



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2025
SZEPTEMBER



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2025
SZEPTEMBER

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Farkas Milán

1054 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8766 (on-line)

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

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

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

A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2025. szeptember 18-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	23
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	30
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	35
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése	35
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése	42
3.3. Munkaerőpiaci folyamatok	48
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	50
3.5. Költségek és infláció	51
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	58
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	58
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	62
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	64
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	64
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	66
5.3. Költségvetési folyamatok	68
Ábrák és táblázatok jegyzéke	72

Keretes írások jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink	13
1-2. keretes írás: Az alacsony hazai beruházási aktivitás hatása a hazai tőkeképződésre	19
1-3. keretes írás: A mezőgazdasági teljesítmény várható alakulása	21
1-4. keretes írás: Munkaerőpiaci alkalmazkodás és bérfolyamatok	25
3-1. keretes írás: Az USA-EU vámmegállapodás hatása a Magyarországon működő vállalatok konjunktúraérzetére	41
3-2. keretes írás: A hazai ipar teljesítménye a régiós versenytársakhoz képest	45
3-3. keretes írás: A globális és hazai élelmiszerár-ciklus alakulása	54
4-1. keretes írás: A forint befektetések nemzetközileg is kiemelkedő hozama hozzájárul a stabilan magas megtakarítási rátához	60

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 elmúlt hónapokban megkötött kereskedelmi megállapodások hatására a globális konjunktúrakilátások némileg javultak, ugyanakkor a hazánk számára legfontosabb külkereskedelmi partner, Németország gazdasági növekedése továbbra is visszafogott.

2025 második negyedében az Egyesült Államokban 2,1 százalékos, Kínában pedig 5,2 százalékos bővülést regisztráltak az előző év azonos időszakához képest. Az Európai Unió GDP-je éves összevetésben 1,6 százalékkal emelkedett. Hazánk legfontosabb külkereskedelmi partnere, Németország gazdasági teljesítménye 0,2 százalékkal bővült. Az elmúlt hónapok során megkötött megállapodások mérséklék az amerikai vámintézkedések reálgazdasági hatásával kapcsolatos bizonytalanságot. Ugyanakkor a folytatódó orosz-ukrán háború és az általánosan feszült geopolitikai helyzet továbbra is kiemelt kockázati tényező.

A globális inflációs folyamatok vegyes képet mutatnak.

Az adatot már publikáló OECD tagországok több mint felében a jegybanki célokat meghaladó inflációs rátákat regisztráltak augusztusban. Az Egyesült Államokban 2,9 százalékra emelkedett az infláció, Kínában pedig 0,4 százalékkal csökkentek a fogyasztói árak éves összevetésben. Az infláció augusztusban az eurozónában 2,0 százalékon alakult, míg a tagországok inflációs rátái mintegy 6 százalékpontos sávban szóródtak. A fogyasztóiár-index a régiós országok közül Romániában jelentősen, 9,9 százalékra nőtt, míg Lengyelországban (2,9 százalék) és Csehországban (2,5 százalék) némileg a jegybanki célok felett alakult.

Az Európai Központi Bank (EKB) nem módosított irányadó rátájának szintjén az elmúlt hónapokban, míg a Federal Reserve (Fed) 25 bázispontos kamatcsökkentést hajtott végre szeptemberben.

Az EKB júliusi és szeptemberi kamatdöntő ülésén az irányadó betéti rátát 2,0 százalékon tartotta. Az euroövezetben az infláció az elmúlt időszakban a jegybank 2 százalékos inflációs céljával összhangban alakult, ugyanakkor a maginfláció némileg meghaladta azt. A jegybanki kommunikáció alapján a döntéshozók jelenleg kívánnak. A jövőbeni monetáris politikai döntéseket a beérkező adatok alapján, ülésről ülésre hozzák meg és nem köteleződik el előre konkrét kamatpálya mellett.

A Fed az irányadó ráta célsávját júliusi kamatdöntő ülésén változatlanul, 4,25–4,50 százalékon tartotta, majd szeptemberben 25 bázispontos kamatcsökkentést hajtott végre. A jegybank elnöke a szeptemberi kamatdöntést követő sajtótájékoztatóján kiemelte, hogy a hangsúly a Fed kettős mandátumának munkaerőpiaci oldalára tolódott. A döntéshozók szeptemberi előrejelzésének mediánja alapján az idei évben további kamatcsökkentésekre kerülhet sor.

A kamatpályákra vonatkozó piaci árazások az Egyesült Államokban és az eurozónában eltérően alakultak. A kedvezőtlen amerikai munkaerőpiaci adatok mellett a Fed várt kamatpályája lefelé tolódott. Egyes döntéshozói megszólalások, illetve a következő Fed-elnök irányultságával kapcsolatos találgatások következtében a kamatvárakozásokat az átlagosnál nagyobb változékonyság jellemezte. Eközben az EKB esetében a kedvezőbbé váló konjunktúrakilátások mellett a piac által várt kamatpálya felfelé tolódott, az árazások nem jeleznek további kamatcsökkentést az idei évre vonatkozóan.

A régióban a lengyel jegybank júliusi és szeptemberi kamatdöntő ülésén is 25–25 bázispontos kamatcsökkentést hajtott végre, aminek következtében az alapkamat 4,75 százalékra csökkent. A cseh jegybank nem módosított az alapkamat 3,5 százalékos szintjén, miközben a román jegybank irányadó rátájának 6,5 százalékos szintje sem változott az elmúlt hónapok során.

Az elmúlt negyedévben a nemzetközi befektetői hangulat összességében javult.

A nemzetközi pénzpiacok a kereskedelmi és geopolitikai fejleményekre ugyanakkor továbbra is érzékenyen reagálnak. Az Európai Unió és az Egyesült Államok között július végén létrejött kereskedelmi megállapodás mérsékelte a globális pénzügyi

piaci bizonytalanságot. Ugyanakkor a Kína és az Egyesült Államok közötti tárgyalások határideje augusztus közepétől ismét kitolódott 90 nappal, ami továbbra is bizonytalan nemzetközi környezetet okoz. Az időszak során egyeztetések történtek az orosz-ukrán háború lezárásával kapcsolatban, amit a piaci szereplők kedvező fejleményként értékeltek, ugyanakkor a kilátásokat továbbra is érdemi bizonytalanság övezi.

Az olaj világpiaci ára a júniusi jelentős emelkedést követően mérséklődött, és az elmúlt hónapokban jellemzően a 70 dolláros szint alatt alakult. Az olajárak csökkenését támogatta az OPEC+ országok szeptembertől életbe lépő döntése a kitermelés növeléséről. Eközben a június közepi szintekhez képest a gázárak is érdemben csökkentek. Ugyanakkor az általánosan feszült geopolitikai helyzetben az energiaiimportra vonatkozó esetleges vámbejelentések továbbra is kockázatot jelentenek.

A forint az időszak során összességében mintegy 3 százalékkal erősödött az euróval szemben, míg a hazai állampapírhozamok vegyesen alakultak az elmúlt negyedév során.

A régiós devizák közül a cseh korona közel 2 százalékkal értékelődött fel, míg a lengyel zloty és a román lej euróval szembeni árfolyama nem változott érdemben az időszak során. A forint erősödését a nemzetközi folyamatok következtében élénkülő kockázatvállalási hajlandóság, illetve a hazai monetáris politika szigorú üzenetei is támogatták. A magyar állampapírpiaci hozamgörbe rövid és hosszú végén csökkentek, míg a középső szakaszán enyhén emelkedtek a hozamok.

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

Augusztusban az infláció az előző hónaphoz hasonlóan 4,3 százalékon alakult, a maginfláció pedig 3,9 százalékra mérséklődött. A hatósági és az önkéntes árkorlátozó intézkedések jelentős inflációmérséklő hatással bírtak, ugyanakkor ezen körön kívül továbbra is erős vállalati átárázások figyelhetők meg. Az árkorlátozások hatásától szűrve az iparcikkek és a piaci szolgáltatások esetében is élénk volt az áremelkedés. Az élelmiszerinflációt az árréskorlátozás bevezetésének mérséklő hatása, valamint a világpiaci folyamatok begyűrűzése határozza meg. Összességében az előző hónaphoz viszonyított árváltozások mértéke az inflációs kosár esetében enyhén a historikus átlag felett, a maginfláció esetében pedig annak megfelelően alakult augusztusban. A lakossági inflációs várakozások enyhén csökkentek, de továbbra is magas szinten tartózkodnak. Mindezek mellett az év eleje óta összességében erősödő forint kedvező hatásai egyre inkább megjelennek a feldolgozóipari termelői árakban és az importárakban.

Az infláció az év hátralévő részében várhatóan továbbra is a toleranciasáv felett alakul. Az áremelkedés üteme 2026 elején mérséklődhet tartósan a toleranciasávba és 2027 elején érheti el a 3 százalékos inflációs célt. Éves átlagban idén a júniusi előrejelzéshez képest némileg alacsonyabban, 4,6 százalékon, 2026-ban pedig kissé magasabban, 3,8 százalékon alakulhat a fogyasztóiár-index. 2027-ben 3,0 százalékos infláció várható.

2025 második negyedévében is visszafogott maradt a hazai gazdasági növekedés. A harmadik negyedévtől folytatódhat a konjunktúra fokozatos helyreállása, amit lassíthat a mezőgazdasági kibocsátás aszályal összefüggő csökkenése.

A magyar gazdaság 2025 második negyedévében éves összevetésben 0,1 százalékkal, míg az előző negyedévhez képest 0,4 százalékkal bővült. A hazai reálgazdasági folyamatokat a második negyedévben is kettősség jellemezte: a GDP növekedését elsősorban a lakossági fogyasztás élénk bővülése okozta, miközben a beruházások csökkenése folytatódott. Az elhúzódoan mérsékelt konjunktúra mellett a munkaerőpiaci feszesség oldódott, ugyanakkor a munkanélküliségi ráta változatlanul historikusan alacsony. A bérdinamika lassuló trendje folytatódott 2025 első felében.

A harmadik negyedév magas frekvenciás adatai az éves alapú növekedés enyhe gyorsulására utalnak. Az ágazatokat jellemző kettősség a harmadik negyedévben is fennmaradhat: a kiskereskedelmi forgalom növekedése júliusban is folytatódott, míg az ipari termelés kismértékben visszaesett éves összevetésben. A bizonytalan világpiaci környezet szűkíti az ipari termékek exportját. Az idei év hátralévő részében ugyanakkor a gazdaság lassú élénkülése várható, amit az erős fogyasztásnövekedés mellett a fokozatosan normalizálódó külső konjunktúra támogathat. Az aszály miatt a mezőgazdaság teljesítménye visszaesik az idei évben, így összességében a júniusi előrejelzésnél lassabban, 0,6 százalékkal bővíülhet a hazai GDP 2025-ben.

Jövő évtől mind belső, mind külső tényezők támogatják a növekedés élénkülését. Az erős fogyasztásdinamika a teljes előrejelzési horizonton a növekedés fontos tényezője marad, amit az emelkedő reálbérek és a kormányzati intézkedések

egyenként támogatnak. Az elmúlt évek kapacitásbővítő beruházási projektjei fokozatosan megkezdik a termelést. Az európai konjunktúra élénkülésével és az új kapacitások termelésének felfutásával az előrejelzési horizonton az export eddigénél gyorsabb bővülése és hazánk exportpiaci részesedésének emelkedése várható. A magyar GDP a következő években a júniusi előrejelzéssel megegyező ütemben, 2026-ban 2,8 százalékkal, 2027-ben pedig 3,2 százalékkal bővülhet.

A hazai hitelezést továbbra is kettősség jellemzi: a háztartási hitelezés élénkülése folytatódott, míg a vállalati szegmensben nem történt érdemi fordulat.

A teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya 10,5 százalékkal bővült éves összehasonlításban a második negyedév végére. A hitelintézetek által 2025. második negyedévben szerződött lakáshitelek értéke az előző év azonos – magas bázist jelentő – időszakához képest 13 százalékkal bővült, a személyi hitelek kibocsátása pedig 34 százalékkal volt magasabb. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok a lakáshitelek iránti kereslet további erősödésére számítanak az Otthon Start program indulásának köszönhetően, emellett a fedezett fogyasztási hitelezésben is keresletélénkülést várnak. Az Otthon Start program hatására – jelentős bizonytalanság mellett – érdemben emelkedhet a háztartások hitelállománya, így az éves növekedés 2025 végén 17–20 százalék, 2026 folyamán pedig 18–22 százalék lehet.

A teljes vállalati hitelállomány éves növekedése 3,0 százalékot tett ki 2025 második negyedévének végén. A mikro-, kis- és középvállalkozások hitelállománya 2,4 százalékkal növekedett éves összehasonlításban. A bankok hitelezési kapacitása bőséges, általános kínálati korlátok nem azonosíthatók, a vállalati hitelezés aktuális visszafogottsága elsősorban a bizonytalan gazdasági kilátásokból származó mérsékelt hitelkeresletből fakad. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok a második negyedévben is a kereslet mérséklődését érzékelték, ami várhatóan 2025 második felében sem fordul növekedésbe. A bankok a hosszú lejáratú, beruházási hitelkereslet tekintetében további visszaesésre számítanak. Az MNB előrejelzése szerint a vállalati hitelállomány 2025-ben és 2026-ban is 2,0 százalékkal bővülhet.

A folyó fizetési mérleg többlete 2025 egészében átmenetileg enyhén mérséklődik, majd a következő években fokozatosan emelkedik.

Az élénkülő belső kereslettel párhuzamosan emelkedő import hatására 2025 egészében átmenetileg enyhén mérséklődik a folyó fizetési mérleg többlete. 2026 elejétől azonban az erősödő külső kereslettel és az új beruházások termelésének felfutásával az export bővül, ami a külkereskedelmi többlet emelkedését, és ezzel a külső egyensúlyi pozíció fokozatos javulását eredményezi. Mindezek hatására a folyó fizetési mérleg többlete 2025-ben a GDP 1,3 százaléka, 2026-ban 1,4 százaléka, 2027-ben pedig 1,6 százaléka körül, a júniusi előrejelzéshez képest kissé alacsonyabban alakulhat.

A költségvetési hiány csökkenése várható.

A jegybank előrejelzése szerint a 2024-es 4,9 százalékos GDP-arányos értékhez képest a költségvetési hiány 2025-ben tovább csökkenhet az állami kamatkiadások fokozatos mérséklődése mellett. A nyár folyamán bejelentett kormányzati intézkedések 2025-ben várhatóan még mérsékelt hatnak a költségvetésre, 2026-tól azonban már megemelkedhet hiánynövelő hatásuk. Az elsődleges egyenleg a teljes előrejelzési horizonton egyensúlyközeli szinten alakulhat, így a hiány a bruttó állami kamatkiadásokkal párhuzamosan fokozatosan mérséklődik. Az államadósság 2025. évi csökkenését az előirányozottnál magasabb várható pénzforgalmi hiány, valamint a visszafogott gazdasági bővülés is nehezíti. Ugyanakkor a hiány várható fokozatos mérséklődésével az előrejelzési horizont végére ismét csökkenhet a GDP-arányos adósságráta.

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

A Monetáris Tanács a szeptemberi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív kockázati forgatókönyvet emelt ki. A fogyasztás gyorsabb bővülését feltételező alternatív pálya az alappályához képest magasabb növekedési és inflációs pályával számol. A geopolitikai feszültségek éleződését előrevetítő forgatókönyv az alappályánál visszafogottabb gazdasági növekedéssel és magasabb inflációval konzisztens. Az elhúzódóan gyenge európai konjunktúrával számoló scenárió az alappályához képest alacsonyabb növekedési és inflációs pályával áll összhangban. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scenárióként a kereskedelempolitikai konfliktusok újbóli fokozódását, a geopolitikai feszültségek oldódását, a lassabban csökkenő inflációs várakozásokat, az inflációs várakozások vártnál gyorsabb csökkenését és a munkaerőpiaci feszesség gyorsabb oldódását feltételező forgatókönyveket tárgyalta.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

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

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

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

² Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

³ A GDP arányában.

⁴ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

⁵ MNB-becslés.

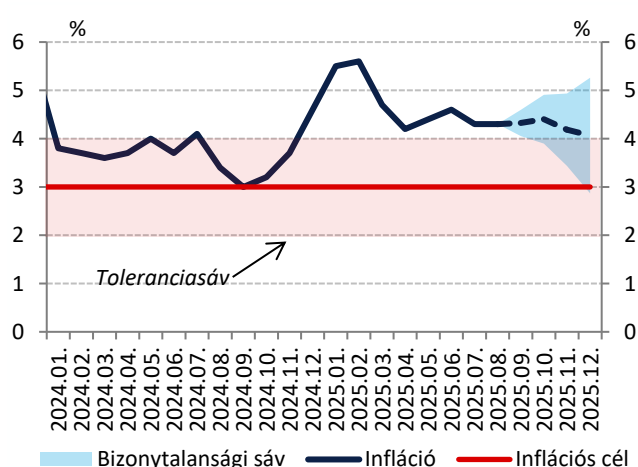
⁶ 2024-re figyelembe vettük a GDP szerinti külkereskedelmi adatokat.

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

1.1. Inflációs előrejelzésünk

2025 augusztusában az infláció a korábbi várakozásainkkal összhangban 4,3 százalék volt, míg a maginfláció 3,9 százalékra mérséklődött. Az árkorlátozó intézkedések rövid távon érdemi inflációmérséklő hatással bírnak. Az év hátralévő részében várhatóan a toleranciasáv felett marad az infláció, így 2025-ben átlagosan 4,6 százalékos fogyasztói áremelkedésre számíthatunk. A kötelező és önkéntes árkorlátozások 1,1 százalékponttal mérsékelhetik az idei átlagos inflációt, amit részben ellensúlyozhat más termékek keresztárázása. 2026-ban az élénk fogyasztási kereslet növelheti a vállalatok árazási mozgásterét, az árkorlátozó intézkedések kivezetésének áremelő hatása pedig szintén a jövő évben jelentkezhet. Ezek inflációs hatásait a kiszámítható, alacsony ingadozású forintárfolyam és a szigorú monetáris politika ellensúlyozza az előrejelzési horizonton. Az áremelkedés üteme 2026 elején mérséklődhet tartósan a toleranciasávba, és 2027 elején érheti el a 3 százalékos inflációs célt. Az infláció éves átlaga jövőre 3,8 százalékra és 2027-ben 3,0 százalékra csökkenhet.

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



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

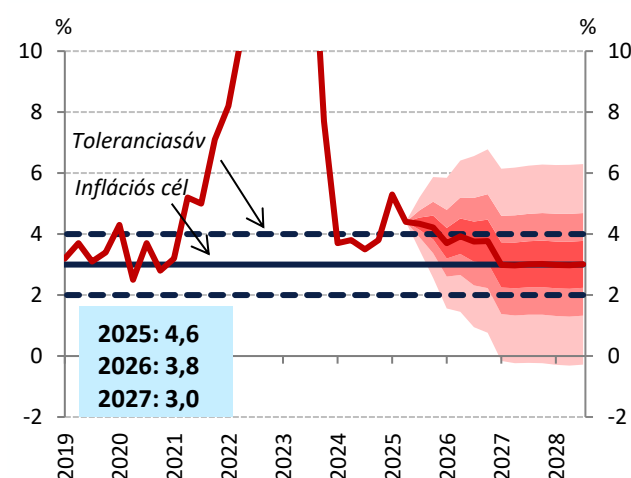
Forrás: KSH, MNB

Az elmúlt hónapok fogyasztóiár-index adatai összhangban alakultak a korábbi várakozásainkkal. Az év hátralévő részében várhatóan a toleranciasáv felett marad az infláció (1-1. ábra). A kötelező és önkéntes árkorlátozó intézkedések érdemi inflációmérséklő hatással bírtak az elmúlt hónapokban. A meghosszabbított intézkedések november végi kivezetését követően az árresek fokozatosan állhatnak helyre feltételezésünk szerint. Összességében az intézkedések egyes hónapokban akár 1,5 százalékponttal, éves átlagban 1,1 százalékponttal mérsékelhetik az idei átlagos inflációt, amit részben ellensúlyozhat a kiskereskedelmi szektor keresztárázása.

Az infláció 2026 elején mérséklődik tartósan a jegybanki toleranciasávba, majd 2027 elején érheti el a 3 százalékos célt. 2026-ban az élénk fogyasztási kereslet növelheti a vállalatok árazási mozgásterét, az árkorlátozó intézkedések kivezetésének áremelő hatása pedig szintén a jövő évben jelentkezhet. Ezek inflációs hatásait a kiszámítható, alacsony ingadozású forintárfolyam és a szigorú monetáris politika ellensúlyozza az előrejelzési horizonton. Az elmúlt hónapokban erősödő árfolyam dezinflációs hatása az importált termékek és az ipari termelők áraiban már megjelent, ami a fogyasztói árakba fokozatosan gyűrűzhet be. A vállalati inflációs várakozások szintén mérséklődtek.

A júniusi előrejelzésünkhöz képest az idei inflációra vonatkozó várakozásunk 0,1 százalékponttal mérséklődött, míg a jövő évi előrejelzésünk ugyanennyivel emelkedett. Az árresterőssítés meghosszabbítása idén mérsékelheti, míg jövőre emelheti az átlagos áremelkedési ütemet. Az elmúlt hónapokban erősödő árfolyam a fogyasztói árakba való fokozatos begyűrűzése révén az idei és a jövő évben is a júniusi prognózisunknál mérsékeltebb infláció irányába mutat. Ugyanakkor a hidegebb tavaszi időjárás miatt emelkedő gázfogyasztás eredményeképpen nőtt a hatósági ár mennyiségi korlátja fölélő lakossági fogyasztás aránya,

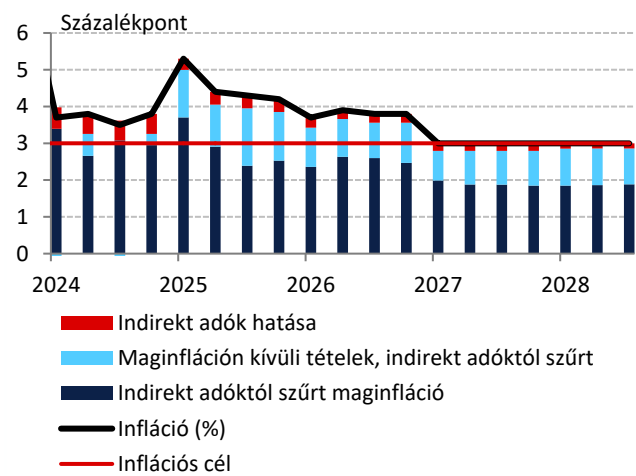
1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

1-3. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója



Forrás: KSH, MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

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

Megjegyzés: Százalék.

Forrás: MNB

ami emelte a vezetékes gáz átlagos fogyasztói árát. A vezetékes gáz inflációjának jelentősebb mérséklődése legkorábban az ősz végétől várható, amennyiben az időjárás a tavalyinál kevesebb gázfogyasztást tesz lehetővé. **Az infláció 2025-ben átlagosan 4,6 százalékon, 2026-ban 3,8 százalékon, 2027-ben 3,0 százalékon alakulhat éves átlagban (1-2. ábra).**

Az alapfolyamatokat megragadó indirekt adóktól szűrt maginfláció 2025-ben 4,4, 2026-ban 3,9, 2027-ben pedig 2,9 százalékon alakulhat. Az idei adószűrt maginflációra vonatkozó várakozásunkat a júniusi előrejelzéshez képest 0,3 százalékponttal mérsékeljük, amit az árkorlátozó intézkedések meghosszabbítása mellett a júniusi prognózisunknál enyhén mérsékeltebb nyári maginflációs adatok magyaráznak. **A maginfláció az idei év hátralévő részében 4,0 százalék körül alakulhat (1-3. ábra).**

Az élelmiszerek esetében az emelkedő világpiaci árak folytatódó begyűrűzésére számítunk, amit átmenetileg visszafog az élelmiszer-árretek korlátozása. A hidegebb tavaszi időjárás okozta rosszabb terméseredmények, valamint a világpiaci élelmiszerárak folytatódó emelkedése a feldolgozatlan élelmiszerek magasabb árdinamikáját vetíti előre (lásd a 3-3. keretes írásunkat). Ezt ugyanakkor ellensúlyozza az árresterőltetések meghosszabbítása. Az intézkedések hatása azonban csak átmeneti, emiatt jövőre magasabb lehet a termékcsoport áremelkedése a júniusi előrejelzésünkhöz képest. A feldolgozatlan élelmiszerek esetében az idei évben 5,3 százalék körüli, míg a jövő évben 5,9, 2027-ben pedig 4,7 százalékos áremelkedést prognosztizálunk.

A járműüzemanyag és piaci energia termékkör ára idén éves átlagban 1,2 százalékkal csökkenhet, majd jövőre 2,3, 2027-ben pedig 3,6 százalékkal emelkedhet (1-1. táblázat). A dollárban kifejezett világpiaci olajárak június óta mérséklődtek, elsősorban az iráni-izraeli konfliktus enyhülésének és az OPEC+ országok kitermelésének növelésének hatására. Emellett a hazai deviza dollárral szembeni erősödése az elmúlt hónapokban folytatódott, így a forintban kifejezett olajár a júniusi feltevésünk alatt alakul. A szabályozott árú termékek és szolgáltatások ára 2025-ben előrejelzésünk szerint átlagosan 5,7 százalékkal emelkedik, amit alapvetően meghatároz a vezetékes gáz átlagos lakossági díjának hideg tavaszi időjárás miatti emelkedése. Prognózisunkban azzal a technikai feltevéssel élünk, hogy a lakossági energiaárakat érintő intézkedések a teljes előrejelzési horizonton változatlan formában érvényben maradnak.

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink

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

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2025		2026		2027		Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	2025	2026	2027
EURUSD	1,12	1,13	1,15	1,17	1,15	1,17	0,9%	1,9%	1,9%
Olajár (USD/hordó)	70,2	69,2	66,8	66,1	66,3	66,1	-1,5%	-1,1%	-0,3%
Olajár (EUR/hordó)	62,8	61,4	58,1	56,4	57,7	56,4	-2,2%	-2,9%	-2,2%
Gázár (EUR/MWh)	40,4	37,2	36,2	31,9	31,0	29,0	-8,1%	-12,0%	-6,6%
Eurozóna inflációja (%)	2,0	2,1	1,6	1,7	2,0	1,9	0,1 szp.	0,1 szp.	-0,1 szp.
Eurozóna növekedése (%)	0,9	1,2	1,1	1,0	1,3	1,3	0,3 szp.	-0,1 szp.	0,0 szp.
Felvetőpiacaink növekedése* (%)	1,2	1,6	1,6	1,6	2,2	2,2	0,4 szp.	0,0 szp.	0,0 szp.

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

A külső keresletre vonatkozó feltevéseink enyhén javultak az idei évre. 2025 második negyedévében az EU gazdasága a várakozásokat enyhén meghaladva 1,6, míg az eurozóna gazdasága 1,5 százalékkal bővült a szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján az előző év azonos időszakához képest. Az Egyesült Államok gazdasága 2,1 százalékkal emelkedett éves összevetésben, míg negyedéves bázison 0,8 százalékos növekedést mértek. Kínában 2025 második negyedévében éves alapon 5,2, míg negyedéves alapon 1,1 százalékos bővülést regisztráltak. 2025. második negyedévében éves összevetésben tovább emelkedett a globális árukereskedelem szintje, ugyanakkor némileg csökkent a vámemeléseket megelőző ütemhez képest. A globális növekedési várakozásokat erőteljesen befolyásolják a kereskedelempolitikai intézkedések, illetve az orosz-ukrán háború és a közel-keleti konfliktusok fejleményei. A 2025-re vonatkozó globális és európai növekedési várakozások némileg javultak a júniusi előrejelzésekhez képest, elősorban az USA és kereskedelmi partnerei között megkötött bilaterális megállapodásoknak köszönhetően. Az előrejelzési horizont vége felé az európai konjunktúra élénkülését nagyban támogathatják a bejelentett uniós és német élénkítési programok, ugyanakkor ezek megvalósulását kockázatok övezik mind az államadósságok megemelkedett szintjéből, mind a politikai bizonytalanságból adódóan. A konjunktúraindexek alapján a fogyasztói és az üzleti bizalom az EU gazdaságaiban gyakorlatilag stagnált az elmúlt hónapokban, míg a beszerzési menedzserindexek enyhén az 50 pontos növekedési határ fölé emelkedtek.

Az Európai Központi Bank várakozásai szerint az eurozóna GDP-növekedése 2025-ben 1,2 százalékon alakulhat, amely 0,3 százalékponttal magasabb a korábbi előrejelzésnél. A növekedési ütem felfelé módosítását a kedvezőbb gazdasági folyamatokkal indokolják. Az intézmény a jövő évi növekedést enyhén, 0,1 százalékponttal csökkentette, így az 1,0 százalékos lehet 2026-ban. Az EKB szeptemberi előrejelzése alapján az euroövezet inflációja idén 2,1 százalékon, 2026-ban 1,7 százalékon, míg 2027-ban pedig 1,9 százalékon alakulhat. Az EKB inflációs előrejelzése az idei és a jövő évre 0,1 százalékponttal magasabb, míg 2027-re 0,1 százalékponttal alacsonyabb a júniusi projekcióhoz képest.

A Brent nyersolaj ára szeptember elején 70 dollár alatt alakult, így az idei évre vonatkozó olajár-feltevésünk enyhén mérséklődött a júniusi fordulóhoz képest. A Brent hordónkénti ára júniusban a közel-keleti feszültségek következtében rövid időre megközelítette a 80 dolláros árat, azonban az iráni-izraeli konfliktus enyhülése és az OPEC+ országok kitermelésének növelése miatti kínálatbővülés lefelé irányuló nyomást gyakorolt nyersolaj árára. Kína továbbra is folytatja a nyersolaj felhalmozását, ami részben ellensúlyozhatja az árcsökkentő hatásokat. Az árak szűk, 65-70 dolláros sávban mozognak augusztus eleje óta. A hazai deviza dollárral szembeni erősödése az elmúlt hónapokban folytatódott, így a forintban kifejezett olajár a júniusi feltevésünk alatt alakul. Az általánosan feszült geopolitikai helyzet továbbra is érdemi kockázatokat hordozhat a világgpiaci olajár alakulásának tekintetében, különösen az esetleges energiainportokra vonatkozó vámbejelentések és a közel-keleti konfliktus eszkalációja. Az EIA (az Egyesült Államok Energiaügyi Minisztériuma) szeptemberi előrejelzésében a hordónkénti ár mérséklődését jelzi előre, mely megerősíti a piaci szereplők alacsonyabb árakra vonatkozó várakozásait.

A kedvező piaci környezettel összhangban a globális gázárak szeptemberre 32 euro/MWh körüli szintre csökkentek. 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 február közepén kétéves csúcsára emelkedett, majd júniusban átlagosan 36,6 euro volt. A gáz árának további csökkenését a kedvező időjárási körülmények (mérsékelt hűtési kereslet) és az európai gáztárolók magas töltöttsége támogatta. A német Phelix típusú áramár 7 napos mozgóátlaga az év elején megfigyelt 120 euro körüli szintet követően augusztusban 77 euro/MWh köré mérséklődött.

A költségvetés GDP-arányos hiánya 2025-ben előrejelzésünk szerint 4,1–4,5 százalék, majd 2026-ban 3,8–4,2 százalék, 2027-ben pedig 3,2–3,7 százalék között alakulhat. A hiány csökkenését főként a mérséklődő kamatkiadások, valamint a csökkenő állami beruházások támogatják. Az államadósság GDP arányos rátájának 2025. évi mérséklődését a magas pénzforgalmi hiány mellett a visszafogott gazdasági teljesítmény egyaránt nehezíti. A hiány fokozatos mérséklődésével az előrejelzési horizont végére 72 százalék alá csökkenhet a mutató.

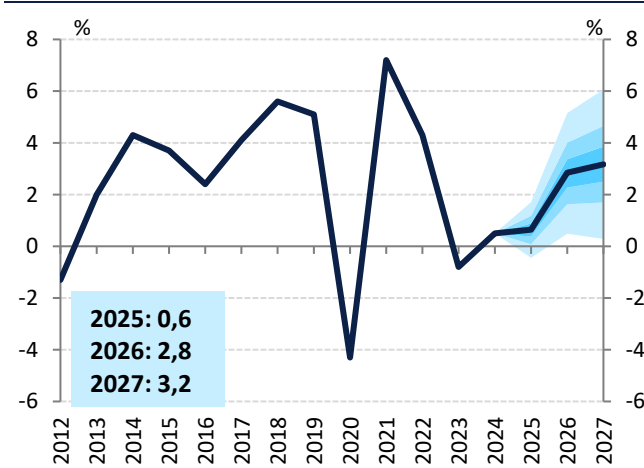
Az uniós források elérhetőségének korlátozása továbbra is érdemi bizonytalanságot jelent a költségvetési folyamatok szempontjából. Hazánk összesen 12,2 milliárd euro értékben férhet hozzá a 2021–2027-es kohéziós keretrendszerhez, melynek lehívása folyamatosan zajlik. A hazai abszorpciók ráta szeptember elején 13 százalék volt, míg az uniós átlag 12 százalék. Magyarország továbbra sem fér hozzá a Helyreállítási és Ellenállóképességi Eszköz (RRF) 6,4 milliárd eurós vissza nem térítendő keretéhez, melyhez kifizetési igényeket a jelenlegi előírások szerint csak a 2026 közepéig megvalósított mérföldkövekre lehet benyújtani.

Előrejelzésünk tartalmazza a bejelentett kormányzati intézkedések hatásait. 2025-ben és 2026-ban több költségvetési intézkedés növeli a családok jövedelmét adócsökkentések, béremelések és transzferek növelésének formájában. A legjelentősebbek ezek közül a családi adókedvezmény bővítése, az édesanyák több lépésben bevezetendő adómentessége, az otthonteremtési és -felújítási támogatások, valamint a rendvédelmi dolgozók részére kifizetésre kerülő fegyverpénz. Az előző Inflációs jelentés óta került bejelentésre a közszolgálati dolgozók otthonátmozgatása, az Otthon Start Program, valamint a területi közigazgatás kormánytisztviselőinek béremelése. Az intézkedések költségvetési hatása 2026-ban a GDP mintegy 1,5 százalékal emeli a háztartások nettó jövedelmét a 2025. évihez képest, ami a háztartási fogyasztás 3,0 százalékanak megfelelő összeget jelent, de ugyanakkor a háztartások részére fizetendő állami kamatkiadások számottevően csökkennek. A többletjövedelmek várhatóan a fogyasztás élénküléséhez vezetnek.

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

Az idei évben 0,6 százalékkal bővíthet a magyar gazdaság. A bejövő magas frekvenciájú adatok alátámasztják az éves alapú GDP növekedés várt, enyhe gyorsulását. A reálgazdaságot kettősség jellemzi, mivel a lakossági fogyasztás élénk növekedése mellett a beruházások elhúzódó visszaesést mutatnak. Az idei év hátralevő részében fokozatos élénkülést várunk, így éves átlagban 0,6 százalékos növekedéssel számolunk. Az idei növekedésre vonatkozó prognózisunkat elsősorban az aszályos időjárás hatására visszaeső mezőgazdasági termelés miatt csökkentettük a júniusi prognózisunkhoz képest, amit a kedvezőbb második negyedéves ipari és építőipari termelés részben ellensúlyozott. Jövő évtől mind belső, mind külső tényezők a konjunktúra további élénkülésének irányába hatnak, így 2026-ban 2,8, majd 2027-ben 3,2 százalékkal folytatódhat a GDP bővülése. Az erős fogyasztás-dinamika a teljes horizonton a növekedés fontos tényezője marad, amit az emelkedő reálbérek és a kormányzati programok egyaránt támogatnak. A konjunktúra javulásával és a gazdasági környezetet övező bizonytalanságok oldódásával 2026-tól ismét növekednek a beruházások. Az elmúlt évek nagy kapacitásbővítő beruházási projektjei az idei év végétől fokozatosan megkezdik a termelést. Az európai konjunktúra élénkülésével és az új kapacitások termelésének felfutásával előrejelzési horizontunkon az export gyorsuló bővülésére és az exportpiaci részesedésünk emelkedésére számítunk.

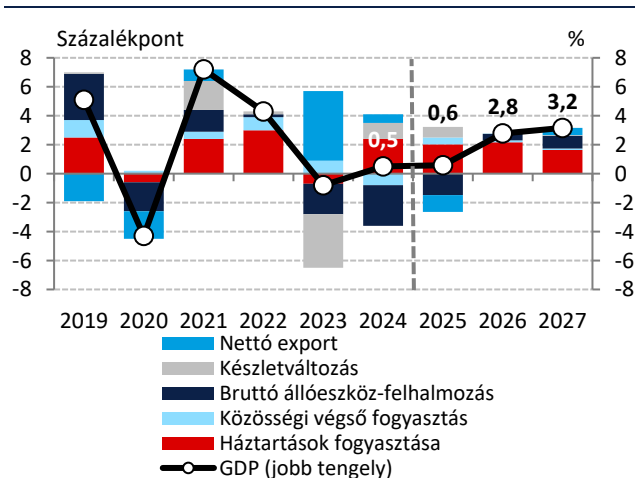
1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

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



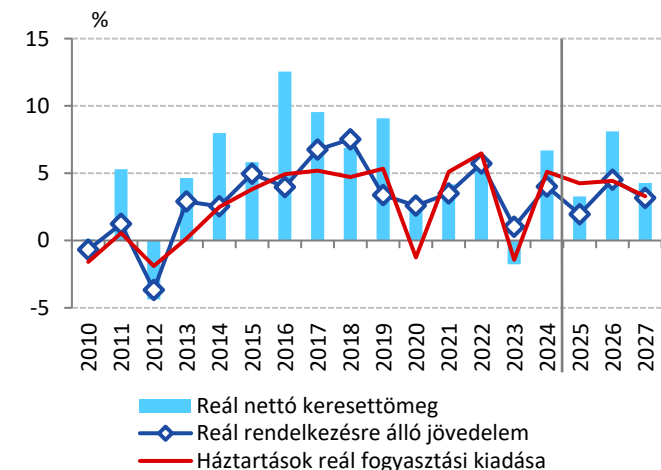
Megjegyzés: A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transzfereket.

Forrás: KSH, MNB

Előrejelzésünk szerint az idei évben 0,6 százalékkal bővíthet a magyar gazdaság, ami 0,2 százalékponttal alacsonyabb, mint a júniusi várakozásunk. Az idei növekedésre vonatkozó prognózisunkat elsősorban az aszályos időjárás hatására visszaeső mezőgazdasági termelés miatt csökkentettük. A mezőgazdaság idei teljesítményével részletesen foglalkozunk az 1-2. keretes írásunkban. A júniusi előrejelzésünkhöz képest kedvezőbb második negyedéves ipari és építőipari termelés ugyanakkor részben ellensúlyozza a mezőgazdaság negatív növekedési hatását. A beérkező magas frekvenciás adatok alátámasztják az éves alapú GDP növekedés várt enyhe gyorsulását, valamint az év végén a növekedést tovább támogathatja a stabilan erős fogyasztásnövekedés mellett az előretekintve fokozatosan normalizálódó külső konjunktúra is.

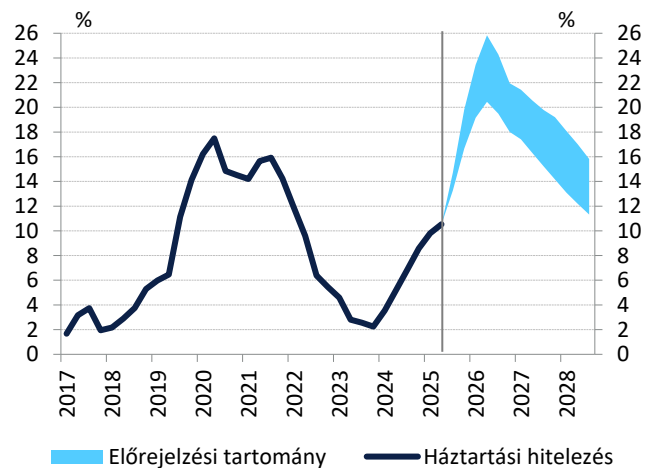
A GDP idei alakulását főként a szolgáltatások teljesítménye támogatja termelési oldalon. A fogyasztáshoz köthető szolgáltatások (elsősorban a kiskereskedelem) továbbra is növekedést mutatnak, ami az év hátralévő részében is folytatódhat. Az üzleti szolgáltatások bővülését segítheti a bizonytalanság oldódása és a termelői szektorok élénkülése. Az ipari hangulatindex az elmúlt hónapokban nem javult érdemben és továbbra is negatív tartományban alakul. Az ipari export legnagyobb célországa, Németország iparának élénkülését az idei év végére várják az elemzők, ami a hazai folyamatokra is kedvező hatással lehet. Az építőiparban a második negyedéves erőteljes növekedés után folytatódhat a termelés bővülése az év hátralévő részében, amivel az ágazat növekedési hozzájárulása összességében pozitív lehet az év során. Az építőipari kilátásokat árnyalja, hogy a hangulatindikátorok alapján továbbra is kedvezőtlenek az iparági szereplők várakozásai, és az építőipari vállalatok július végi szerződésállománya csak kismértékben haladta meg az egy évvel korábbi. A lakásépítési engedélyek

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 szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: Tranzakció alapú éves növekedési ütem a pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló háztartási hitelállomány alapján. A felső sáv szél magas hitelfelvételi hajlandóságot és eligibilitást feltételezve.

Forrás: MNB

ugyanakkor számottevően emelkedtek 2025 második negyedévében.

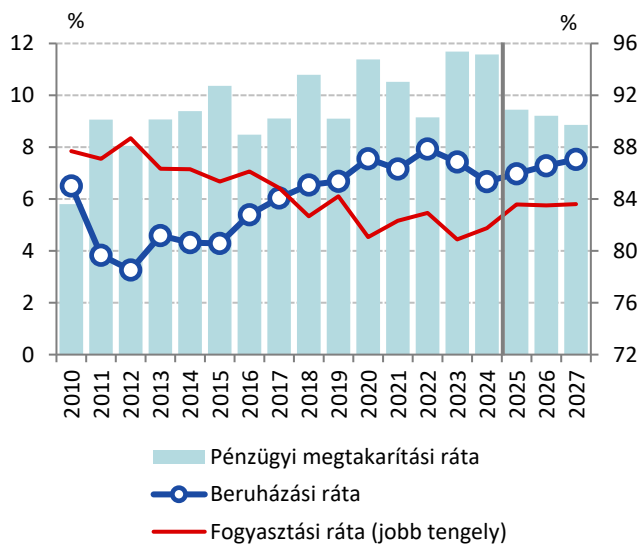
A GDP bővülése 2026-ban 2,8, 2027-ben pedig 3,2 százalékos ütemben folytatódhat, ami megegyezik a júniusi előrejelzésünkkel (1-4. és 1-5. ábra). Jövő évben mind belső, mind külső tényezők a konjunktúra további élénkülése irányában hatnak. A kedvező jövedelmi folyamatok által támogatott háztartási fogyasztás 2025 után, főként a bejelentett adókedvezményeknek és kormányzati intézkedéseknek köszönhetően 2026-ban tovább gyorsulhat. A beruházások 2026-tól, a nettó export 2027-től támogathatja a bővülést, így a növekedés szerkezete 2027-től lehet ismét kiegyensúlyozott.

2025 folyamán a fogyasztás támogatja leginkább a GDP növekedését (1-6. ábra). Az év folyamán a fogyasztás tovább bővül, amit a reálkeresetek, a háztartási hitelállomány dinamikus bővülése és fiskális ösztönzők növekedése mellett várakozásunk szerint a historikusan magas szintről csökkenő megtakarítási ráta is támogat. 2026-ban a kormányzati intézkedések átmenetileg tovább gyorsítják a fogyasztás növekedését. A lakosság rendelkezésre álló reáljövedelme éves alapon 2025-ben 2,0 százalékkal, jövőre pedig 4,5 százalékkal bővülhet. Az ösztönző hatások kifutásával a fogyasztás, illetve a rendelkezésre álló reáljövedelem éves dinamikája 2027-ben mérsékeltebben alakulhat. A lakossági fogyasztás előrejelzésünk szerint 2025-ben 4,2, 2026-ban 4,4, 2027-ben pedig 3,3 százalékkal bővülhet.

A háztartási hitelállomány a várakozásainkat kissé meghaladóan, 10,5 százalékkal bővült éves alapon 2025 második negyedévében. A hitelintézetek által 2025. második negyedévben szerződött lakáshitelek értéke az előző év azonos – magas bázist jelentő – időszakához képest 13 százalékkal emelkedett, a személyi hitelek kibocsátása pedig 34 százalékkal volt magasabb. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok a lakáshitelek esetében a második negyedévben tapasztalt élénkülő kereslet további erősödésére számítanak az Otthon Start program indulásának köszönhetően, emellett a fedezett fogyasztási hitelezésben is keresletélénkülést várnak. Az Otthon Start hatására – érdemi bizonytalanság mellett – számottevően emelkedhet a háztartások hitelállománya, így az éves hiteldinamika 2025 végén 17–20 százalékot, 2026 folyamán 18–22 százalékot érhet el (1-7. ábra).

2025-ben a háztartások jövedeleमारányos 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 mérséklődő állampapír

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



Megjegyzés: Nominális adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

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

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

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

Forrás: MNB

kamatok és a bővülő fogyasztás következtében a megtakarítási ráta alacsonyabb szinten alakulhat, ezzel párhuzamosan a fogyasztási ráta a jelenlegi szintjéről növekedhet. A lakosság beruházási rátája előretekintve szintén enyhén emelkedik várakozásunk szerint. 2026-tól a lakosság beruházási rátája 7–7,5 százalék, megtakarítási rátája 9,0 százalék körül alakul, fogyasztási rátája pedig 83,0 százalék körül stabilizálódik (1-8. ábra).

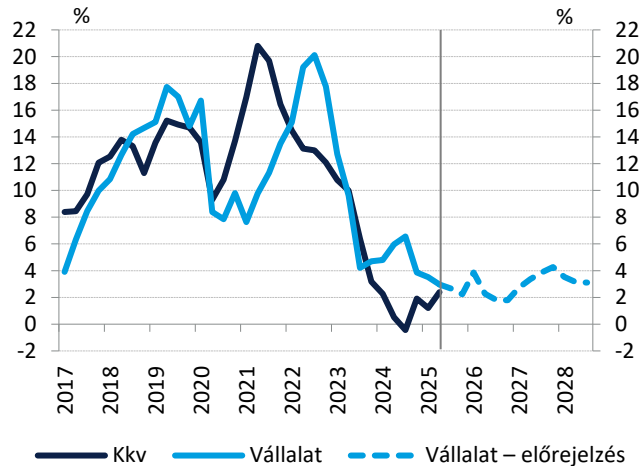
A beruházások volumene várakozásunk szerint 2025-ben 6,4 százalékkal csökken, míg 2026-ban 2,0, 2027-ben 4,0 százalékos bővülés várható (1-3. táblázat). A nominális beruházási ráta 21-23, a 2021. évi fix áras beruházási ráta 20-21 százalék közelében alakulhat az előrejelzési horizonton.

A vállalati beruházások volumene az idei évben csökkenhet, azt követően pedig fokozatosan bővülhet. Az idei évben a vámháború miatti bizonytalanság, az alacsony kapacitáskihasználtság és a gyenge kereslet miatt mérséklődik a vállalati beruházási aktivitás. Ugyanakkor 2026-tól kezdődően az emelkedő külső konjunktúra és az élénkülő belső kereslet, valamint a javuló bizalom a vállalati fejlesztések emelkedését eredményezi.

A beruházási hitelek iránti keresletben továbbra sem látszik fordulat. 2025 második negyedévében a nem-pénzügyi vállalatok hitelintézetekkel és pénzügyi vállalkozásokkal szemben fennálló hitelállománya éves összevetésben várakozásunk felett, 3,0 százalékkal nőtt, míg a hitelintézetek kkv-hitelállománya 2,4 százalékkal bővült (1-9. ábra). A második negyedévben kötött új banki hitelszerződések értéke 36 százalékkal haladta az egy évvel korábbi szintet, amihez egyedi nagyügyletek és a Demján Sándor Program szerződéskötései is érdemben hozzájárultak. Az új vállalati hitelszerződésekben belül a támogatott hitelek aránya 19 százalékot tett ki, meghaladva az elmúlt egy év 15 százalékos arányát. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok a második negyedévben is a kereslet mérséklődését érzékelték, amely várhatóan 2025 második felében sem fordul növekedésbe, a hosszú lejáratú, beruházási hitelkereslet tekintetében pedig további visszaesésre számítanak a bankok. Prognózisunk szerint a vállalati hitelállomány 2025-ben és 2026-ban is 2 százalékkal bővülhet.

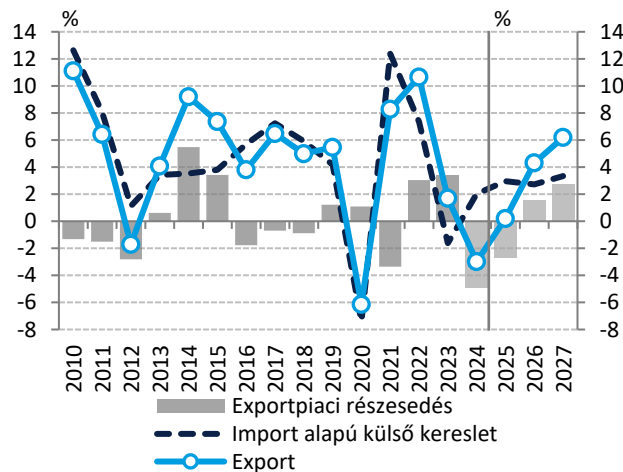
A lakossági beruházások esetében növekedésre számítnak az előrejelzési horizonton. A 2025 szeptemberében elindult Otthon Start program hozzájárul a lakossági hitelezés és beruházások emelkedéséhez. Várakozásaink szerint az Otthon Start program – a program feltételeihez igazodó beruházások esetén – a kiemelt beruházási státusz lehetősége révén visszafogott mértékben eredményezhet

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



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

1-10. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Forrás: KSH, MNB

közvetlenül addicionális új lakásépítést, azonban az új és a használt lakások megvételekor számolunk berendezési és felújítási kiadásokkal. 2025-ben 3,3, 2026-ban 5,1, míg 2027-ben 3,0 százalékkal bővíthetnek a háztartások beruházásai. **Az állami beruházások volumene az előrejelzési horizonton a kormányzati tervekkel összhangban mérséklődik.**

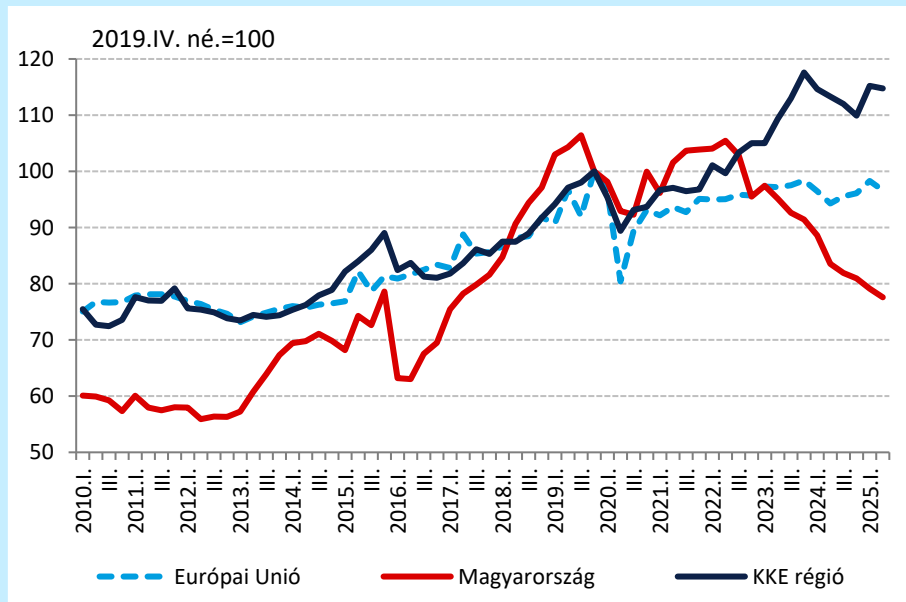
A hazai kivitel a tavalyi 3,0 százalékos visszaesés után az idei évben kis mértékben, 0,2 százalékkal bővíthet. A várakozásunktól enyhén elmaradó második negyedéves adat mellett a továbbra is visszafogott ipari alapfolyamatok, valamint az új külföldi ipari rendelések folytatódó csökkenése is negatívan befolyásolta az export idei évi teljesítményére vonatkozó becslésünket. Ugyan az európai növekedési kilátások némileg javultak, a hazai ipar termékszerkezete és a folyamatban lévő beruházások készültsége alapján az aktivitás csak az idei év végén és a jövő év elején erősödhet érdemben. Az exportra termelő ipari ágazatokban továbbra is alacsony a kapacitáskihasználtság, és az exportpiaci részesedésünk az idei évben is csökkenhet (1-10. ábra). A jövő évtől kezdve a termelésbe álló új feldolgozóipari kapacitások mellett az európai hadiipari és fiskális élénkítési programok hatására gyorsulhat az európai konjunktúra, amennyiben a terveknek megfelelően haladnak a programok. A járműipari és akkumulátorgyártáshoz kapcsolódó beruházások termelőre fordulása 2026 és 2027 során 0,5-0,7 százalékponttal járulhat hozzá a GDP növekedéséhez. Az élénkülő külső kereslet a hazai ipari exportra is pozitív hatást gyakorolhat. Összességében így 4,3 százalékkal bővíthet 2026-ban a kivitel, és az exportpiaci részesedésünk is újra növekedni tud.

A tavalyi visszaesés után 2025-ben a behozatal ismét bővíthet. Előrejelzésünkben 2025 során a visszaeső beruházások lassítják, míg a dinamikus bővülő lakossági fogyasztás emeli az import növekedését, mely összességében 1,9 százalék lehet. A behozatal bővülése mögött a KSH szakstatistikája szerint termékszerkezet alapján az energiahordozók és a gépek, szállítóeszközök emelkedő importja állt az első két negyedév folyamán. Előbbit egyrészt indokolja a tavalyinál hidegebb téli és tavaszi hónapok magasabb energiafelhasználása, melynek következtében a gáztározók töltöttsége érdemben alacsonyabb, mint 2024-ben így azok feltöltése is több importot igényel. Másrészt az utóbbi negyedévekben megnőtt az energia reexportja is, mely szintén emelkedést jelenthet a behozatali adatokban. Így a nettó export növekedési hozzájárulása negatívan alakulhat idén. 2026-tól a gyorsuló export és a belső kereslet által hajtott import 4,6 százalékkal, míg 2027-ben 5,9 százalékkal nőhet.

1-2. keretes írás: Az alacsony hazai beruházási aktivitás hatása a hazai tőkeképződésre

A hazai beruházási aktivitás érdemben mérséklődött az elmúlt években, és az ágazatok széles körében megfigyelhető a **beruházások visszaesése**. 2025 második negyedévében 22,4 százalékkal volt alacsonyabb az investíciók szintje Magyarországon a 2019 negyedik negyedévihez képest. Ezzel hazánk beruházási dinamikája érdemben elmarad a régiós országok és az Európai Unió átlagától is (1-11. ábra). A legfrissebb adatok alapján 7,0 százalékkal folytatódott a visszaesés a második negyedévben éves alapon.

1-11. ábra: A beruházások alakulása az Európai Unióban, a KKE régióban és Magyarországon



Megjegyzés: A nemzeti számlában megjelenő bruttó állóeszköz-felhalmozás alapján. Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok. A KKE régió: Lengyelország, Csehország, Szlovákia, Románia és Horvátország átlaga.

Forrás: Eurostat

A hazai beruházási aktivitás érdemi visszaesése a tőkeállomány alakulását is befolyásolja. A tőke növekedési hozzájárulása utoljára a 2008-2009-es pénzügyi válságot követő időszakban volt hasonlóan alacsony. A tőkeállomány lassuló ütemű bővülése a korábbiakhoz képest felfele mutató inflációs kockázatokat hordoz, amelyek közép- és hosszú távon jelentkezhetnek, így a monetáris politika számára is kiemelt fontossággal bír ezen mutató alakulása.

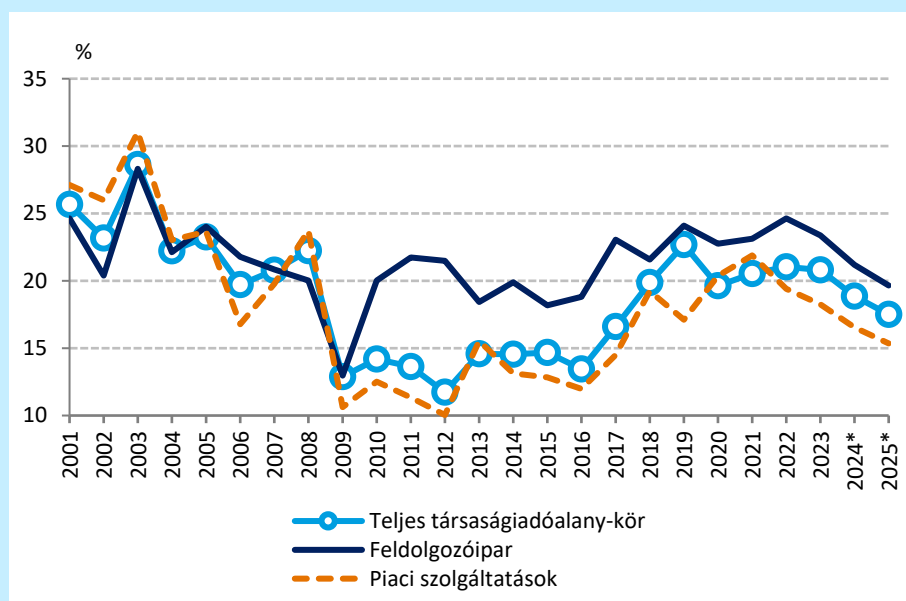
A tőkeállomány mérése összetett statisztikai feladat, mivel az állománymutató nem megfigyelhető változó, de makrostatisztikákból, illetve vállalati adatokból előállítható. Az MNB mindkét adatforrást felhasználva vizsgálja az alacsony beruházások tőkeállományra gyakorolt hatását. A tőkeállomány meghatározása a nemzetközi gyakorlatban a folyamatos leltározás módszerével (perpetual inventory method, PIM) történik, amely eljárás során a különböző fajtájú, élettartamú és értékű tőkejavakat egyidejűleg becsülik meg.

A tőkeállomány közvetlenül a vállalati kimutatásinformációk felhasználásával is közelíthető. A vállalati szintű adatok használata tovább bővíti az elemzési kereteket, mivel lehetőség nyílik olyan egyéb dimenziók mentén is vizsgálatokat készíteni, mint a vállalatméret, tulajdonosi szerkezet vagy területi jellemzők. A vállalati adatokból számított tőkeállomány azonban adott esetben számottevően eltérhet a makrostatisztikákból számítottól attól függően, hogy a vállalati kör mekkora részét fedik le a társasági adóbevallásokban szereplő adóalanyok. A társasági adóbevallásokban szereplő könyv szerinti értékek a számviteli gyakorlatot tükrözik, amely gyakorlat jellemzően magasabb amortizációt mutat ki egy-egy tőkejavakra, mint amit az adott eszköz élettartama és állaga indokolna.

A nettó beruházási teljesítmény tőkeállományhoz viszonyított aránya mutatja meg, hogy a beruházási alapfolyamatok a tőkeállomány bővülése irányába mutatnak, vagy alacsony szintjük miatt már csak részben képesek fedezni az amortizációt (1-12. ábra). A 2019-es csúcsot követően a mutató értéke fokozatosan csökkent, amely a 2024-es és 2025-ös kedvezőtlen beruházási teljesítményt követően tovább mérséklődhet, így megközelítve a pénzügyi válság utáni időszakban

regisztrált szintértékeket. Bár a teljes gazdaságot tekintve ez még elégségesnek bizonyult a tőkeállomány szerény további bővüléséhez, de számításaink szerint a cégek egyre nagyobb hányadánál már nem elégséges a beruházási teljesítmény a tőkeállomány szinten tartásához.

1-12. ábra: A nettó beruházás alakulása a tőkeállomány arányában



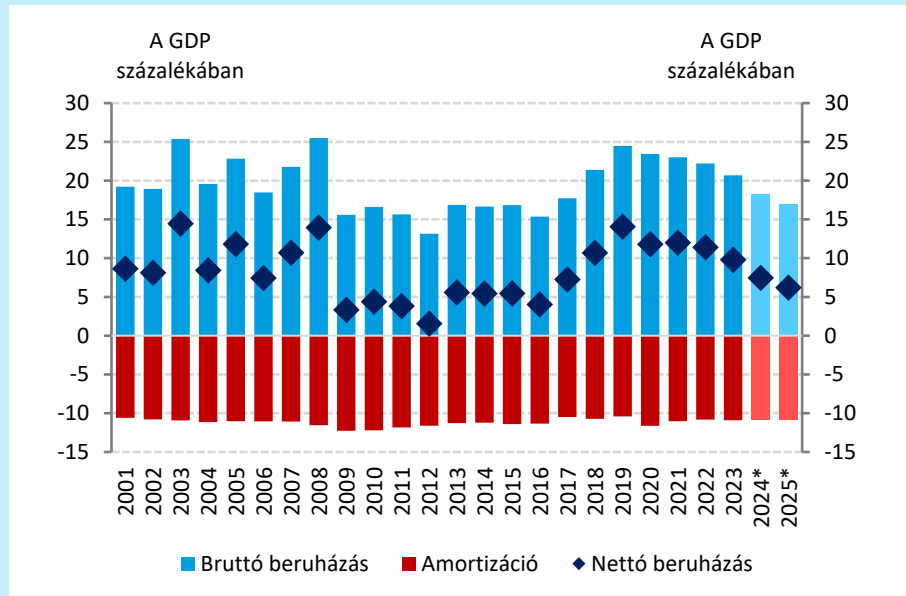
Megjegyzés: A társaságiadó-alanyok éves beszámolóadataiból számítva 2001 és 2023 között.

*2024-ben és 2025-ben MNB becslés, a Nemzeti Számlák adatai és az MNB 2025. szeptemberi inflációs jelentése alapján.

Forrás: KSH, NAV, Szervezetregiszter, OPTEN alapján MNB.

A vállalati adatok alapján látható, hogy 2023-ra jelentősen romlott a beruházási aktivitás és az amortizáció egyenlege, amely még mindig mintegy 4700 milliárd forinttal járult hozzá a tőkeállomány bővüléséhez (1-13. ábra). A beruházások 2024-ben látott mintegy 11 százalékos csökkenése és a 2025-re várt további beruházás-visszaesés azonban tovább ronthatja ezt az egyenlegmutatót, amivel a 2008/2009-es globális pénzügyi válság éveiben látott szintre eshet vissza a tőkeállomány bővülési üteme. A vállalati kör sokszínűsége miatt számottevően nőhet azon cégek száma, amelyek nem fedezik a tőkeállományuk amortizációját beruházásokkal. Bár ez rövid távon nem jár a termelő tőke leépülésével, de amennyiben ez a tendencia tartósan fennmarad, az negatívan érintheti a hazai potenciális növekedést a termelőeszközök elértéktelenedésén keresztül.

1-13. ábra: Bruttó és nettó beruházás, valamint az amortizáció GDP arányos alakulása Magyarországon



Megjegyzés: 2023-as változatlan áron mérve. A társaságiadó-alanyok éves beszámolóadataiból számítva 2001 és 2023 között. *2024-ben és 2025-ben MNB becslés, a Nemzeti Számlák adatai és az MNB 2025. szeptemberi inflációs jelentése alapján.

Forrás: KSH, NAV, Szervezetregiszter, OPTEN alapján MNB

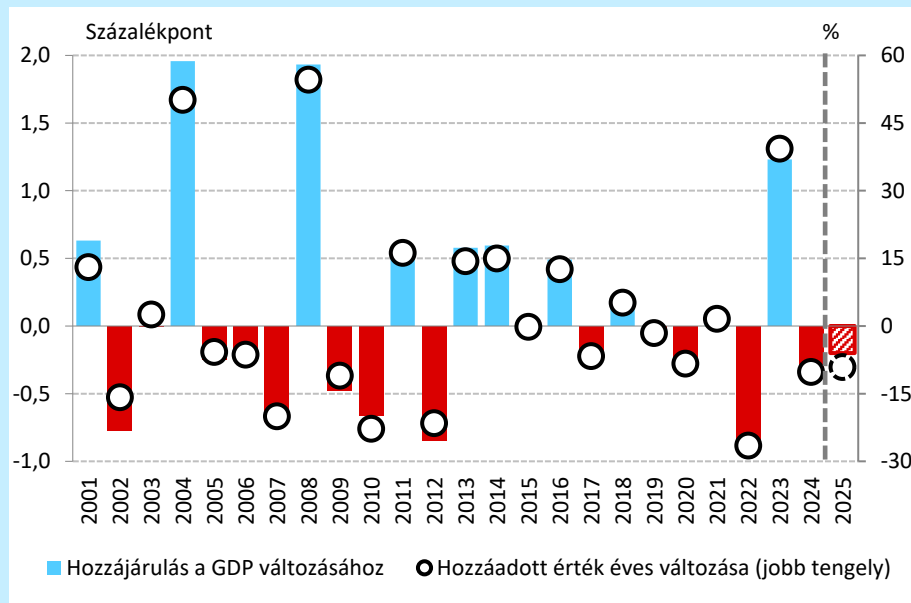
1-3. keretes írás: A mezőgazdasági teljesítmény várható alakulása

A mezőgazdaság súlya a magyar GDP-ben európai összehasonlításban magas, de az időjárási változások miatt erősen ingadozó. 2024-ben a hazai gazdaság 2,4 százalékát tette ki az agrárium. Az alacsony súlya ellenére ugyanakkor az időjárásra való érzékenysége miatt a hozzáadott értéke nagy kilengéseket mutat, ami így érdemben befolyásolhatja a GDP alakulását. A 2022-es történelmi aszály idején a mezőgazdaság hozzáadott értéke 26,5 százalékkal csökkent, ezzel 0,9 százalékponttal lassította abban az évben a GDP növekedését.

Az időjárás alakulásának való kitettség elsősorban a szántóföldi növénytermesztést érinti, ami a hazai mezőgazdasági termelés legfontosabb eleme. A júniusi rendkívül meleg és száraz idő, valamint az áprilisi és májusi hónapokban a szokásosnál kevesebb csapadék hatására visszaeshet a kukorica idei termés mennyisége, míg a búza termés mennyisége kis mértékben meghaladhatja a tavalyit. Az Agrárminisztérium augusztus végi tájékoztatása szerint 5,6 tonna/hektáros termésátlaggal 5,4 millió tonna búzát arattak le, ami 2,3 százalékos növekedést jelent a tavalyi évhez képest. A kukorica esetében a kedvezőtlen időjárás miatt az Agrárközgazdasági Intézet (AKI) jelentése szerint összességében 4,1 tonna körül alakulhat a termés. Ez a tavalyi évi kukoricaterméshez képest közel 24 százalékos visszaesést jelentene. A továbbra is kritikus aszályhelyzet miatt ugyanakkor további érdemi negatív kockázatok övezik az idei termés mennyiséget.

Az idei évi gabonatermésre vonatkozó becslések alapján az előrejelzésünk szerint a mezőgazdaság hozzáadott értéke 2025-ben mintegy 9 százalékkal csökkenhet, így összességében 0,2 százalékponttal foghatja vissza a GDP növekedését (1-14. ábra). A várható termés mennyiségre vonatkozó becsléseket az őszi betakarítású növények miatt nagy bizonytalanság jellemzi, így a nyári alacsony csapadékmennyiség mellett jelentős negatív kockázatok övezik az előrejelzésünket.

1-14. ábra: A mezőgazdasági hozzáadott érték éves változásának alakulása



Forrás: KSH, MNB

Hazánkkal ellentétben Európában és globálisan is enyhén emelkedő termésmennyiséget várnak, ami a gabonaalapú élelmiszerek fogyasztói árának alakulásában fontos tényező. A gabonafélék hazai mezőgazdasági termelői ára 3,5 százalékkal volt magasabb 2025 júliusában az előző év azonos időszakához képest. Uniós viszonylatban a gabonaárak 1,6 százalékkal emelkedtek a legfrissebb, 2025. második negyedévi adatok alapján. Az Európai Bizottság előrejelzése uniós szinten kedvező hozamokra számít, ami a termelői árak mérséklődő árdinamikáját vetíti előre és tompítja a hazai aszály fogyasztói árakra gyakorolt hatását.

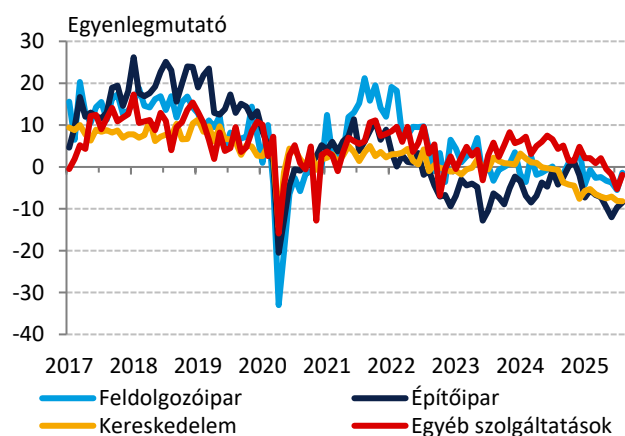
A globális felmelegedéssel együtt várhatóan hazánk éghajlatában is gyakoribbá válnak az ideihez hasonló szélsőséges időjárási viszonyok. Az OECD legfrissebb, aszályal foglalkozó átfogó elemzése szerint a Föld aszály sújtotta területének nagysága megkétszereződött 1900 és 2020 között. Míg az 1900-as évek elején jellemzően 10 százalék alatt mozgott az érintett területek aránya a teljes szárazföldi területekhez képest, addig a 2010-es években többször is 30 százalék felett alakult. Az elemzés Magyarországot az egyik legsúlyosabban érintett országnak mutatja be az aszályhatások tekintetében.

A változó klimatikus viszonyokhoz az agrárium az egyes kultúrák súlyának átrendezésével is reagál, hosszabb távon az öntözött területek arányának emelkedése csökkentheti az aszály okozta gazdasági károkat. A 2010-es évek átlagához képest a búza betakarítási területe 10,8, a kukoricáé 20,1 százalékkal csökkent 2024-re, ezzel együtt továbbra is a kukorica és búza adta a mezőgazdasági termelés értékének több mint harmadát tavaly. Az egyes növények ideji betakarítási területei még nem ismertek, ugyanakkor a hazai mezőgazdaság megváltozó időjárási viszonyokhoz való alkalmazkodását mutatja, hogy míg a kukorica vetésterülete az 2010-es évek átlagához képest mintegy 30 százalékkal csökkent, addig a száraz időjárást jobban tűrő napraforgóé közel 20 százalékkal nőtt. Ezzel 2025-re a napraforgó a szántóterület 18 százalékát foglalja el, amely így megközelíti a kukorica 19 százalékos részarányát. A növénytermesztés kitettségét növeli az öntözött területek alacsony aránya, mely 2023-ban mindössze 2,6 százalékot tett ki. A vízellátásra kiemelkedően érzékeny a kukorica, mely nagy vízigénye miatt számottevő károkat szenvedhet el az aszályos években.

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

Az elhúzódóan kedvezőtlen gazdasági konjunktúrára előbb a ledolgozott munkaórák számának csökkentésével és a munkakereslet visszafogásával reagáltak a vállalatok, de 2025-ben már a foglalkoztatottak létszáma is érezhetően csökken. Előrejelzésünk szerint ez a tendencia folytatódik 2026. év közepéig, majd ismét bővülésnek indul a foglalkoztatás az élénkülő gazdasági növekedés hatására. Az elkövetkező évek bérdinamikáját a minimálbér megállapodás alapvetően meghatározza. A versenyszférában idén az átlagbérek 8,5 százalékos, 2026-ban 9,3, 2027-ben pedig 9,4 százalékos növekedésére számítunk.

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



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

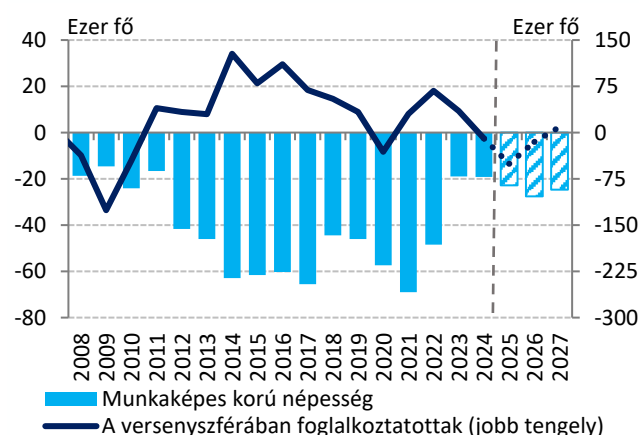
Forrás: Európai Bizottság

A versenyszféra főbb ágazataiban az előző év közepén megkezdődött létszámcsökkenés az idei második negyedévben a nemzetgazdaság egészében is a foglalkoztatottak számának mérséklődéséhez vezetett éves összehasonlításban. Az elmúlt időszakban a foglalkoztatás a feldolgozóipari vállalatok körében és a szolgáltató szektorban is csökkent. Az ESI vállalati foglalkoztatási kilátásokra vonatkozó felmérésében valamennyi vizsgált ágazatban többségben vannak a létszámcsökkentést tervező vállalatok. A legnagyobb arányban az építőipari és a kiskereskedelem ágazatban érintett vállalatok terveznek csökkenteni az alkalmazotti létszámon (1-15. ábra).

A jövő év közepétől a versenyszférában a létszám lassú emelkedésére számítunk a konjunktúra fellendülésével párhuzamosan, azonban így is mérséklődést várunk a jövő év átlagában (1-16. ábra). Előrejelzésünk szerint a versenyszférában foglalkoztatottak száma várhatóan 2025-ben 1,4, 2026-ban 0,4 százalékkal csökken, majd 2027-ben 0,3 százalékkal emelkedhet.

Mivel a foglalkoztatás mérséklődése mellett csökkent a munkapiaci aktivitás, ezért a munkanélküliségi ráta 2025 és 2026 során csak enyhén emelkedik (4,6, majd 4,8 százalékra), majd 2027-ben 4,5 százalékra csökken.

1-16. ábra: A munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása



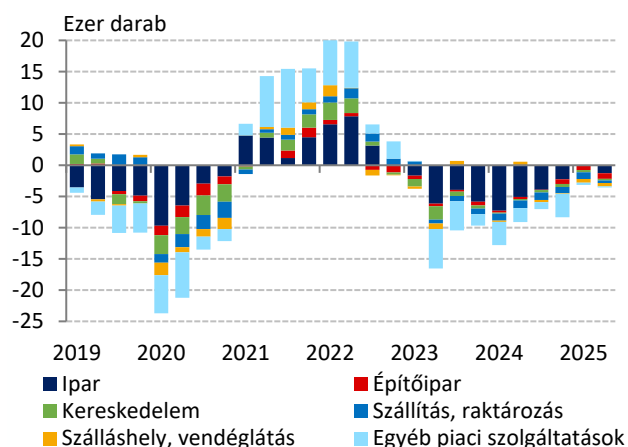
Megjegyzés: A foglalkoztatottak száma a 15-74 évesekre vonatkozik, a munkaképes korú népességre vonatkozó előrejelzés a 15-64 évesekre. A foglalkoztatottak számát az előrejelzési sáv közepe alapján jelöltük.

Forrás: Eurostat, KSH, MNB

A munkaerőpiac feszessége a 2022 közepén elért csúcsához képest számottevően enyhült. Éves alapon a versenyszféra valamennyi ágazatában mérséklődött az üres álláshelyek száma (1-17. ábra). A második negyedévben szezonálisan igazított adatok alapján az üres álláshelyek száma a feldolgozóiparban és a piaci szolgáltató szektorban egyaránt mérséklődött az előző negyedévhez képest.

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

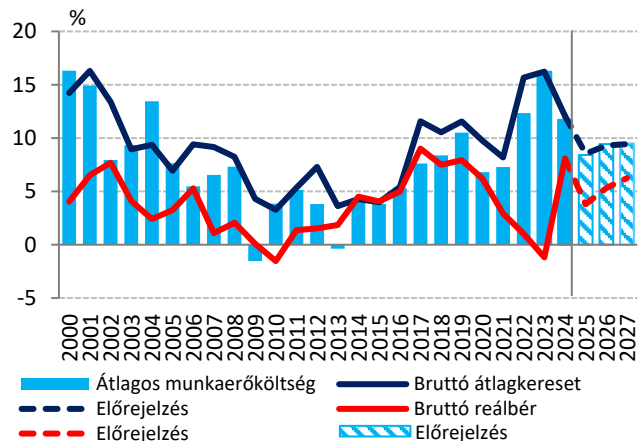
1-17. ábra: Az üres álláshelyek számának éves változása a versenyszférában



Megjegyzés: Legalább 5 főt foglalkoztató vállalkozások esetén.

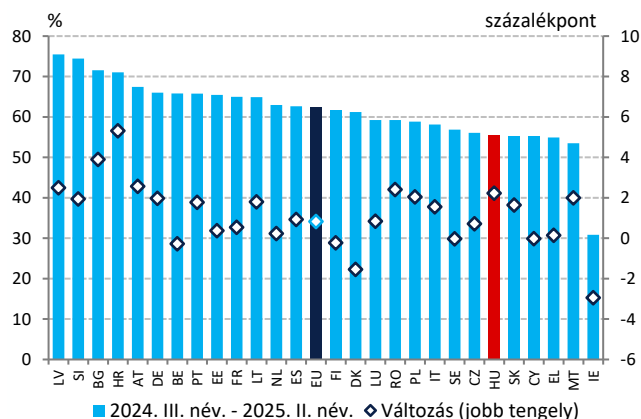
Forrás: KSH

1-18. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása



Megjegyzés: Az előrejelzési sáv közepe alapján. Forrás: KSH, MNB

1-19. ábra: A korrigált bérhányad az Európai Unió országaiban (2025. II. név)



Megjegyzés: Négy negyedéves mozgóátlagok. Változás az egy évvel korábbi értékhez képest. Hollandia esetén 2024. II. negyedév - 2025. I. negyedév alapján. Forrás: Eurostat, KSH, MNB

amennyiben teljesülnek a tervezett pálya megvalósulásának feltételül szabott makrogazdasági várakozások. A nemzetgazdasági bérdinamika jövő évi alakulását továbbá szintén számottevően befolyásolja a rendvédelmi dolgozók részére kifizetésre kerülő hathavi „fegyverpénz”, melynek következtében érdemben magasabban alakulhat az állami szféra bérdinamikája, mint a versenyszféráé. Idén 8,5 százalékkal emelkedhetnek a bérek a versenyszférában, majd 2026-ra 9,3, 2027-ben pedig 9,4 százalékos nominális bérnövekedést várunk. A nemzetgazdaság egészét tekintve 2025-ben 8,7, 2026-ban 10,5, 2027-ben pedig 6,8 százalékos lehet a bérdinamika. A reálbérek 2025-ben 3,8 százalékkal, 2026-ban 5,3 százalékkal, 2027-ben pedig 6,2 százalékkal emelkedhetnek a versenyszférában (1-18. ábra).

A vállalatok munkaerőköltsége idén 8,4, jövőre 9,4, 2027-ben pedig 9,5 százalékkal emelkedhet. A munkaerőköltség alakulását a jövő évi minimálbér-emelés várhatóan érdemben megemeli, különösen a munkaintenzív ágazatokban. Ez a vállalatok számára rövid távon költségnyomást jelent, ugyanakkor a kormányzat által kilátásba helyezett 1 százalékpontos szociális hozzájárulási adócsökkentés mérsékelheti a többletterheket, így tompítva a bérköltség emelkedésének inflációs hatását. A bérhányad a GDP jövedelmi oldali megközelítésének egy mutatószáma, amely az összes munkajövedelmet viszonyítja a teljes GDP értékéhez (alapáron). Európai uniós összehasonlításban ez a mutató Magyarországon a hatodik legalacsonyabb, 6,8 százalékponttal elmaradva az EU-átlagtól (1-19. ábra). Bár a bérhányadot önmagában vizsgálva megfigyelhető, hogy van további tér a bérfelzárkózásra, azonban az elmúlt időszakban nagy mértékben emelkedtek a vállalatok egyéb kiadásai (energia, bérleti díj stb.), ezzel csökkentve a mozgásterüket.

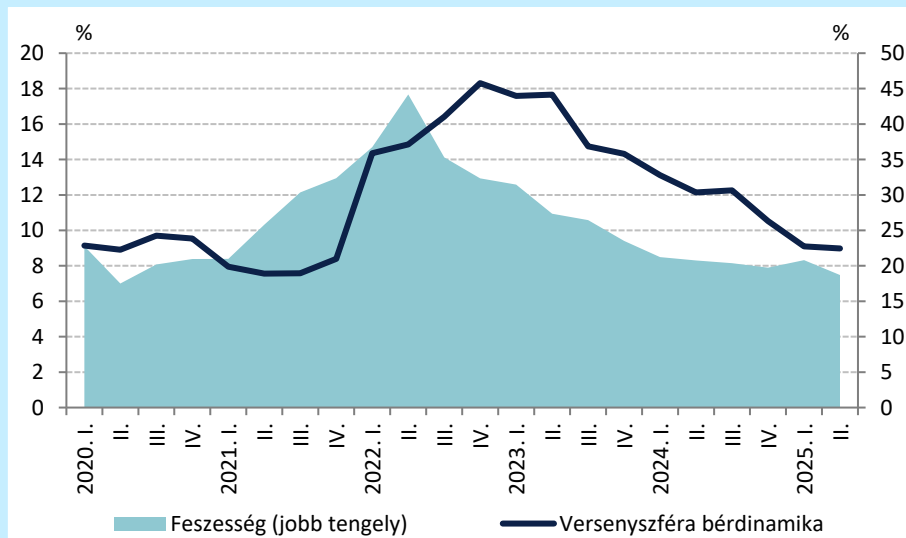
1-4. keretes írás: Munkaerőpiaci alkalmazkodás és bérfolyamatok

A munkaerőpiacon már a nemzetgazdasági foglalkoztatás szintjén is megfigyelhető az elhúzódóan gyenge konjunktúrához történő alkalmazkodás. A munkaerőpiacra kapcsolatos egyik legfontosabb kérdés jelenleg, hogy a foglalkoztatottság szintje hogyan reagál a reálgazdaság ciklikusan gyenge teljesítményére. Az intenzív oldali munkaerőpiaci alkalmazkodás jeleit már 2023 vége óta megfigyelhetjük, amikor a termelés visszaesése következtében csökkent a ledolgozott munkaórák száma, gyengült a munkaerő-kapacitás kihasználtsága. A munkaerő-kapacitás alacsony kihasználtsága miatt a vállalatok nem vonnak be új munkaerőt, csökkentik a kiírt üres álláshelyek számát, gyakran nem töltik fel a nyugdíjazás vagy egyéb okok miatt távozókat helyét, továbbá egyes vállalatoknál már elbocsátásokra is sor került. Mindezek hatására egyre oldódott a munkaerőpiaci feszesség.

A foglalkoztatottság csökkenése a feldolgozóiparon túl már a piaci szolgáltató szektor ágazataiban is tetten érhető. Az extenzív, a foglalkoztatotti létszám csökkenésében megnyilvánuló alkalmazkodást a legutóbbi időig csak bizonyos ágazatok (elsősorban feldolgozóipar) esetében láthattuk, azonban az idei második negyedévben éves alapon 49 ezer fővel mérséklődött a hazai foglalkoztatottság, amihez az ágazatok szélesebb bázisa járult hozzá. A feldolgozóiparban 2024 folyamán megindult a foglalkoztatás éves alapon mért csökkenése, miután leginkább ezt az ágazatot érintette a visszafogott nemzetközi konjunktúra és a világkereskedelmet övező bizonytalanság. A második negyedévben a piaci szolgáltató szektorban is láthatók a munkaerő-kereslet csökkenésének jelei. A legfrissebb adatok alapján júliusban nem folytatódott a foglalkoztatottak számának csökkenése, ám továbbra is 30 ezer fővel alacsonyabb, mint az előző év azonos időszakában.

A munkaerőpiaci feszesség enyhülésével párhuzamosan folytatódott a bérdinamika lassulása a versenyszférában (1-20. ábra). A versenyszféra bérdinamikája 2023 májusa óta mérséklődik, az idei év első hét hónapjában 9,0 százalékot tett ki, szemben a 2024-es éves átlagos 12,0 százalékos emelkedéssel. A feldolgozóiparban az idei év átlagában a bérek kisebb mértékben nőttek, mint a piaci szolgáltatások területén, azaz a vállalatok alkalmazkodása a béremelésekben is tetten érhető.

1-20. ábra: A bruttó átlagkeresetek éves dinamikája a versenyszférában és a munkaerőpiaci feszesség alakulása



Megjegyzés: Jobb tengely: a versenyszféra üres álláshelyek a munkanélküliek százalékában, szezonálisan igazított adatok.

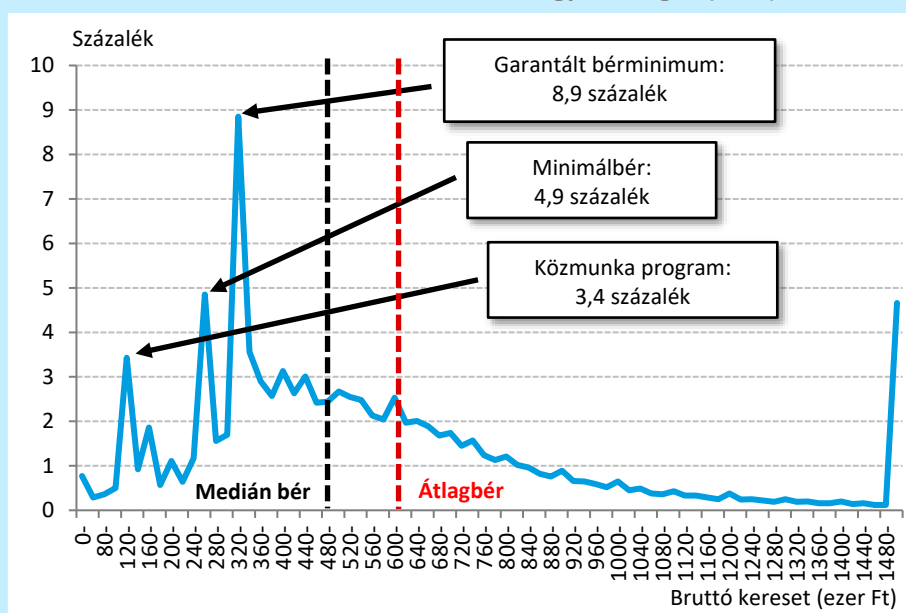
Forrás: KSH, MNB

Fontos, hogy a garantált bérminimum jövő évi emelése összhangban legyen a reálgazdasági folyamatokkal. A bérezési folyamatokat a feszesség alakulása mellett az olyan egyedi intézkedések is befolyásolják, mint a minimálbér és a garantált bérminimum emelése. A munkavállalói és munkaadói érdekképviselések és a kormány 2024 novemberében kötött megállapodása értelmében a minimálbér 2026-ban 13,0 százalékkal, 328 600 Ft-ra nő. Az elmúlt évek magas bérdinamikája, a gyenge konjunktúra, a megugró energiaköltségek és bérleti díjak mind szűkítették a vállalatok mozgásterét a magasabb

munkaerőköltségek kigazdálkodására. Az alapfolyamatokat érdemben meghaladó garantáltbérminimum-emelés az infláció emelkedéséhez vezethet, illetve további munkaerőpiaci alkalmazkodást válthat ki.

A szabályozott bérek emelése közvetlenül a munkavállalók mintegy 17 százalékát érinti, de a bértorlódás elkerülése miatt az átlagbérig fejtheti ki hatását. A minimálbért keresők a foglalkoztatottak mintegy 5 százalékát teszik ki, a garantált bérminimumot keresők 9 százalékot; a kettő között keresőkkel együtt 17 százalék azon munkavállalók aránya, akikre közvetlenül hat a kötelező legkisebb bérek emelése (1-21. ábra). A szabályozott bérek emelése azonban a bértorlódás¹ következtében kialakuló bérfeszültség elkerülése miatt a magasabb keresetű csoportokra is hatást gyakorolhat, becslésünk szerint az átlagbérig is befolyásolva a keresetek alakulását. A foglalkoztatottak nagyobb csoportjára ható garantált bérminimum 2026-os és 2027-es emelésének pontos mértékéről tavaly novemberben nem született konkrét megállapodás, ám az egyezség szövege szerint azt a termelékenység és az infláció figyelembevételével határozzák majd meg.

1-21. ábra: A keresetek eloszlása Magyarországon (2024)



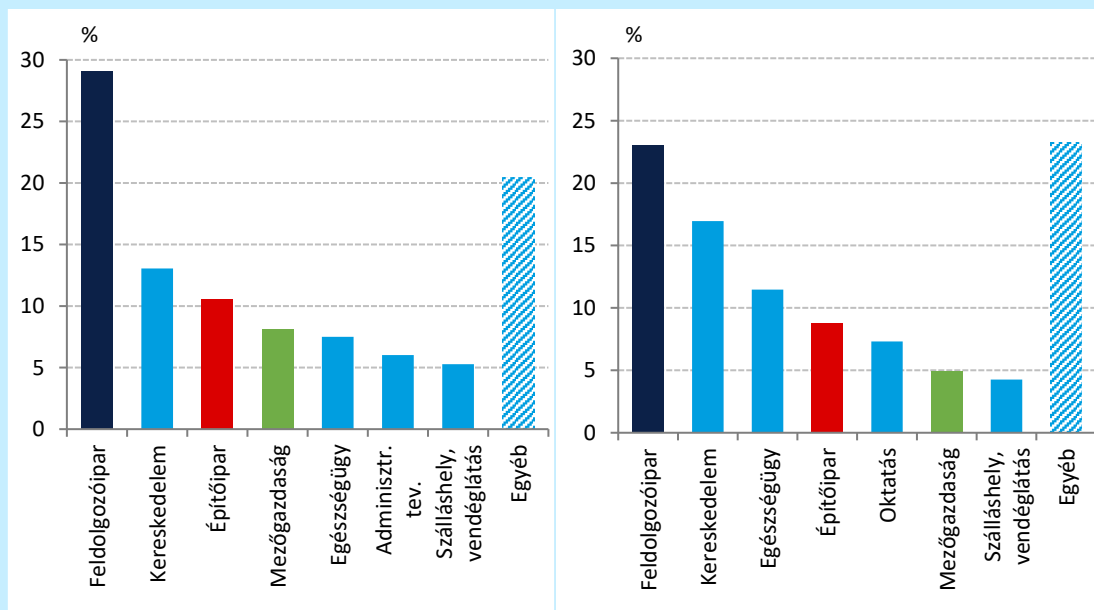
Megjegyzés: Az adott kategóriához tartozó keresők száma a NAV járulékadatbázisában lévő számának arányában. 2024. májusi adatok.

Forrás: NAV

A szabályozott bérek emelése elsősorban a kkv-szektorra, illetve a feldolgozóiparra róhat nagyobb terhet. A nagyvállalatok magasabb átlagos bérszintjük miatt kevésbé kitettek a legkisebb kötelező bérek emelésének. A minimálbért és garantált bérminimumot keresők száma a feldolgozóiparban a legmagasabb (1-22. ábra). Így a szabályozott bérek emelése nagy kihívást jelenthet a külkereskedelmi bizonytalanságok és a gyenge európai konjunktúra által leginkább érintett feldolgozóipar számára. A minimálbéresek nagy számban vannak jelen továbbá a kereskedelemben, az építőiparban és a mezőgazdaságban; a garantált bérminimumot keresők száma pedig a kereskedelemben, az egészségügyben és az építőiparban számottevő. A legkisebb kötelező béreknek a gazdasági fundamentumokon túlmutató emelése a piaci szolgáltató szektor azon ágazataiban is nehézségeket okozhat, ahol magas az alacsony bért keresők száma, és már megfigyelhető a reálgazdasági ciklushoz történő extenzív alkalmazkodás (pl. szálláshely, vendéglátás; adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenységek). A munkaerőköltségek termelékenységet meghaladó emelkedése a több ágazatban is megfigyelhető munkaerő-tartalékolás fényében is kockázatot jelent a vállalatok gazdálkodására nézve.

¹ Az alacsonyabb keresetű, kevesebb tapasztalattal és szaktudással rendelkező, kevésbé termelékeny munkatársak bére utolérheti az addig magasabb keresetűekét.

1-22. ábra: A minimálbért (bal panel) és garantált bérminimumot (jobb panel) keresők megoszlása a nemzetgazdaság ágazatai között



Megjegyzés: 2025. első negyedévi adatok.

Forrás: KSH (munkaerő-felmérés)

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

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

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

² Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

³ A GDP arányában.

⁴ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

⁵ MNB-beclés.

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

1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal

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

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

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

³ A GDP arányában.

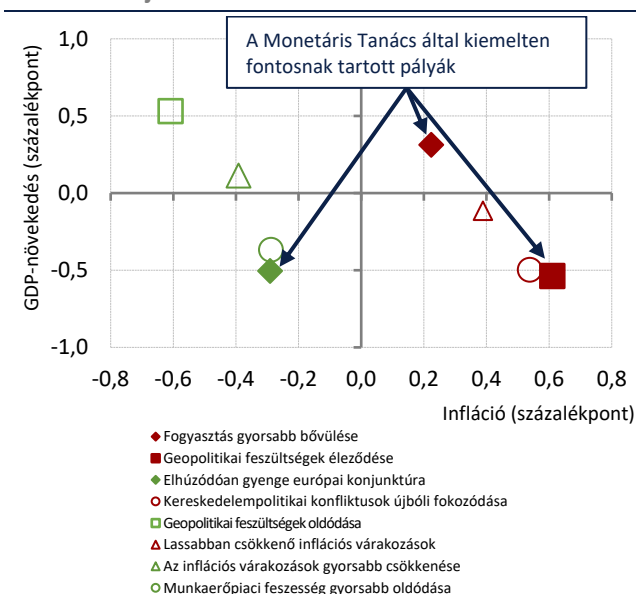
⁴ Az értékek az eurozóna várható növekedését mutatják az EKB legfrissebb előrejelzése alapján.

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

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a szeptemberi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív kockázati forgatókönyvet emelt ki. A fogyasztás gyorsabb bővülését feltételező alternatív pálya az alappályához képest magasabb növekedési és inflációs pályával számol, ami szigorúbb monetáris kondíciókkal konzisztens. A geopolitikai feszültségek éleződését előrevetítő forgatókönyv az alappályánál visszafogottabb gazdasági növekedéssel és magasabb inflációval konzisztens, ami ugyancsak szigorúbb monetáris kondíciókat jelent. Az elhúzódóan gyenge európai konjunktúrával számoló Szenárió az alappályához képest alacsonyabb növekedési és inflációs pályával áll összhangban, ami lazább monetáris kondíciókkal járhat. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív Szenárióként a kereskedelempolitikai konfliktusok újbóli fokozódását, a geopolitikai feszültségek oldódását, a lassabban csökkenő inflációs várakozásokat, az inflációs várakozások vártnál gyorsabb csökkenését és a munkaerőpiaci feszesség gyorsabb oldódását feltételező forgatókönyveket tárgyalta.

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



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

Forrás: MNB

Fogyasztás gyorsabb bővülése

A rendszeres bérek növekedési üteme júliusban a nemzetgazdaság egészében és a versenyszférában is lassult éves alapon. A költségvetési szférában ugyan gyorsulást lehetett tapasztalni, azonban összességében így is folytatódott a bérdinamika trendszerű lassulása. 2025 júliusában a rendszeres (prémium nélkül számított) átlagkeresetek a nemzetgazdaságban 8,5 százalékkal, a versenyszférában 8,1 százalékkal, a költségvetési szférában pedig 10,1 százalékkal emelkedtek éves összevetésben.

A fogyasztói bizalom emelkedésnek indult augusztusban, azonban továbbra is alacsony szinten tartózkodik. A GKI fogyasztói bizalmi indexe augusztusban közel 3 ponttal volt magasabb az előző hónaphoz viszonyítva, ezzel négyhónapos csúcsra emelkedett. A lakosság az elmúlt 12 hónapban tapasztalt pénzügyi helyzetét érezhetően, míg a következő 12 hónapra vonatkozó pénzügyi kilátásait enyhén javulónak értékelte. Emellett az ország következő 12 havi gazdasági helyzetét is kedvezőbbnek várták.

A minimálbér és a garantált bérminimum jövő évi emelése a korábban tapasztalathoz képest nagyobb mértékben gyűrűzhet át a versenyszféra bérezési folyamataiba, a kapott transzferek fogyasztásra fordított aránya pedig szintén emelkedhet. A Kormány hároméves minimálbér emelési programja keretében 2026. január 1-től 13 százalékkal emelkedik a legkisebb adható jövedelem összege. Ezen felül a garantált bérminimum szintén jelentősen emelkedhet a következő évtől kezdődően. Továbbá a kormányzati jövedelemnövelő intézkedések is hozzájárulhatnak a rendelkezésre álló jövedelem emelkedéséhez.

Az alternatív pálya megvalósulása esetén a minimálbér és a garantált bérminimum emelkedéséből származó többletjövedelem, valamint a költségvetés által végrehajtott jövedelemnövelő lépések a fogyasztói bizalom emelkedése mellett a fogyasztás ütemének gyorsabb bővülését eredményezik. A forgatókönyv az alappályához képest magasabb növekedési és inflációs pályával van összhangban és szigorúbb monetáris politikai kondíciókat tesz szükségessé.

Geopolitikai feszültségek éleződése

A geopolitikai feszültségek éleződésével visszafogottabban alakul a fegyveres konfliktusoknak kitett gazdaságok teljesítménye, és romlik azok közvetlen környezetének kockázati megítélése, valamint erősödhet az energiapiacok volatilitása. A jelenleg is zajló fegyveres konfliktusok rendezését célzó tárgyalások megkezdése a konfliktusok elhúzódásához vagy akár kiterjedéséhez vezethet, ezzel növelve a kelet-közép-európai régióval szembeni kockázatkerülést. Az eskaláció következtében a feltörekvő piacokról tőkekiáramlás indulhat és a kockázati prémium emelkedhet. A békétárgyalási folyamatok megakadása esetén folytatódhatnak a gáz- és kőolajvezeték-infrastruktúrát érő támadások, így erősödhetnek az ellátásbiztonságot fenyegető kockázatok. Ezen események hatására emelkednek a nyersanyagárak, ami a nyersanyagimportőr magyar gazdaság számára romló külső egyensúlyi pozíciót és magasabb külső inflációs nyomást jelent. Mindezzel párhuzamosan csökken a külső kereslet.

A konfliktusok eskalációjával párhuzamosan felerősödik a hazai szereplők óvatossága és romlik az általános konjunktúrát övező megítélés. A lakossági és üzleti bizalom visszaesése negatívan befolyásolja a belső kereslet bővülési ütemét.

Alternatív pályánkban a geopolitikai feszültségek eskalálódásával számolunk. A fegyveres konfliktusok további éleződése változékony energiapiaci folyamatokat és magasabb energiaárakat eredményezhet, melyek gyengítik hazánk külső egyensúlyi pozícióját. A régió kockázati megítélésének és a külső egyensúlyinak a romlása együttesen növeli a hazai kockázati prémiumot. Mindezek alapján a forgatókönyv megvalósulása az alappályához képest magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával és szigorúbb monetáris kondíciókkal konzisztens.

Elhúzódóan gyenge európai konjunktúra

2025 második negyedében az Európai Unióban és Németországban visszafogott ütemben növekedett a GDP éves összehasonlításban. Az Európai Unióban 1,6, míg az eurozónában 1,5 százalékkal nőtt a 2025. második negyedévi

GDP éves alapon. Legfőbb kereskedelmi partnerünk, Németország gazdasági teljesítménye 0,2 százalékkal bővült ebben az időszakban, míg ipari termelése 3,6 százalékkal csökkent 2025 júniusában az előző év azonos időszakához viszonyítva.

Az előretekintő indikátorok alapján augusztusban a feldolgozóipari Beszerzési Menedzser Index (BMI) emelkedett mind az eurozónában, mind Németországban.

A német feldolgozóipari BMI 49,8 pontra nőtt, de továbbra is enyhén a küszöbérték alatt alakult. Az Ifo intézet felmérése alapján a német feldolgozóipar, különösen a járműgyártás kilátásai továbbra is kedvezőtlenek. Az övezet feldolgozóiparára vonatkozó gazdasági hangulatindexe (Economic Sentiment Indicator – ESI) augusztusban 0,9 ponttal, 50,7-es szintre javult, ezzel meghaladva a semleges szintet (50-es egyenlegmutató).

A piaci elemzők 2025-ös és 2026-os várakozásai továbbra is visszafogott bővülést prognosztizálnak az eurozónában.

A Bloomberg elemzői várakozásainak mediánja alapján az eurozóna gazdasága 2025-ben és 2026-ban 1,1-1,1 százalékkal, míg Németorszáé 0,3, illetve 1,0 százalékkal bővíülhet. Ezzel egyidejűleg a világ gazdaságban 2,9 százalékos növekedési ütem várható mindkét évben.

Hazánk esetében az ipari exportértékesítés továbbra is alacsony szinten alakult. Júliusban a járműgyártás volumene enyhén, 0,1 százalékkal nőtt az előző év azonos hónapjához mérten, a villamos berendezés gyártása ugyanakkor 8,3 százalékkal elmaradt az egy évvel korábbtól.

Az elhúzódóan gyenge európai konjunktúrával számoló kockázati forgatókönyv megvalósulása esetén az alappályához képest mérsékeltebben alakul az Európai Unió, azon belül főként Németország és ezzel összhangban hazánk növekedése is. Az Európai Unió gazdaságának lassulása tovább rontja a német exportszektor növekedési kilátásait. Az Európai Unióban és Németországban bejelentett fiskális élénkítő intézkedések feltételezett mértéke az alappályánál alacsonyabb lehet és megvalósításuk elhúzódhat. Az elmúlt időszakban javuló konjunktúra-indikátorok mögött elsősorban az USA készletciklusa áll. Külpiacaink visszafogott teljesítménye a külső kereslet mérséklődésén keresztül rontja a hazai exportteljesítményt, így a GDP-növekedés lassulásának irányába hat. Mindezek mellett az alacsonyabb külső inflációból fakadóan az alappályához képest alacsonyabb hazai inflációs pálya valósul meg, ami lazább monetáris kondíciókkal áll összhangban.

További kockázatok

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

A kereskedelempolitikai konfliktusok újbóli fokozódását valószínűsítő kockázati forgatókönyvben a jelenlegi viták elhúzódásával és az aktuális várakozásoknál magasabb vámok kivetésével számolunk. Mindez emeli az importköltségeket, emellett az újbóli vámok kivetésének hatására bizonytalanabbá váló nemzetközi környezet a fejlett országok hosszú hozamainak emelkedését, ezáltal a kelet-közép-európai régió sérülékenységének növekedését vetíti előre. Ennek eredményeként a forgatókönyv a régiós gazdaságok kockázati prémiumának emelkedésével járhat. A kereskedelmi korlátok erősödése a külső keresletre is negatív hatást fejt ki. A forgatókönyv az alappályánál összességében magasabb inflációs, alacsonyabb növekedési pályával és szigorúbb monetáris politikai kondíciókkal konzisztens.

A geopolitikai feszültségek oldódását előrevetítő forgatókönyv a világban jelenleg is zajló fegyveres konfliktusok enyhülésével számol, amely a régióval szembeni kockázatkerülés enyhüléséhez és alacsonyabb energiaárakhoz vezet. Ennek eredményeként javul hazánk külső egyensúlyi pozíciója, és csökken a kockázati prémium. A konfliktus enyhülésével párhuzamosan oldódik az óvatossági motívum és javul az általános konjunktúra megítélése. A lakossági és üzleti bizalom együttes emelkedésével élénkül a belső kereslet. A forgatókönyv az alappályánál élénkebb gazdasági növekedéssel, alacsonyabb inflációval és lazább monetáris kondíciókkal konzisztens.

A lassabban csökkenő inflációs várakozásokat valószínűsítő forgatókönyvben a háztartások inflációs várakozása lassabban mérséklődik. Ennek következtében a fogyasztói bizalom kevésbé javul, így a háztartások fogyasztása az alappályához képest visszafogottabban alakul. A forgatókönyv magasabb inflációs, némileg alacsonyabb növekedési pályával és szigorúbb monetáris kondíciókkal van összhangban.

Az inflációs várakozások vártnál gyorsabb csökkenését feltételező forgatókönyvben az elkötelezett jegybanki és kormányzati lépések, az erősödő árfolyam, illetve a fogyasztói bizalom növekedése az alappályában feltételezettnél gyorsabban mérséklék az inflációs várakozásokat, ami gyorsabb dezinflációt tesz lehetővé. A forgatókönyv az alappályánál alacsonyabb inflációs és némileg magasabb növekedési pályával konzisztens, így lazább monetáris kondíciókat tesz szükségessé.

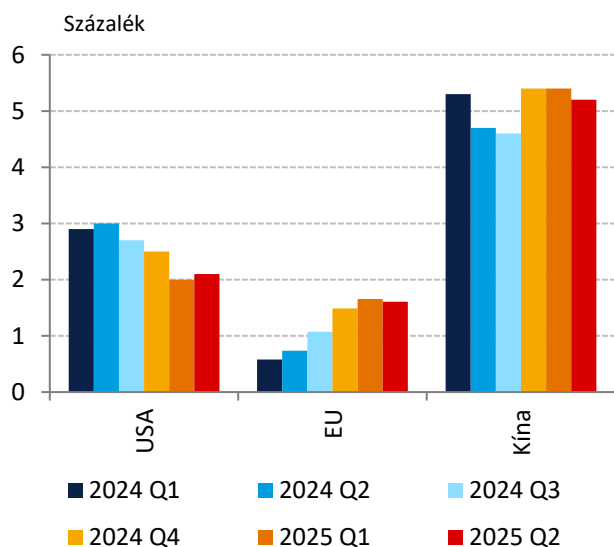
A munkaerőpiaci feszesség gyorsabb oldódását feltételező forgatókönyvben a vállalatok az elhúzódóan gyenge hazai konjunktúrához és a tartósan visszafogott külső kereslethez az alappályában vártnál erőteljesebben alkalmazkodnak, nagyobb mértékben csökkentve munkakeresletüket a nominális bérdinamika további lassulása mellett. A fogyasztás mérséklődése és a lassabb bérnövekedés mellett a forgatókönyv alacsonyabb inflációs és növekedési pályával van összhangban, ami lazább monetáris kondíciókat indokol.

3. Makrogazdasági helyzetértékelés

3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

Az elmúlt negyedév során az USA számos kereskedelmi megállapodást kötött, aminek következtében a vámháborús bizonytalanság némileg csökkent, a globális növekedési kilátások pedig enyhén javultak. A kínai gazdaság bővülése továbbra is élénk, az Egyesült Államok esetében negyedéves alapon visszatért a növekedés. 2025 második negyedévében az EU-ban 1,6 százalékkal, míg az eurozónában 1,5 százalékkal emelkedett a GDP az előző év azonos időszakához képest, enyhén meghaladva a várakozásokat. Az Egyesült Államokban az infláció átmeneti mérséklődést követően az utóbbi hónapokban ismét emelkedett, miközben nőttek a munkaerőpiacot övező kockázatok. A Federal Reserve júliusi kamatdöntő ülésén változatlanul 4,25-4,50 százalékon tartotta az irányadó ráta célsávját, majd szeptemberben 25 bázispontos kamatcsökkentést hajtott végre. A szeptemberi döntést követő sajtótájékoztatón Jerome Powell elmondta, a Fed kettős mandátumának munkaerőpiaci oldalára tolódott el a hangsúly, ami indokoltá tette a semleges monetáris politika irányába tett lépést. Az EKB júliusi és szeptemberi kamatdöntő ülésén nem változtatott a kamatkondíciókon, így az irányadó betéti rátáját 2,0 százalékon tartotta. A régióban a cseh és a román jegybank nem változtatott irányadó rátáján, míg a lengyel jegybank júliusban, majd szeptemberben is 25 bázispontos kamatcsökkentést hajtott végre.

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.

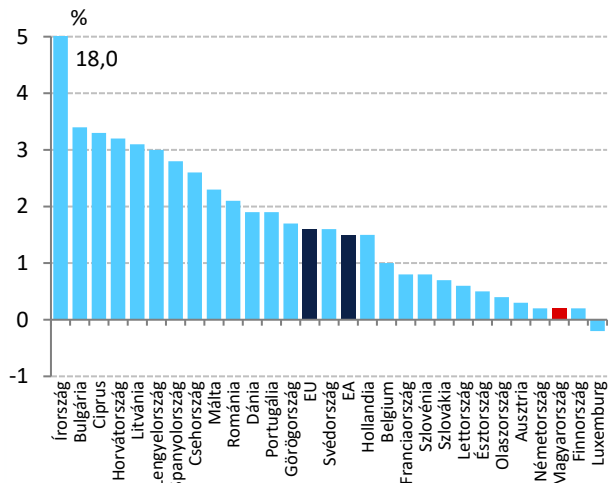
Forrás: Trading Economics, FRED, Eurostat

Az Egyesült Államok gazdasága éves összevetésben 2,1 százalékkal, míg negyedéves bázison 0,8 százalékkal bővült 2025 második negyedévében (3-1. ábra). A GDP negyedéves alapú növekedését elsősorban az előző negyedévhez képest dinamikusabban emelkedő fogyasztás magyarázta. Az első negyedévben a vámemelések megelőzése okán megugrott az import, ami a készletekben csapódott le, a második negyedévben ez a folyamat megfordult. Az import jelentősen visszaesett, aminek pozitív hatását ellensúlyozta a készletek alakulása.

Kínában 2025 második negyedévében éves alapon 5,2, míg negyedéves alapon 1,1 százalékos bővülést regisztráltak (3-1. ábra). A növekedést a szolgáltatások és az ipari termelés egyaránt támogatta. Felhasználási oldalon a növekedés fő támasza a lakossági fogyasztás volt. A legfrissebb, augusztusi adatok az export lassulását mutatják. A kivitel éves alapon 4,4 százalékkal bővült, ami a február óta a legalacsonyabb növekedési ütem és a vámemeléseket megelőző felhalmozás enyhülését mutatja. A megemelt vámszintek a kínai export ártrendeződését okozták: az USA-ba irányuló kivitel értéke 33,1 százalékkal csökkent, míg nőtt az ASEAN országok (+22,5 százalék) és az EU (+10,4 százalék) felé irányuló export. A kínai exportőrök vélhetően az alacsonyabb vámokkal sújtott országokon keresztül továbbra is megpróbálnak az USA-ba értékesíteni, míg a termékek egy részét új piacok felé irányítják. Az import értéke visszafogott ütemben, 1,3 százalékkal emelkedett augusztusban.

2025 második negyedévében az EU gazdasága 1,6, míg az eurozóna gazdasága 1,5 százalékkal bővült a szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján az előző év azonos időszakához képest (3-1. ábra). Az európai

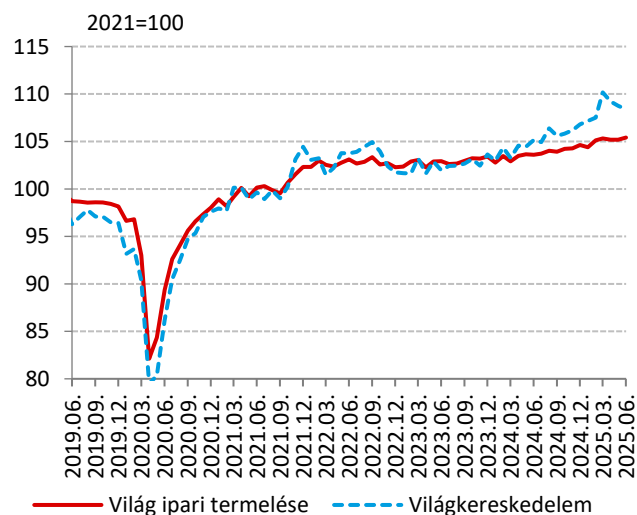
3-2. ábra: A GDP éves változása 2025. második negyedévben az Európai Unió országaiiban



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok.

Forrás: Eurostat

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



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: CPB

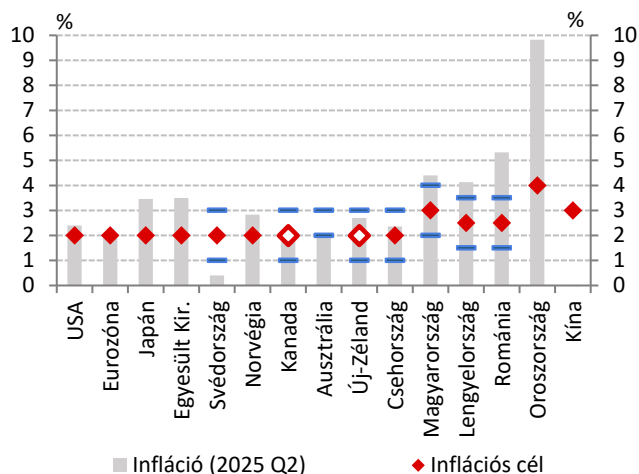
gazdaságok teljesítménye összességében enyhén meghaladta a várakozásokat. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország hozzáadott értéke 2025 második negyedévében 0,2 százalékkal nőtt éves bázison (3-2. ábra). A régiós országok közül Lengyelországban (+3,0 százalék), Csehországban (+2,6 százalék), Romániában (+2,1 százalék) és Szlovákiában (+0,7 százalék) is emelkedett a GDP az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az Európai Unió gazdaságai az előző negyedévhez képest összességében 0,2 százalékos növekedést regisztráltak, 3 esetben csökkent negyedéves alapon a GDP, Olaszországban (-0,1 százalék), Németországban (-0,3 százalék) és Finnországban (-0,4 százalék). Az idei második negyedévben éves összehasonlításban bővült az ipari termelés szintje az EU egészében (+1,1 százalék), azonban Németország ipari termelése 1,8 százalékkal csökkent.

A kereskedelmi megállapodások csökkentették a bizonytalanságot, azonban a nemzetközi konjunktúra továbbra is törékeny. A fejlett gazdaságokban jellemzően a munkanélküliség szintje továbbra is alacsony historikus összevetésben. A konjunktúraindexek alapján a fogyasztói és az üzleti bizalom az EU gazdaságaiban gyakorlatilag stagnált az elmúlt hónapokban, míg a beszerzési menedzserindexek enyhén az 50 pontos növekedési határ fölé emelkedtek. Az Egyesült Államok által végrehajtott vámemelések és a bilaterális tárgyalások egy része megállapodással zárult, az EU-ból érkező áruimportra általános 15 százalékos tarifa érvényes augusztustól. A megállapodás eredménye kedvezőbb, mint a korábban felfüggesztésre került vámszintek, ugyanakkor a tavalyihoz képest így is érdemben nagyobb vámterhet jelent.

2025 második negyedévében éves összevetésben tovább emelkedett a globális árukereskedelem (+3,9 százalék) és az ipari termelés (+1,6 százalék) (3-3. ábra). A világimport szintje ugyanakkor az első negyedévben tapasztalt, a vámemelések megelőzését szolgáló készletezés miatt megnövekedett szintjéhez képest mérséklődött, ami elsősorban az USA behozatalának jelentős csökkenéséből (-18,1 százalék) adódott.

Az Egyesült Államokban az infláció átmeneti mérséklődést követően az utóbbi hónapokban ismét emelkedett. Az éves bázisú CPI infláció a májusi 2,4 százalékról júniusban 2,7 százalékra emelkedett, majd júliusban változatlan szinten alakult az USA-ban. Augusztusban 2,9 százalékra emelkedett a mutató. A PCE inflációs mutató a májusi 2,4 százalékról júniusban 2,6 százalékra emelkedett, júliusban pedig változatlanul 2,6 százalékon alakult az éves változás. A termelőiár-index júliusban 3,1 százalékra emelkedett az USA-ban a júniusi 2,4 százalékról, majd augusztusban 2,6

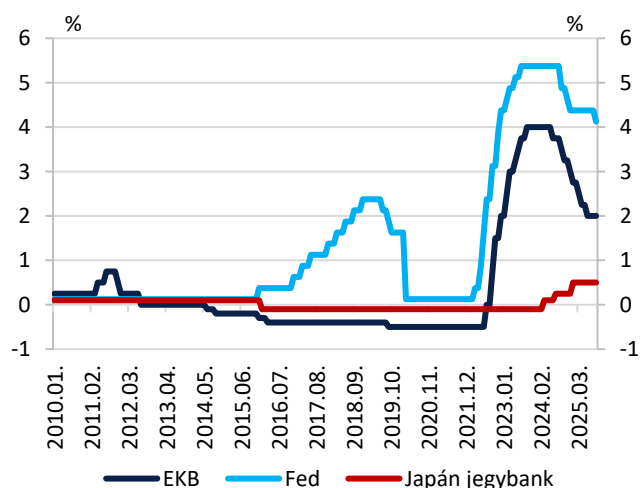
3-4. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása



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

3-5. ábra: Globálisan meghatározó jegybankok irányadó rátáinak alakulása



Megjegyzés: EKB esetében O/N betéti kamat, Fed esetében irányadó célsáv középpontja.

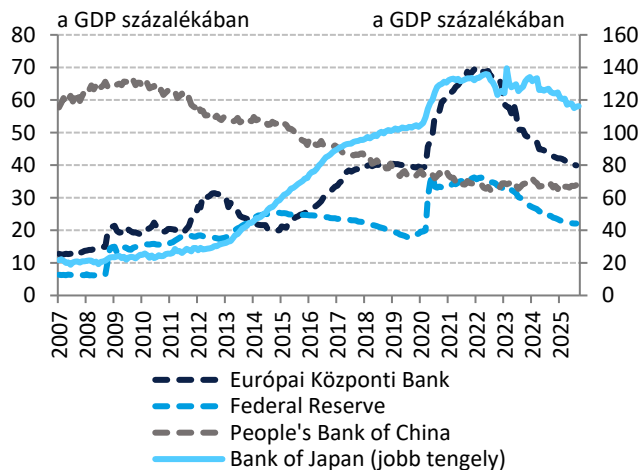
Forrás: Bloomberg.

százalékon alakult a mutató. Az alapfolyamatokat megragadó mag termelőiár-index szintén érdemben, 3,4 százalékra emelkedett júliusban, augusztusban azonban 2,8 százalékra csökkent a mutató.

Az Egyesült Államokban az amerikai Munkaügyi Statisztikai Hivatal (BLS) által végrehajtott revízió alapján érdemben kevesebb munkahely jött létre a korábban becsülnél. A revízió alapján 2024. április és 2025. március között a nem mezőgazdasági foglalkoztatottak száma a korábban közzétettnél 911 ezer fővel kisebb mértékben emelkedett. Emellett a legfrissebb adatok alapján augusztusban mindösszesen 22 ezer új nem mezőgazdasági munkahely jött létre, ami elmarad év első negyedévében megfigyelt értékektől. A kereskedelmi és migrációs politikák mind a keresleti, mind a kínálati oldalát érintik a munkaerőpiacnak. Ennek eredőjeként a munkanélküliségi ráta nem változott érdemben, az aktivitási ráta azonban csökkent az elmúlt hónapokban, valamint nőttek a munkaerőpiacot övező kockázatok.

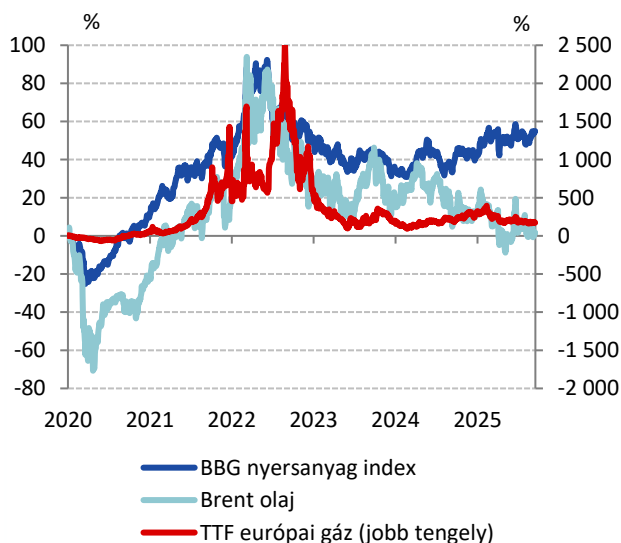
A Fed júliusi kamatdöntő ülésén változatlanul 4,25-4,50 százalékon tartotta az irányadó ráta célsávját, majd szeptemberben 25 bázispontos kamatcsökkentést hajtott végre (3-5. ábra). A szeptemberi döntés nem volt egyhangú, ugyanis egy döntéshozó 50 bázispontos kamatcsökkentésre szavazott. Az év első felében a gazdasági aktivitás növekedése mérséklődött, míg az infláció továbbra is némileg a jegybank 2 százalékos célja felett alakult. A jegybank szeptemberi közleménye alapján a munkanélküliségi ráta némileg emelkedett, de továbbra is alacsony maradt. A Fed Nyíltpiaci Bizottsága megerősítette, hogy készen áll a monetáris kondíciók módosítására, amennyiben olyan kockázatok merülnek fel, amelyek akadályozhatják a Bizottság céljainak elérését. Jerome Powell a júliusi döntést követő sajtótájékoztatón a vámoikkal kapcsolatban elmondta, még időre van szükség, hogy lássák azok gazdaságra gyakorolt hatását. A szeptemberi sajtótájékoztatón Powell úgy nyilatkozott, a Fed kettős mandátumának munkaerőpiaci oldalára tolódott el a hangsúly. A jegybankelnök a 25 bázispontos kamatcsökkentést kockázatkezelési lépésnek nevezte, ami véleménye szerint önmagában nem jelent érdemi fordulatot, de a kamatpálya alakulása képes támogatni a munkaerőpiacot. A döntéshozók szeptemberi előrejelzése alapján az idei évben további kamatcsökkentésekre kerülhet sor. A jegybank az elmúlt hónapokban nem módosított a mennyiségi szigorítás ütemén. A Fed mérlegfőösszege 2025. szeptember elején 6652 milliárd dolláron, a GDP 21,9 százalékán alakult (3-6. ábra).

3-6. ábra: Globálisan meghatározó jegybankok mérlegfőösszegének alakulása



Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

3-7. ábra: Nyersanyagárak alakulása



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

Forrás: Bloomberg

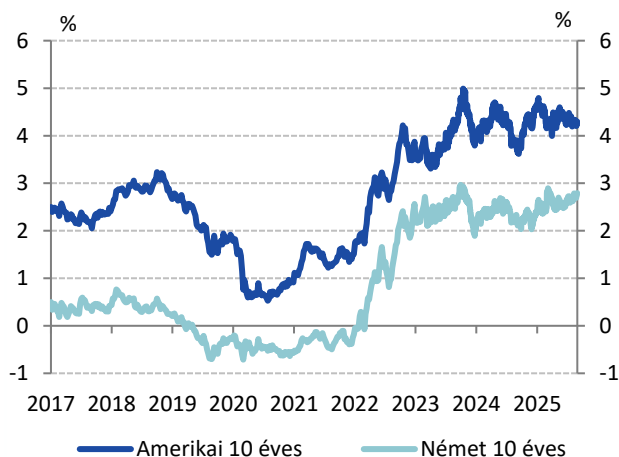
A japán jegybank júliusi és szeptemberi kamatdöntő ülésén változatlan szinten, 0,5 százalékon tartotta irányadó rátáját (3-5. ábra). Az éves alapú inflációs ráta a májusi 3,5 százalékról júniusban 3,3 százalékra, júliusban 3,1 százalékra, majd augusztusban 2,7 százalékra mérséklődött. A jegybank júliusi inflációs előrejelzésében emelt az idei évre szóló inflációs várakozásán, amit elsősorban az élelmiszerárak emelkedésével magyarázott. Az új előrejelzés szerint az inflációs ráta 2025-ben 2,7 százalékon fog alakulni a korábban becsült 2,2 százalék helyett. Kazuo Ueda, a japán jegybank elnöke szerint nincsenek elkésve a kamatemeléssel és előretekintve sem látja ennek a kockázatát. A japán jegybank mérlegfőösszege szeptemberben a GDP 116,2 százalékán alakult (3-6. ábra).

A kínai jegybank júliusban és augusztusban változatlan szinten tartotta a banki hitelezésben irányadónak tekinthető LPR kamatokat (loan prime rate), így az egyéves LPR 3 százalékon, míg az öt éves LPR 3,5 százalékon alakul. Mindemellett a jegybank negyedéves jelentésében jelezte, az elkövetkezendő időszakban mérsékeltén laza monetáris politikai lépéseket hajt majd végre, miközben célzott intézkedésekkel támogatja a gazdaságot. A jegybank jelentése szerint a gazdaság alapjai szilárdak és az ellenállóképessége erős. Kínában az infláció a júniusi 0,1 százalékról júliusban 0,0 százalékra, majd augusztusban -0,4 százalékra csökkent. A jegybank mérlegfőösszege augusztusban a GDP 33,9 százalékán alakult.

Az elmúlt negyedévben összességében javult a nemzetközi befektetői hangulat. Az elmúlt időszak során több ország – köztük az EU is – megállapodásra jutott az amerikai féllel a kereskedelmi vámokkal kapcsolatban. A vizsgált időszakban sor került Donald Trump és Vlagyimir Putyin találkozójára is, mely az orosz-ukrán háború lezárását célozta, amelyet kedvezően fogadtak a piaci szereplők. Az időszak során a vártnál kedvezőtlenebb amerikai munkaerő-piaci adatok, valamint a következő Fed elnök kilétével kapcsolatos találgatások, illetve a Fed elnök Jackson Hole-i beszéde az átlagosnál nagyobb turbulenciát okoztak az amerikai kamatvárakozásokban, amit tovább fűtöttek a döntéshozói megszólalások.

Augusztusban az olajárak a 70 dolláros szint alá mérséklődtek, valamint a gáz ára is érdemben csökkent (3-7. ábra). A fejlett részvényindexek Amerikában 8 százalékkal, míg Európában 5-6 százalékkal emelkedtek június vége óta. A feltörekvő gazdaságokat tömörítő MSCI index 7,5 százalékkal került feljebb. A dollár a fejlett devizákkal szemben jellemzően gyengült, így közel 2 százalékkal értékelődött le az euróhoz képest, 1,8 százalékkal a svájci frankhoz képest, valamint 0,4 százalékkal

3-8. ábra: A 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

a brit fonthoz képest, míg a japán jennel szemben 1,2 százalékos tudott erősödni az elmúlt 3 hónap során. A fejlett piaci hosszú kötvényhozamok – az amerikai kivételével – emelkedtek. Az amerikai tízéves hozam 10 bázisponttal csökkent 4,27 százalékra, míg a német 19 bázisponttal 2,71 százalékra nőtt (3-8. ábra) június végével összevetve. A japán tízéves hozam 20 bázisponttal 1,61 százalékra emelkedett az előző negyedévhez képest, míg a feltörekvő piaci kötvényhozamok vegyesen alakultak.

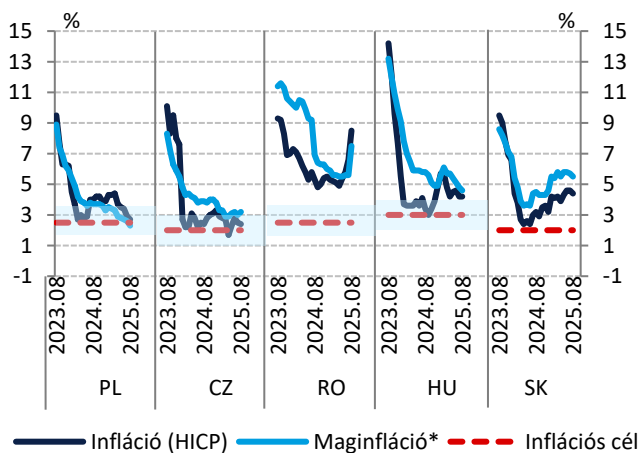
A piaci árazások alapján a Fed októberben 25 bázisponttal csökkentheti kamatszintjét, míg az EKB részéről az idén nem várható kamatcsökkentés. A Fed szeptemberben a várakozásoknak megfelelően 25 bázisponttal csökkentette irányadó rátáját. Az EKB júliust követően szeptemberben sem változtatott a kamatszintjén, ami megfelelt az előzetes várakozásoknak. Az idei év során a Fed két 25 bázispontos kamatcsökkentését árazza a piac, míg az EKB esetében nem valószínűsítene kamatcsökkentést az árazások alapján.

Az euroövezetben az infláció az elmúlt időszakban a jegybank 2 százalékos inflációs célján alakult. Az éves bázisú HICP infláció a májusi 1,9 százalékról júniusban 2,0 százalékra emelkedett, majd stabilizálódott ezen a szinten. A maginfláció májusban 2,3 százalékra csökkent, majd ezt követően stabilizálódott ezen a szinten.

Az Európai Unió GDP-je 1,6, az euroövezeté 1,5 százalékkal bővült 2025 második negyedévében éves összehasonlításban (3-2. ábra). A tagállamok közül a legdinamikusabb növekedést Írországban (+16,2 százalék) regisztrálták az előző év azonos időszakához viszonyítva. Negyedéves alapon az EU gazdasága 0,2, míg az euroövezet gazdasága 0,1 százalékkal növekedett. A GDP a legnagyobb mértékben Dániában (+1,3 százalék) bővült az előző negyedévhez képest.

Az EKB júniusi kamatdöntő ülésén folytatta kamatcsökkentési ciklusát és 25 bázisponttal 2,0 százalékra mérsékelte irányadó betéti rátáját, majd júliusban és szeptemberben nem módosított a kamatkondíciókon. Részen visszatükrözve a Kormányzótanács korábbi kamatcsökkentéseit, az euroövezet gazdasága ellenállóan bizonyul a kihívásokkal övezett nemzetközi környezetben. Ugyanakkor a kilátások rendkívül bizonytalanok. A jegybankelnök a szeptemberi sajtótájékoztatóján elmondta, hogy továbbra is jó helyzetben vannak, hogy kezeljék az inflációs kockázatokat, amelyek egyre inkább kiegyensúlyozottabbá váltak. A jegybank adatfüggő, ülésről-ülésre történő megközelítést követ a megfelelő monetáris politikai irányultság meghatározásánál. Az elmúlt negyedévben folytatódott a jegybankmérleg szűkülése,

3-9. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban



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

Forrás: Eurostat

aminek következtében az EKB mérlegfőösszege szeptember elején 6082 milliárd eurón, a GDP 39,7 százalékán alakult (3-6. ábra).

A lengyel jegybank júliusi, majd szeptemberi kamatdöntő ülésén is 25 bázisponttal csökkentette irányadó rátáját. A jegybank júliusban a teljes előrejelzési horizonton lefelé módosította inflációs várakozását, emiatt a Tanács időszerűnek látta az alapkamat további mérséklését. Adam Glapiński, a lengyel jegybank elnöke a szeptemberi döntést követően elmondta, hogy a kamatpolitikában óvatos megközelítés szükséges, a jegybank nem kíván túlzott kamatcsökkentéseket végrehajtani. Az infláció májusban 4,0 százalékon alakult, majd júniusban 4,1 százalékra emelkedett, ahonnan júliusban 3,1 százalékra, majd augusztusban 2,9 százalékra mérséklődött. A harmonizált fogyasztóiár-index 2,9 százalékon alakult júliusban, majd 2,7 százalékra lassult augusztusban (3-9. ábra).

A cseh jegybank augusztusi kamatdöntő ülésén 3,5 százalékon tartotta az irányadó rátáját. A közlemény szerint az inflációt övező kockázatok és bizonytalanságok összességében enyhén felfelé mutatóak. Az inflációs cél hosszú távon történő elérése érdekében jelenleg még viszonylag szigorú monetáris politikára van szükség. Aleš Michl, a cseh jegybank elnöke elmondta, a cseh gazdaságban tapasztalható inflációs nyomás jelenleg nem teszi lehetővé a kamatlábak további csökkentését. Hangsúlyossá tette, hogy a közleményt „héja” hangvételűnek kell tekinteni. Az infláció a májusi 2,4 százalékról júniusban 2,9 százalékra emelkedett, majd júliusban 2,7 százalékra, augusztusban pedig 2,5 százalékra lassult. A harmonizált fogyasztóiár-index a júliusi 2,5 százalékról 2,4 százalékra mérséklődött augusztusban (3-9. ábra).

A román jegybank júliusi és augusztusi kamatdöntő ülésén is az irányadó ráta 6,50 százalékos szinten tartása mellett döntött. A gazdaság növekedési kilátásait és az infláció középtávú alakulását jelentős bizonytalanságok övezik. A jegybank augusztusi inflációs előrejelzése alapján az infláció érdemben magasabb pályán alakulhat a korábban vártnál, a villamosenergia-árstop megszűnése, valamint az áfakulcsok és jövedéki adók emelésének átmeneti hatása miatt. Az éves inflációs ráta májusban 5,5 százalékon alakult, majd júniusban 5,7 százalékra, júliusban 7,8 százalékra, augusztusban pedig 9,9 százalékra emelkedett. A harmonizált fogyasztóiár-index alapján (HICP) számított éves inflációs ráta augusztusban 8,5 százalékra emelkedett a júliusi 6,6 százalékos szintről (3-9. ábra).

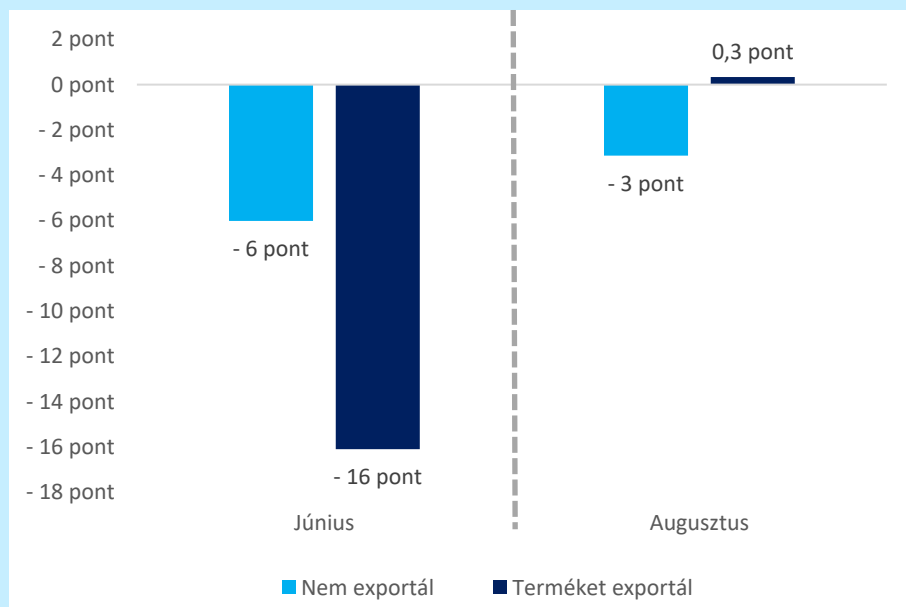
3-1. keretes írás: Az USA-EU vámmegállapodás hatása a Magyarországon működő vállalatok konjunktúraérzetére

Tavasszal a korábbi időszakhoz képest magasabb várható vámtételek kerültek bejelentésre az USA-EU közti külkereskedelelem vonatkozásában. A tárgyalások eredményeképp Donald Trump és Ursula von der Leyen július 27-én jelentette be az Európai Unió és az Egyesült Államok közötti új kereskedelmi megállapodás létrejöttét, melynek értelmében az USA általánosan 15 százalékos importvámot vezet be az Unió területéről érkező árukra, ami a termékek döntő többségére vonatkozik. A megállapodás nem tartalmazza az acél és alumínium termékeket, melyek esetében továbbra is a korábban bejelentett 50 százalékos tarifa hatályos (ugyanakkor egy kvótarendszer kialakításában egyeztek meg a felek, ami majd felváltja a jelenlegi vámszintet).

A tavasszal – elsősorban az USA részéről – bejelentésre került tervezett kereskedelempolitikai intézkedések várható hatásait 2025 májusa óta vizsgáljuk az MNB által havi gyakorisággal végzett vállalati konjunktúrafelmérésben. A jegybanki felmérés kérdőívében augusztusig nyomon követtük, hogy a Magyarországon működő válaszadók milyen arányban rendelkeznek közvetlenül vagy közvetett módon egyesült államokbeli vevőkkel, amely lehetővé tette a konjunktúraérzet összevetését az USA-ba exportáló és nem exportáló válaszadók körében.

Az USA-ba terméket exportáló válaszadók kilátásai júniusban még számottevően pesszimistábbak voltak, mint az USA-ba nem exportálóké, azonban a tendencia augusztusra megfordult (3-10. ábra). A várakozások felmérésben vizsgált szempontjainak átlagos megítélése az USA-beli vevőkkel nem rendelkező kitöltők körében -6 pont, míg az USA-ba közvetlenül vagy közvetetten terméket exportáló válaszadóknál -16 pont volt júniusban, azaz utóbbi csoport kitöltői számottevően pesszimistábbak voltak a jövőbeli kilátásokat illetően. Augusztusban azonban mindkét csoportban mérséklődött a pesszimizmus: az USA-ba nem exportálók körében kisebb (-6-ról -3 pontra), az USA-ba terméket exportálók körében nagyobb mértékben (-16-ról 0 pontra). Júniushoz képest megfordult a két csoport közötti tendencia: augusztusban már az USA-ba terméket exportálók körében volt kedvezőbb a várakozások tényezőinek átlagos megítélése az USA-ba nem exportálókhoz viszonyítva. Az üzleti hangulat javulásában feltehetően szerepet játszott, hogy míg júniusban még számottevő volt a bizonytalanság az USA-EU közti kereskedelmet terhelő vámok jövőbeli mértékére vonatkozóan, addig augusztusra már megszületett a megállapodás a vámok mértékét illetően.

3-10. ábra: A várakozások tényezőinek átlagos megítélése az USA-ba terméket exportáló és az USA-ba nem exportáló Magyarországon működő válaszadók körében júniusban és augusztusban



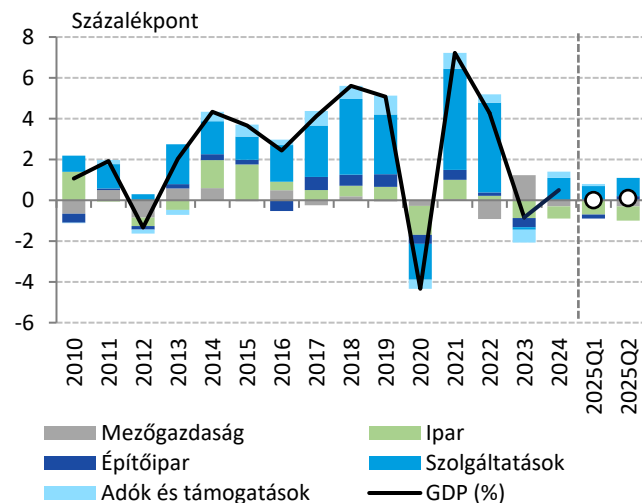
Megjegyzés: Az ábrán szereplő értékek egyenlegmutatók, amelyek a felmérés kérdéseire adott pozitív és negatív válaszok arányainak különbsége. Az egyenlegmutatók -100 és +100 közötti értékeket vehetnek fel, ahol a 0 feletti értékek a konjunktúra javulására, míg a nulla alattiak a konjunktúra romlására utalnak.

Forrás: MNB Vállalati konjunktúrafelmérés

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

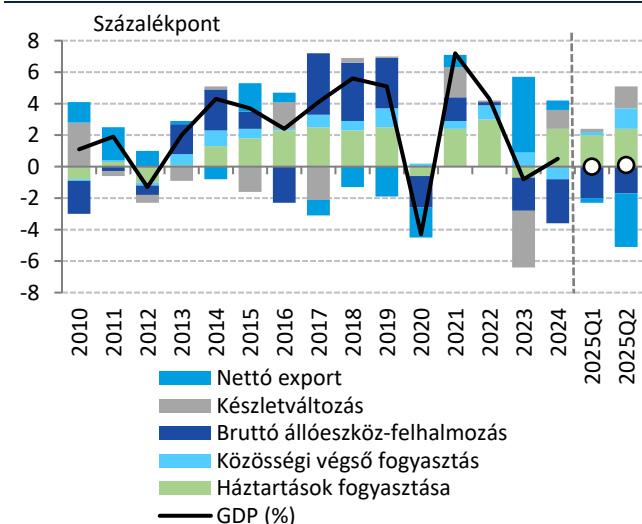
A bruttó hazai termék 2025 második negyedévében 0,1 százalékkal nőtt a nyers adatok alapján. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok alapján éves alapon 0,2 százalékkal, az előző negyedévhez viszonyítva 0,4 százalékkal bővült a gazdaság. A fő nemzetgazdasági ágak közül a szolgáltatások és az építőipar növelték éves alapon a GDP-t, míg az ipar és a mezőgazdaság mérsékelte azt. A felhasználási tételek közül a háztartások fogyasztása támogatta az éves alapú növekedést, míg a nettó export és a beruházások visszafogták a GDP-t.

3-11. ábra: A GDP éves változásának termelési oldali dekompozíciója



Forrás: KSH

3-12. ábra: A GDP éves változásának felhasználási oldali dekompozíciója



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

Forrás: KSH, MNB

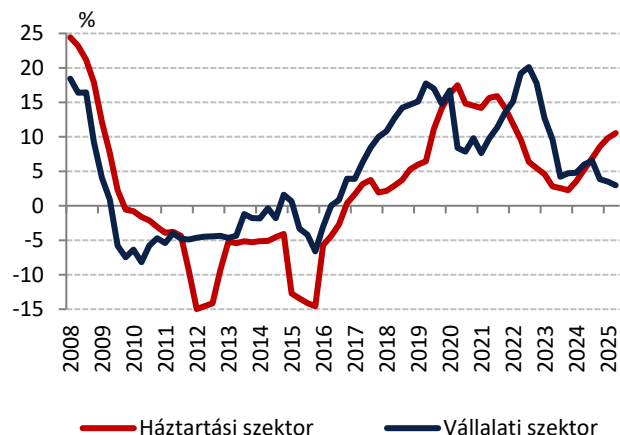
A nyers adatok alapján éves bázison 0,1 százalékkal nőtt a hazai GDP 2025 második negyedévében (3-11. ábra). A nemzetközi összehasonlításhoz használt szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok alapján éves alapon 0,2 százalékkal, az előző negyedévhez viszonyítva 0,4 százalékkal bővült a gazdaság.

A háztartások fogyasztási kiadása a második negyedévben 5,0 százalékkal bővült éves alapon, ami meghaladta az első negyedévben regisztrált 4,1 százalékos növekedést. Mivel a tétel súlya 48,1 százalék a GDP-ben, így 2,4 százalékponttal járult hozzá a növekedéshez 2025 második negyedévében. A hazai fogyasztási kiadások volumene minden csoportban nőtt: a tartós termékek esetében 6,2, a féltartósok esetében 3,9, a nem tartósok esetében 5,6, a szolgáltatások esetében pedig 4,6 százalékkal. A közösségi végső fogyasztás 6,0 százalékkal nőtt éves alapon.

A bruttó állóeszköz-felhalmozásban az első negyedéveknél enyhébb, 7,0 százalékos visszaesés volt megfigyelhető, ami 1,7 százalékponttal fékezte a gazdaságot. A KSH részletes szakstatistikája alapján a belföldre (-8,1 százalék) és az exportpiacra termelő (-7,6 százalék) ágazatokban egyaránt folytatódott az éves bázisú visszaesés. A második negyedévben az állami fejlesztési kiadások 26,6 százalékkal csökkentek, míg az ahhoz közvetetten kapcsolódó, kvázifiskális ágazatok beruházásai 16,8 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az ingatlanügyletek ágazat beruházásai 24,2 százalékkal mérséklődtek. Az építési beruházások 7,4 a gép- és berendezésjellegűek 8,7 százalékkal estek vissza a második negyedévben éves összevetésben. A beruházási ráta négy negyedéves gördülőátlaga 22,3 százalékon alakult, míg 2021. évi árakon számolva a reál beruházási ráta 20,9 százalékot tett ki. A beruházásokkal részletesen az 1-2-as keretes írás foglalkozik.

A vállalati hitelpiacon továbbra sem látszik fordulat, míg a lakossági hitelpiac a várakozásainkat enyhén meghaladó mértékben bővült. A teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállományának éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest 0,7 százalékponttal 10,5 százalékra gyorsult, míg a vállalati

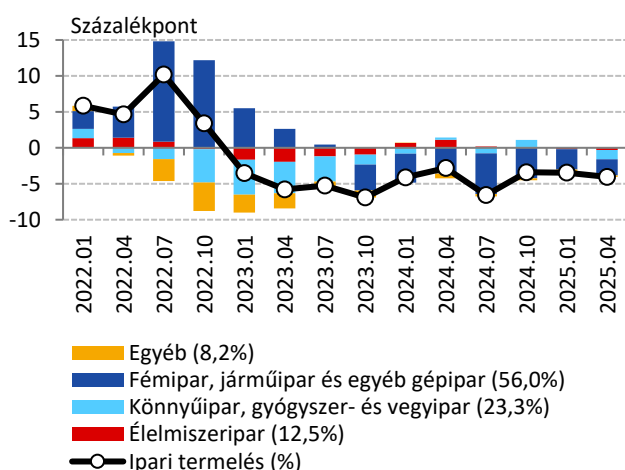
3-13. ábra: A teljes vállalati és a háztartási szektor hitelállományának éves változása



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

Forrás: MNB

3-14. ábra: A hazai ipari termelés éves változásának ágazati felbontása



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

Forrás: KSH, MNB

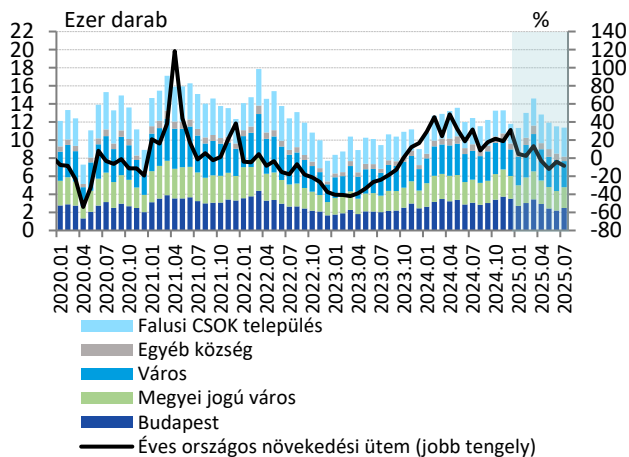
hitelállomány növekedési üteme 3,5 százalékról 3,0 százalékra lassult 2025 második negyedévében (3-13. ábra). A vállalati szektorban az alapfolyamatokat jobban megragadó kvv hitelállomány éves növekedési üteme 2,4 százalék volt június végén. A második negyedévben kötött új banki hitelszerződések értéke ugyanakkor 36 százalékkal haladta az egy évvel korábbi szintet, amihez egyedi nagyügyletek és a Demján Sándor Program szerződéskötései is érdemben hozzájárultak. A háztartási szegmensben a második negyedévben szerződött lakáshitelek értéke az előző év azonos – magas bázist jelentő – időszakához képest 13 százalékkal bővült, a személyi hitelek kibocsátása pedig 34 százalékkal volt magasabb. Az MNB Hitelezési felmérésére adott válaszok alapján a bankok a második negyedévben a lakossági szegmensben a kereslet élénkülését tapasztalták, és további erősödésre számítanak az Otthon Start program indulásának hatására. Ezzel szemben a vállalati hitelek esetében összességében a kereslet csökkenéséről számoltak be, amely várhatóan 2025 második felében sem fordul növekedésbe, a hosszú lejáratú, beruházási hitelkereslet tekintetében pedig további visszaesésre számítanak a bankok.

A készletváltozás hozzájárulása pozitív volt, 1,4 százalékponttal járult hozzá az előző év azonos időszakához viszonyított növekedéshez a második negyedévben.

A nettó export 3,4 százalékponttal fogta vissza a GDP előző év azonos időszakához viszonyított növekedését 2025 második negyedévében. A behozatal volumene 4,0 százalékkal nőtt, míg az export teljesítménye 0,9 százalékkal csökkent éves alapon. Ezen belül az áruexport 1,3 százalékkal csökkent, míg a szolgáltatások exportja 0,7 százalékkal emelkedett. 2025 júliusában a külkereskedelmi termékforgalom egyenlege 578 millió eurós többletet mutatott. A külkereskedelmi termékforgalom 12 havi gördülő egyenleg többlet enyhén nőtt és 10,9 milliárd eurót tett ki júliusban. Júliusban az áruexport volumene a nyers adatok alapján 3,5 százalékkal, míg az áruimporté 1,0 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A cserearány 2,6 százalékkal javult éves bázison.

Az ipar teljesítménye 3,3, azon belül a feldolgozóiparé 4,4 százalékkal esett vissza az előző év azonos időszakához képest 2025 második negyedévében. Ezzel mindkét esetben mérséklődött a visszaesés mértéke az első negyedévhez képest. A feldolgozóipari ágazatok közül a legnagyobb mértékben a fémfeldolgozási termék gyártása járult hozzá a csökkenéshez, illetve az egyéb

3-15. ábra: Lakáspiati tranzakciók száma településtípusonként



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

Forrás: Lakáspiati közvetítői adatbázis, MNB, NAV

jármű gyártása fékezte leginkább az ipar visszaesését. Az ipari hozzáadott érték csökkenése összességében 0,7 százalékponttal visszafogta a hazai GDP-t a második negyedév során (3-11. ábra). Az elmúlt 15 hónapból 14-ben csökkent éves alapon az ipari termelés. Az ipari teljesítmény csökkenése egyaránt jelzi a külső kereslet visszafogottságát és az egyes vállalatokat érintő versenyképességi, termékszerkezeti problémákat.

A szolgáltatások bruttó hozzáadott értéke együttesen 1,3 százalékkal emelkedett. A legnagyobb növekedés a művészet, szabadidő, egyéb szolgáltatások (+6,5 százalék) és az információ, kommunikáció (+6,3 százalék) ágban következett be. A szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás ágazat hozzáadott értéke 3,2, az oktatásé 2,9, míg a pénzügyi, biztosítási tevékenységé 2,2 százalékkal bővült. A kereskedelem ágazat teljesítménye 1,8 százalékkal, a szakmai, tudományos, műszaki és adminisztratív tevékenységé 0,8, a szállítás, raktározásé 0,2 százalékkal emelkedett. Kis mértékben visszaesett a humánegészségügyi, szociális ellátás (-0,1 százalék), a közigazgatás (-0,5 százalék) és az ingatlanügyletek (-0,7 százalék) hozzáadott értéke.

Az építőipar hozzáadott értéke 4,3 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, és 0,2 százalékponttal támogatta a GDP éves alapú bővülését. Az első negyedévben az építőipar hozzáadott értéke 5,1 százalékkal csökkent, így az ágazat jelentősen gyorsult, de az ágazat kibocsátása meglehetősen volatilis. 2025 júliusában 4,9 százalékkal nőtt az építőipari termelés volumene, míg az előző hónapoz képest 0,8 százalékos emelkedést regisztrált a KSH. A megkötött új szerződések volumene 48,9 százalékkal mérséklődött, míg a július végi szerződésállomány volumene 1,9 százalékkal volt magasabb az egy évvel korábbinál.

A mezőgazdaság hozzáadott értéke 11,4 százalékkal maradt el a második negyedévben az előző év azonos időszakában regisztrálttól. Ezzel a mezőgazdaság 0,3 százalékkal fogta vissza a GDP-t.

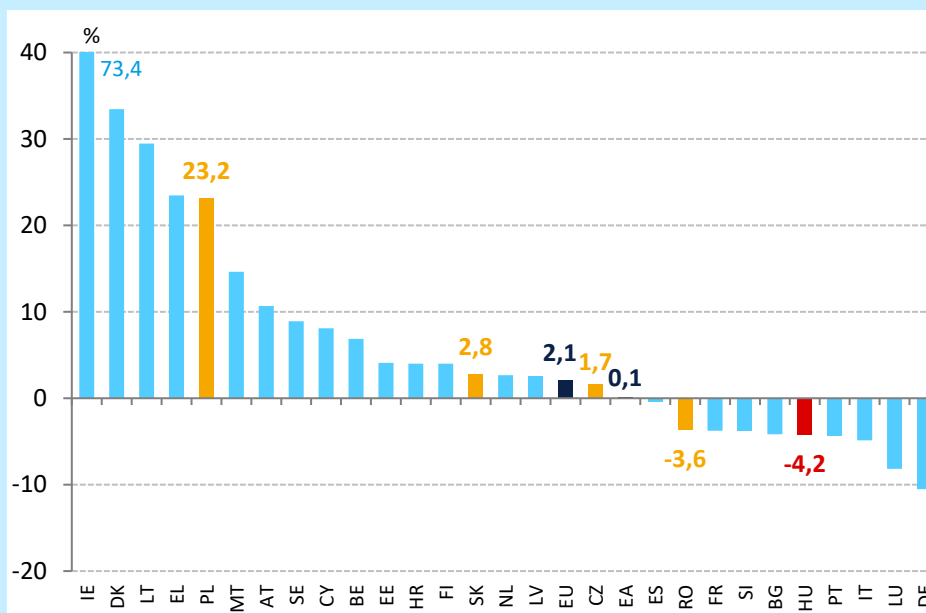
2025 második negyedévében a nagyobb városokban csökkenni kezdett a lakáspiati forgalom, a lakásárak növekedési üteme azonban tovább fokozódott. A magánszemélyek lakáspiati tranzakcióinak száma 36,3 ezret tett ki országosan 2025 második negyedévében, így 6,5 százalékkal elmaradt az előző év azonos időszaki tranzakciószámától (3-15. ábra). Budapesten 20 százalékkal, a megyei jogú városokban 11 százalékkal csökkent éves alapon az adásvételek száma a második negyedévben, míg a többi városban és a községekben érdemben nem változott a lakáspiati

forgalom. Az MNB lakásárindex alapján 2025 első negyedévében az előző év azonos időszakához képest országosan 15,3 százalékkal emelkedtek, ezen belül a fővárosban 22,3 százalékkal, a vidéki városokban átlagosan 13,9 százalékkal, a községekben pedig 10,0 százalékkal nőttek a lakásárak nominális értelemben. Előzetes adatok alapján 2025 második negyedévében tovább gyorsult és országos átlagban 15,9 százalékot, Budapesten 24,3 százalékot ért el az éves lakásár-dinamika.

3-2. keretes írás: A hazai ipar teljesítménye a régiós versenytársakhoz képest

A hazai ipar termelése az elmúlt években az uniós rangsor hátsó harmadában található (3-16. ábra). A magyar ipari termelés 2025 második negyedévében 4,2 százalékkal a koronavírus-válságot megelőző szintje alatt alakult. A régióban Lengyelország kiemelkedően jól teljesít, de a szlovák és cseh ipar is meghaladja a referenciaidőszaki szintjét.

3-16. ábra: Az ipari termelés változása 2025 második negyedévében 2019 negyedik negyedévéhez képest



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok.

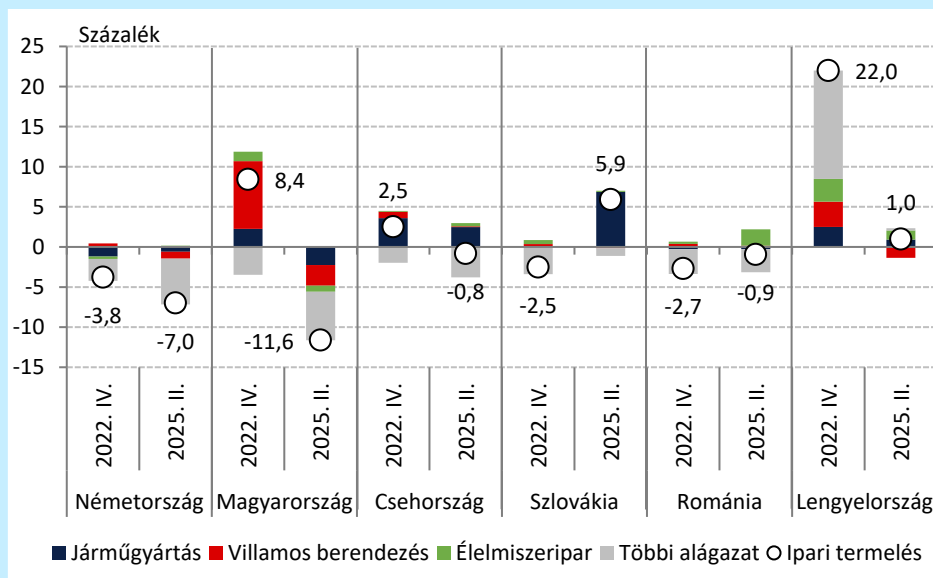
Forrás: Eurostat

A koronavírus-válságot követő kilábalásban jól teljesítő hazai ipar 2023 óta levált a régiós mintázatokról és a versenytársaknál nagyobb visszaesést mutat a termelés (3-17. ábra). Magyarország ipari termelése a koronavírus-válságot követő kilábalás során a versenytársak többségét meghaladó, dinamikus ütemben bővült és 2022 végére a 2019 negyedek negyedévi szintjénél 8,4 százalékkal magasabban alakult. A hazai ipar teljesítményét elsősorban az akkumulátorgyártásban felépülő és termelésbe álló új kapacitások emelték a régiós élmezőnybe. Emellett a gépipar és a járműgyártás is bővült hazánkban. A régióból Csehország autóiipara szintén nőtt a 2022 végéig tartó időszakban, míg Szlovákiában elhúzódott a járműipar kilábalása. Lengyelországban az alágazatok többsége bővült, és kiegyensúlyozott szerkezetben emelkedett az ipari termelés, amely az EU-ban a negyedik legjobb mutató volt (+22,0 százalék).

A német ipar meglévő problémáit mélyítette a válságokkal szabdalts időszak, a termelés folyamatos visszaesést mutat. Emellett az elmúlt években Európa más részeihez hasonlóan számottevően emelkedtek a német nem háztartási fogyasztók számára érvényes energiaárak is, melyek továbbra is az EU élmezőnyében alakultak 2024 folyamán. A német ipar versenyképességbeli kihívásait mutatja a kínai versenytársak új iparágakban történő előretörése, elsősorban a

járműiparban. A kínai autómárkák közel megduplázták piaci részesedésüket az EU-s és Egyesült Királyság alkotta térségben 2025 első felében a tavalyi év azonos időszakához képest.

3-17. ábra: Az ipari termelés változása 2022 negyedik negyedévében 2019 negyedik negyedévéhez, valamint 2025 második negyedévében 2022 negyedik negyedévéhez képest képest



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok.

Forrás: Eurostat alapján MNB

2022 végén és 2023 első felében a magyar gazdaságban és az iparban is trendforduló következett, az ipari ágazatok többségében visszaesett a termelés. A termelői árak meredek emelkedése, valamint az infláció felfutásával gyengülő kereslet a belső piacra termelő ágazatok teljesítményét csökkentette, 2022 közepétől kezdve folyamatos visszaesést okozott. Ez az európai konjunktúra lassulásával együtt a hazai ipar ágazataiban a régiós versenytársakhoz és Németországhoz képest is nagyobb visszaesést eredményezett (3-17. ábra). 2022 negyedik negyedévéhez képest 2025 második negyedévében 11,6 százalékkal maradt el a termelés szintje, míg Csehországban mindössze 0,8, Németországban pedig 7,0 százalékos volt a visszaesés, Szlovákiában és Lengyelországban pedig nőtt az ipari teljesítmény. A magyar ipar kedvezőtlen trendfordulójának egyik kiváltó oka a hazai akkumulátorgyártás felfutásának megállása volt. A 2022 decemberben regisztrált csúcsához képest 2025 júliusában 31,3 százalékkal alacsonyabb volt az akkumulátorgyártást is magába foglaló villamos berendezések gyártásának teljesítménye. A szektor teljesítményét és kilátásait iparági hírek szerint mérsékli, hogy bizonyos, már hazánkban termelési kapacitásokkal rendelkező gyártók felvevőpiaca a kereslet strukturális átalakulása és a technológia gyors fejlődése miatt beszűkült. Az akkumulátoripar visszaeső teljesítménye számottevően visszafogta az ipari konjunktúrát és a gazdasági növekedést.

A legnagyobb elnyílás a magyar és a régiós termelésben a járműgyártás alágazatban látszik. Míg a hazai járműgyártás csökkenő pályán mozgott az elmúlt időszakban, addig Csehországban összességében tovább nőtt a termelés (ezzel tompítva a többi alágazat visszaesését) és a szlovák járműipar is lendületbe került.

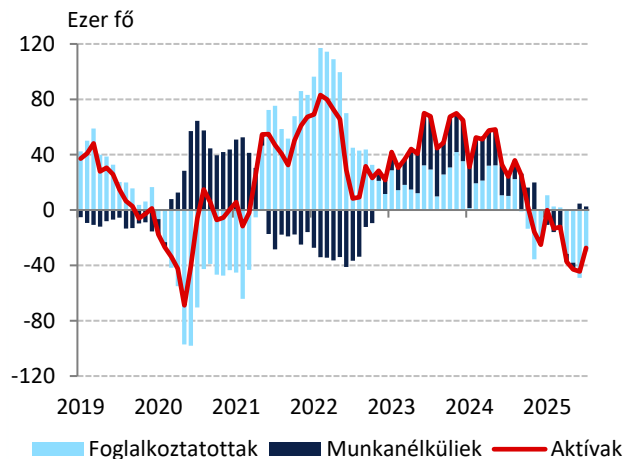
A gyártott termékek esetében is jelentkeznek különbségek. Csehországban három márka autói készülnek: a Skoda széles modellválasztéka mellett a Hyundai és a Toyota egyes modelljei. Szlovákiában a Volkswagen konszern több márkája is gyárt: a Skoda, a Volkswagen, az Audi és a Porsche is állít elő modelleket, emellett pedig a Stellantis csoport, a Kia és a Land Rover is rendelkezik gyártókapacitással. Hazánkban a Suzuki, az Audi és a Mercedes gyárt jelenleg értékesítésre szánt autókat, azonban a győri Audi gyár fő profilja a hajtásláncok építése. A termékpaletták átalakítása is folyamatosan zajlik, és Magyarországon az elektromos autók új generációinak gyártása kaphat majd teret felváltva a hagyományos belső égésű társait (elsősorban a Mercedes bővítésével és a debreceni BMW-gyár termelésének megindulásával). Ez a trend Szlovákiában és Csehországban még kevésbé uralkodó. Ez az átmenet is okozhatja a termelés átmeneti visszaesését hazánkban, amivel egyidejűleg a versenytársak, főként Csehország termékei iránti kereslet tartósan bizonyul (a Csehországban gyártott Skoda modellek egy kivételével kétszámjegyű eladásnövekedést produkáltak 2024-ben).

Az európai járműgyártás kilátásait tovább rontották az április óta megemelkedett amerikai importvámok. Az új EU-USA kereskedelmi megállapodás csökkenti a bizonytalanságot, azonban így is jelentős vámemelkedést jelent a tavalyi évhez képest. A cseh autóiparnak a vámemelés kevesebb veszteséggel járhat, ugyanis termékei nagy többségében az európai piacon találnak vevőre. A magyar gyártású modellek közül a Suzuki amerikai kitettsége minimális, azonban az Audiban készülő motorok, valamint a Mercedes egyes modelljei nem csak az európai piacot célozzák.

3.3. Munkaerőpiaci folyamatok

2025 második negyedében csökkent a munkakereslet a nemzetgazdaságban, ami főként a feldolgozóiparhoz és egyes piaci szolgáltató ágazatokhoz köthető. A munkanélküliségi ráta ennek ellenére továbbra is nemzetközi összehasonlításban alacsony szinten, 4,3 százalékon alakult 2025. május-júliusban. Ennek oka, hogy az aktivitás és foglalkoztatás egyidőben csökken, összhangban a demográfiai folyamatokkal, így a munkanélküliek számában a foglalkoztatottság csökkenése ellenére sem látunk érdemi emelkedést. Az üres álláshelyek száma a versenyszférában tovább csökkent a második negyedében. A lazább munkaerőpiaci kondíciókhoz a bérekben is tapasztalható az alkalmazkodás, az év első hét hónapjában 9,0 százalékkal nőttek az átlagbérek a versenyszférában.

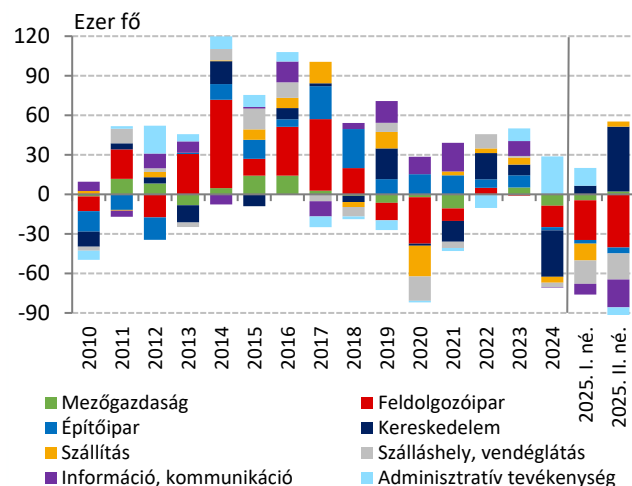
3-18. ábra: A munkaerőpiaci aktivitás éves változásának felbontása



Megjegyzés: A KSH háromhavi mozgóátlagos módszertanán alapuló adatok.

Forrás: KSH

3-19. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása



Forrás: KSH

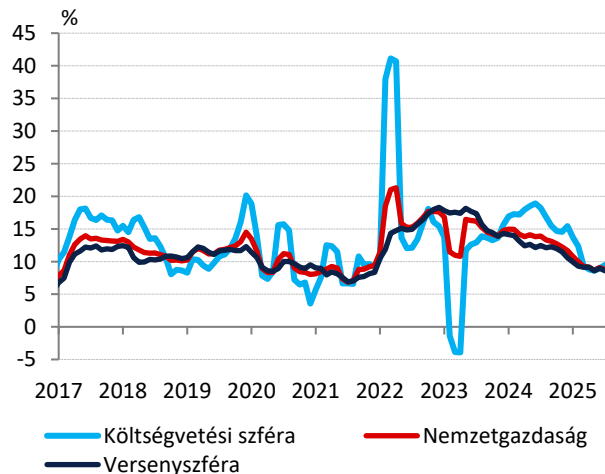
3.3.1. Foglalkoztatás és munkanélküliség

A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma csökkent a második negyedében. 2025 második negyedében a 15-74 éves foglalkoztatottak létszáma 4 millió 661 ezer fő volt, ami 49 ezer fővel, 1,0 százalékkal elmaradt az előző év azonos időszakától. A legutolsó rendelkezésre álló adatok szerint 2025. május-július átlagában nem folytatódott a foglalkoztatottság szintjének három hónapja tartó csökkenése, de a foglalkoztatottak száma továbbra is 30 ezer fővel elmarad az előző év azonos időszaki értékétől (3-18. ábra).

2025 második negyedében leginkább a feldolgozóipar létszáma mérséklődött. A negyedéves frekvencián rendelkezésre álló adatok alapján 2025 második negyedében a versenyszféra főbb ágazataiban 68 ezer fővel mérséklődött a foglalkoztatottak száma az előző év azonos időszakához képest. Ezen belül a feldolgozóiparban 40 ezer fővel dolgoztak kevesebben, mint egy évvel korábban. Az építőiparban mérséklődött, a mezőgazdaságban nőtt a foglalkoztatás (3-19. ábra). Míg a feldolgozóiparban 2024 óta érzékelhető a munkakereslet csökkenése, addig a piaci szolgáltató szektorban az elmúlt negyedében láthattuk először nagyobb mértékű mérséklődést a foglalkoztatottak számában. A szektoron belül az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység, az információ, kommunikáció, illetve a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás ágazatokban csökkenés volt tapasztalható a létszámban, míg a kereskedelem, a pénzügyi és biztosítási tevékenység, valamint a szállítás, raktározás területén nőtt a foglalkoztatottak száma. Az üres álláshelyek száma a versenyszférában éves alapon továbbra is csökkent az előző év azonos időszakához képest az idei második negyedében.

A munkanélküliségi ráta a nyers adatok alapján 4,3 százalék volt 2025. május-július átlagában. A munkanélküliek száma éves alapon 3 ezer fővel, 212 ezerre emelkedett. Nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony a munkanélküliek aránya hazánkban, 1,4 százalékponttal kisebb az uniós átlagnál a szezonálisan igazított adatok alapján.

3-20. ábra: A bruttó átlagkeresetek éves változása a nemzetgazdaságban



Megjegyzés: Háromhavi mozgóátlagok.

Forrás: KSH

A munkaerőpiaci aktivitás mérséklődött. A gazdaságilag aktívák száma 2025. május-július átlagában 27 ezer fővel csökkent éves alapon (3-20. ábra), míg szezonálisan igazított adatok alapján stagnált az előző hónaphoz képest. Az aktívák számának éves alapon mért csökkenését a foglalkoztatottak létszámának mérséklődése okozta. A munkaképes korú népesség egyidejű csökkenésére tekintettel azonban az aktivitási ráta az adatok rendelkezésre állása óta a legmagasabb értéket mutatta 2025. május-júliusban.

3.3.2. Bérek

A bérdinamika enyhülése folytatódott 2025 első felében.

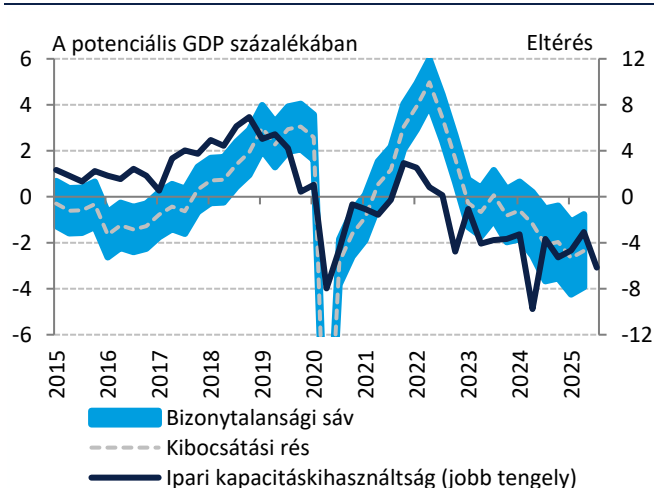
Az idei év első hét hónapjának átlagában 9,0 százalékkal nőttek a bérek a versenyszférában. 2025 júliusában a versenyszféra bruttó átlagkeresete 8,7 százalékkal, a rendszeres kereset 8,1 százalékkal nőtt éves alapon. A költségvetési szférában a tavalyi évhez képest jelentősen lassult a bérdinamika, júliusban 10,0 százalékot tett ki. A nemzetgazdaság egészét tekintve 9,0 százalékkal emelkedtek a bruttó átlagkeresetek júliusban, míg a bruttó átlagkeresetek reálértéke 4,5 százalékkal volt magasabb az előző év azonos időszakához képest (3-20. ábra).

A magyarországi bérdinamika továbbra is élénk régiós összehasonlításban. Magyarországon 9,0 százalékkal, Lengyelországban 7,6 százalékkal, Romániában 7,2 százalékkal nőttek a nominális keresetek éves alapon 2025 júliusában. Szlovákiában júniusi adatok alapján 8,0 százalék volt a bérek éves növekedése. Csehország esetén csak negyedéves frekvencián állnak rendelkezésre bér adatok, melyek alapján az átlagbérek 7,8 százalékkal nőttek a második negyedévben. Régiós összevetésben a reálbérek Magyarországon és Lengyelországban emelkedtek a legnagyobb mértékben (4,5 százalék) júliusban, míg Romániában 0,6 százalékot tett ki a keresetek reálértékének növekedése.

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

Becslésünk alapján a GDP a potenciális szintje alatt alakult 2025 második negyedévében. A feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága tovább romlott, és elmaradt historikus átlagától, csakúgy, mint a következő hónapokra vonatkozó termelési várakozások. Továbbá a munkaerőpiaci feszesség a 2016. végi szintre mérséklődött. A konjunktúra dezinflációs hatását befolyásolja a reálgazdaság ciklikus szerkezete, ugyanis a hazai inflációra a belső, lakossági fogyasztói kereslet ciklikus pozíciója hat erőteljesebben. Ezt a lakossági fogyasztási rés ragadja meg, amely becslésünk szerint az élénk fogyasztásbővülés következtében pozitív tartományban alakul 2023 második fele óta.

3-21. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv és az ipari kapacitáskihasználtság



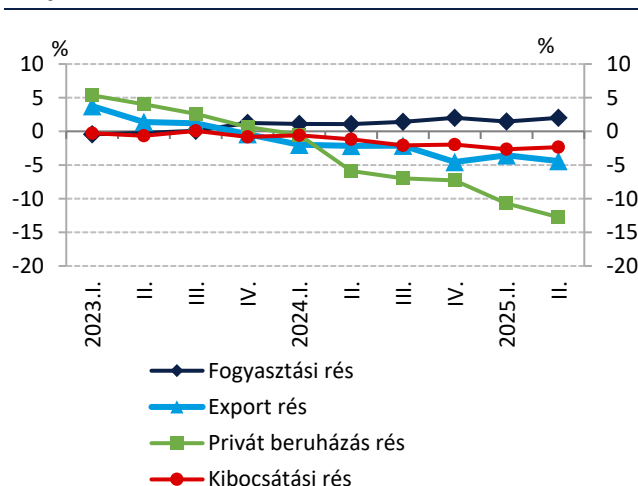
Megjegyzés: A bizonytalansági sáv szélessége 1 szórásnyi terjedelmet fed le. A mezőgazdaság teljesítményétől szűrt kibocsátási rés. Ipari kapacitáskihasználtság esetében historikus átlagtól vett eltérés.

Forrás: ESI, KSH, MNB-becslés

Becslésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója 2023 eleje óta negatív előjelű. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok szerint a magyar gazdaság 0,2 százalékkal nőtt 2025 második negyedévében az előző év azonos időszakához képest, és 0,4 százalékkal emelkedett a megelőző negyedévhez viszonyítva. A mezőgazdaság teljesítményétől szűrt kibocsátási rés továbbra is negatív tartományban alakult (3-21. ábra). A külső konjunktúra alakulásának szempontjából bizonytalanságot jelent az elhúzódóan gyenge európai konjunktúra és a kereskedelmi konfliktusok újbóli fokozódása. A külső kibocsátási rés szintén negatív tartományban alakult, amely hatással van a hazai ciklikus pozícióra.

A konjunktúra dezinflációs hatását befolyásolja a reálgazdaság ciklikus szerkezete, ugyanis a hazai inflációra a belső, lakossági fogyasztói kereslet ciklikus pozíciója hat erőteljesebben. Ezt a lakossági fogyasztási rés ragadja meg, ami becsléseink szerint az élénk fogyasztásbővülés következtében pozitív tartományban alakul 2023 második fele óta (3-22. ábra).

3-22. ábra: A kibocsátási rés és a felhasználás oldali főbb tényezők



Megjegyzés: A mezőgazdaság teljesítményétől szűrt kibocsátási rés.

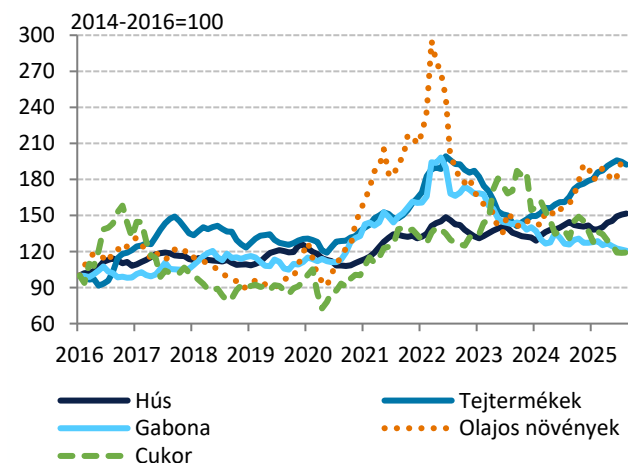
Forrás: KSH, MNB-becslés

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

3.5. Költségek és infláció

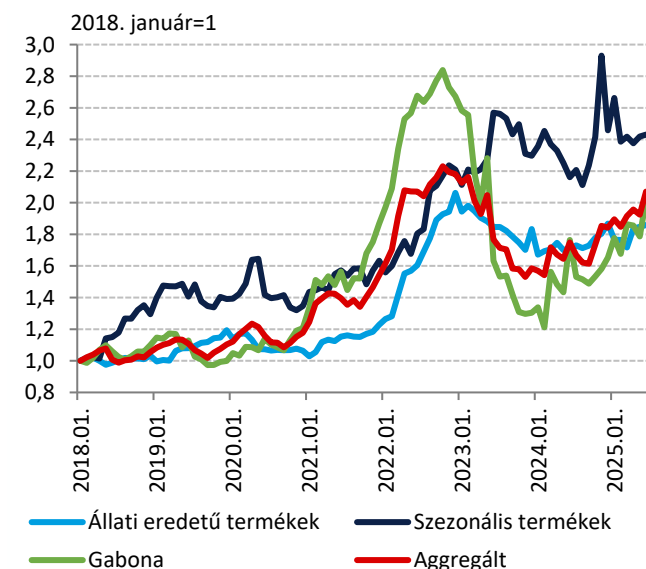
2025 augusztusában a fogyasztói árak éves összevetésben 4,3 százalékkal emelkedtek. A maginfláció 3,9 százalékra, az indirekt adóktól szűrt maginfláció 3,6 százalékra mérséklődött. Az éves inflációs ráta nem változott az előző hónaphoz képest. Az ár- és árréskorlátozó intézkedések jelentős inflációmérséklő hatással bírtak, az MNB becslése szerint 1,5 százalékponttal mérsékelte az augusztusi inflációt. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó, éves bázison számított mutatóink közül a feldolgozott élelmiszerek nélküli maginfláció mérséklődött, a ritkán változó árú termékek inflációja pedig nem változott. Havi bázison a teljes fogyasztói kosár ára nem változott, míg a maginflációs kosár ára 0,1 százalékkal emelkedett. Az előző hónaphoz viszonyított árváltozás mértéke az infláció esetében enyhén a historikus átlag felett, míg a maginfláció esetében a historikus átlagnak megfelelően alakult.

3-23. ábra: A világgazdasági élelmiszerárak alakulása



Forrás: FAO

3-24. ábra: Mezőgazdasági termelők árak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján

Forrás: KSH

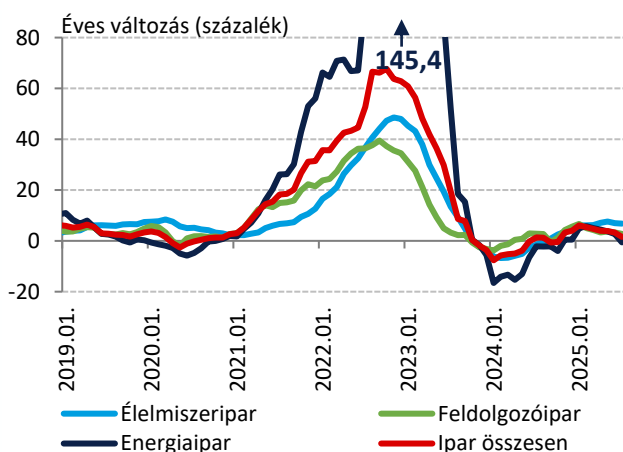
3.5.1. Termelők árak

Augusztusban 6,9 százalékkal emelkedtek a világgazdasági élelmiszerárak az előző év azonos időszakához képest.

Havi alapon az árak 0,1 százalékkal emelkedtek. Az éves bázisú áremelkedést elsősorban a növényi olajok, valamint a tej- és hústermékek áremelkedése magyarázza. Az olajos növények árai éves alapon 24,3 százalékkal, míg havi alapon 1,4 százalékkal nőttek. A termékcsoport áremelkedése elsősorban kínálati jellegű: a napraforgó- és repcemag-termés mérsékeltebb volt a legutóbbi szezonban, miközben a pálmaolaj-termelés egyre jelentősebb részét használják fel bioüzemanyag gyártására. A tejtermékek árai az előző év azonos időszakához viszonyítva 16,2 százalékkal nőttek, míg júliushoz képest 1,3 százalékkal mérséklődtek. A tejtermékekben belül leginkább a vaj és a sajt drágult az utóbbi időben, amit a csökkenő állatállomány és az Ázsiában egyre élénkülő kereslet okozott. A húсарak tavaly augusztushoz képest 4,9 százalékkal, júliushoz képest pedig 0,6 százalékkal magasabban alakultak. A húskok közül a szarvasmarha globális ára új csúcst ért el idén, amit a Kína és USA felől érkező erősebb importkereslet is támogatott. A gabonafélék árai éves összevetésben 4,1 százalékkal, havi bázison pedig 0,8 százalékkal csökkentek. A cukor világgazdasági ára éves összevetésben 9,0 százalékkal mérséklődött, havi bázison 0,2 százalékkal emelkedett (3-23. ábra).

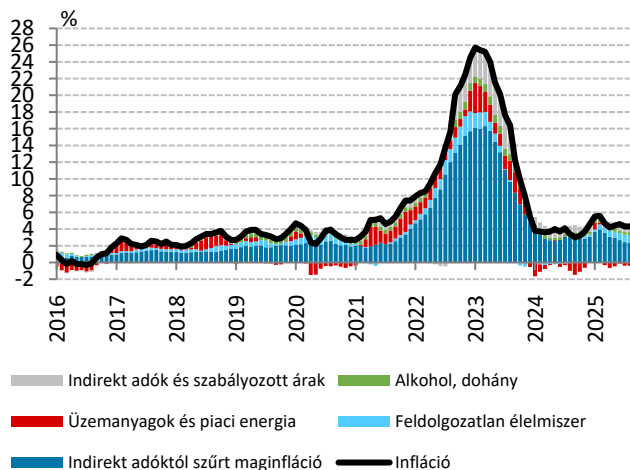
Júliusban a hazai mezőgazdasági termelők árak 14,2 százalékkal emelkedtek éves összevetésben. Az előző hónaphoz képest 8,0 százalékkal mérséklődtek az árak. Az összes résztétel hozzájárult az árak emelkedéséhez éves bázison. A gabona termelők ára 3,5 százalékkal, az állati eredetű termékek ára 10,6 százalékkal, a szezonális termékek termelők árai pedig 18,3 százalékkal emelkedtek egy év alatt (3-24. ábra). Utóbbi csoporton belül a gyümölcsök termelők ára 113,7 százalékkal emelkedett éves alapon, ami az elmúlt 14 év legmagasabb értéke. Az áremelkedést főként az áprilisi fagykárok következtében jelentősen dráguló ősziarack okozta.

3-25. ábra: A belföldi értékesítés ipari termelői árának alakulása



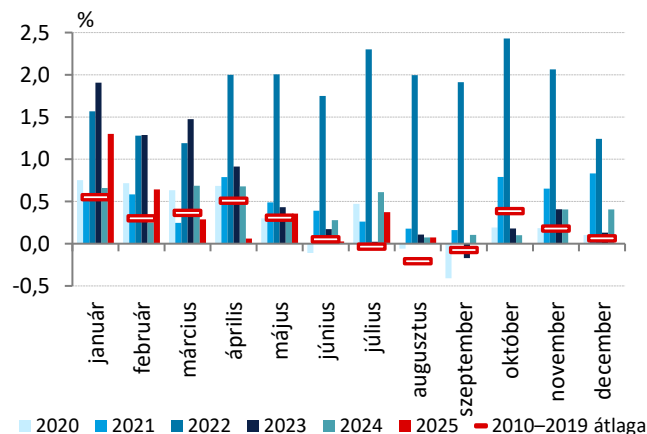
Forrás: KSH

3-26. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: MNB-számítás

3-27. 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

A belföldi értékesítésre szánt ipari termékek termelői árai éves bázison 1,6 százalékkal emelkedtek 2025 júliusában (3-25. ábra). Az éves árdinamika 2025 januárja óta 4,5 százalékponttal mérséklődött. A feldolgozóipar belföldi értékesítési árai 2,8 százalékkal emelkedtek az előző év júliusához viszonyítva, az energiaiparban pedig 0,6 százalékkal mérséklődtek az árak. Ezzel szemben az élelmiszeriparban magasabb árdinamikát regisztráltak, 6,8 százalékkal voltak magasabbak a termelői árak az előző év azonos időszakához képest. Utóbbit a világpiaci élelmiszerár-ciklus begyűrűzése magyarázza, amit részletesen tárgyal az 3-3. keretes írás.

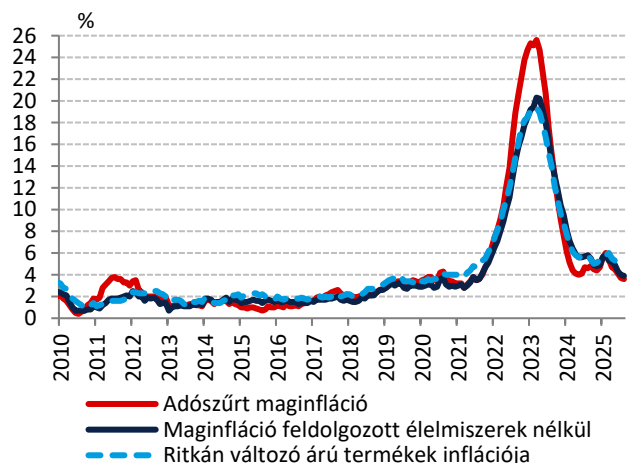
3.5.2. Fogyasztói árak

Éves összevetésben augusztusban 4,3 százalékkal nőttek a fogyasztói árak. A fogyasztói ár-index nem változott az előző hónaphoz képest (3-26. ábra). Az ár- és árréskorlátozó intézkedések érdemi inflációmérséklő hatással bírtak, az MNB becslése szerint 1,5 százalékponttal mérsékeltek az augusztusi inflációt. Havi alapon a teljes fogyasztói kosár ára nem változott, míg az üzemanyagok és szabályozott árak nélkül számított kosár ára 0,1 százalékkal emelkedett (3-27. ábra). Az alapfolyamatokat jobban tükröző, feldolgozott élelmiszerek nélkül számított maginflációs termékkör ára is 0,1 százalékponttal nőtt havi összevetésben.

Augusztusban a maginfláció 3,9 százalékra, az indirekt adóktól szűrt maginfláció 3,6 százalékra mérséklődött. A júliusihoz képest 0,1 százalékponttal alacsonyabb maginfláció csökkenését elsősorban a piaci szolgáltatások dezinflációja magyarázza. Az ár- és árréskorlátozó intézkedések a teljes infláció mellett a maginflációs mutatót is érdemben mérsékeltek. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó, éves bázison számított mutatóink közül a ritkán változó árú termékek inflációja nem változott, továbbra is 4,8 százalékon alakult. A feldolgozott élelmiszerek nélkül számított maginfláció 0,1 százalékponttal, 3,9 százalékra mérséklődött (3-28. ábra). Rövidebb bázisú (évesített 3hó/3hó összevetésben számított) mutatóink az infláció és a maginfláció esetében is emelkedtek. Az előző hónaphoz viszonyított árváltozás mértéke az infláció esetében enyhén a historikus átlag felett, míg a maginfláció esetében a historikus átlagnak megfelelően alakult.

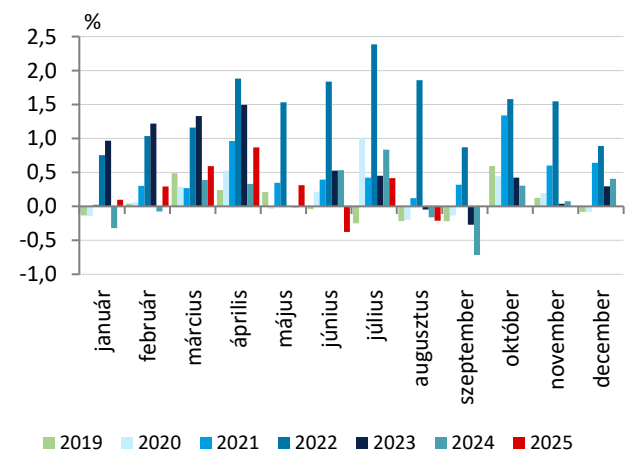
Az iparcikkek éves inflációja nem változott, az előző hónaphoz hasonlóan augusztusban is 2,1 százalékon alakult. Az árkorlátozások nélkül 3,1 százalékkal emelkedtek volna az árak éves alapon. Havi összevetésben a termékcsoport ára 0,2 százalékkal mérséklődött (3-29. ábra). A nem tartós iparcikkek ára 0,4 százalékkal

3-28. ábra: Az inflációs alapmutatók



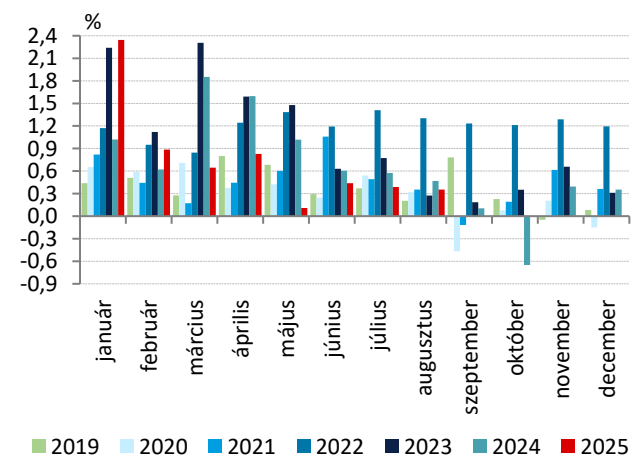
Megjegyzés: A feldolgozott élelmiszerek nélküli maginfláció változatlan tartalom mellett a korábbi keresletérzékeny inflációnak felel meg. Az új elnevezést az indokolja, hogy általánosan ható jelentős költségsokkok időszakában a korábbi elnevezés félreérthető lehet. Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-29. ábra: Az iparcikkek havi árváltozásának alakulása



Forrás: KSH, MNB

3-30. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása



Forrás: KSH, MNB

csökkent. Az árcsökkenés elsősorban a ruházati termékek árának szezonális változásához köthető. A tartós iparcikkek 0,4 százalékkal drágábbak lettek júliushoz képest, amit elsősorban a bútorok drágulása magyaráz.

A piaci szolgáltatások éves bázisú árindexe 6,3 százalékra mérséklődött. Árkorlátozások nélkül 7,2 százalékon alakult volna a mutató. Havi összevetésben 0,4 százalékkal nőtt az árak. A termékkör drágulásához legnagyobb mértékben a vendéglátási szolgáltatások és a lakberek járultak hozzá (3-30. ábra).

Az MNB besorolása szerinti élelmiszerek inflációja 3,9 százalék volt. A termékkörön belül a feldolgozatlan élelmiszerek 6,9, a feldolgozott élelmiszerek 2,4 százalékkal drágultak éves összevetésben. A KSH adatközlése szerint 5,9 százalékkal növekedtek az élelmiszerárak, amelybe többek között beletartoznak az éttermi étkezések 7,8 százalékkal emelkedő árai is. Az élelmiszerek éves bázisú inflációját visszafogja a március közepén bevezetett árréskorlátozás. Az intézkedés inflációs hatását mérsékelheti, ha a kereskedők a korlátozás hatálya alá eső termékeken elszenvetett veszteséget a többi termék árrésének emelésével igyekeznek kompenzálni. A tényadatokban ugyanakkor egyelőre nem jelent meg a keresztárazás jelensége. Az élelmiszerek ára havi összevetésben 0,2 százalékkal csökkent. Júliushoz képest a feldolgozatlan élelmiszerek 0,9 százalékkal lettek olcsóbbak, amit elsősorban a szezonális élelmiszerek áralakulása magyaráz. A feldolgozott élelmiszerek ára havi alapon 0,2 százalékkal emelkedett.

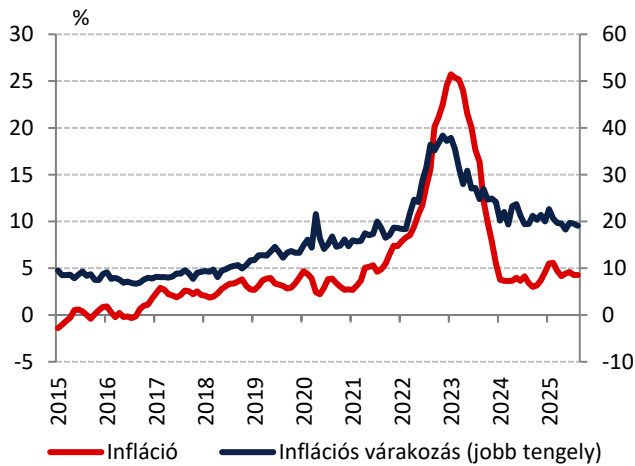
Az üzemanyagok ára havi összevetésben 0,8 százalékkal csökkent a világpiaci olajárak mérséklődése következtében. A termékkör ára éves bázison 4,3 százalékkal mérséklődött.

A szabályozott árú termékek és szolgáltatások éves bázison 7,6 százalékkal drágultak. Az áremelkedést elsősorban a vezetékes gáz drágulása magyarázta. A magasabb átlagos lakossági gázárát a hidegebb tavaszi időjárás miatt emelkedő lakossági gázfogyasztás okozta, aminek hatására nőtt a hatósági ár mennyiségi korlátja fölé eső fogyasztás aránya. Éves alapon 23,1 százalékkal emelkedett a vezetékes gáz átlagos ára, ami 0,4 százalékponttal járult hozzá a teljes inflációhoz.

3.5.3. Inflációs várakozások

A lakossági inflációs várakozások továbbra is magas szinten tartózkodnak (3-31. ábra). A monetáris politika szempontjából kiemelten követett csoportok közül az aktív keresők várakozása lényegében stagnált, míg a vállalkozók inflációs várakozásai mérséklődtek augusztusban.

3-31. ábra: A lakossági inflációs várakozások alakulása



Forrás: KSH, Európai Bizottság, GKI, MNB-számítás

3-3. keretes írás: A globális és hazai élelmiszerár-ciklus alakulása

A nemzetközi élelmiszerárak változatlanul emelkednek. A világpiaci élelmiszerárak 2024. márciusában kezdődő emelkedő trendje az elmúlt hónapokban is folytatódott. A jelenlegi világpiaci élelmiszerár-ciklus 18 hónapja tart, ami megfelel az évezred eleje óta megfigyelt világpiaci ciklusok átlagos hosszának, míg az áremelkedés mértékében elmarad a hosszútávú átlagtól (3-1. táblázat). Az áremelkedés elsősorban a növényi olajok, valamint a tej- és hústermékek esetében figyelhető meg (3-32. ábra). A tejtermékeken belül leginkább a vaj és a sajt drágult, amit a csökkenő állatállomány és az Ázsiában egyre élénkülő kereslet okozott. A növényi olajok áremelkedése elsősorban kínálati jellegű: a napraforgó- és repcemag-termés mérsékeltebb volt a legutóbbi szezonban, miközben a pálmaolaj-termelés egyre jelentősebb részét használják fel bioüzemanyag gyártására. A húsok közül a szarvasmarha globális ára új csúcst ért el idén, amit a Kína és USA felől érkező erősebb importkereslet is hozzájárult.

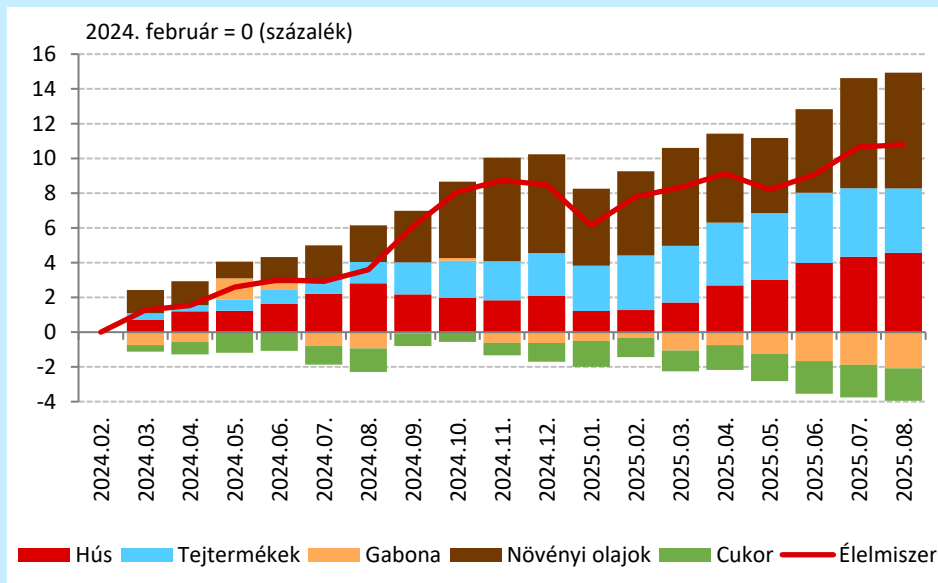
3-1. táblázat: Nemzetközi élelmiszerár-ciklusok hossza és az áremelkedés mértéke

Időszak	Áremelkedés hossza (hónap)	Áremelkedés nagysága (százalék)
2000. március - 2001. július	17	7,1
2002. június - 2004. április	23	31,1
2004. november - 2008. április	42	98,9
2010. július - 2011. március	9	34,3
2016. február - 2017. január	12	13,6
2019. október - 2020. január	4	7,8
2020. június - 2022. március	22	72,0
2024. március -	18	9,4
Átlag	18	34,3

Megjegyzés: Élelmiszerár-emelkedési ciklusként azonosítottunk egy időszakot, ha a környező 5 hónapból legalább 3 hónapban emelkedett a szezonálisan igazított élelmiszerár-szint.

Forrás: FAO, MNB

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

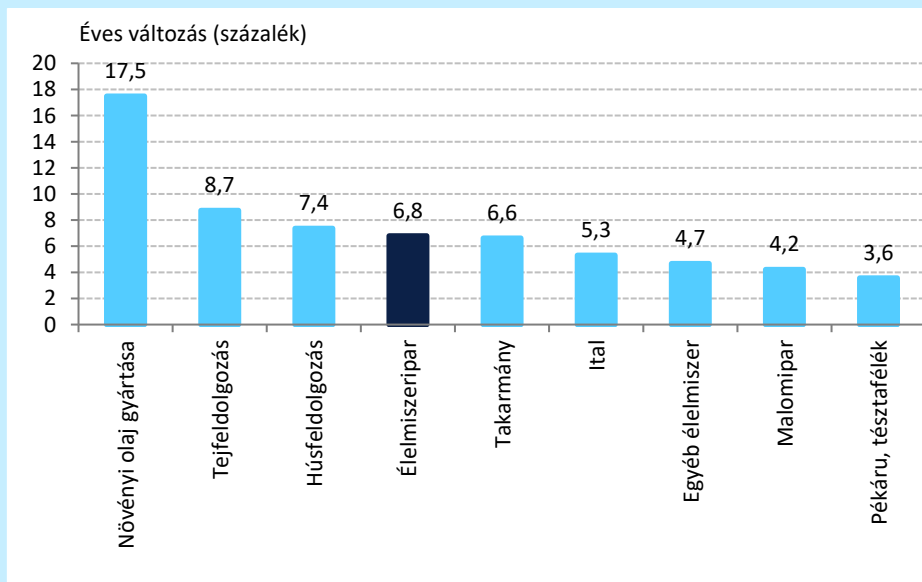


Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: FAO

A világgazdasági áremelkedés a hazai ellátási lánc egészében megjelent, az élelmiszeripari termelői árak szintén érdemben emelkedtek. Júliusban az élelmiszeripar belföldi értékesítésre vonatkozó termelői árai éves alapon 6,8 százalékkal nőttek, ami érdemben meghaladja a teljes ipari átlagot (1,6 százalék). A legnagyobb drágulást azon termékcsoportok esetén regisztrálták, amelyeknek a világgazdasági ára is érelkenbben emelkedett. A növényi olaj gyártásában 17,5, a tejfeldolgozásban 8,7, a húsfeldolgozásban pedig 7,4 százalékkal nőttek a termelői árak (3-33. ábra).

3-33. ábra: A hazai élelmiszeripari termelői árak alakulása 2025. júliusban

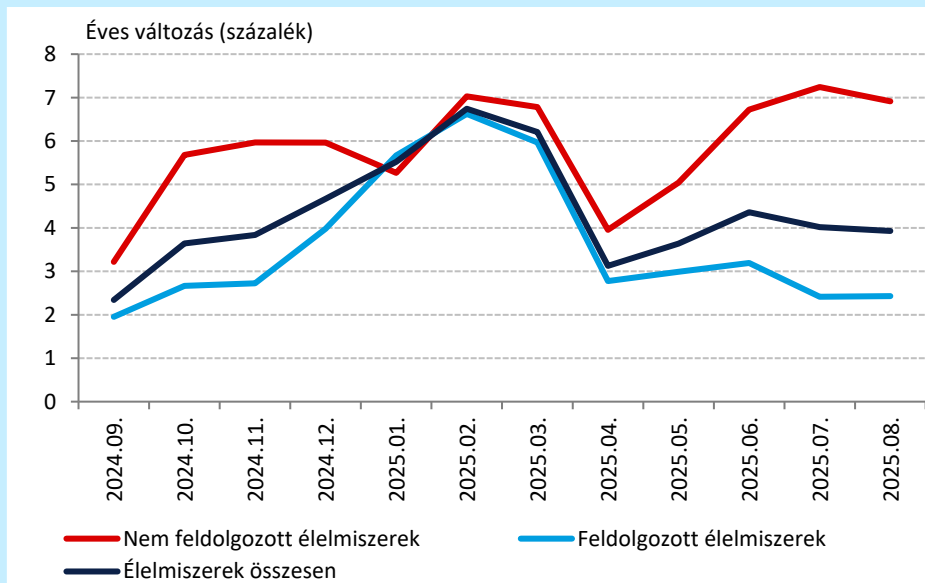


Megjegyzés: Belföldi értékesítésre vonatkozó adatok.

Forrás: KSH

Az árrekorlátozás bevezetésének mérséklő hatását követően a hazai időjárás és a világgazdasági folyamatok begyűrűzésének hatására ismét emelkedni kezdett az élelmiszerinfláció. Február és április között az MNB besorolása szerinti élelmiszerek inflációja 6,7-ről 3,1 százalékra mérséklődött, majd a nyári hónapokban újra 4 százalék körüli szintre emelkedett. Az éves árváltozás gyorsulását leginkább a nem feldolgozott élelmiszerek magyarázták (3-34. ábra).

3-34. ábra: Az élelmiszerinfláció alakulása

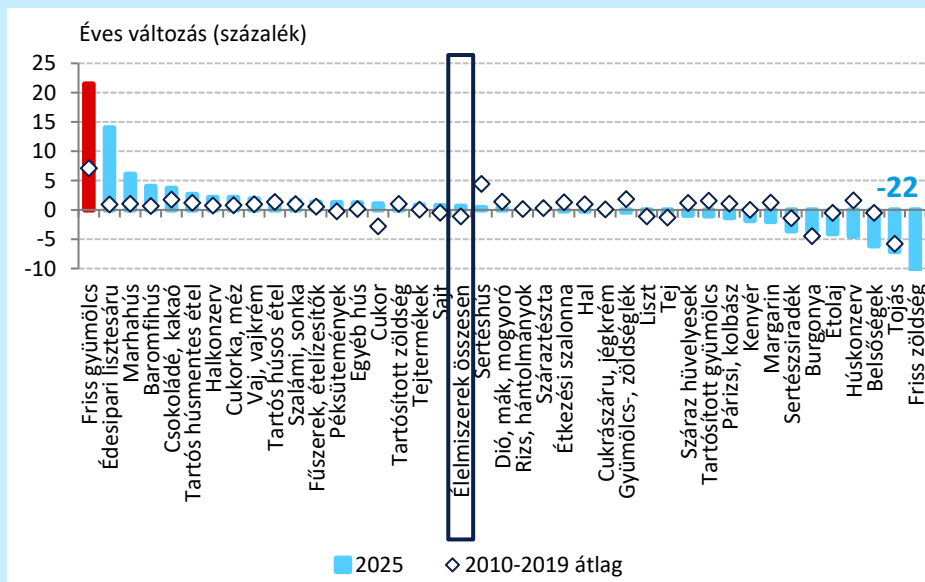


Megjegyzés: MNB besorolás alapján.

Forrás: KSH, MNB-számítás

Az elmúlt 4 hónapban a szezonális gyümölcsök körében regisztrálták a legjelentősebb drágulást. Április és augusztus között az élelmiszerek árszintje átlagosan 0,6 százalékkal emelkedett, ám a főcsoporton belül a friss gyümölcsök a historikus átlagot (7,1 százalék) nagy mértékben meghaladva, 21,5 százalékkal drágultak (3-35. ábra). A gyümölcsök áremelkedésének jelentős részét az őszibarack okozta, aminek a termelői ára több mint kétszeresére emelkedett az előző évhez képest. Az érdemi drágulást az áprilisi fagykárak után közel harmadára csökkenő termésátlagok magyarázták.

3-35. ábra: Az élelmiszerek árváltozása 2025. április és augusztus között

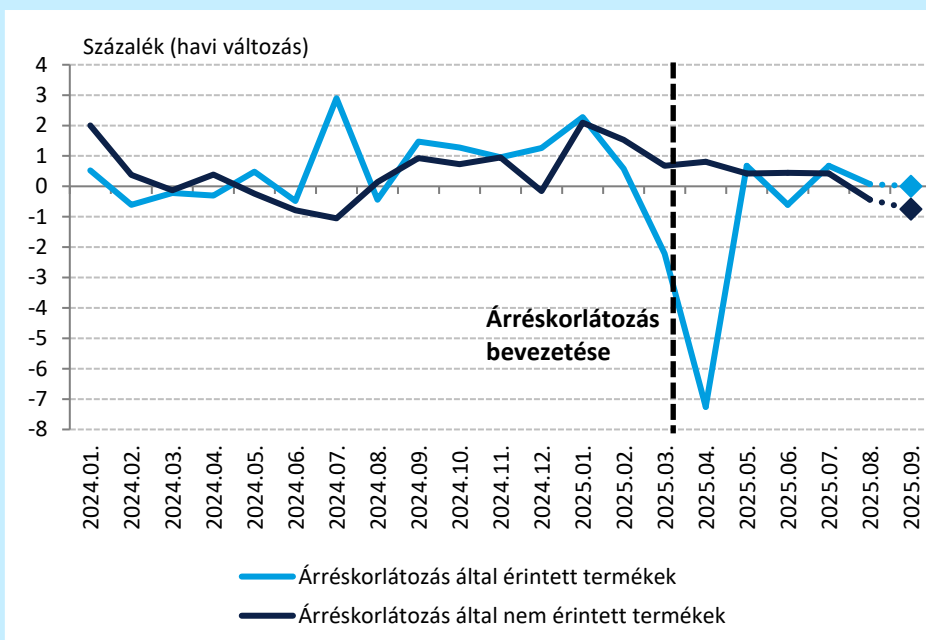


Megjegyzés: MNB besorolás alapján.

Forrás: KSH, MNB

Az élelmiszerek árréskorlátozása kapcsán a hivatalos statisztikákban egyelőre nem jelent meg a keresztárzás jelensége. Az intézkedések inflációt mérséklő hatását visszafoghatja, ha a kereskedők a korlátozás hatálya alá eső termékeken elszenvedett veszteséget a többi termék árrésének emelésével igyekeznek kompenzálni. A tényadatokban ugyanakkor egyelőre nem látni erre utaló jeleket. A KSH által megfigyelt, a korlátozás hatályaán kívül eső termékek havi áremelkedése az intézkedés bevezetése előtti hónapok tartományában alakult (3-36. ábra).

3-36. ábra: Az élelmiszer-árreszkorlátozás által érintett és nem érintett termékek árváltozása



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

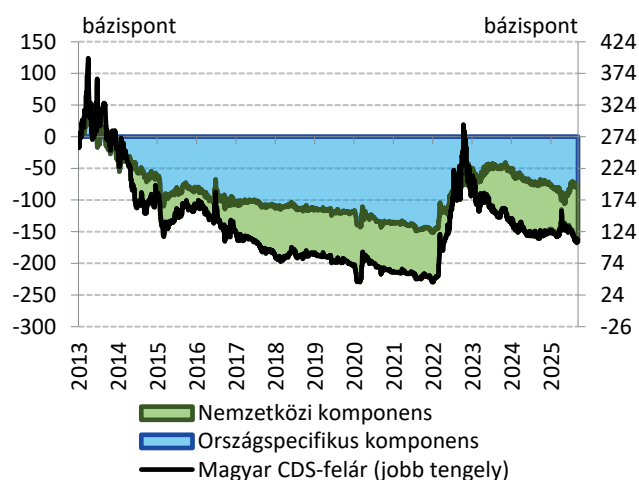
Forrás: KSH, Árfolyelő, MNB-számítás.

4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt negyedévben javult a pénz- és tőkepiaci hangulat. Az elmúlt időszak során több ország – köztük az EU is – megállapodásra jutott az amerikai féllel a kereskedelmi vámokkal kapcsolatban. A vizsgált időszakban sor került Donald Trump és Vlagyimir Putyin találkozására is, mely az orosz-ukrán háború lezárását célozta, amelyet kedvezően fogadtak a piaci szereplők. Az eszközárak alakulását jellemzően a fejlett piaci jegybankokkal kapcsolatos várakozások és a jegybanki döntéshozói nyilatkozatok befolyásolták. A kedvező globális befektetői hangulat következtében csökkent az ország kockázati felára. A forint az időszak során erősödött, az euróval szemben 3 százalékkal, míg a dollárral szemben 5 százalékkal.

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



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

Forrás: Bloomberg, MNB

4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

Hazánk hitelkockázati felára csökkent az időszak során. Főként a nemzetközi tényezők következtében csökkent a felár 108 bázisponttra (4-1. ábra).

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

A forint az időszak során összességében 3 százalékkal erősödött az euróval szemben. A régióban a cseh korona 1,9 százalékkal, a lengyel zloty 0,4 százalékkal erősödött, míg a román lej 0,7 százalékkal értékelődött le az euróval szemben (4-2. ábra). A régiós devizák alakulásának hátterében a nemzetközi folyamatok és az ebből keletkező kockázatvállalási hajlandóság, valamint a beérkezett makrogazdasági adatok állnak. A dollárral szemben a forint 5 százalékkal erősödött, míg a cseh korona 3,9, a lengyel zloty 2,5 és a román lej 1,8 százalékkal értékelődött fel.

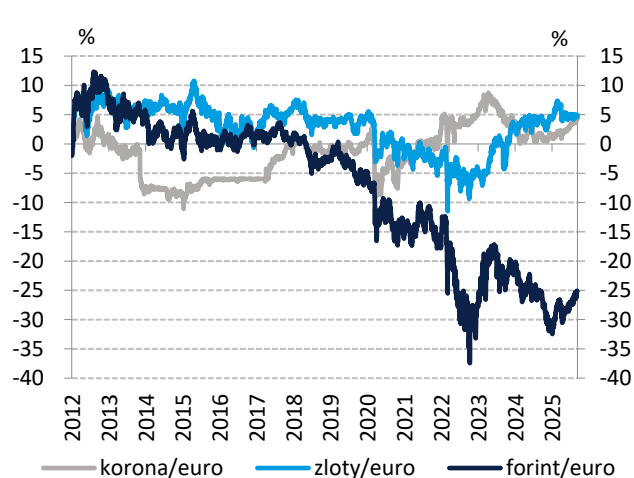
4.1.3. Állampapírpia és hozamalakulás

Az elmúlt negyedév során tovább emelkedett a külföldiek állampapír-állománya (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya 425 milliárd forinttal, 6574 milliárd forintra nőtt az időszak során. A forint állampapírokon belüli részarány enyhén emelkedett az elmúlt negyedévben, így 18,1 százalék körüli szinten alakul.

Az elmúlt időszak során a meghirdetettnél enyhén nagyobb mennyiségben fogadott el az ÁKK ajánlatokat az államkötvény aukciókon, mivel a kereslet az előző negyedévhez képest enyhén emelkedett és közel háromszorosa volt a kínált mennyiségnek az aukciókon. Az elmúlt negyedévben a DKJ és kötvény aukciók átlaghozamai lejáratától függően vegyesen alakultak. A háromhónapos DKJ aukció esetében 10 bázisponttal kerültek lejjebb, míg a tízéves kötvény aukció esetében 1 bázisponttal kerültek feljebb az átlaghozamok.

Az állampapír-piaci hozamgörbe rövid és hosszú szakaszán csökkentek, míg a középső szakaszán enyhén emelkedtek a hozamok (4-4. ábra). Összességében az öt éves hozam

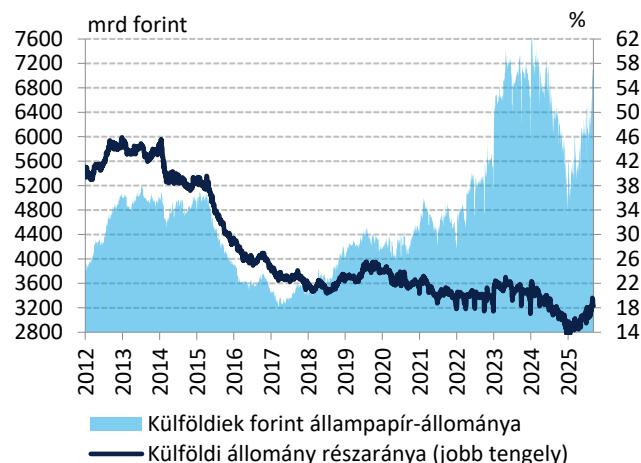
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Bloomberg

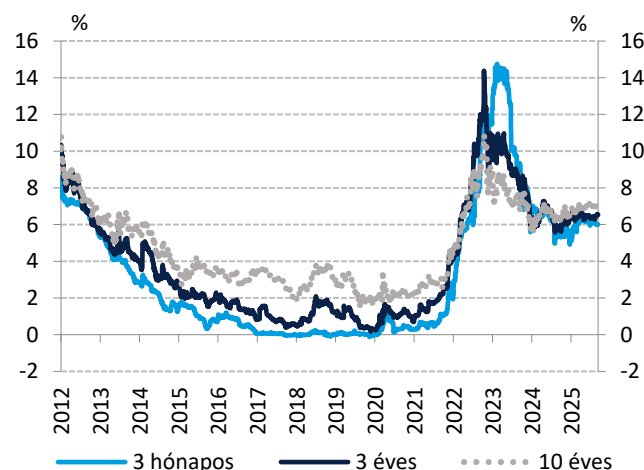
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja.

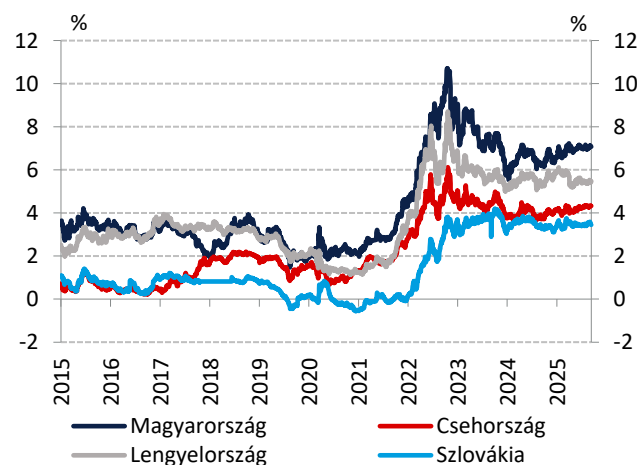
Forrás: MNB

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

23 bázisponttal nőtt, míg a tízéves hozam 7 bázisponttal mérséklődött. A bankközi hozamok közül a három hónapos BUBOR változatlanul 6,5 százalékon alakul.

A régióban a hosszú referenciahozamok vegyesen alakultak az elmúlt negyedév során (4-5. ábra). A tízéves lengyel hozam 14 bázisponttal csökkent, míg a cseh 5 bázisponttal, a szlovák 7 bázisponttal és a román szintén 7 bázisponttal emelkedett.

4-1. keretes írás: A forint befektetések nemzetközileg is kiemelkedő hozama hozzájárul a stabilan magas megtakarítási rátához

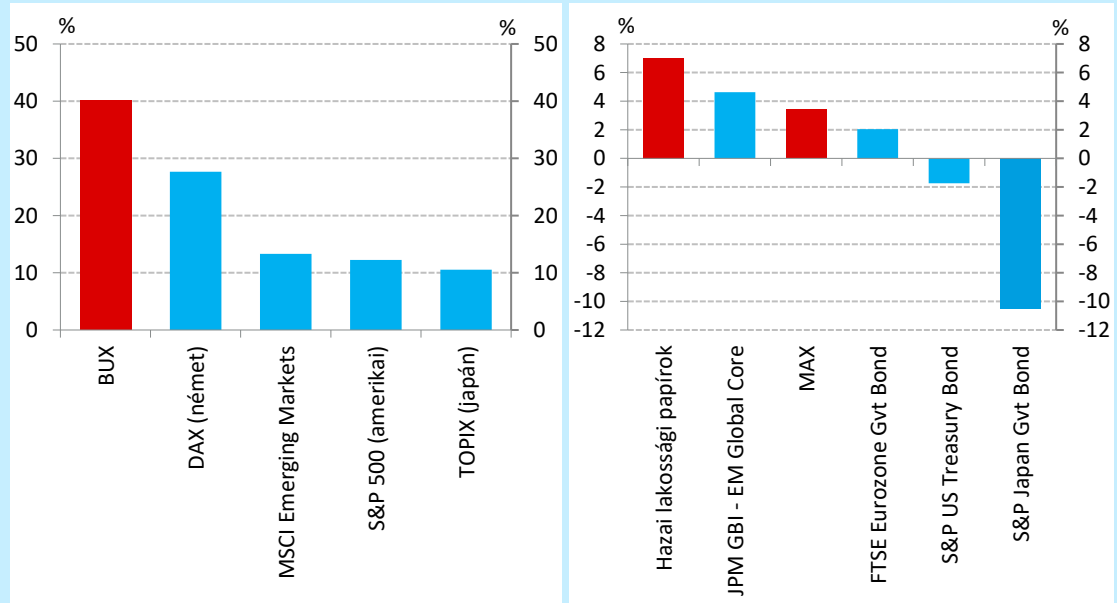
A forint befektetések kiemelkedő hozama a stabilan magas megtakarítási rátán keresztül támogatja az infláció mérséklődését. A háztartások fogyasztás és megtakarítás közötti választása a belföldi kereslet nagyságán keresztül hatással van az infláció alakulására is. A magas megtakarítási ráta fenntartásához, valamint a lakossági megtakarítások belföldön maradásához hozzájárul a külföldi, devizás pénzügyi eszközökön elérhetőnél magasabb forinthozam. A következőkben két eltérő eszközosztályban, a részvények és az állampapírok esetén mutatjuk be, hogy a forintban denominált eszközök hozama az elmúlt egy évben meghaladta a devizásokét, az árfolyam hatásának figyelembevételét követően is.

A hazai részvénytőkepiac kiemelkedő eredményt ért el az elmúlt egy évben, amely meghaladta a világ vezető részvénytőkepiaci indexeinek emelkedését. A magyar részvénytőkepiac teljesítményét megragadó BUX-index 2024. és 2025. augusztus vége között több mint 40 százalékkal növekedett. A német DAX index a vizsgált időszakban 26 százalékkal növekedett, amely forintba átszámítva 28 százalékos növekményt jelent a forint euróval szembeni kismértékű egy év alatti leértékelődése miatt. Az amerikai S&P 500, valamint a japán TOPIX részvénytőkepiaci index 17-17 százalékot emelkedett saját devizában, ugyanakkor a forint dollárral és japán jennel szembeni erősödése miatt a forintban számolt hozamok elmaradnak ettől. A magyar részvényindex növekedése meghaladta a feltörekvő országok MSCI Emerging Markets globális részvénytőkepiaci indexét is (dollárban 18 százalékos, forintban 13 százalékos emelkedés).

A hazai lakossági állampapírokkal a külföldi állampapíroknál magasabb hozamot lehetett elérni. A 2024 augusztusában vásárolható forint lakossági állampapírok – az állampapír típusától függően – 6-8 százalékos közötti éves kamatot ígértek, amelyek értékesítési mennyiséggel súlyozott átlaga 7 százalékos volt. A lakossági állampapírok kamatát olyan állampapír-piaci indexek átváltoztatásával vetjük össze, amelyek a részvényindexekhez hasonlóan egy-egy régió vagy ország legnagyobb és legszélesebb körben kereskedett, saját devizás állampapírjainak teljesítményét méri. A forint lakossági állampapírok 7 százalékos átlagos kamata a lejárat előtti visszaváltási árfolyamveszteséget figyelembevéve is többszöröse az eurozóna államkötvényein elérhető éves hozamnak, amelyet a FTSE Eurozone Government Bond Index-szel mértünk. Az index euróban számolt értéke 2025. augusztus végéig egy év alatt mindössze 1 százalékkal emelkedett, forintban számítva pedig 2 százalékos hozam adódik. Az amerikai állampapírokat tartalmazó S&P U.S. Treasury Bond Index dollárban 2,5 százalékos emelkedett, de ez a befektetés forintban már veszteséges lett volna egy éves időtávon. Az S&P japán állampapír-piaci indexe 5 százalékkal csökkent a vizsgált időszakban, amely forintba átszámítva még nagyobb visszaesést jelent. A feltörekvő országok állampapírjait tartalmazó JPMorgan Government Bond Index - Emerging Markets Global Core dollárban 9 százalékkal növekedett egy év alatt, ugyanakkor forintba átszámítást követően ezzel is 5 százalékos alatti hozamot lehetett elérni. Megjegyzendő, hogy az indexeket az intézményi állampapírok piaci árfolyamon számított értéke és annak változása határozza meg, amelyre a kamatkörnyezet elmozdulása is hatással van. A hasonló elven számított, a magyar intézményi papírok hozamát megragadó MAX-index 3,4 százalékkal nőtt, amely meghaladja az eurozónás index értékét, de elmarad a feltörekvő piaci indextől. Ugyanakkor a lakossági megtakarítások esetén relevánsabb a lakossági állampapírokkal történő összevetés, amelyekkel elérhető kamat mindegyik vizsgált állampapír index forintba számított változását meghaladja.

Az egyes megtakarítási-befektetési termékek hosszabb időtávra visszatekintő hozamai, illetve az egyes pénzügyi eszközökhöz kapcsolódó kockázatok az MNB később megjelenő, háztartási megtakarításokkal foglalkozó jelentésében részletesen is bemutatásra kerülnek.

4-6. ábra: Részvények (bal ábra) és állampapírok (jobb ábra) éves forintban elért visszatekintő hozama



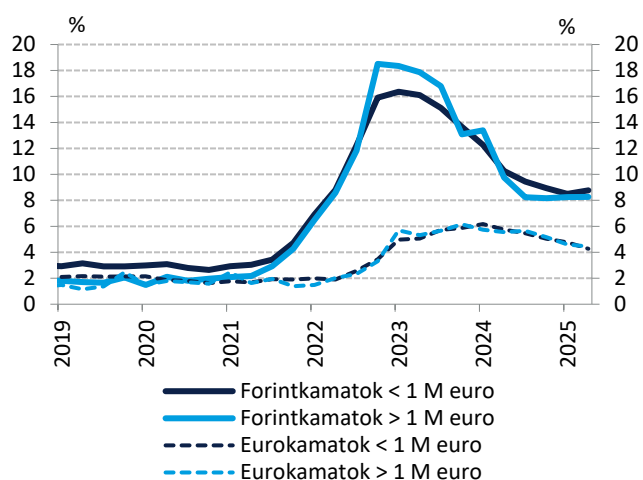
Megjegyzés: Indexek: total return index változása 2024.08.29. és 2025.08.29. között. Hazai lakossági állampapírok: 2024. augusztusban értékesített, dematerializált forint lakossági állampapírok vásárláskori éves kamatának kibocsátási mennyiséggel súlyozott átlaga.

Forrás: MNB, ÁKK, Bloomberg, S&P Global

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2025 második negyedévében a vállalati euróhitelek kamatainak csökkenése tovább folytatódott, míg a forinthitelek kamata nem változott. Az MNB Hitelezési felmérése alapján a bankok nem változtattak a vállalati hitelek feltételein, és ezeken 2025 második félévében sem szándékoznak módosítani. A második negyedévben a bankok mintegy harmada a vállalati hitelek iránti kereslet csökkenését tapasztalta, és előretekintve a hosszú lejáratú hitelek iránt tovább csökkenő keresletet valószínűsítene. A bankszektor hitelezési képessége a likviditási- és tőkehelyzet alapján továbbra is magas szinten alakul. A lakáshitelek átlagos hitelköltsége kissé emelkedett, a személyi hiteleké érdemben nem változott a negyedév során. A második negyedévben a bankok szigorítottak a hitelfeltételeken mind a lakáscélú-, mind a fogyasztási hitelek esetében. A lakáshitelek esetében a második negyedévben tapasztalt élénkülő kereslet további erősödésére számítanak a bankok az Otthon Start program révén, emellett a fedezett fogyasztási hitelezésben is keresletélénkülést várnak.

4-7. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába



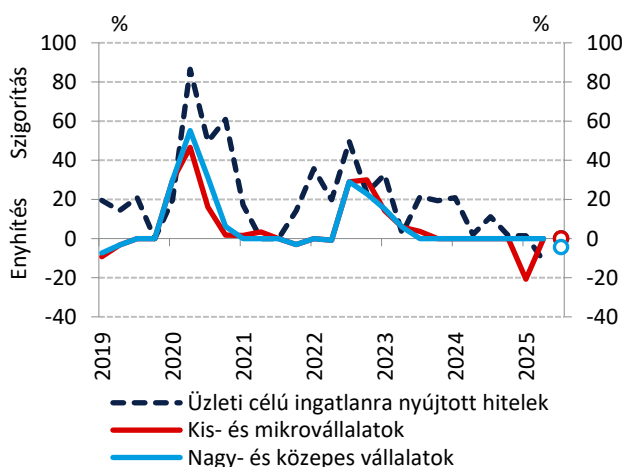
Megjegyzés: Változó kamatozású vagy maximum egy éves kamatfixálással rendelkező hitelek. 2015-től az 1 milliárd euró feletti money market hitelektől szűrt adatok alapján.

Forrás: MNB

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

2025 második negyedévében a vállalati euróhitelek átlagos kamatlábának csökkenése tovább folytatódott, míg a forinthitelek kamata nem változott. Az előző negyedévhez képest az újonnan szerződött, legfeljebb 1 éves kamatperiódusú, döntő részben piaci alapon kötött vállalati forint hitel-szerződések átlagos kamatszintje – a pénzpiaci ügyletek kiszűrésével – a kisösszegű hitelek esetében 0,3 százalékponttal emelkedett, míg a nagyszegű hitelek esetében nem változott. A megkötött vállalati forint hitelek átlagos kamatlába összességében nem változott, és 8,3 százalék volt a második negyedév egészében (4-7. ábra). A kisösszegű euróhitelek kamatszintje 0,5 százalékponttal, a nagyszegűeké 0,2 százalékponttal mérséklődött a negyedév során. Ennek eredményeképpen a második negyedévben a vállalati euróhitelek átlagos finanszírozási költsége 0,2 százalékponttal 4,4 százalékra csökkent 2025 első negyedévéhez képest.

4-8. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegegensben

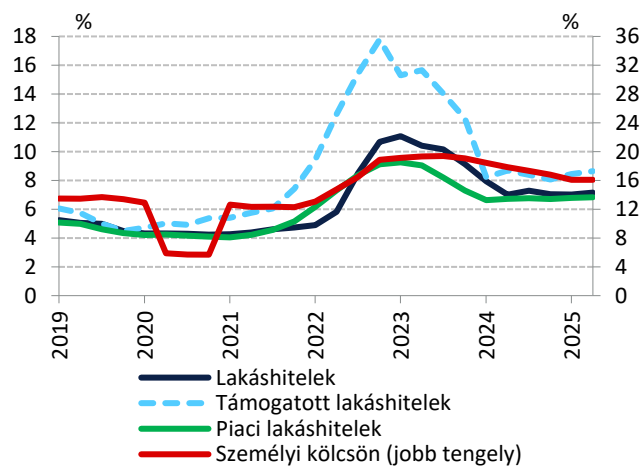


Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2025 második és harmadik negyedévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

2025 második negyedévében a bankok változatlan hitelfeltételek mellett a vállalati hitelkereslet csökkenését tapasztalták. A negyedév során a bankok egyik vállalatméret szerinti kategóriában sem változtattak a feltételeken, és 2025 második félévében sem terveznek változtatni a hitelhez jutás feltételein. A bankrendszer hitelezési képessége a likviditási- és tőkehelyzetük alapján továbbra is magas szinten alakul. Az üzleti célú ingatlanhitelek feltételein a bankok nettó 11 százaléka lazított a második negyedévben a fokozódó banki verseny hatására, ami az irodaházak kivételével valamennyi szegmenst érintette. 2025 második félévében a válaszadók 10 százaléka az irodaházak esetében szigorítana a hitelhez jutás feltételein az iparágat érintő kihívások miatt (4-8. ábra). A megkérdezett bankok nettó 30 százaléka a vállalati hitelkereslet csökkenését tapasztalta 2025 második negyedévében. A visszaesés elsősorban a forint hitelek és a hosszú lejáratú hitelek esetében jelentkezett, melyet főként a nagy- és közepes vállalatok körében éreztettek. Mindezt a

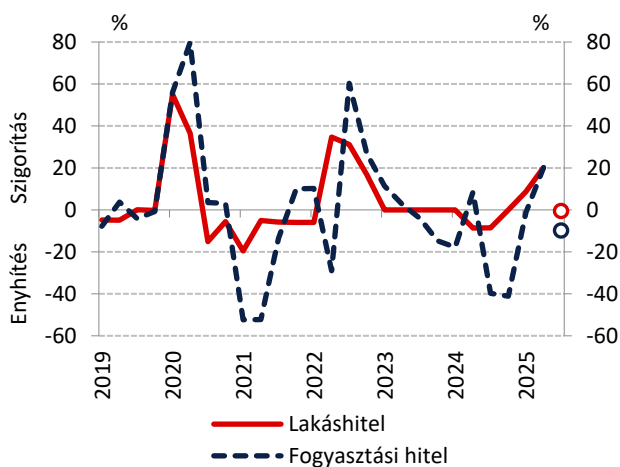
4-9. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



Megjegyzés: Új folyósítású hitelkamatok volumennel súlyozott negyedéves átlaga. Az ábrán szereplő lakáshitel-kamatláb az állam által fizetett támogatást is tartalmazza

Forrás: MNB

4-10. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben



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

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

vállalkozások visszafogott beruházási szándékaival magyarázzák. A bankok a következő fél évre előretekintve sem várnak élénkülést a vállalati hitelkeresletben, a hosszú lejáratú hitelek esetében pedig további csökkenésre számítanak (a kitöltés időpontjában még nem volt ismert a Minősített Vállalati Hitel minősítés minden részlete, így azt a válaszadók nem tudták teljeskörűen figyelembe venni válaszaikban).

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A lakáshitelek átlagos hitelköltség mutatója enyhén emelkedett a negyedév során. A 2025 második negyedévében megkötött lakáscélú hitelszerződések átlagos THM-szintje 7,2 százalék volt, ami 0,1 százalékpontos emelkedést jelent negyedéves összevetésben. Ezen belül a piaci lakáshitelek átlagos teljes hitelköltsége 6,8 százalék, a támogatottaké (az ügyfél által fizetendő kamat és az állami kamattámogatás összege) 8,5 százalék volt, ami rendre 0,1 százalékponttal, illetve 0,3 százalékponttal magasabb, mint az első negyedévben (4-9. ábra). A személyi kölcsönök átlagos THM-szintje az első negyedévhez képest változatlanul 16,1 százalékot ért el a vizsgált negyedévben.

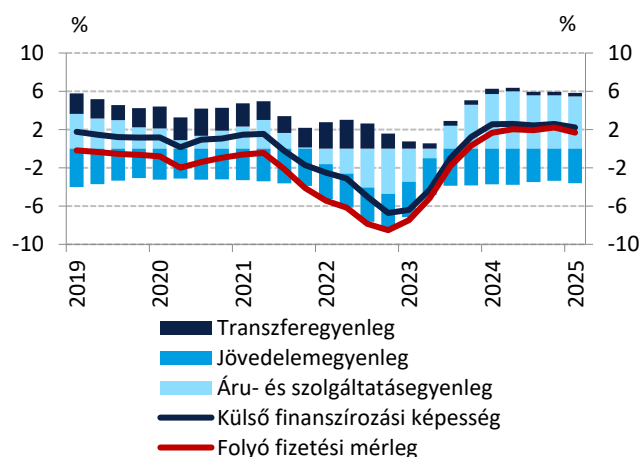
A bankok szigorítottak a háztartási hitelek feltételein 2025 második negyedévében. A lakás- és a fogyasztási hitelek esetében is a válaszadó bankok együttese jelzett szigorítást a hitelfeltételeken (4-10. ábra). A válaszadó intézmények a következő fél évben a lakáspiaci folyamatok várható alakulása és a piaci részesedés növelése céljából változatlanul hagyják a hitelsztenderdeket, míg a fogyasztási hiteleknel 10 százaléuk lazítana rajtuk a futamidő hosszabbításával. A második negyedévben a bankok harmada tapasztalt növekvő hitelkeresletet a lakáshitelek piacán, de előretekintve már kétharmaduk vár további élénkülést az Otthon Start hitelprogram hatására. A fogyasztási szegmensben a bankok negyede, ezen belül a gépjárműfinanszírozás esetében 87 százalékuk számolt be a hitelkereslet élénküléséről. 2025 második felévére előretekintve azonban a fedezetlen fogyasztási hitelek iránti kereslet változatlan maradhat, míg a gépjárműfinanszírozásban széles körben várják a bankok a kereslet mérséklődését.

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

2025 első negyedében a folyó fizetési mérleg egyenlege a kismértékű csökkenés mellett továbbra is többletet mutat. A pozitív külső egyensúlyi pozíció továbbra is döntően a külkereskedelmi egyenleghez köthető, miközben a transferegyenleg a visszafogott uniós forrásbeáramlás miatt tartósan alacsony. A finanszírozási oldalon a nettó közvetlentőke-kiáramlással párhuzamosan emelkedett az adósságjellegű források beáramlása. 2025 első negyedében a bruttó külső adósság a GDP 63 százalékát, míg a nettó mutató a mintegy 10 százalékát tett ki. Az előzetes havi adatok alapján a második negyedévben is folytatódott a folyó fizetési mérleg többletének enyhe mérséklődése.

5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



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

Forrás: MNB

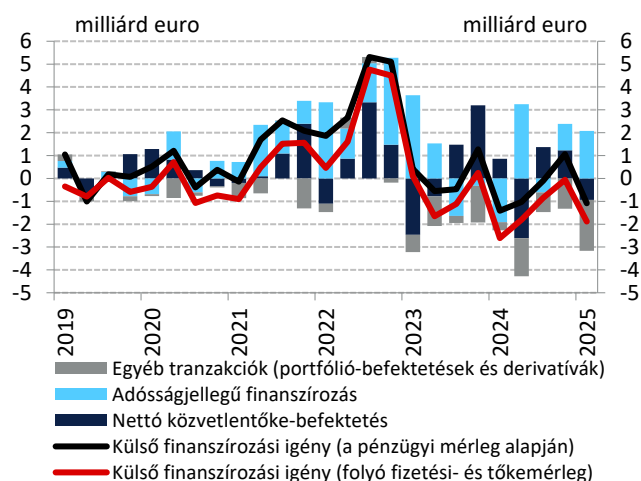
5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciónk alakulása

2025 elején a folyó fizetési mérleg egyenlege enyhén csökkent, azonban továbbra is többletet mutatott (5-1. ábra). 2025 első negyedében a folyó fizetési mérleg négy negyedéves GDP-arányos egyenlege 1,7 százalékra mérséklődött a 2024. végi 2,2 százalékról. Az enyhén kedvezőtlenebb külső egyensúlyi adatok mögött döntően a jövedelemegyenleg hiányának – részben módszertani váltásból bekövetkezett – növekedése állt, de kismértékben a külkereskedelmi többlet csökkenése is hozzájárult. A transferegyenleg továbbra is rendkívül alacsony szinten alakult, amit a visszafogott EU-forrásbeáramlás magyaráz. Az előzetes havi adatok alapján a második negyedévben is folytatódott a külső pozíció mérséklődése: a gyenge exportaktivitás, illetve az élénkülő belső kereslettel kapcsolatosan növekvő import a külkereskedelmi többlet mérséklődése irányába hatott, amihez egyedi tényezők is hozzájárultak. A transferegyenleg aktívumának szintje enyhén nőtt az első negyedévhez képest, de továbbra is alacsony.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

2025 első negyedében a külső finanszírozási képesség úgy alakult ki, hogy a nem adósságjellegű források jelentős kiáramlása mellett nőttek az adósságjellegű források (5-2. ábra). A nettó közvetlentőke befektetések csökkenése mögött főként a hazai szereplők jelentős mértékű kifizetése állt, miközben a rezidens befektetők külföldi részvény és befektetési jegy vásárlása az egyéb forráskiáramlást növelte. A nettó külső adósságjellegű források érdemi beáramlása a bankszektorhoz volt köthető. 2025 második negyedében az előzetes havi adatok szerint folytatódott a fenti folyamatok: a nettó FDI-kiáramlás ugyanakkor mérséklődött, és döntően a szezonálisan várható osztalékfizetésre vezethető vissza, miközben az adósságjellegű források beáramlása is csökkent, és inkább a vállalatokhoz kötődött.

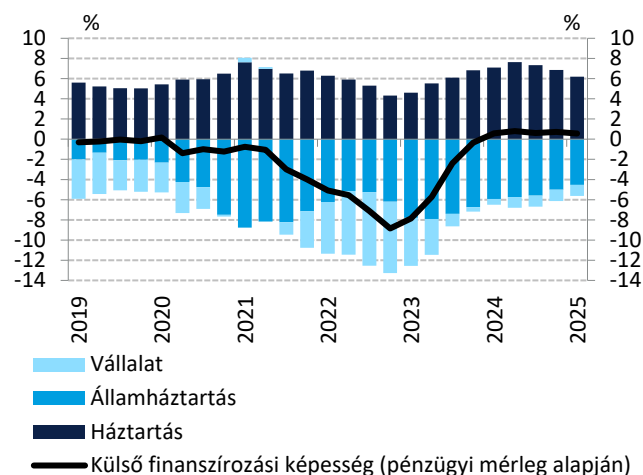
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



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

Forrás: MNB

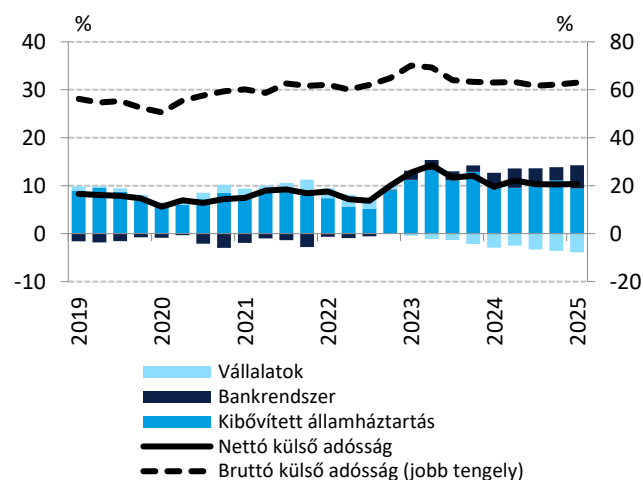
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint



Megjegyzés: Négy negyedéves értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

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



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

Forrás: MNB

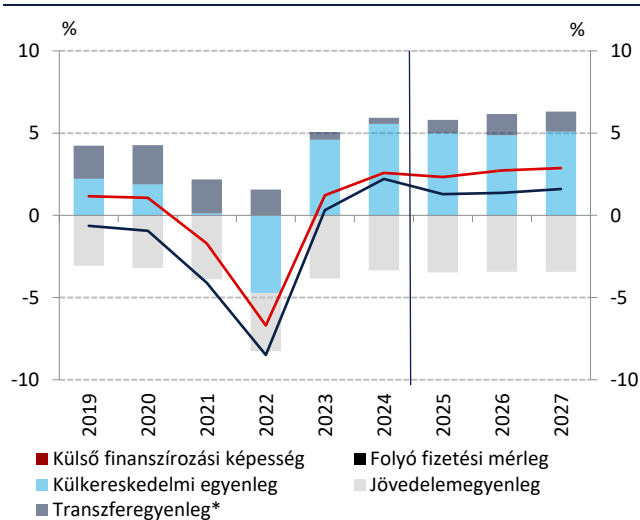
2025 első negyedévében a csökkenő külső pozíció a magánszektor mérséklődő nettó pénzügyi megtakarítása mellett alakult ki, amit csak részben ellensúlyozott az államháztartás csökkenő hiánya (5-3. ábra). Az állam finanszírozási igénye a fogyasztással kapcsolatos adóbevételek emelkedésével, illetve a kamatkiadások mérséklődésével összefüggésben csökkent. Ezzel párhuzamosan ugyanakkor a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása is mérséklődött a fogyasztás élénkülésével, illetve a reálkeresetek növekedési ütemének lassulásával. 2025 második negyedévében tovább mérséklődött a magánszektor nettó pénzügyi megtakarítása, miközben az államháztartási hiány csökkenése is folytatódott.

2025 első negyedévében a gazdaság nettó külső adóssága továbbra is a GDP 10 százaléka körül alakult (5-4. ábra). 2025 elején a nettó külső adósság az előző negyedévi szinten maradt, ami ellentétes hatások eredményeként alakult ki. Míg az MNB-vel konszolidált államháztartás külső adóssága csökkent, a bankszektor adósságjellegű tartozásai nőttek. A tranzakciókból eredő növekedést ugyanakkor az ártértékelődés és a nominális GDP hatása csökkentette, így összességében a mutató nem változott érdemben. Az ország bruttó külső adóssága 2025 elején a GDP 63 százalékát tette ki.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A folyó fizetési mérleg többlete az előrejelzési horizonton stabilan magas szinten alakul. 2025-ben az áru- és szolgáltatásegyenleg többlete átmenetileg csökken a bővülő fogyasztás hatására. 2026-tól az export lassú helyreállításának, valamint a szolgáltatásegyenleg növekedésének köszönhetően a külkereskedelmi egyenleg fokozatosan növekszik. A szektorok finanszírozási folyamatai alapján az államháztartási hiány mérséklődése a külső egyensúly javulásában tükröződik, miközben a magánszektor pénzügyi megtakarítása csökken.

5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



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

Forrás: MNB

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

	2023	2024	2025	2026	2027
Áru egyenleg	-0,2	0,8	0,1	-0,1	0,0
Energia egyenleg	-4,7	-3,3	-3,2	-3,1	-3,1
Egyéb	4,5	4,1	3,3	3,0	3,1
Szolgáltatás- egyenleg	4,8	4,8	4,9	5,0	5,1
Külkereskedelmi egyenleg	4,6	5,6	5,0	4,9	5,1

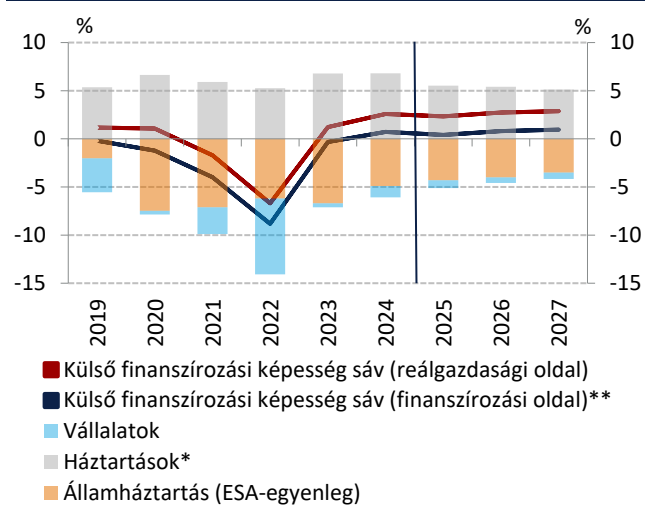
Forrás: KSH, MNB

A folyó fizetési mérleg többlete az idei átmeneti csökkenést követően 2026-tól enyhén növekszik (5-5. ábra). 2025-öt követően egy átmeneti csökkenés után a folyó fizetési mérleg egyenlege enyhén emelkedik, amelyhez az export helyreállításával és a szolgáltatásegyenleg folyamatos bővülésével az előrejelzési horizont végéig emelkedő külkereskedelmi egyenleg is hozzájárul. Az élénkülő export hatására javuló vállalati működési eredménynek a jövedelemegyenlegre gyakorolt hatását ellensúlyozza a kamatkiadások csökkenése, így az előrejelzési horizonton a jövedelemegyenleg hiánya 2026-ban enyhén csökken, majd ezen a szinten marad. A folyó fizetési mérleg többlete az előrejelzési horizont végére a GDP 1,6 százalékára emelkedik, ami a bővülő EU-transzfer felhasználással együtt a külső finanszírozási képesség emelkedését is eredményezi.

A külkereskedelmi egyenleg jelentős többlete 2025-2026-ban mérséklődik, majd 2027-től enyhén emelkedik. Az energiaegyenleg hiánya fokozatosan csökken 2026-ig, majd ezen a szinten stabilizálódik. Idén és jövőre a visszafogott exportnak köszönhetően az egyéb áru egyenleg többlete csökken, majd 2027-től a felfutó kivitellel párhuzamosan már enyhén emelkedik. A szolgáltatásegyenleg többlete a turizmus élénküléséhez köthetően az előrejelzési időszakban fokozatosan a GDP 5 százaléka fölé emelkedhet (5-1. táblázat).

A szektorok finanszírozási folyamatai alapján a költségvetési hiány csökkenése mellett a magánszektor nettó pénzügyi megtakarítása csökken (5-7. ábra). 2025-ben a költségvetési hiány csökkenésének hátterében elsősorban a mérséklődő kamatkiadások állnak. A következő években a csökkenő kamatkiadások mellett az energiaárak stabilizálódása, illetve a beruházások mérséklődése járul hozzá az államháztartási hiány csökkenéséhez. A háztartások fogyasztása 2025-től enyhén mérséklődik a továbbra is élénk bérdinamika és fogyasztás mellett. Idén a csökkenő beruházással párhuzamosan mérséklődik a vállalatok finanszírozási igénye és az előrejelzési horizont második felében is hasonló szinten alakul.

5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása



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

Forrás: MNB

5.3. Költségvetési folyamatok

A költségvetés GDP-arányos hiánya 2025-ben a makrogazdasági folyamatok alakulása és a költségvetési kontroll függvényében előrejelzésünk szerint 4,1–4,5 százalék, majd 2026-ban 3,8–4,2 százalék, 2027-ben pedig 3,2–3,7 százalék között alakulhat. A 2025. évi költségvetési törvényben elfogadott 3,7 százalékos hiánycélt a kormányzat először 4,1 százalékra emelte, majd 2025. szeptemberében a kormányzati hiányvárakozás 4,0–4,5 százalékra növekedett. A jövő évi költségvetési hiányelőrejelzés szintén emelkedett, és a 3,7 százalékos hiánycélról szeptemberben 4,0 százalékra módosult. A költségvetési hiány 2025. évi mérséklődését a 2024. évi 4,9 százalékhoz képest főként a mérséklődő kamatkiadások, valamint a csökkenő állami beruházások támogatják. Az államadósság 2025. évi csökkenését a magas pénzforgalmi hiány mellett a visszafogott gazdasági bővülés is jelentősen nehezíti. A hiány fokozatos mérséklődésével az előrejelzési horizont végére 72 százalék alá csökkenhet a GDP-arányos adósságráta.

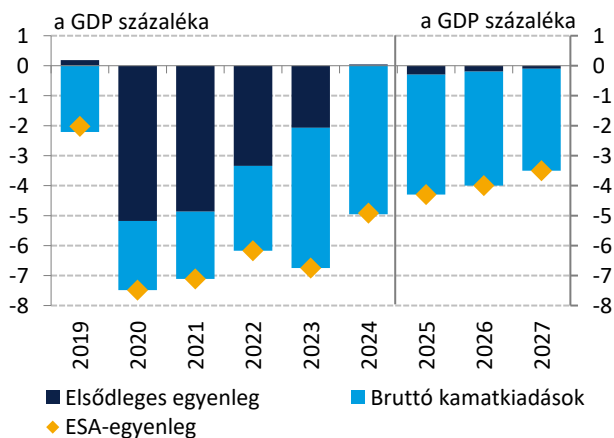
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

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

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

Forrás: MNB

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



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

Forrás: KSH, MNB

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók

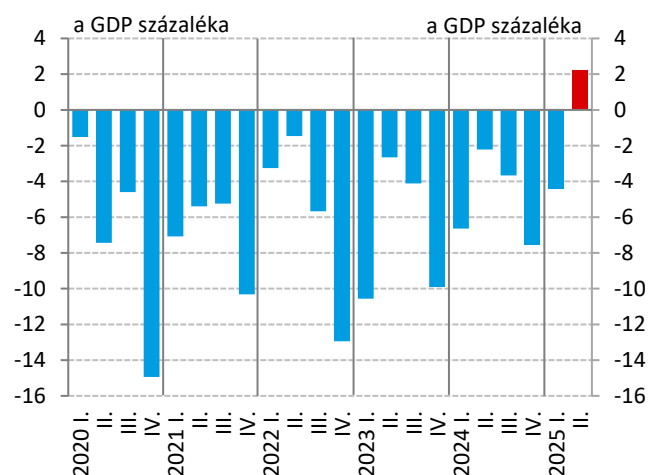
Előrejelzésünk az eredményszámla hiány fokozatos mérséklődésével számol. Az államháztartás GDP-arányos eredményszámla hiánya előrejelzésünk szerint 2025-ben 4,1–4,5 százalék lehet (5-2. táblázat), ami 2026-ban 3,8–4,2 százalékot, míg 2027-ben 3,2–3,7 százalékot mutathat a GDP arányában. A kamatkiadások mérséklődésén túl a csökkenő állami beruházások támogatják a költségvetési hiány várható mérséklődését a 2024. évi 4,9 százalékról. Prognózisunk szerint a deficit a bruttó állami kamatkiadásokkal párhuzamosan fokozatosan mérséklődik, így az elsődleges egyenleg az előrejelzési horizonton egyensúlyközeli szinten alakulhat (5-7. ábra). Júniusi előrejelzésünkhöz képest az újonnan bejelentett kormányzati intézkedések közül a legjelentősebbek az Otthon Start Program, az otthontámogatás a közszolgáltatásban dolgozóknak, valamint a területi közigazgatásban dolgozók béremelése.

5.3.2. A 2025. évi egyenleg

Előrejelzésünk szerint a költségvetési hiány 2025-ben a GDP 4,1–4,5 százaléka lehet. A 2025. évi költségvetési törvényben elfogadott 3,7 százalékos hiánycélt a kormányzat először 4,1 százalékra emelte, majd 2025. szeptemberében a kormányzati hiányvárakozás 4,0–4,5 százalékra növekedett.

Az MNB által közölt előzetes pénzügyi számla államháztartási adatai alapján az első féléves eredményszámla hiány a féléves GDP 0,8 százalékát tette ki (5-8. ábra). A költségvetés pénzforgalmi hiánya augusztus végén 3026 milliárd forint volt, ami a törvényi előirányzatban szereplő 4123 milliárd forintos pénzforgalmi cél 73 százalékát teszi ki, míg a júniusi finanszírozási tervben szereplő 4774 milliárd forintos kormányzati pénzforgalmi hiányelőrejelzés 63 százalékának felel meg. A hiány kialakulásához hozzájárult a lakossági inflációkövető papírok pénzforgalmi kamatfizetésének év eleji koncentrációja.

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



Megjegyzés: Az adatok az MNB által publikált előzetes pénzügyi számlákban szereplő, az államháztartás nettó finanszírozási képességét mutatják.

Forrás: MNB

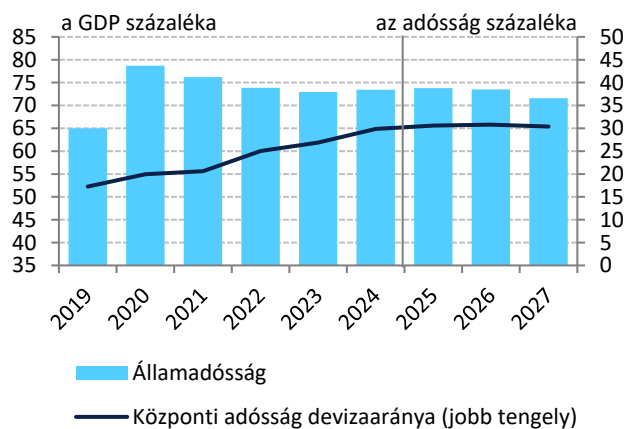
Az év egészére várható eredményszemléletű költségvetési hiány előző évhez viszonyított csökkenése elsősorban az állami beruházások mérséklődésének, valamint az infláció csökkenésével összhangban alacsonyabb, az előző évhez képest közel 1 százalékponttal mérséklődő kamatkiadásoknak köszönhető. Előrejelzésünkben figyelembe vettük a családokat, a nyugdíjasokat, valamint a vállalatokat támogató korábbi intézkedések hatását, mint például a családi adókedvezmény 50 százalékos emelése, a CSED-, GYED- és a három gyermekes anyák szja mentessége, a nyugdíjasok számára juttatott élelmiszer-utalvány, a babaváró hitelek meghosszabbítása, a munkáshitel, a Vidéki Otthonfelújítási Program, a Széchenyi Kártya Program kamatcsökkentése, a Demján Sándor programot és azon belül az 1+1 KKV Beruházás-élénkítő Támogatási Program keretemelését, az Otthon Start Programot és a területi közigazgatásban dolgozók béremelését, valamint más további intézkedéseket.

5.3.3. A 2026. és 2027. évi egyenlegek

Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos eredményszemléletű hiány 2026-ban 3,8–4,2 százalék, 2027-ben 3,2–3,7 százalék lehet, mely a kamatkiadások fokozatos csökkenésével továbbra is biztosíthatja az elsődleges egyenleg egyensúly közeli állapotát. A családokat támogató intézkedések mellett a költségvetési hiány fokozatosan mérséklődhet a kitekintési horizonton. A hiánypálya csökkenését támogatja, hogy a kamatkiadás 2026-ban a GDP 3,8 százalékára, az előrejelzési horizont végére pedig 3,4 százalékára mérséklődik. A kamatkiadások csökkenése mellett az alacsonyabb szinten stabilizálódó energiaárak, az extraprofit adók fennmaradása, illetve a mérséklődő állami beruházások járulnak hozzá a csökkenő hiánypályához. A jövő évi kormányzati hiánycél a korábbi 2,9 százalékról 3,7 százalékra módosult, majd 2025. szeptemberében a kormányzati hiányvárakozás 4,0 százalékra emelkedett.

2026-ban folytatódik több idén bevezetett intézkedés is, ami mellett már a teljes évben személyijövedelemadó-mentessé válnak a 3 gyermekes anyák, valamint a CSED és a GYED ellátások. A gyermekek után járó családi adó- és járulékkedvezmény a 2025. júliusi első lépcsőt követően kétszeresére emelkedik 2026. januárjában. Bevezetésre kerül 2026. január 1-től a 2 gyermekes anyák adómentességének első lépcsője a 40 év alatti anyákra, valamint a 30 év alatti 1 gyermekes anyák szja mentessége is. Szintén 2026-ban valósul meg a rendvédelmi dolgozóknak járó fegyverpénz kifizetése. 2025 után 2026-ban is számolunk az Otthon Start Program és a területi közigazgatásban dolgozók béremelésének hatásaival, míg 2026-tól elindul a közszolgálatban dolgozók

5-9. ábra: Az államadósság várható alakulása



Megjegyzés: 2024. év végi változatlan árfolyamon számolva.
 Forrás: MNB, ÁKK

otthontámogatása is. 2027-ben pedig bővül a 2 gyermekes anyák személyijövedelemadó-mentessége.

5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

Az uniós források elérhetőségének korlátozása továbbra is érdemi bizonytalanságot jelent a költségvetési folyamatok szempontjából. Hazánk összesen 12,2 milliárd euro értékben férhet hozzá a 2021–2027-es kohéziós keret részekhez, melynek lehívása folyamatosan zajlik. A hazai abszorpciósi ráta szeptember elején 13 százalék volt, míg az uniós átlag 12 százalék. Magyarország továbbra sem fér hozzá a Helyreállítási és Ellenállóképességi Eszköz (RRF) 6,4 milliárd eurós vissza nem térítendő keretéhez, melyhez kifizetési igényeket a jelenlegi előírások szerint csak a 2026 közepéig megvalósított mérföldkövekre lehet benyújtani.

Az adóbevételek és a kiadások alakulását a kitekintési horizonton is befolyásolja a makrogazdasági környezet és a kormányzati intézkedések. Előrejelzésünk nem tartalmazza a kormányzat által a jövőben elfogadni tervezett ipar- és munkahelyvédelmi akcióterv hatását, ugyanis az intézkedések, így az esetleges további adókönyvtő lépések pontos részletei egyelőre nem ismertek.

A Magyarország által benyújtott Stabilitási és Növekedési Paktum nemzeti mentesítési záradék aktiválására vonatkozó kérelem jóváhagyásra került. Ezzel lehetővé vált, hogy hazánk eltérjen a középtávú költségvetési-strukturális tervben meghatározott nettó kiadási pályától a GDP arányos védelmi kiadások 2021 óta megvalósult növekedésével. Magyarország esetében ez a GDP 0,9 százalékának megfelelő eltérést enged meg 2 százalékos GDP arányos védelmi kiadások esetén, azonban a védelmi kiadások további növelésével maximum 1,5 százalékra lenne növelhető a megengedett eltérés. A 2026. évi költségvetési törvényben ezen további mozgástér esetleges kihasználására létrehozott Gazdaságfejlesztési Keret elnevezésű, felülről nyitott költségvetési előirányzat növelése a költségvetési törvény szerint akkor lehetséges, ha a felhasználás az államadósság csökkentését és az uniós nettó kiadásokra vonatkozó szabály teljesülését nem veszélyezteti.

5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

Az előzetes adatok alapján 2025 második negyedévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 76 százalék volt. Az adósságráta így 2,5 százalékponttal haladta meg a 2024. év végi értékét, míg az előző év azonos időszakához képest 0,5 százalékponttal emelkedett. Az államadósság-ráta 2025. második negyedév végi emelkedését elsősorban a magas nettó kibocsátás okozta, ugyanis az éves nettó kibocsátási terv jelentős része teljesült az első félévben.

Az államadósság 2025. évi csökkenését a magas pénzforgalmi hiány mellett a visszafogott gazdasági bővülés is jelentősen nehezíti. A hiány fokozatos mérséklődésével az előrejelzési horizont végére 72 százalék alá csökkenhet a GDP-arányos adósságráta (5-9. ábra). Az államadósság-ráta alakulására nézve kockázatot jelent a korábban vártnál alacsonyabb GDP-növekedés, a tervezettnél magasabb költségvetési hiány és a központon kívüli adósság emelkedése. Prognózisunk alapján 2027 végére a GDP 72 százaléka alá csökkenhet az adósságráta.

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

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 szektor hitelállományának éves változása	16
1-8. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában	17
1-9. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	18
1-10. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	18
1-11. ábra: A beruházások alakulása az Európai Unióban, a KKE régióban és Magyarországon	19
1-12. ábra: A nettó beruházás alakulása a tőkeállomány arányában	20
1-13. ábra: Bruttó és nettó beruházás, valamint az amortizáció GDP arányos alakulása Magyarországon	21
1-14. ábra: A mezőgazdasági hozzáadott érték éves változásának alakulása	22
1-15. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében	23
1-16. ábra: A munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása	23
1-17. ábra: Az üres álláshelyek számának éves változása a versenyszférában	24
1-18. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása	24
1-19. ábra: A korrigált bérhányad az Európai Unió országaiiban (2025. II. név)	24
1-20. ábra: A bruttó átlagkeresetek éves dinamikája a versenyszférában és a munkaerőpiaci feszesség alakulása	25
1-21. ábra: A keresetek eloszlása Magyarországon (2024)	26
1-22. ábra: A minimálbért (bal panel) és garantált bérminimumot (jobb panel) keresők megoszlása a nemzetgazdaság ágazatai között	27
2-1. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	30
3-1. ábra: A GDP növekedése a világ meghatározó gazdaságaiban	35
3-2. ábra: A GDP éves változása 2025. második negyedévben az Európai Unió országaiiban	36
3-3. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedelemnek az alakulása	36
3-4. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	37
3-5. ábra: Globálisan meghatározó jegybankok irányadó rátáinak alakulása	37
3-6. ábra: Globálisan meghatározó jegybankok mérlegfőösszegének alakulása	38
3-7. ábra: Nyersanyagárak alakulása	38
3-8. ábra: A 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása	39
3-9. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban	40
3-10. ábra: A várakozások tényezőinek átlagos megítélése az USA-ba terméket exportáló és az USA-ba nem exportáló Magyarországon működő válaszadók körében júniusban és augusztusban	41
3-11. ábra: A GDP éves változásának termelés oldali dekompozíciója	42
3-12. ábra: A GDP éves változásának felhasználás oldali dekompozíciója	42
3-13. ábra: A teljes vállalati és a háztartási szektor hitelállományának éves változása	43
3-14. ábra: A hazai ipari termelés éves változásának ágazati felbontása	43
3-15. ábra: Lakáspiacei tranzakciók száma településtípusonként	44
3-16. ábra: Az ipari termelés változása 2025 második negyedévében 2019 negyedik negyedévéhez képest	45
3-17. ábra: Az ipari termelés változása 2022 negyedik negyedévében 2019 negyedik negyedévéhez, valamint 2025 második negyedévében 2022 negyedik negyedévéhez képest képest	46

3-18. ábra: A munkaerőpiaci aktivitás éves változásának felbontása	48
3-19. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása	48
3-20. ábra: A bruttó átlagkeresetek éves változása a nemzetgazdaságban	49
3-21. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv és az ipari kapacitáskihasználtság	50
3-22. ábra: A kibocsátási rés és a felhasználás oldali főbb tényezői	50
3-23. ábra: A világpiacon élelmiszerárak alakulása	51
3-24. ábra: Mezőgazdasági termelők árak alakulása	51
3-25. ábra: A belföldi értékesítés ipari termelők árainak alakulása	52
3-26. ábra: Az infláció dekompozíciója	52
3-27. ábra: A fogyasztói árak havi árváltozásának alakulása üzemanyagok és szabályozott árak nélkül	52
3-28. ábra: Az inflációs alapmutatók	53
3-29. ábra: Az iparcikkek havi árváltozásának alakulása	53
3-30. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása	53
3-31. ábra: A lakossági inflációs várakozások alakulása	54
3-32. ábra: A FAO élelmiszer-alapanyagár indexének megbontása	55
3-33. ábra: A hazai élelmiszeripari termelők árak alakulása 2025. júliusban	55
3-34. ábra: Az élelmiszerinfláció alakulása	56
3-35. ábra: Az élelmiszerek árváltozása 2025. április és augusztus között	56
3-36. ábra: Az élelmiszer-árréskorlátozás által érintett és nem érintett termékek árváltozása	57
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	58
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	58
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya	59
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása	59
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	59
4-6. ábra: Részvények (bal ábra) és állampapírok (jobb ábra) éves forintban elért visszatekintő hozama	61
4-7. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába	62
4-8. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegekben	62
4-9. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje	63
4-10. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben	63
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	64
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása	64
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint	65
5-4. ábra: A GDP-arányos adósságműutatók alakulása	65
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	66
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása	67
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása	68
5-8. ábra: A kormányzati szektor negyedéves eredményszámla-egyenlege	69
5-9. ábra: Az államadósság várható alakulása	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: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	28
1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal	29
3-1. táblázat: Nemzetközi élelmiszerár-ciklusok hossza és az áremelkedés mértéke	54
5-1. táblázat: A GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg alakulása	66
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók	68

INFLÁCIÓS JELENTÉS

2025. szeptember

Nyomda: Prospektus Kft.
8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 8-9.