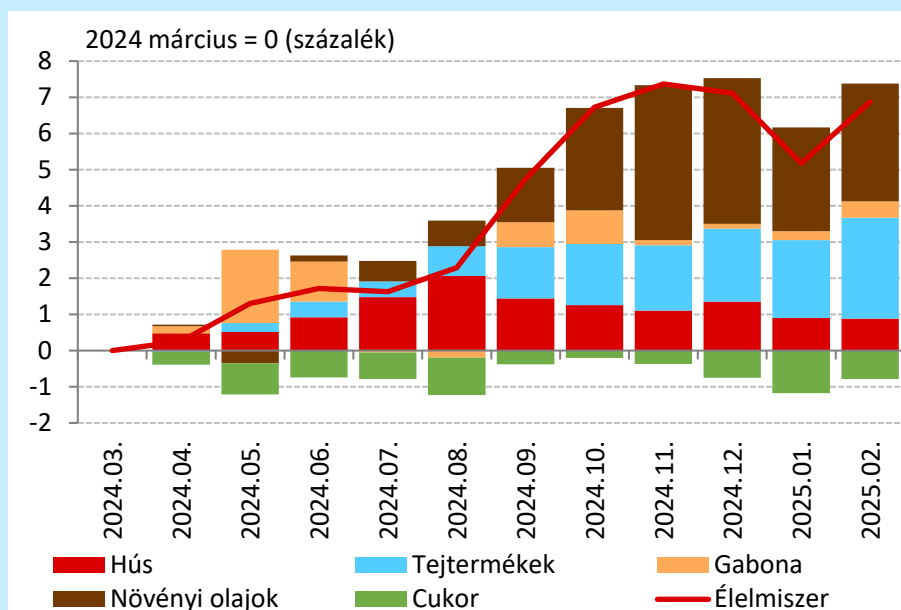


Megjegyzés: Élelmiszerár-emelkedési ciklusként azonosítottunk egy időszakot, ha a környező 5 hónapból legalább 3 hónapban emelkedett a szezonálisan igazított élelmiszerár-szint. Az élelmiszerek definíciója az MNB besorolása alapján.

Forrás: KSH, MNB

A jelenlegi hazai élelmiszerár-emelkedés elsődleges forrása a világgiazi élelmiszerárak növekedése, ami a növényi olajok és tejtermékek esetén a legerőteljesebb (3-32. ábra). A FAO élelmiszerár-indexe 2024. március és 2025. február között több mint 6,9 százalékkal emelkedett, melynek döntő része a növényi olajok (+3,3 százalékpont) és a tejtermékek (+2,8 százalékpont) áremelkedéséből származott. A két termékcsoport világgiazi árának emelkedése a hazai fogyasztói árakba is beépült, a tej fogyasztói ára 23,3, a tejtermékeké 12,0, az étolajé pedig 27,4 százalékkal nőtt 2024. március óta. Ez a három termékkör a teljes magyar élelmiszerár-emelkedés több mint harmadát magyarázza.

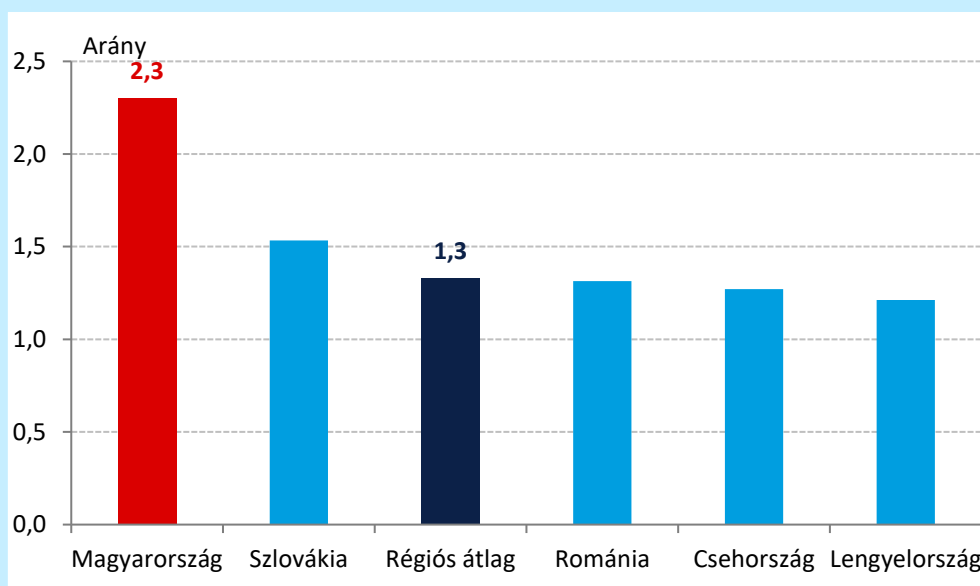
3-32. ábra: A FAO ételmiszer alapanyagár-indexének megbontása



Forrás: FAO, MNB

A hazai ételmiszerinfláció a hosszú távú tapasztalatok alapján érzékenyebben reagál a nemzetközi hatásokra, mint a régió más országainak az árindexe. Az EU-s átlagos ételmiszerinfláció 1 százalékpontos emelkedésére a hazai ételmiszerár-index 2,3 százalékponttal gyorsult az ezredforduló óta felvett adatok alapján. Ez a régió legmagasabb mutatója: Szlovákiában 1,5, Csehországban és Romániában 1,3, Lengyelországban pedig 1,2 az arány (3-33. ábra). A hazai ételmiszerárak jelentős változékonyságának legfontosabb okai között lehet az ételmiszeripar energaintenzitása és alacsony termelékenysége. A magyar ételmiszeripar a legenergiaintenzívebb az Európai Unióban: 263 kilotonna olajegyenértékes (ktoe) energiát használt fel ezer euró hozzáadott érték előállításához 2022-ben, ami meghaladta az európai átlag kétszeresét. Emellett a hazai ételmiszeripar termelékenysége európai összehasonlításban alacsony, az uniós rangsorban az utolsó előtti.

3-33. ábra: Ételmiszerinfláció érzékenysége a nemzetközi tényezőkre a régió országaiban



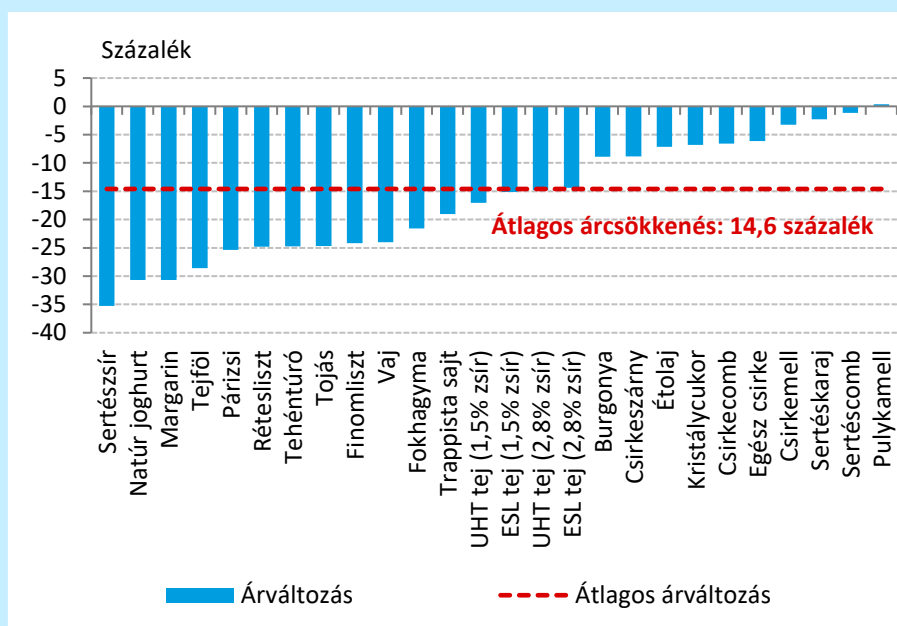
Megjegyzés: Az arány megadja, hogy az adott ország ételmiszer-inflációja jellemzően hány százalékponttal változik, azzal egy időben, amikor az Európai Unió átlagos ételmiszer-inflációja egy százalékponttal emelkedik. 2000. január és 2025. január közötti HICP adatok alapján.

Forrás: Eurostat, MNB-számítás

Az ételmiszerár-rés-korlátozás mérsékelheti az élelmiszerek inflációját a következő hónapokban. Március 17-től 30 ételmiszercsoport esetében ár-rés-korlátozás került bevezetésre, ami a bejelentések alapján május végéig lesz érvényben.

Az intézkedés hatálya alá tartozó termékkörökben az árrés, azaz a kiskereskedelmi beszerzési és értékesítési árak különbsége, nem haladhatja meg a 10 százalékot. Jelenleg az érintett élelmiszereken megfigyelhető árrés 1,5 és 128,9 százalék között van. Az intézkedés nem minden érintett termékkör esetében eredményez árcsökkenést, de ahol igen, ott az Árfigyelő adatai alapján 1,1 és 35,3 százalék közötti mértékben csökkentek az árak az előző hetihez képest (3-34. ábra). A teljes érintett termékkörben az átlagos árcsökkenés mintegy 15 százalékos volt. Számításaink szerint az intézkedés áprilisban és májusban 0,8 százalékponttal mérsékli az inflációt. Az intézkedés hatásának egy része már a márciusi adatokban is megjelenhet. Az intézkedés végével az árrések fokozatos helyreállítására, illetve a termékcsoportok közötti átrendeződésére számítunk.

3-34. ábra: Az árréskorlátozásban érintett élelmiszerek árváltozása



Megjegyzés: A március 17-18. és március 10-16. átlagárai közötti változás. Az intézkedésben érintett termékek közül a csirke farhát, a sertésoldalas, a sertésstarja és a gyümölcsjoghurt nem szerepel az Árfigyelő adatbázisában.

Forrás: GVH Árfigyelő, MNB-számítás

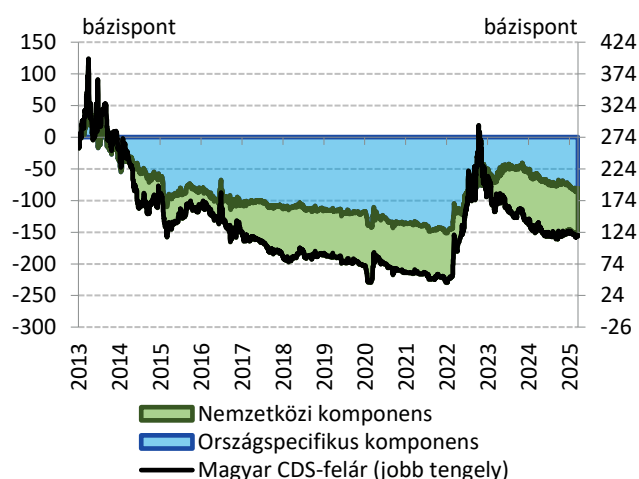
Előretekintve az élelmiszerek esetében az emelkedő világpiaci árak folytatódó begyűrűzésére számítunk, amit átmenetileg visszafog az élelmiszer-árrések korlátozása. Az élelmiszerinfláció áprilisban átmenetileg 4 százalék alá mérséklődik. Az intézkedés kivezetését, valamint az árrések fokozatos helyreállítását és átrendeződését követően az élelmiszerinfláció emelkedik, de az MNB által figyelembe vett termékkosárra nézve 7 százalék alatt marad. A termékkör tartós dezinflációja a világpiaci hatások kifizetését követően, a nyár végétől kezdődhet meg.

4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt negyedévben változókéonyan alakult a befektetői hangulat, elsősorban az amerikai adminisztráció kereskedelempolitikai intézkedései, valamint az orosz-ukrán háború lezárásával kapcsolatos várakozásokkal összefüggésben. A piacon árazott kamatpályák eltérően alakultak az USA-ban és Európában. Az Amerikai Egyesült Államokból érkező kedvező makrogazdasági adatok hatására a Fed-től várt kamatpálya az időszak második felében lejjebb toldott, míg az EKB esetében emelkedtek a kamatvárakozások. Az elmúlt negyedév során a forint a régiós devizáknál nagyobb mértékben, számottevően erősödött.

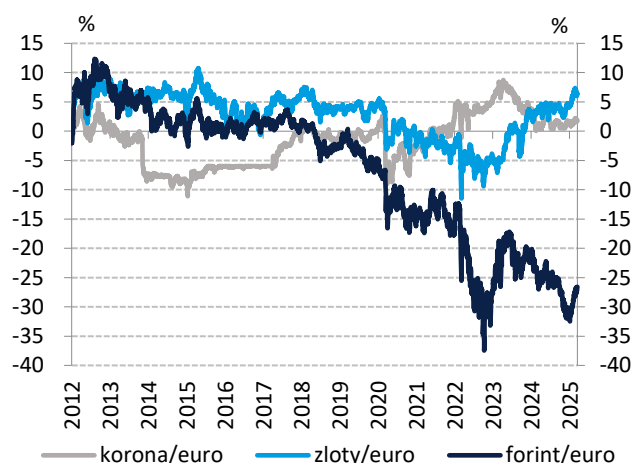
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



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

Forrás: Bloomberg, MNB

4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Bloomberg

4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

Hazánk hitelkockázati felára mérséklődött az időszak során. Az elmúlt negyedév során kisebb mozgásokkal változóan alakult, és összességében 6 bázisponttal 119 bázispontra csökkent a felár, melyhez nagyobb részt országspecifikus tényezők járultak hozzá (4-1. ábra). A befektetői elemzések is megerősítik, hogy javult Magyarország fundamentumainak megítélése.

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

A forint az időszak során összességében 4 százalékkal erősödött az euróval szemben, amelynek háttérében elsősorban a dollár számottevő gyengülése állt, de országspecifikus tényezők is támogatták. Az időszak során a forint kisebb megszakításokkal fokozatosan felértékelődött, összességében a régiós devizáknál nagyobb mértékben (4-2. ábra). A régióban a lengyel zloty 1,9 százalékkal, míg a cseh korona árfolyama 0,4 százalékkal értékelődött fel. A román lej árfolyama nem változott. A dollárral szemben a forint 8,5 százalékkal értékelődött fel, míg a lengyel zloty 6,5 százalékkal, a cseh korona 5 százalékkal, a román lej 4,7 százalékkal erősödött.

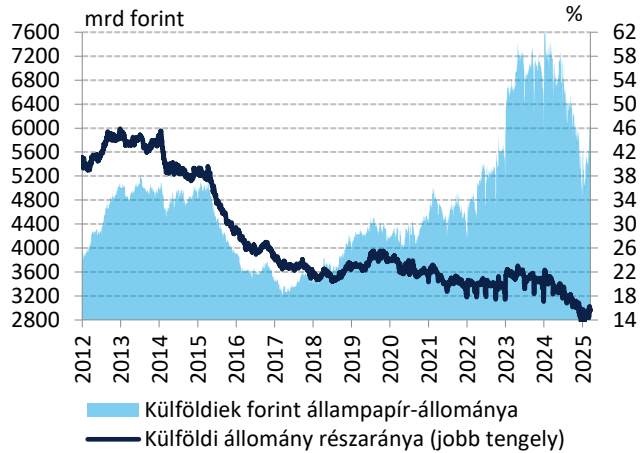
4.1.3. Állampapírpiac és hozamalakulás

Az elmúlt negyedév során emelkedett a külföldiek állampapír állománya. A nem rezidensek forint állampapír-állománya 478 milliárd forinttal, 5704 milliárd forintra nőtt az időszak során. A forint állampapírokon belüli részarány is emelkedett az elmúlt negyedévben, így 15,5 százalék körüli szinten áll (4-3. ábra).

A diszkontkincstárjegy és az államkötvény aukciókon az időszak során jellemzően gyenge volt a kereslet. Az elmúlt negyedévben a DKJ és a kötvény aukciók átlaghozamai is emelkedtek. A 3 hónapos DKJ aukció esetében 129, míg a 10 éves kötvény aukció esetében 54 bázisponttal kerültek feljebb az átlaghozamok.

Az állampapír-piaci hozamgörbe egésze feljebb toldott az időszak során (4-4. ábra). Összességében a 3 éves

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



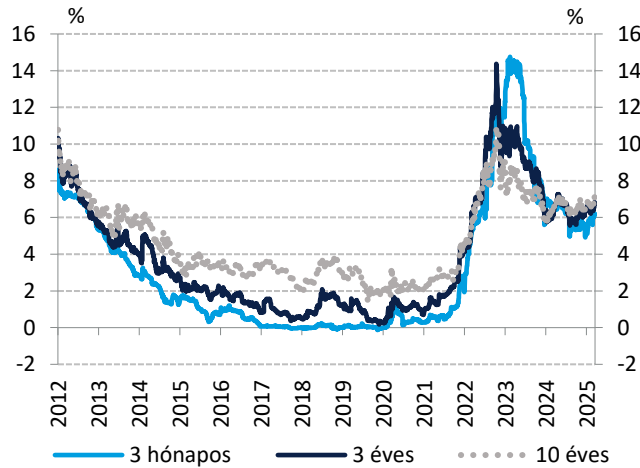
Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja.

Forrás: MNB

hozam 40 bázisponttal, az öt éves hozam 77 bázisponttal, míg a 10 éves hozam 54 bázisponttal került feljebb az elmúlt negyedévben. A bankközi hozamok közül a 3 hónapos BUBOR 1 bázisponttal 6,51 százalékra emelkedett.

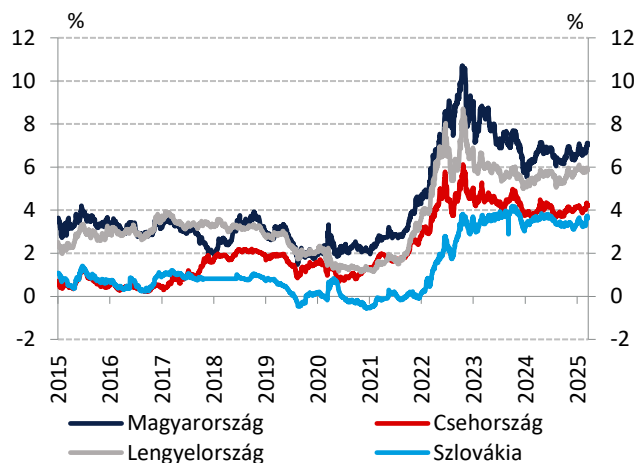
A régióban a hosszú referenciahozamok jellemzően emelkedtek az elmúlt negyedév során. A 10 éves hozamok Szlovákiában 34 bázisponttal, Csehországban 10 bázisponttal, Lengyelországban 6 bázisponttal kerültek feljebb, miközben Romániában 5 bázisponttal mérséklődtek (4-5. ábra).

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása

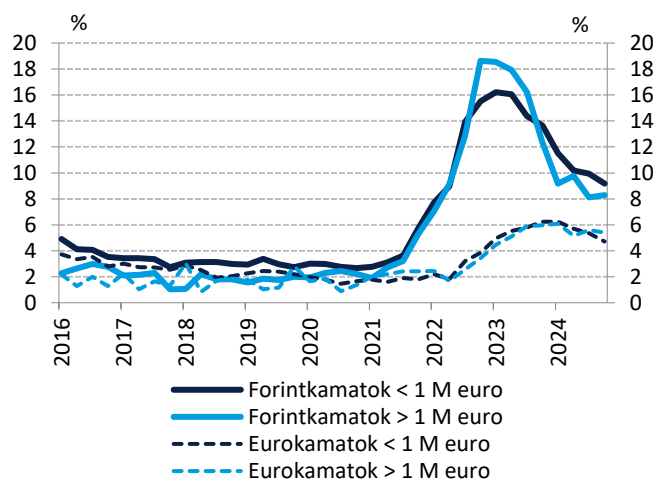


Forrás: Bloomberg

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

A Hitelezési felmérés alapján 2024 negyedik negyedévében a bankok összességében nem változtattak a vállalati hitelek feltételein, és ezeken 2025. első félévében sem szándékoznak módosítani. A negyedik negyedévben a bankok szerint a vállalati hitelek iránti kereslet összességében nem változott jelentősen, ugyanakkor az elmúlt negyedévek csökkenő vagy stagnáló hitelkereslete után 2025 első félévében részben a Demján Sándor Program hatására a forint hitelek iránti kereslet élénkülésére számítanak. A szektor hitelezési képessége továbbra is magas szinten alakul. A bankok nem változtattak a lakáscélú hitelek sztenderdjein, míg a fogyasztási hitelek esetében 41 százalékkal lazított. A hitelezők kétharmada növelné a lakáshitelek felárát 2025 első felében, míg a fogyasztási hitelek sztenderdjein nem terveznek változtatni. Mindkét lakossági szegmensben a negyedév során tapasztalt keresletélénkülés folytatására számítanak 2025 első félévében 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.

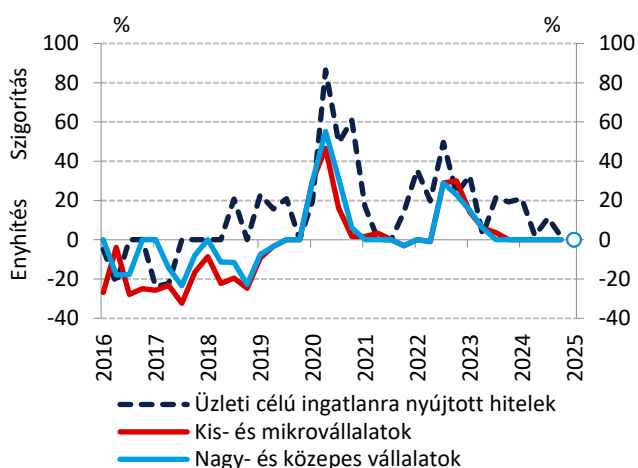
Forrás: MNB

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

2024 negyedik negyedévében a forint hitelkamatok csökkenése folytatódott. Az újonnan szerződött, legfeljebb 1 éves kamatperiódusú, döntő részben piaci alapon kötött vállalati forinthitel-szerződések átlagos kamatszintje – a pénzügyi ügyletek kiszűrésével – a kisösszegű hitelek esetében 0,8 százalékponttal csökkent, míg a nagyösszegű hitelek esetében 0,2 százalékponttal nőtt az előző negyedévhez képest. A megkötött vállalati forinthitelek átlagos kamatlába összességében tovább csökkent, és 8,4 százalék volt december végén (4-6. ábra). A kisösszegű euróhitelek kamatszintje 62 bázisponttal, a nagyösszegű euróhiteleké 20 bázisponttal mérséklődött a negyedik negyedév során. December végén a vállalati euróhitelek átlagos finanszírozási költsége 5,3 százalékon állt.

2024 negyedik negyedévében a bankok összességében változatlanul hagyták a vállalati hitelfeltételeket, amelyeken a következő fél évben sem terveznek változtatni. A vállalati hitelek feltételein összességében nem változtattak a bankok a negyedik negyedévben, ugyanakkor egyes kereskedelmiingatlan-hitelek, így az irodaházak és logisztikai központok finanszírozása esetében rendre 19 és 16 százalékkal szigorított az iparágat érintő kihívások miatt. A bankok hitelezési képessége továbbra is magas szinten alakul. A bankok a következő fél évben nem terveznek változtatni a vállalati hitelsztenderdeken a piaci részesedési célok és a növekvő verseny miatt. Az üzleti ingatlanok finanszírozása terén sem várható változás a hitelhez jutás feltételeiben (4-7. ábra). A hitelkeresletet tekintve 2024 negyedik negyedévében a vállalati hitelek iránti kereslet változatlanúságáról számoltak be a bankok, mindössze nettó 4 százalékkal érzékelt csökkenő keresletet. A kis- és mikrovállalatok esetében a bankok nettó 10 százaléka tapasztalta a hitelkereslet csökkenését, ugyanakkor a nagy- és közepes vállalatok esetében 17 százalékkal növekvő keresletről számolt be. A következő fél évre előre tekintve a bankok egynegyede élénkülő hitelkeresletre számít részben a 2025. januártól elinduló Demján Sándor Program hatására, ami várakozásuk szerint

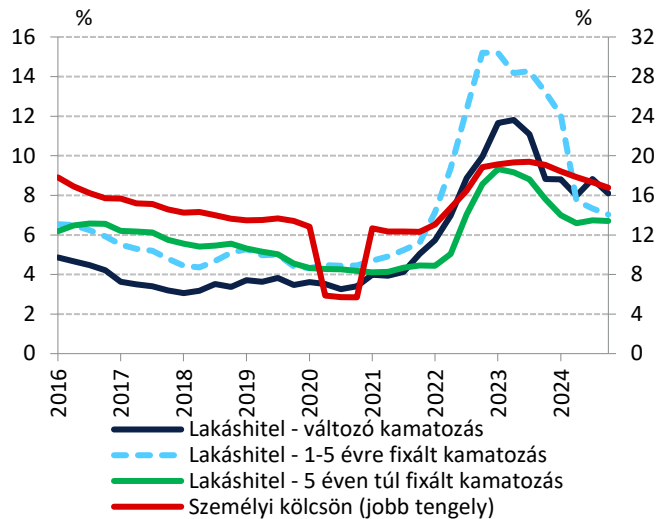
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegmensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2025 első félévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

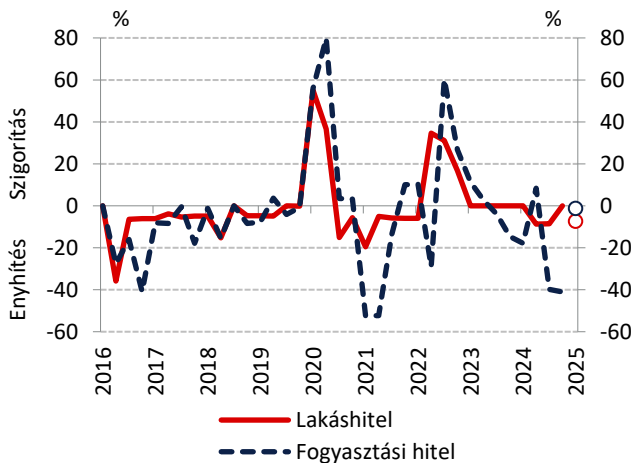
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



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 első félévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

minden vállalatméret-kategóriában tetten érhető lesz, és elsősorban a forinthitelek iránt erősödhet a kereslet.

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A hosszú távra rögzített kamatozású lakáshitelek átlagos kamatlába nem változott a negyedév során. A 2024 negyedik negyedévében megkötött lakáscélú hitelszerződések átlagos THM-szintje az 5 évnél hosszabb futamidőre kamatfixált – a piaci alapon szerződött hitelek zömét lefedő – hitelek esetében 6,7 százalékon stagnált 2024 decemberében (4-8. ábra). 2024 negyedik negyedévében a legalább 10 évre fixált ügyfélkamatozású hitelek részesedése 98 százalékot ért el.¹ A személyi kölcsönök átlagos simított THM-szintje 53 bázisponttal mérséklődve 16,8 százalékot ért el a vizsgált időszak végén.

A lakáshitelek esetében a bankok összességében nem változtattak a hitelfeltételeken, míg a fogyasztási hitelek esetében 41 százalékkal lazított. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján 2024 negyedik negyedévében a bankok összességében nem változtattak a lakáscélú hitelek feltételein, ugyanakkor nettó értelemben vett 28 százalékkal csökkentette a lakáshitelek felárát. A fogyasztási hitelek feltételein a bankok 41 százaléka lazított, amelyben piaci részesedési célok játszottak szerepet (4-9. ábra). A válaszadó intézmények nettó 8 százaléka a lakáshitelek esetében lazítást helyezett kilátásba következő fél évre az adóssághék-szabályokat érintően, ugyanakkor az árjellegű feltételekben szigorítana a megkérdezett intézmények nettó 67 százaléka. A fogyasztási hitelek sztenderdjein nem terveznek érdemben változtatni a válaszadó bankok. A negyedik negyedév során a bankok 43 százaléka élénkítő hitelkeresletet tapasztalt a lakáshitelek iránt, és előretekintve növekvő arányuk, nettó 52 százalékkal további keresletélénküléssel számol. A fogyasztási hitelek iránt a megkérdezett intézmények nettó 37 százaléka a kereslet élénkülését tapasztalta, és nettó 13 százalékkal tovább erősödő keresletre számít 2025 első félévére előretekintve is.

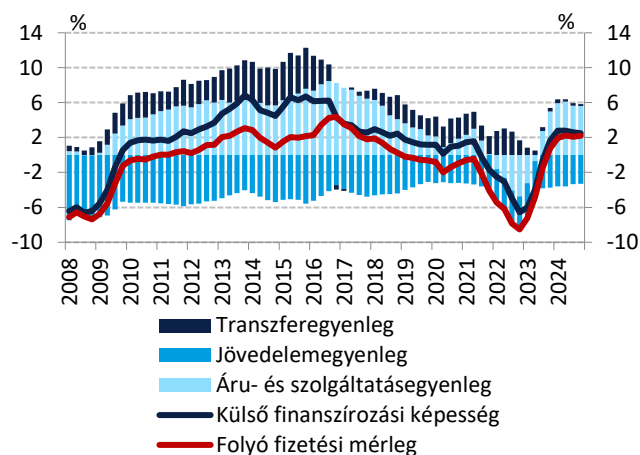
¹ A számítás során figyelembe vettük a CSOK Plusz hiteleket is, amelyek a jogszabályi előírások értelmében módszertanilag változó kamatozású hitelek, ugyanakkor az ügyfélkamat szempontjából, amely legfeljebb 3 százalék lehet, fix kamatozású hiteleknek tekinthetők.

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

Az előzetes adatok szerint 2024-ben a folyó fizetési mérleg egyenlege – a 2023-as 0,7 százalékos többletet követően – tovább emelkedett. A külső egyensúlyi pozícióknak javulása elsősorban a külkereskedelmi többlet emelkedésére vezethető vissza, emellett a jövedelemegyenleg hiánya is mérséklődött. A finanszírozási oldalon év végén jelentős volt a nettó közvetlentőke-beáramlás, amivel párhuzamosan az adósságjellegű források is enyhén növekedtek. 2024 harmadik negyedévében a bruttó külső adósság a GDP 62 százalékát, míg a nettó mutató a GDP mintegy 10 százalékát tette ki.

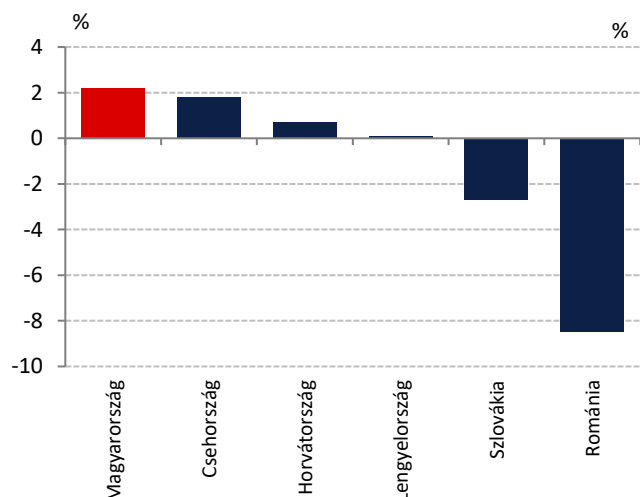
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



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

Forrás: MNB

5-2. ábra: A 2024-es folyó fizetési mérleg alakulása a KKE régióban



Megjegyzés: A GDP százalékában. A hazai adatok a GDP szerinti külkereskedelmi adatokkal korrigálva, míg a többi országra a IV. negyedév havi adatai alapján becsült.

Forrás: Eurostat, MNB

5.1.1. Külső egyensúlyi pozícióknak alakulása

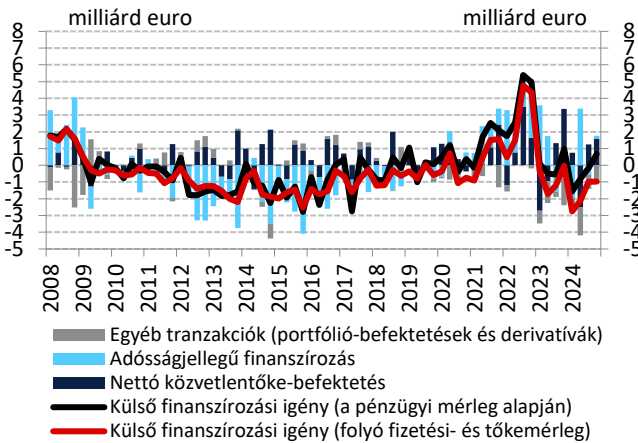
2024-ben a folyó fizetési mérleg többlete magas szinten alakult (5-1. ábra). A külső egyensúlyi mutatóknak javulása mögött elsősorban a külkereskedelmi egyenleg emelkedése állt, amivel párhuzamosan a jövedelemegényleg hiánya is csökkent. A külkereskedelmi többlet éves szinten tapasztalt növekedése az áru egyenleg javulásából származott, míg a szolgáltatás egyenleg nem változott érdemben. Az áru egyenleget javította az energiaegényleg előző évinél lényegesen kisebb hiánya, valamint a csökkenő beruházások alacsonyabb importigénye – amit részben ellensúlyozott a gyengélkedő ipari termelés mellett csökkenő export és a fogyasztás élénkülésének importra gyakorolt hatása. A transzferegényleg aktívuma enyhén tovább mérséklődött, ami az Európai Unióval szembeni historikusan alacsony nettó egyenleg mellett érdemben elmarad a korábban jellemző szintektől.

A folyó fizetési mérleg hazai többlete 2024-ben meghaladja a régiós országok egyenlegét (5-2. ábra). A 2023-2024-ben tapasztalt gyors külső egyensúlyjavulásnak köszönhetően Magyarország folyó fizetési mérleg többlete felzárkózott az EU országokban jellemző szinthez. A régiós országok között ugyanakkor kiemelkedőnek számít a hazai többlet mértéke: Csehország 2024-es többlete még megközelíti a hazai szintet, azonban a Lengyelországban tapasztalt egyensúly közeli szint, illetve a Szlovákiában és Romániában fennálló hiány nagymértékben elmarad tőle.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

2024 negyedik negyedévében jelentős nettó FDI beáramlással párhuzamosan az adósságjellegű források enyhén növekedtek (5-3. ábra). 2024 utolsó negyedévében a nettó közvetlentőke-befektetések jelentős növekedése elsősorban a külföldi vállalatok Magyarországon újrabefektetett jövedelmeiből származott. A negyedévben ismét jelentős volt a rezidens befektetők külföldi befektetési jegy és részvény vásárlása.

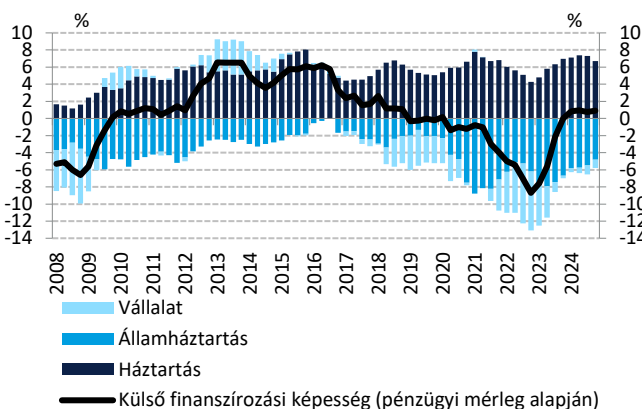
5-3. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



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

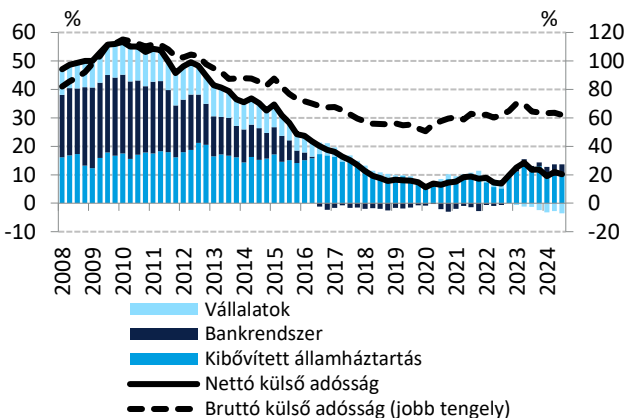
5-4. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint



Megjegyzés: Négy negyedéves értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

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



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

Forrás: MNB

Ezekkel párhuzamosan a tranzakciós adatok alapján enyhén emelkedett a nettó külső adósság a negyedév során, mivel az államháztartás nettó forrásbevonása meghaladta a bankok és a vállalatok nettó külföldi adósságának mérséklődését.

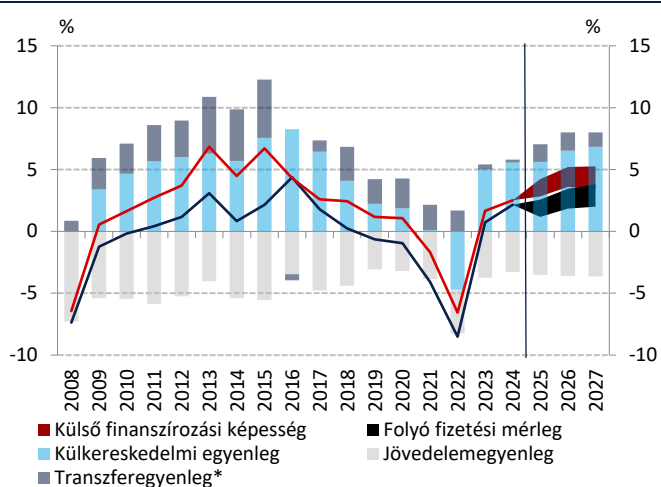
2024. negyedik negyedévében a mérséklődő állami finanszírozási igény külső egyensúlyra gyakorolt hatását ellensúlyozta a magánszektor csökkenő nettó pénzügyi megtakarítása (5-4. ábra). Az államháztartás finanszírozási igénye tovább mérséklődött a fogyasztást terhelő adóbevételek emelkedésének, illetve a kamatkidadások mérséklődésének, valamint a kormányzati szektor beruházásaihoz köthető alacsonyabb kiadásoknak köszönhetően. A magánszektor nettó pénzügyi megtakarítása hasonló mértékben csökkent, de továbbra is magas szinten maradt. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása a fogyasztás élénkülésével kismértékben csökkent, míg a vállalatok finanszírozási igénye nem változott érdemben.

2024. szeptember végén a gazdaság nettó külső adóssága a GDP 10 százalékának közelébe mérséklődött (5-5. ábra). A mutató csökkenése elsősorban a harmadik negyedéves tranzakciók állománycsökkentő hatásához és az átértékelődéshez kötődött. A nettó külső adósság csökkenése a magánszektorból származott, míg az államháztartás növelte azt. Az ország bruttó külső adóssága a negyedév végére a GDP 62 százalékára csökkent.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A folyó fizetési mérleg többlete idén átmenetileg enyhén mérséklődik, majd 2026-2027-ben ismét fokozatosan emelkedik. Az élénkülő belső kereslet mellett 2025-ben a külkereskedelmi többlet stabilan alakul. Az előrejelzési horizontot további részében ugyanakkor a meglévő kapacitások nagyobb kihasználásával és a folyamatban lévő beruházások termelésének felfutásával dinamizálódó export a külső egyensúly fokozatos javulását eredményezi. A szektorok finanszírozási folyamatai alapján a külső egyensúly javulása elsősorban az államháztartási hiány mérséklődéséből származik, míg a magánszektor pénzügyi megtakarítása továbbra is magas maradhat.

5-6. 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 tőkémérleg egyenlegének összege.

Forrás: MNB

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

	2023	2024	2025	2026	2027
Áruegyenleg	0,0	0,7	0,5	1,4	1,7
Energiaegyenleg	-4,7	-3,4	-3,4	-3,1	-3,0
Egyéb	4,7	4,0	3,9	4,6	4,7
Szolgáltatás egyenleg	5,0	4,9	5,1	5,1	5,1
Külkereskedelmi egyenleg	5,0	5,6	5,6	6,5	6,8

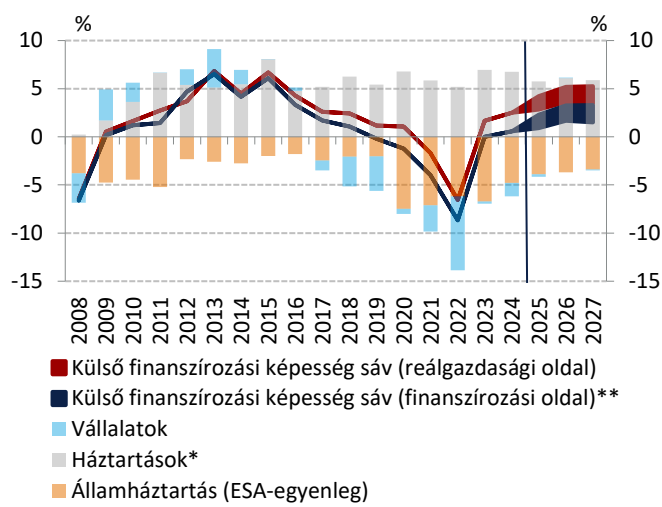
Forrás: KSH, MNB

A folyó fizetési mérleg többlete – az ideai átmeneti csökkenés után – az előrejelzési horizonton tovább emelkedik (5-6. ábra). 2024-ben a folyó fizetési mérleg többlete jelentős szintre nőtt, de idén – a belső kereslet növekedése és a várhatóan továbbra is kismértékben bővülő export mellett – átmenetileg enyhén csökken. 2026-tól a meglévő termelési kapacitások nagyobb kihasználása és a folyamatban lévő beruházások termelésének felfutása mellett gyorsuló exportnövekedés hazánk exportpiaci részesedésének növekedéséhez és a külső egyensúly újbóli javulásához vezet. A jövedelemegyenleg hiánya az export növekedése mellett bővülő vállalati működési eredmény miatt fokozatosan emelkedik, miközben az extraprofitadó érdemben mérsékli a külföldi vállalatok profitját. Összességében a folyó fizetési mérleg többlete az előrejelzési horizonton tovább nő, miközben az EU-transzfer felhasználással párhuzamosan a külső finanszírozási képesség is emelkedik.

A külkereskedelmi egyenleg jelentős többlete 2025-ben változatlan szinten marad, majd 2026-tól ismét javulás várható. Az elmúlt hónapok magasabb gáz és áramárainak korrekciójával az energiaegyenleg hiánya idén is a tavalyi szinten alakulhat, majd 2026-tól még alacsonyabb energiaárakkal és így kedvezőbb energiaegyenleggel számolunk. Az élénkülő belső kereslet importnövelő hatása idén enyhén mérsékli az egyéb áruegyenleg többletét, de az előrejelzési horizont hátralévő részén az export gyors növekedése mellett az egyéb áruegyenleg jelentősen növekszik. A szolgáltatás egyenleg többlete az előrejelzési időszakban a GDP 5 százaléka körül alakulhat (5-1. táblázat).

A szektorok finanszírozási folyamatai alapján mérséklődő költségvetési hiánnyal párhuzamosan a magánszektor nettó pozíciója magas marad (5-7. ábra). A költségvetési hiány csökkenésének háttérében 2025-ben a mérséklődő kamatkidadások, az alacsonyabb szinten stabilizálódó energiaárak, valamint az előző évhez képest erősödő gazdasági növekedés hatására emelkedő adóbevételek állnak. Az újonnan bejelentett adókedvezmények fokozatos bevezetése 2026-tól számottevő költségvetési hatással jár, azonban a hiány továbbra is enyhén mérséklődik. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása

5-7. 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

idén a fogyasztás és a háztartások beruházásainak számottevő növekedése mellett mérséklődik, majd 2026-tól a fennmaradó élénk bérdinamika mellett magas szinten marad. A javuló üzleti környezetben idén csökken a vállalatok finanszírozási igénye, ami az előrejelzési horizont második felében is alacsony szinten marad, mivel a beruházások növekedését ellensúlyozza a növekvő export jövedelemnövelő hatása, illetve az EU-transzferek felhasználása.

5.3. Költségvetési folyamatok

Az előzetes pénzügyi számla adatok alapján a kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege 4,8 százalékos hiányt mutatott a GDP arányában 2024-ben, ami a megelőző évhez viszonyítva 1,9 százalékponttal alacsonyabb. Előrejelzésünk szerint folytatódhat a költségvetési egyensúly javulása: a GDP-arányos államháztartási hiány 2025-ben a 3,5–4,3 százalékos, 2026-ban a 3,2–4,2 százalék közötti, míg 2027-ben a 2,9–3,9 százalékos sávon belül alakulhat. A kamatkiadások nélkül számított elsődleges egyenleg a teljes előrejelzési horizonton egyensúlyközeli szinten lesz. Az idei évben várható hiánycsökkenést a mérséklődő kamatkiadások, az alacsonyabb szinten stabilizálódó energiaárak, valamint az előző évhez képest erősödő gazdasági növekedés hatására emelkedő adóbevételek támogatják. Az újonnan bejelentett adókedvezmények számottevő költségvetési hatással járnak, melynek következtében a kormány a korábbi 2,9 százalékról 3,5 százalékra módosította a jövő évi hiánycélt. Az előzetes adatok alapján a bruttó államadósság 2024 végén GDP-arányosan 73,8 százalék volt. Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos bruttó államadósság 2025. év végére 73,2 százalékra csökken, majd az előrejelzési horizonton 69 százalék alá mérséklődik.

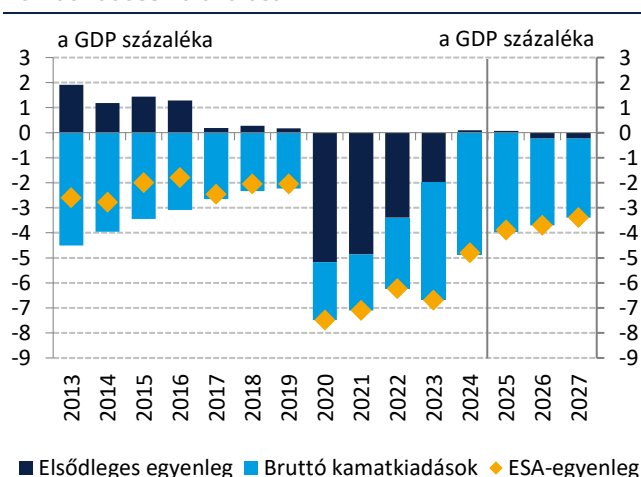
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

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

Megjegyzés: A GDP százalékában. Az elsődleges ESA-egyenleg (pontbecslés) idősor az egyenlegre vonatkozó előrejelzési sávok középpontjával konzisztens.

Forrás: KSH, MNB

5-8. 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

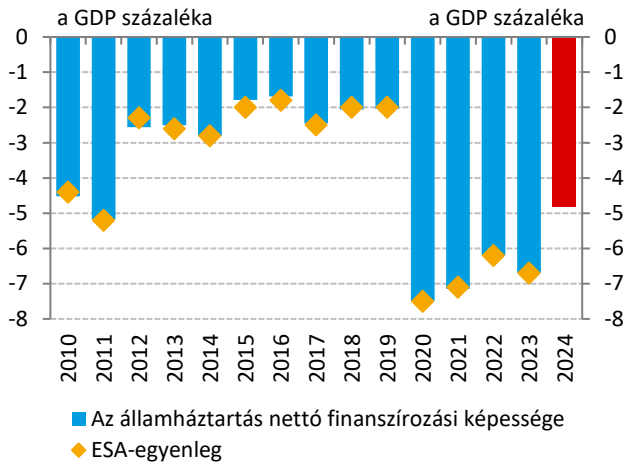
5.3.1. A főbb egyenlegmutatók

Előrejelzésünk az eredményszemléletű hiány fokozatos mérséklődésével számol, amely 2025-ben 3,5–4,3 százalék, 2026-ban 3,2–4,2 százalék, míg 2027-ben 2,9–3,9 százalék közötti hiányt mutathat a GDP arányában (5-2. táblázat). Az előzetes pénzügyi számla adatok alapján 2024-ben a GDP 1,9 százalékaival 4,8 százalékra mérséklődött az államháztartás hiánya a megelőző évhez képest. Előrejelzésünk szerint az idei évben tovább mérséklődhet a költségvetési hiány, amit a mérséklődő kamatkiadások, az alacsonyabb szinten stabilizálódó energiaárak, valamint az előző évhez képest erősödő gazdasági növekedés hatására emelkedő adóbevételek támogatnak. A 2026. évtől magasabb deficittel számolunk a korábbi várakozásunkhoz képest, ami elsősorban az újonnan bejelentett adóintézkedésekkel magyarázható, melyek következtében a jövő évi kormányzati hiánycél is a korábbi 2,9 százalékos szintről 3,5 százalékra módosult. Az elsődleges egyenleg az előrejelzési horizonton egyensúlyközeli szinten alakulhat, így várakozásunk szerint a teljes deficit a bruttó állami kamatkiadásokkal párhuzamosan fokozatosan mérséklődik (5-8. ábra).

5.3.2. A 2024. évi egyenleg

Az előzetes pénzügyi számla adatok alapján a kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege 4,8 százalékos hiányt mutatott a GDP arányában 2024-ben (5-9. ábra). A megelőző évi 6,7 százalékos adathoz viszonyítva 1,9 százalékponttal csökkent a költségvetési deficit. Az előrejelzések alapján az EU tagállamok körében hazánkban javult a harmadik legnagyobb mértékben a költségvetési egyenleg az előző évhez viszonyítva. 2024-ben a megelőző évhez képest dinamikus bővülő adóbevételek nagyságrendileg egyensúlyi szintre emelték a korábbi években negatív elsődleges egyenleget, míg az inflációkövető papírok utáni kifizetések emelkedésének

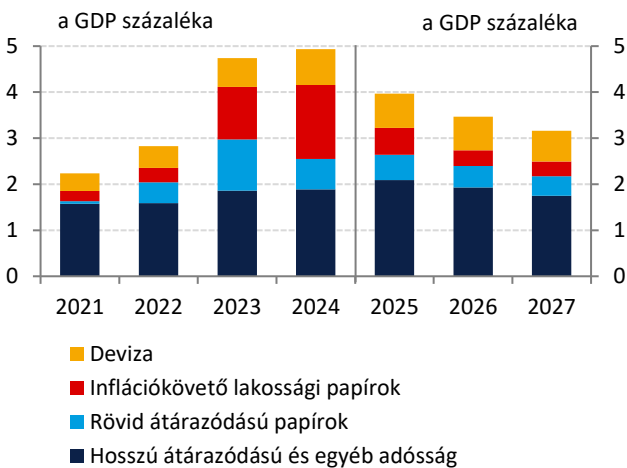
5-9. ábra: A kormányzati szektor eredményszámlázatú egyenlege



Megjegyzés: Az MNB által publikált előzetes pénzügyi számlákban szereplő államháztartás nettó finanszírozási képesség adat alapján.

Forrás: MNB

5-10. ábra: A bruttó eredményszámlázatú kamatkidadások szerkezetének alakulása



Forrás: ÁKK, Eurostat, MNB előrejelzés

következtében a kamatkidadások a GDP 4,9 százalékára nőttek.

5.3.3. A 2025. évi egyenleg

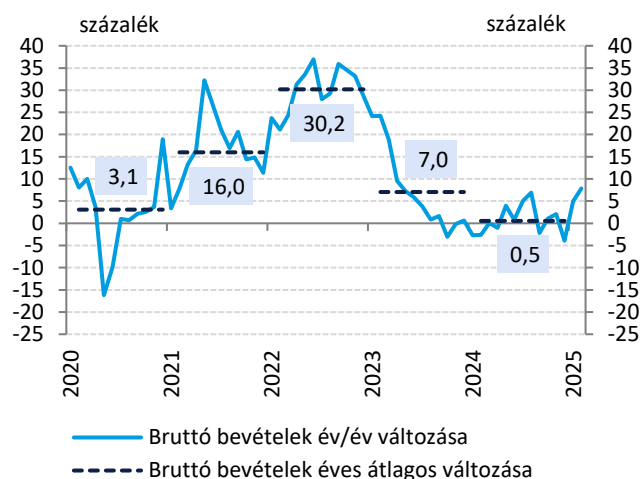
Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos eredményszámlázatú hiány 2025-ben 3,5 és 4,3 százalék között alakulhat, tehát megfelelő kiadási kontrollal elérhető a kormányzati hiánycél. A 2025. évi költségvetési törvény az államháztartás eredményszámlázatú hiányát a GDP 3,7 százalékában határozza meg, ami a 2024. évi 4,8 százalékos előzetes adathoz képest 1,1 százalékpontos mérséklődést jelent az idei évben.

2025-ben érdemben támogatja a költségvetési egyensúly javulását a kamatkidadások csökkenése és az előző évhez képest erősödő gazdasági növekedés hatására emelkedő adóbevételek. Az egyenlegmutató javulását segíti a kamatkidadások várható mérséklődése, ami elsősorban az inflációkövető állampapírok alacsonyabb kamatszintre történő átárazódásához köthető (5-10. ábra). Előrejelzésünk szerint a pénzforgalmi adó- és járulékbévételek a 2025. évi költségvetési törvény előirányzatainak közel megfelelő összegben teljesülhetnek. Ehhez járul hozzá, hogy a hazai adórendszer súlypontját jelentő áfabevételek számottevő növekedést mutatnak az idei év elején (5-11. ábra). A bruttó áfabevételek januárban 5 százalékkal, míg februárban közel 8 százalékkal emelkedtek az előző év azonos hónapjához viszonyítva. Az adóbevételek növekedéséhez a kedvező makrogazdasági kilátások mellett a 2024. év során elfogadott intézkedések (pl. egyes adónemek inflációkövető emelése, extraprofitadók hatályának kiterjesztése) is hozzájárulnak az idei évben. Az alacsonyabb szinten stabilizálódó energiaárak következtében a rezsvédelmi kiadások csökkenése várható. A 2025. évi költségvetési törvényt megalapozó makrogazdasági feltevések szerinti 3,2 százalékos áremelkedést meghaladó jelenlegi inflációs várakozásunk alapján a nyugdíjak, valamint az intézmények dologi kiadásainak emelkedése várható.

5.3.4. A 2026. és 2027. évi egyenlegek

Prognózisunk szerint a 2026. és 2027. években is fennmaradhat az elsődleges egyenleg egyensúly körüli helyzete, így a kamatkidadások fokozatos csökkenésével a hiány is tovább mérséklődik. Az államháztartás 2026. évi eredményszámlázatú egyenlege a GDP 3,2–4,2 százalékának megfelelő hiányt mutathat, majd a deficit 2027-ben 2,9–3,9 százalékra mérséklődhet. Az újonnan bejelentett adókedvezmények 2026-tól számottevő költségvetési hatással járnak, melyek következtében a jövő

5-11. ábra: A bruttó áfabevételek változása az előző év azonos időszakához viszonyítva



Forrás: Magyar Államkincstár, MNB

5-3. táblázat: Az újonnan bejelentett adóintézkedések költségvetési hatása

Intézkedés	Költségvetési hatás (a GDP százaléká)		
	2025	2026	2027
Szja mentesség	0,11	0,35	0,55
3 gyerekes anyák	0,1	0,2	0,2
2 gyerekes anyák	-	0,1	0,3
1 gyerekes, 30 év alatti anyák	-	0,03	0,03
CSED, GYED	0,01	0,02	0,02
Nyugdíjasok áfa-visszatérítése	0,02	0,1	0,1
Összesen	0,1	0,5	0,7

Megjegyzés: Az áfa-visszatérítés hatása a jelenlegi fogyasztási szerkezet alapján került számszerűsítésre.

Forrás: KSH és NAV adatok alapján MNB-számítás

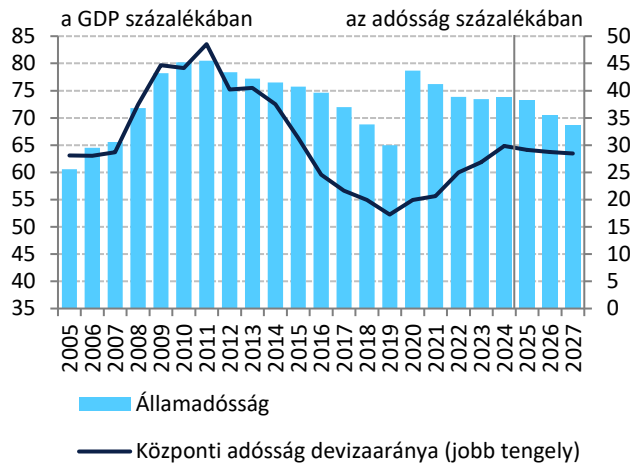
évi kormányzati hiánycél a korábbi 2,9 százalékról 3,5 százalékra módosult.

Becsléseink szerint az újonnan bejelentett adóintézkedések 2025-ben a GDP 0,1 százalékának, 2026-ban 0,5 százalékának, míg 2027-ben 0,7 százalékának megfelelő többletforrást hagynak a családoknál és a nyugdíjasoknál (5-3. táblázat). A legfrissebb kormányzati adóintézkedések alapján 2025. október 1-től kezdődően a 3 gyermekes anyák élethosszig tartó személyi jövedelemadómentességben részesülnek, ami a GDP 0,2 százalékának megfelelő többletjövedelmet jelent az érintett háztartások számára. A 2 gyermekes anyák élethosszig tartó személyi jövedelemadó mentessége 2026-tól kezdődően az érintettek életkora szerint 4 lépésben épül be teljesen az adórendszerbe, így 2026-ban a GDP 0,1 százaléka, míg 2027-ben 0,3 százalék lehet a költségvetési hatás. 2025. július 1-től szja-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 intézkedése együttes költségvetési hatása megközelíti a GDP 0,1 százalékát. 2025. október 1-től az 5 százaléknál magasabb áfakulcsú zöldségek, gyümölcsök és tejtermékek vásárlása után a nyugdíjasok számára visszatérítésre kerül az áfa összege. Az intézkedés részletei (pl. a visszatérítés összegének felső határa) jelenleg nem ismertek, azonban számításaink szerint az áfa-visszatérítés a jelenlegi fogyasztás alapján évente a GDP mintegy 0,1 százalékának megfelelő költségvetési hatással járna. Ennél magasabb áfa-visszatérítést eredményez, ha a nyugdíjasok fogyasztása emelkedik az érintett termékkörökben (az intézkedések részletes bemutatása az 1-2. keretes írásunkban olvasható). A 2026-2027. évi kiadások szempontjából kedvező folyamat a határidős földgáz- és villamosenergia-árak mérséklődése, ami a rezsivédelmi kiadások további csökkenését eredményezheti.

5.3.5. 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 keretrendszerhez, melynek lehívása az uniós átlagot meghaladó ütemben halad. A hazai abszorpciók ráta 2024 végén 8,3 százalékon állt, míg az uniós átlag ennél mintegy 2 százalékponttal alacsonyabb, 6,4 százalék volt. A Helyreállítási és Ellenállóképességi Eszköz (RRF) forrásainak esetében egyelőre nem született megállapodás az Európai Bizottsággal.

5-12. ábra: Az államadósság várható alakulása



Forrás: MNB, ÁKK

5.3.6. Az adósságpálya várható alakulása

Az előzetes pénzügyi számla adatok alapján 2024 végén a GDP-arányos bruttó államadósság 73,8 százalékra emelkedett, ami 0,4 százalékpontos növekedést jelent a 2023. év végi 73,4 százalékos szinthez képest. A központi államadósság devizaaránya a devizakötvény-kibocsátások következtében 2024 végére 29,8 százalékra nőtt a 2023. év végi 26,9 százalékról.

Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos bruttó államadósság 2025. év végén 73,2 százalék közelébe csökkenhet (5-12. ábra). Az előrejelzési horizonton az adósságráta folyamatos mérséklődésével számolunk és a 2025. évi 0,6 százalékpontos csökkenést követően az államadósság-ráta értéke évente átlagosan 2 százalékponttal csökkenhet, aminek következtében 2027 végére 69 százalék alá mérséklődhet. 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

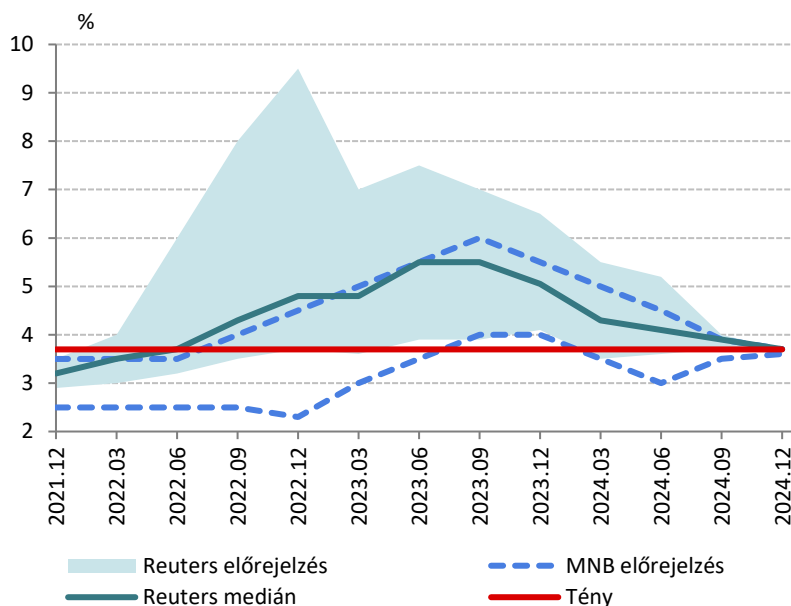
6.1. A 2024-es évre az Inflációs jelentésekben adott előrejelzések értékelése

A fejezet célja annak bemutatása, hogy milyen pontossággal teljesültek az Inflációs jelentésekben a 2024-re vonatkozó előrejelzések az elmúlt 3 évben. Emellett azt is megvizsgáljuk, hogy az Inflációs jelentések előrejelzési teljesítménye hogyan viszonyul a piaci várakozásokhoz. Összességében elmondható, hogy a 2024-es tényleges infláció a tavalyi előrejelzéseinkkel összhangban, a gazdasági növekedés, illetve a versenyszféra foglalkoztatás alacsonyabban, míg a versenyszféra bérdinamika a tavalyi előrejelzéseinknél magasabban alakult.

6.1.1. Infláció

2024-ben az infláció 3,7 százalékon alakult éves átlagban. 2024 elején folytatódott a hazai infláció csökkenése, így januárban ismét a jegybanki toleranciasávon belülre került az árindex. Ezt követően 2024 első félévének hátralévő részében a toleranciasáv felső részében, 3,6 és 4,0 százalék között mozgott. 2021 december és 2022 június között a jegybanki 3 százalékos cél körül alakult az inflációs előrejelzés sávja 2024-re vonatkozóan. Az infláció emelkedésének hatására a prognózis sávja 2022 szeptemberétől 2023 szeptemberére 4,0 – 6,0 százalékgig emelkedett. Ezt követően az infláció vártnál gyorsabb ütemű csökkenésével összhangban fokozatosan mérséklődött az előrejelzési tartomány. **A tényadat a 2024-ben adott prognózisok sávjának megfelelően, 3,7 százalékon alakult. A 2024 egészére adott előrejelzéseink sávközepe a tavalyi év folyamán közelebb alakult a tényadathoz, mint a piaci elemzők várakozásainak mediánja (6-1. ábra).**

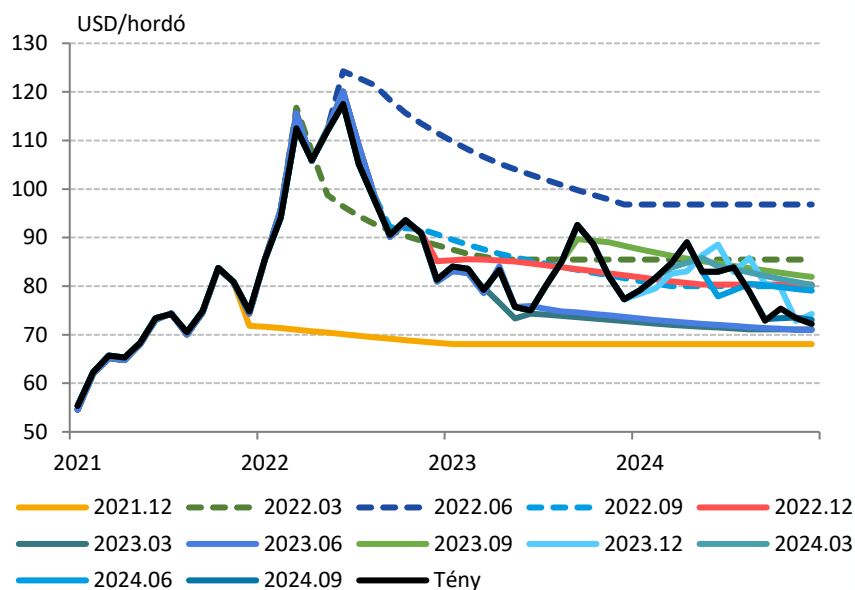
6-1. ábra: A 2024-es inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések



Forrás: KSH, MNB, Reuters

A 2024-re vonatkozó előrejelzés változása nagymértékben kapcsolódott az energiaárak alakulásához (6-2. ábra). Az olajárak energiaválság során történő 2022. júniusi tetőzését és közel másfél éven át tartó csökkenő trendjét követően 2023 végétől ismét emelkedtek, 2024 áprilisában a Brent olaj elérte a 89 dolláros hordónkénti árat. Az áprilist követő hónapokban a mérséklődő kereslet hatására az olajárak 70 dollár/hordó közelébe csökkentek és az év végén is hasonló szinten alakultak.

6-2. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések

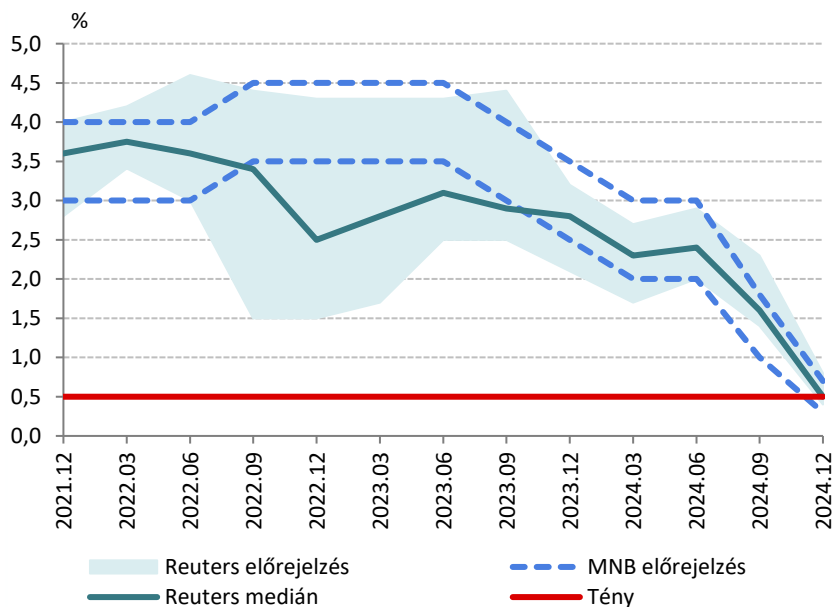


Forrás: Bloomberg

6.1.2. Gazdasági növekedés

2024-ben a hazai GDP 0,5 százalékkal emelkedett éves bázison. A 2021. decemberi Inflációs jelentés 3,0 – 4,0 százalékos bővülést jelzett előre, mely sáv 2022. júniusig változatlan maradt. Az ezt követő négy negyedév során 3,5 – 4,5 százalékosra emelkedett a prognózis, majd a bejövő adatokkal összhangban 2023 második negyedévével fokozatosan mérséklődött a 2024-re vonatkozó előrejelzés. **A tényadat a 2024. decemberi 0,3 – 0,7 százalékos várakozással összhangban alakult** (6-3. ábra).

6-3. ábra: A 2024-es GDP növekedésre vonatkozó MNB-s és piaci előrejelzések

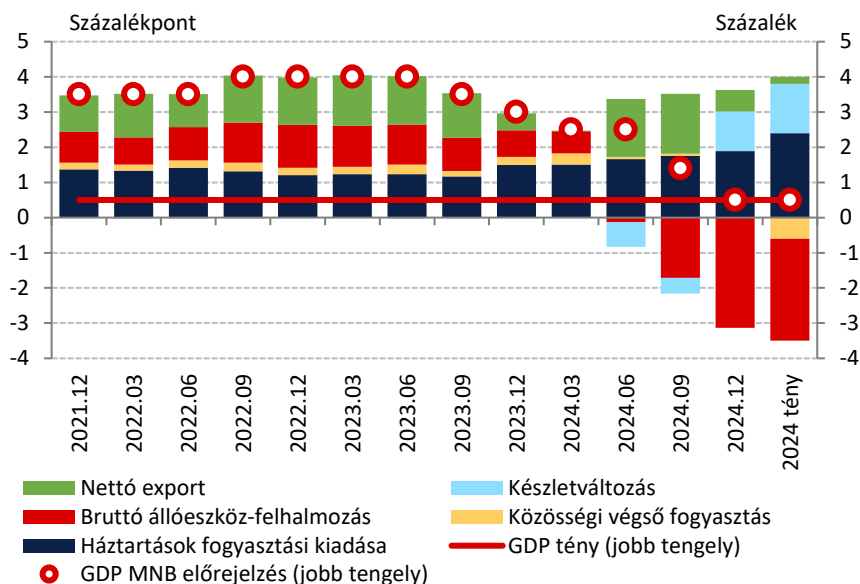


Forrás: KSH, MNB, Reuters

A háztartások fogyasztási kiadása (+2,4 százalékpont), a készletváltozás (+1,4 százalékpont) és a nettó export (+0,2 százalékpont) támogatta a 2024. évi növekedést, míg a bruttó állóeszköz-felhalmozás (-2,9 százalékpont) és a közösségi végső fogyasztás (-0,6 százalékpont) visszafogták azt. A prognózis a romló külső konjunktúra ellenére a nettó exportnak a hazai növekedéshez való pozitív hozzájárulásával számolt. A bruttó állóeszköz-felhalmozásra vonatkozó várakozás 2022-t

követően fokozatosan lefelé módosult. A felmérések alapján a vállalatok fejlesztéseit a magas árszintek, a kereslet hiánya és a bizonytalanság akadályozta leginkább. Az emelkedő reálbérekkel és a fogyasztói bizalom helyreállításával összhangban fokozatosan emelkedett a háztartások fogyasztására vonatkozó prognózis. A tételek közül a közösségi végső fogyasztásra és a bruttó állóeszköz-felhalmozásra vonatkozó várakozások kezdetben érdemi pozitív hozzájárulást feltételeztek, azonban a bejövő tényadatokkal összhangban fokozatosan mérséklődött a két tétel hozzájárulására vonatkozó prognózis. **Az előrejelzések összességében a tényleges dinamika felett alakultak (6-4. ábra).**

6-4. ábra: A 2024-es GDP felhasználás oldali dekompozíciójára vonatkozó MNB-előrejelzések



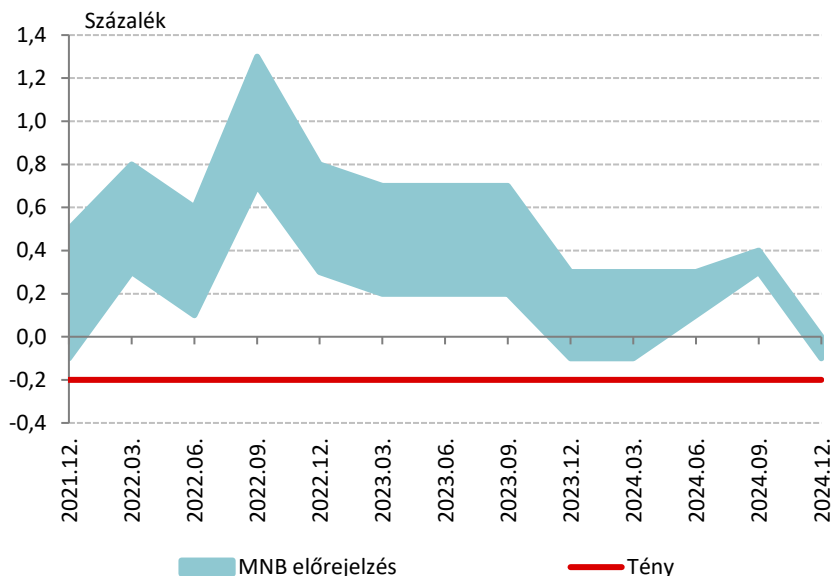
Megjegyzés: A GDP-re vonatkozó értékek az előrejelzési pontbecslést, a résztételek a növekedési hozzájárulást mutatják. A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a nonprofit intézmények által nyújtott transfereket.

Forrás: KSH, MNB

6.1.3. Munkaerőpiac

2024-ben a versenyszférában foglalkoztatottak száma 0,2 százalékkal csökkent. A 2021 decembere óta adott prognózisok enyhe foglalkoztatottság-bővülést feltételeztek. A 2022 szeptemberi Inflációs jelentés 0,7 – 1,3 százalék közötti foglalkoztatottság-bővülést valószínűsített. Az ezt követő fordulóban viszont az előrejelzés fokozatosan lefelé módosult a munkaerő-kereslet csökkenésére, a demográfiai folyamatokra, illetve a visszafogott gazdasági növekedés való tekintettel. A 2024. decemberi előrejelzési sáv (-0,1) – 0,0 százalékra csökkent. A munkaerőpiac feszessége enyhült az elmúlt negyedévekben. A munkanélküliségi ráta alacsonyan alakult, év végére 4,3 százalékra csökkent. **A tavalyi év során adott prognózisok meghaladták a tényleges dinamikát (6-5. ábra).**

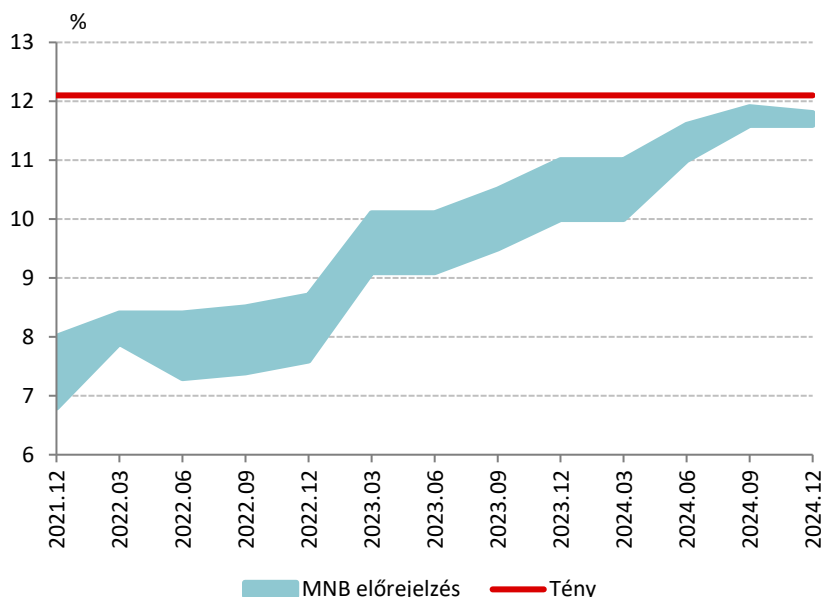
6-5. ábra: A versenyszféra 2024-es létszámindexre vonatkozó MNB-előrejelzések



Forrás: KSH, MNB

2024-ben a versenyszférában 12,1 százalékkal emelkedtek a bérek. A bérindexre vonatkozó várakozások érdemben emelkedtek a 2021. decemberi 6,8 – 8,0 százalékos sávot követően, az előrejelzés sávközepe 2023 szeptemberében elérte a 10 százalékot. A tavalyi évi bérdinamikára vonatkozó kezdeti előrejelzéseket az inflációs várakozások mérséklődése, a gyenge belső kereslet és a munkaerőpiaci feszesség fokozatos enyhülése befolyásolta. Az átlagbérek növekedését a minimálbér és a garantált bérminimum 2023 decemberi 15, illetve 10 százalékos emelésének hatása is erősítette. A versenyszféra bruttó átlagkeresetére való előrejelzés összességében emelkedett a beérkező tényadatok beépítésével. **Össességében a 2024. évi versenyszféra tényleges béremelkedés meghaladta az előrejelzést** (6-6. ábra).

6-6. ábra: A versenyszféra 2024-es bérindexre vonatkozó MNB-előrejelzések



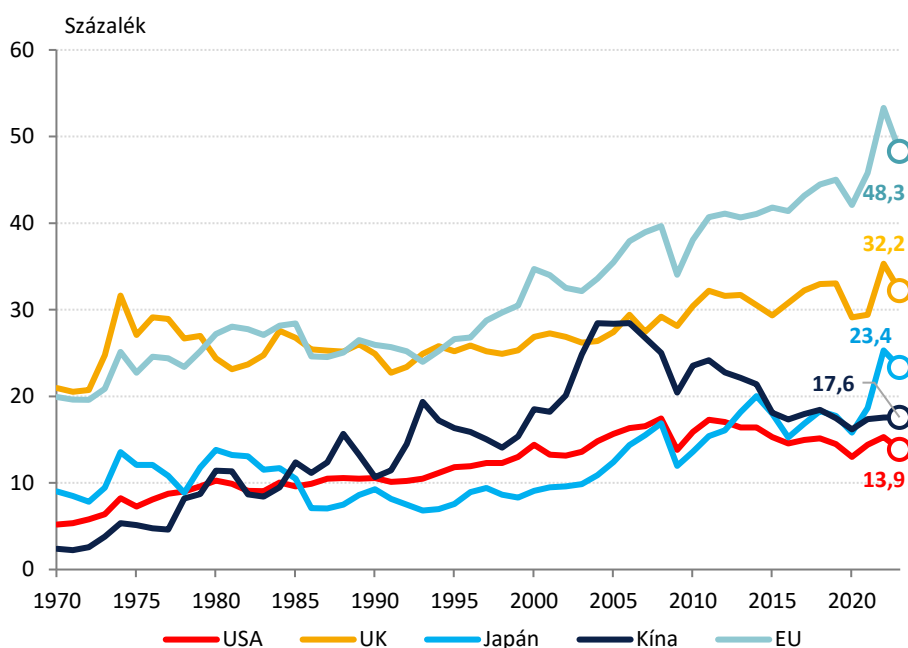
Forrás: KSH, MNB

6.2. Kiemelt téma: Az emelkedő nemzetközi vámok hatásai

A nemzetközi külkereskedelmi kapcsolatokban alapvető változást eredményezhet az amerikai kormányzat által tervezett és bejelentett vámok bevezetése. A vámok bevezetésével kapcsolatos célként az amerikai adminisztráció elsősorban az egyes gazdaságokkal szembeni bilaterális külkereskedelmi hiány és ezzel a folyó fizetési mérleg hiány csökkentését, valamint a hazai iparágak megerősítését jelöli meg. Ezen felül a védővámok célja lehet az is, hogy a tervezett adócsökkentések költségvetési hatásait ellensúlyozzák a magasabb, vámokból származó bevételekkel. A vámok bevezetésével, mértékével és hatásaival kapcsolatban erősek a bizonytalanságok. A tervezett vámok köre, mértéke és időpontja több alkalommal változott a bejelentések során, a végső hatásokat pedig erőteljesen befolyásolják a kereskedelmi partnerek válaszlépései. Elemzésünkben a vámokkal várhatóan érintett külkereskedelmi kapcsolatok és áruk mértékét és jellemzőit ismertetjük, valamint a nemzetközi elemzők első becsléseit a vámok várható makrogazdasági hatására, amelyeket természetesen erős bizonytalanság övez a fent említett okokból.

Az Egyesült Államokban nemzetközi összevetésben alacsony az import súlya (6-7. ábra), 2023-ban az éves GDP-nek mindössze a 13,9 százalékát tette ki az import. Ugyanez az arány a Kína esetében 17,6 százalék, Japán esetében 23,4 százalék, míg a teljes EU esetében 48,3 százalék volt. Mindezzel együtt az USA fontos célszámja a világ vezető exportőreinek: 2023-ban a globális áruexport 13,2 százaléka az Egyesült Államokba irányult. Az USA külkereskedelmi egyenlege negatív, 2024-ben a GDP 3,1 százalékát tette ki a hiány. Összehasonlítva más fejlett gazdaságokkal, az Egyesült Államok esetében mért külkereskedelmi deficit magasnak számít: Franciaországban a GDP 0,7 százalékát, míg az Egyesült Királyságban 1,0 százalékát tette ki a külkereskedelmi deficit. Az USA esetében a hiány az áruexport esetében jelentkezik, míg a szolgáltatásoknál a GDP 1,0 százalékát kitevő szufficit látszik 2024-ben.

6-7. ábra: Az import GDP-hez viszonyított aránya



Forrás: Világbank

Mivel a vámok csak az árukereskedelmet érintik, érdemes megvizsgálni, hogy az USA árukereskedelmi hiánya milyen országokkal szemben és milyen termékek körében jelentkezik. Az Egyesült Államok legfontosabb árukereskedelmi partnere az EU, a két gazdaság közötti árukereskedelmi forgalom az USA GDP-jének közel 3,8 százalékát tette ki 2024-ben (6-1. táblázat). Az árukereskedelmi deficit ugyanakkor az alacsonyabb árukereskedelmi forgalommal jellemezhető USA-Kína relációban a legnagyobb (a GDP 1,0 százaléka). Jelentős volt a hiány ezen kívül Mexikóval (-0,6 százalék) szemben is, ugyanakkor Kanada esetében az érték nem kiugróan magas (-0,2 százalék).

6-1. táblázat: Az Egyesült Államok áruegyenlege az USA saját GDP-jének arányában (2024)

Helyezés	Partner	Áruexport (%)	Áruimport (%)	Árukereskedelmi egyenleg (%)
	Világ	7,1	11,2	-4,1
1.	Kína	0,5	1,5	-1,0
2.	EU	1,5	2,3	-0,8
3.	Mexikó	1,1	1,7	-0,6
4.	Vietnám	0,0	0,5	-0,4
5.	Tajvan	0,1	0,4	-0,3
6.	Japán	0,3	0,5	-0,2
7.	Dél-Korea	0,2	0,5	-0,2
8.	Kanada	1,2	1,4	-0,2
9.	India	0,1	0,3	-0,2
10.	Thaiföld	0,1	0,2	-0,2

Megjegyzés: Az USA egyes országokkal szembeni külkereskedelmi áruhiányának nagysága szerinti sorrendben.

Forrás: USITC, FRED

A nagyobb termékcsoportok alapján elmondható, hogy a Kína által dominált feldolgozott termékek, valamint a gépek és elektromos eszközök esetében a legjelentősebb a deficit (6-2. táblázat). Európa súlya a vegyipari és gyógyszeripari termékek körében a legnagyobb, ami a globálisan is versenyképes európai gyógyszercegeknek köszönhető. Az európai gazdaságok és hazánk szempontjából fontos a gépek, elektromos eszközök és közúti járművek amerikai exportja, azonban ezek körében az EU-val szemben mért amerikai hiány mértéke jelentősen elmarad Kínától és Mexikótól. Kanada esetében az energiahordozók körében látszik a legnagyobb deficit, a többi termék esetében összességében többletes az USA árumérlege.

6-2. táblázat: Az Egyesült Államok áruegyenlege az országok és termékcsoportok szerint (2023)

Milliárd USD	Energia	Vegyí anyagok, gyógyszerek	Feldolgozott termékek	Gépek, elektromos eszközök	Közúti járművek	Egyéb	Összesen
Kína	19,5	4,1	-156,9	-186,6	-8,7	28,4	-300,2
EU	63,5	-94,7	-59,1	-80,3	-42,3	-7,2	-220,0
Mexikó	20,1	27,9	-18,3	-71,5	-101,4	-13,5	-156,8
Vietnám	0,2	1,1	-51,1	-57,2	-0,9	-1,2	-109,1
Kanada	-103,3	7,7	-0,7	35,3	0,1	-15,9	-76,8
Japán	11,3	0,2	-7,5	-45,9	-48,1	14,5	-75,4
Dél-Korea	12,3	-4,7	-9,7	-27,3	-34,5	8,9	-54,9
Tajvan	6,5	0,3	-12,2	-47,1	-2,9	5,3	-50,1
India	5,9	-11,1	-27,8	-14,1	-1,8	1,8	-47,2
Thaiföld	2,8	0,5	-12,9	-30,2	-1,0	-2,2	-43,0
Világ	56,5	-66,2	-448,1	-508,3	-226,1	42,1	-1149,9

Megjegyzés: Az egyes mezők az USA adott sorban szereplő partnereivel szembeni egyenlegét mutatja az oszlophoz tartozó termékcsoportban.

Forrás: UNCTAD

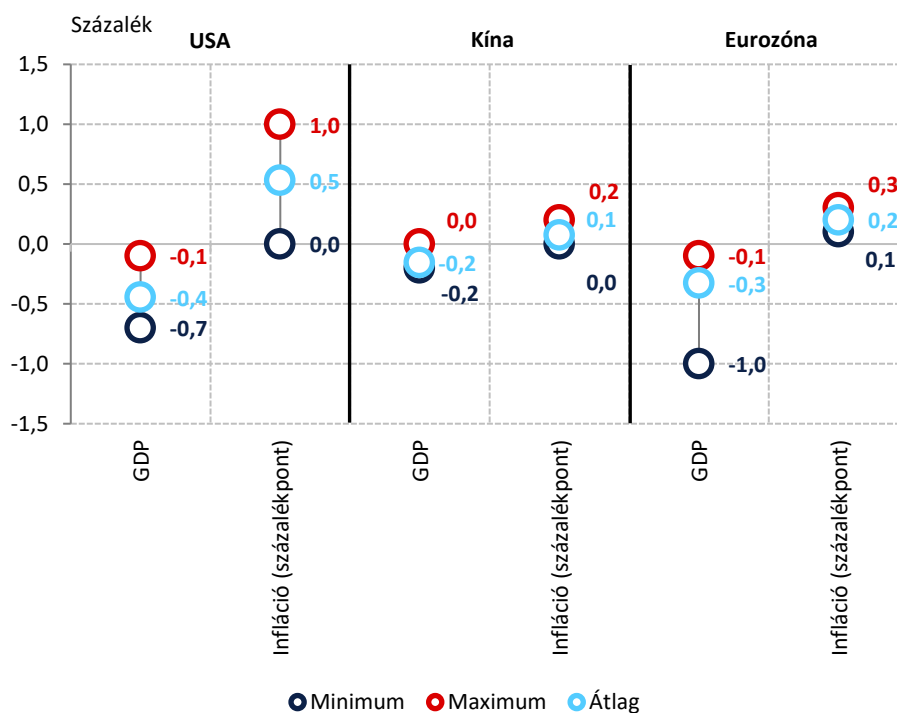
Az első Trump-adminisztráció által 2017-2018 között kivetett vámok hatása mérsékelt volt. Ennek oka az lehetett, hogy a mostaniakkal ellentétben ezek az intézkedések célzottan, bizonyos iparágakat és termékeket érintettek: első körben a napelemeket és mosógépeket, majd az acélt és alumíniumot. Fontos különbség továbbá, hogy ezeket több hullámban

vezették be és számos ország átmeneti mentességet kapott. A vámok első hulláma mögött azonosítható és kifejezett cél volt a hazai energetikai szektor és ipar védelme.

Az eddig bejelentett új intézkedések az egyes országokkal szemben kevésbé célzottak, az importált áruk szélesebb körére vonatkoznak. Kanadával és Mexikóval szemben az áruk széles körére vonatkozó 25 százalékos többletvám lépett életbe márciustól, míg az EU-val kapcsolatban elhangzott tarifák esetében sem a bevezetés idejére, sem az érintett termékek körére vonatkozóan nem ismertek konkrétumok. Kína esetében két lépésben 20 százalékpontos vámemelés került bevezetésre, valamint márciustól minden partnerországgal szemben az acélra és alumíniumra kivetett 25 százalék lépett életbe. A vámokra válaszul Kína megemelte az amerikai LNG-re, mezőgazdasági gépekre, valamint mezőgazdasági és élelmiszeripari termékekre vonatkozó importvámokat, Kanada pedig válaszlépésként összességében 100 milliárd dollár értékű amerikai importra tervezi 25 százalékos vám kivetését. Az EU az Európai Bizottság tájékoztatása szerint április közepétől összesen 26 milliárd értékű amerikai importra vet ki vámokat. A tervezett intézkedések historikus összevetésben is érdemi emelkedést jelentenének az amerikai importvámok átlagos szintjében. A Bloomberg számításai alapján még a legenyhébb forgatókönyv megvalósulása is a 60-as évek közelébe, míg a vizsgált legnagyobb emelés egészen a múlt század első évtizedének szintjére emelné az átlagos vámszintet az Egyesült Államokban.

Az intézményi és elemzői előrejelzések alapján az USA-ban és az exportőröknél is negatív GDP-hatás érvényesülhet rövid távon (6-8. ábra). Az exportőrök esetében a vámok emelkedése a termékek relatív árának emelkedésével jár az amerikai gyártókkal szemben, ami az exportáló gazdaság szempontjából reálárfolyam felértékelődést jelent. Ennek közvetlen hatása a visszaeső kereslet miatt csökkenő exportpiaci részesedés. Az export és a GDP visszaesését fokozza a közvetlen, beszállítói láncokon keresztül érvényesülő hatás. A vámot kivető ország esetében megdrágulnak a fogyasztási cikkek és a termelés során felhasznált közbenső javak, ami így a fogyasztás és termelés visszaesésével csökkenő GDP-t és magasabb inflációt jelent. A kedvezőtlen hatásokat középtávon mérsékelheti, ha az érintett termékek esetén a fogyasztók árrugalmatlanok és az áremelkedés hatására csak kis mértékben csökken az adott termék kereslete. A korábban kivetett vámok esetében megfigyelhető gyakorlat volt a vámok elkerülése egy harmadik ország közbeiktatásával. Ugyanakkor a vámok szintjének tartós emelkedése a termelési és beszállítói láncok átalakulásával járhat: a tőke és a termelés a célországhoz közelebb települhet, az exportőrök pedig új piacok felé orientálódhatnak.

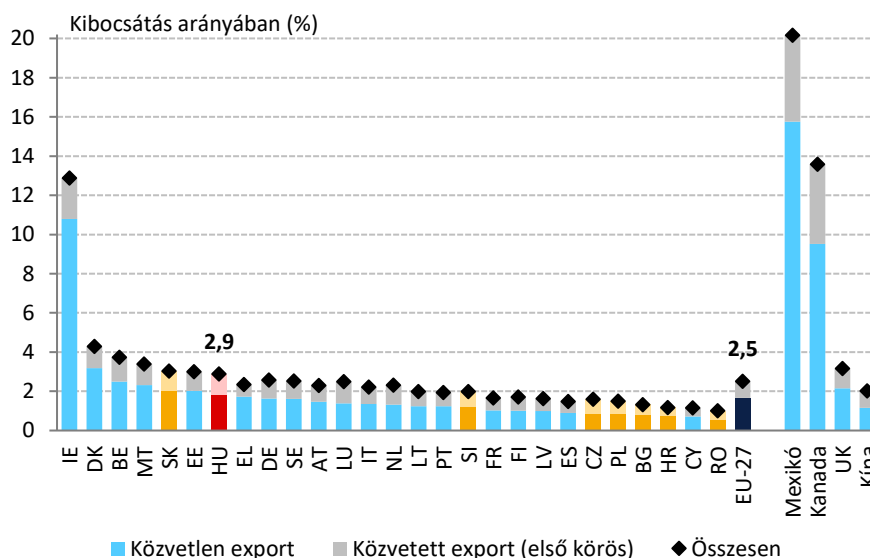
6-8. ábra: A vámok várható hatása a GDP és az infláció idei alakulására az intézményi és befektetői előrejelzések alapján



Forrás: IMF, Tax Foundation, Bundesbank, Oxford Economics, S&P Global, Fitch, PIIE, Barclays, DB, Capital Economics, Boston Fed, Goldman Sachs, JP Morgan, Citi, ECB

Az emelkedő vámok a hazai gazdaságra közvetve a beszállítói láncokon keresztül is hatnak. A hazai kibocsátást a vámok nemcsak közvetlenül, hanem közvetve is érintik. Egyrészt a kínai, mexikói és kanadai kereskedelmi kapcsolatokon keresztül, másrészt a hazai exportálók beszállítói felé is lecsökkenhet a kereslet. Magyarország a teljes hazai kibocsátás közel két százalékát exportálja közvetlenül az USA-ba. Amennyiben a termelési láncokon keresztül figyelembe vesszük a beszállító ágazatok első körös közvetett exportját is, akkor további egy százalékponttal magasabb a vámokkal érintett hazai kibocsátás mértéke (6-9. ábra). Ezzel a hazai kibocsátás amerikai exportkivettsége (2,9 százalék) kis mértékben meghaladja az EU átlagát (2,5 százalék), és összességében a hetedik legnagyobb az EU gazdaságai közül.

6-9. ábra: Kiemelt országok kibocsátásának közvetlen és közvetett exportja az Egyesült Államokba (2020)

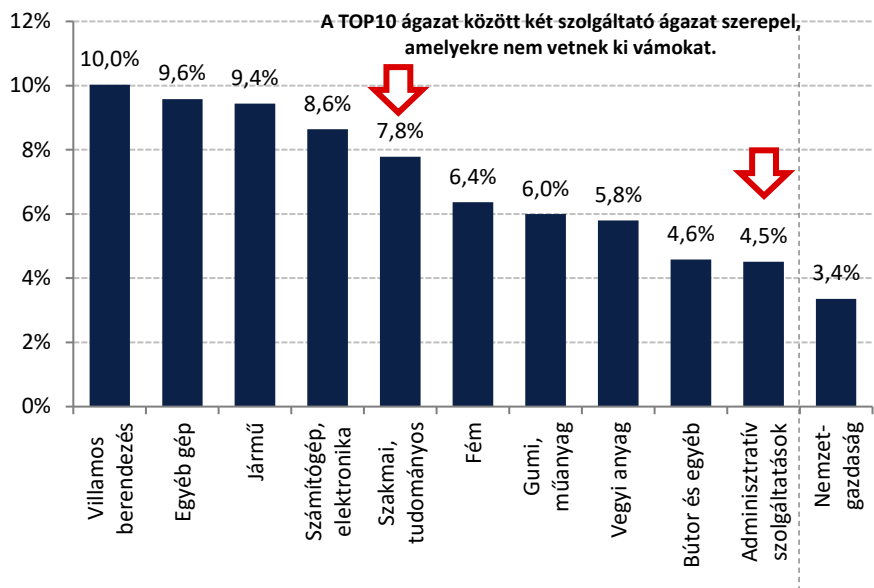


Megjegyzés: Közvetett kapcsolatokra 2020. évi a legfrissebb elérhető adat. A közvetett kivettség az Európai Unió (beleértve a magyar ágazatokat is), Kínán, Kanadán, Mexikón és Nagy-Britannián keresztül becsült első körös kereskedelmi kapcsolatok alapján.

Forrás: OECD alapján MNB-számítás

A hazai GDP alakulása szempontjából releváns ágazati hozzáadott értéket tekintve jelentősen eltér az egyes hazai ágazatok kivettsége (6-10. ábra). Ha a magyar ágazatok hozzáadott értékét vizsgáljuk az amerikai végső felhasználásban, akkor a leginkább kivettségű ágazatok között szerepel az akkumulátorgyártást is magában foglaló villamos berendezések gyártása (10,0 százalék) és a hazai iparban legnagyobb súlyú járműgyártás (9,4 százalék). Ezen kívül jelentős az egyéb gépek (9,6 százalék), a számítógép és elektronikai termékek (8,6 százalék) érintettsége is. A hozzáadott értéket tekintve tíz legnagyobb kivettségű ágazat között két szolgáltató ágazat is szerepel: a tanácsadói tevékenységeket magában foglaló szakmai és tudományos szolgáltatások ágazat (7,8 százalék), illetve az adminisztratív tevékenységek ágazat (4,5 százalék) is.

6-10. ábra: Magyar ágazatok hozzáadott értéke az amerikai végső felhasználásban (2020)



Megjegyzés: Az ágazati hozzáadott érték arányában.

Forrás: OECD alapján MNB-számítás

Hazánk kis nyitott gazdaság, így a nemzetközi kereskedelem elé állított ár (vám) és nem árjellegű akadályok érdemben befolyásolják a növekedési pályát. A nemzetközi elemzések megerősítik a vámok negatív növekedési és inflációemelő hatását. Ugyanakkor a termékek mérsékelt helyettesíthetősége, a termelési láncok regionális átszervezése középtávon tompíthatja a tarifák emelésének következményeit.

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 lakossági fogyasztás, beruházás és nettó megtakarítások alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában	16
1-9. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	17
1-10. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	17
1-11. ábra: A munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása	19
1-12. ábra: Az üres álláshelyek számának éves változása a versenyszférában	19
1-13. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében	20
1-14. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása	20
2-1. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	23
3-1. ábra: A GDP növekedése a világ meghatározó gazdaságaiban	28
3-2. ábra: A világ ipari termelése és a világkereskedelem alakulása	29
3-3. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	29
3-4. ábra: Nyersanyagárak alakulása	30
3-5. ábra: Globálisan meghatározó jegybankok mérlegfőösszegének alakulása	30
3-6. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régiókban	31
3-7. ábra: A 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása	32
3-8. ábra: A GDP negyedéves változása 2024. negyedik negyedévben az Európai Unió országaiban	33
3-9. ábra: A GDP éves változásának felhasználás oldali dekompozíciója	33
3-10. ábra: A GDP éves változásának termelés oldali dekompozíciója	34
3-11. ábra: A hazai ipari termelés éves változásának ágazati felbontása	35
3-12. ábra: A teljes vállalati és a háztartási szektor hitelállományának éves változása	35
3-13. ábra: Lakáspiaci tranzakciók száma településtípusonként	36
3-14. ábra: A munkaerőpiaci aktivitás éves változásának felbontása	37
3-15. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása	37
3-16. ábra: A bruttó átlagkeresetek éves változása a nemzetgazdaságban	38
3-17. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv és az ipari kapacitáskihasználtság	39
3-18. ábra: A világpiaci élelmiszerárak alakulása	40
3-19. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása	40
3-20. ábra: Az infláció dekompozíciója	41
3-21. ábra: A fogyasztói árak havi árváltozásának alakulása üzemanyagok és szabályozott árak nélkül	41
3-22. ábra: Az inflációs alapmutatók	41
3-23. ábra: Az iparcikkek havi árváltozásának alakulása	42
3-24. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása	42
3-25. ábra: Lakossági inflációs érzékelés és várakozás egyenlegmutatójának alakulása	43
3-26. ábra: Gazdaságilag aktívák inflációs várakozásának alakulása	44
3-27. ábra: A piaci szolgáltatások februári inflációja és az elmúlt évtized átlagos éves áremelkedése	44
3-28. ábra: A piaci szolgáltatások havi áremelkedése	45
3-29. ábra: Piaci szolgáltatások részétételeinek éves árváltozása (2025. február)	46

3-30. ábra: Munkaintenzív és kevésbé munkaintenzív szolgáltatások inflációja	46
3-31. ábra: Élelmiszerár-ciklusok hossza és az áremelkedés mértéke	47
3-32. ábra: A FAO élelmiszer alapanyagár-indexének megbontása	48
3-33. ábra: Élelmiszerinfláció érzékenysége a nemzetközi tényezőkre a régió országaiban.....	48
3-34. ábra: Az árréskorlátozásban érintett élelmiszerek árváltozása.....	49
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	50
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	50
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya.....	51
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása	51
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	51
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába	52
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegmensben	52
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje.....	53
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben.....	53
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	54
5-2. ábra: A 2024-es folyó fizetési mérleg alakulása az EU-ban	54
5-3. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása	55
5-4. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint	55
5-5. ábra: A GDP-arányos adósságmutatók alakulása	55
5-6. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	56
5-7. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása	57
5-8. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása.....	58
5-9. ábra: A kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege.....	59
5-10. ábra: A bruttó eredményszemléletű kamatkiadások szerkezetének alakulása	59
5-11. ábra: A bruttó áfabevételek változása az előző év azonos időszakához viszonyítva.....	60
5-12. ábra: Az államadósság várható alakulása	61
6-1. ábra: A 2024-es inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések	62
6-2. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések.....	63
6-3. ábra: A 2024-es GDP növekedésre vonatkozó MNB-s és piaci előrejelzések.....	63
6-4. ábra: A 2024-es GDP felhasználás oldali dekompozíciójára vonatkozó MNB-előrejelzések	64
6-5. ábra: A versenyszféra 2024-es létszámindexre vonatkozó MNB-előrejelzések	65
6-6. ábra: A versenyszféra 2024-es bérindexre vonatkozó MNB-előrejelzések	65
6-7. ábra: Az import GDP-hez viszonyított aránya	66
6-8. ábra: A vámok várható hatása a GDP és az infláció idei alakulására az intézményi és befektetői előrejelzések alapján.....	68
6-9. ábra: Kiemelt országok kibocsátásának közvetlen és közvetett exportja az Egyesült Államokba (2020)	69
6-10. ábra: Magyar ágazatok hozzáadott értéke az amerikai végső felhasználásban (2020).....	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: Az intézkedések költségvetési hatása.....	18
1-5. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	21
1-6. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	22
5-1. táblázat: A GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg alakulása	56
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	58
5-3. táblázat: Az újonnan bejelentett adóintézkedések költségvetési hatása	60
6-1. táblázat: Az Egyesült Államok áruegyenlege az USA saját GDP-jének arányában (2024)	67
6-2. táblázat: Az Egyesült Államok áruegyenlege az országok és termékcsoportok szerint (2023)	67

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 emelhesék, 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. március

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1013 BUDAPEST, KRISZTINA KÖRÚT 55.