



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2025
DECEMBER



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2025
DECEMBER

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 teljeskörűen 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. december 11-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	18
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk	23
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	31
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	36
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése	36
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése	42
3.3. Munkaerőpiaci folyamatok	47
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	50
3.5. Költségek és infláció	51
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	55
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	55
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	57
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	60
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	60
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	62
5.3. Költségvetési folyamatok	64
Ábrák és táblázatok jegyzéke	68

Keretes írások jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink	14
1-2. keretes írás: Az árfolyamerősödés inflációra gyakorolt hatása	15
1-3. keretes írás: A háztartásokat érintő kormányzati intézkedések	22
1-4. keretes írás: Keresleti és demográfiai hatások a munkaerőpiacon	25
3-1. keretes írás: A hazai közúti járműgyártás helyzete	44

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.

Mérsékelt globális növekedés mellett az elhúzódó kereskedelmi és geopolitikai feszültségek továbbra is kockázatot jelentenek.

Az Egyesült Államokban a második negyedévben a GDP 2,1 százalékkal bővült éves összevetésben, míg 2025 harmadik negyedévében Kínában 4,8 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 0,3 százalékkal bővült. Az elmúlt hónapok során megkötött kereskedelmi megállapodásokkal sikerült elkerülni a vámháború eskalációját, a folytatódó orosz-ukrán háború és az általánosan feszült geopolitikai helyzet ugyanakkor továbbra is kiemelt kockázati tényező.

A nemzetközi inflációs folyamatok továbbra is vegyes képet mutatnak.

Az adatokat már publikáló OECD tagországok több mint felében a jegybanki célokat meghaladó inflációs rátákat regisztráltak októberben. A legutóbbi elérhető adat alapján az Egyesült Államokban 3,0 százalékra emelkedett az infláció szeptemberben. Kínában 0,7 százalékkal emelkedtek a fogyasztói árak novemberben éves összevetésben. Az infláció az eurozónában 2,1 százalékon alakult októberben, míg az EU tagországok inflációs rátái egy több mint 8 százalékpont széles sávban szóródtak. A fogyasztóiár-index a régiós országok közül Csehországban (2,3 százalék) emelkedett, Lengyelországban (2,9 százalék) nem változott, míg Szlovákiában (3,9 százalék) és Romániában (8,4 százalék) mérséklődött.

Az Európai Központi Bank (EKB) nem módosította irányadó rátáját az elmúlt hónapokban, míg a Federal Reserve (Fed) az elmúlt három kamatdöntő ülésén egyenként 25 bázispontos kamatcsökkentést hajtott végre.

Az EKB szeptemberi és októberi kamatdöntő ülésén is változatlan szinten, 2,0 százalékon tartotta irányadó betéti rátáját. Az euroövezetben az infláció az elmúlt időszakban a jegybank 2 százalékos inflációs célja körül alakult, míg a maginfláció némileg meghaladta azt. A jövőbeni monetáris politikai döntéseket a beérkező adatok alapján, ülésről ülésre hozzák meg és nem kötelezőnek el előre konkrét kamatpálya mellett.

A Fed szeptemberi, októberi, majd decemberi kamatdöntő ülésén is 25 bázispontos kamatcsökkentést hajtott végre, 3,50-3,75 százalékra mérsékelve ezzel az irányadó ráta célsávját. A jegybank elnöke a decemberi kamatdöntést követő sajtótájékoztatóján rámutatott arra, hogy jelenleg az inflációs és munkaerőpiaci kockázatok ellentétes irányúak, és kérdéses, hogy melyik kockázat válik erősebbé.

A kamatpályára vonatkozó piaci árazások az Egyesült Államokban szeptember óta változékonyan alakultak, összességében a piac további kamatcsökkentéseket áraz. Az eurozóna esetében némileg emelkedtek a piaci kamatvárakozások, amely alapján az EKB elérhette a kamatpálya alját.

A régióban a lengyel jegybank három 25 bázispontos kamatcsökkentést hajtott végre a negyedik negyedévben, aminek következtében az alapkamat 4,0 százalékra csökkent. A cseh és a román jegybank nem módosított az alapkamat 3,5, illetve 6,5 százalékos szintjén az elmúlt hónapok során.

Szeptember vége óta a nemzetközi befektetői hangulat alakulását a bizonytalan világ gazdasági környezet határozta meg.

Az időszak elején a nemzetközi pénzpiaci hangulatot a kínai-amerikai kereskedelmi konfliktus kiéleződése negatívan befolyásolta, majd a ritkaföldfémek exportjával kapcsolatos megállapodás stabilizálta. Az Egyesült Államok kormányzati leállításának elhúzódása rontotta a befektetői hangulatot. A jegybanki cél fölötti infláció, az amerikai munkaerőpiac lassulására utaló adatok, valamint az adatközlések elmaradása miatt a Fed következő lépéseivel kapcsolatos várakozásokat bizonytalanság övezte.

Az olaj világpiaci ára a szeptember végi emelkedést követően összességében mérséklődött, és 62 dollár közelébe csökkent, míg az európai gázárak másfél éves mélypontra estek. Az orosz nyersolajjal szembeni korlátozások szigorítása és az OPEC+ bejelentése a termelésnövelés elhalasztásáról az olajárak emelkedésének irányába hatottak, míg az orosz-ukrán háború lezárását célzó tárgyalások, az azokat övező bizonytalanság mellett, valamint az amerikai termelésbővítés növekedésére vonatkozó várakozások az olajárak csökkenéséhez járultak hozzá.

A forint a negyedév során összességében mintegy 1,5 százalékkal erősödött az euróval szemben, míg a hazai állampapírhozamok vegyesen alakultak.

A régiós devizák közül a cseh korona árfolyama nem változott, a lengyel zloty 0,6 százalékkal értékelődött fel, míg a román lej 0,3 százalékkal értékelődött le az időszak során. A forint erősödését a szigorú hazai monetáris politika is támogatta. A magyar állampapírpiazi hozamgörbe rövid és hosszú végén emelkedtek, míg a középső szakaszán enyhén csökkentek a hozamok. A negyedik negyedévben három hitelminősítői felülvizsgálat történt, melyek során az S&P, a Moody's és a Fitch Ratings egyaránt megerősítette Magyarország adóbsorolását, ami mellett a Fitch Ratings a kilátásokat negatívra rontotta.

Az infláció novemberben visszatért a jegybanki toleranciasávba, míg a jövő év elején átmenetileg az inflációs cél alá mérséklődik. Az áremelkedés mértéke 2027 második felében érheti el tartósan a 3 százalékos inflációs célt.

Novemberben az infláció 3,8 százalékra, a maginfláció 4,1 százalékra mérséklődött. A világpiaci nyersanyag- és élelmiszerárak csökkenése, valamint az erősebb forint beszerzési árakban való megjelenése támogatja a dezinflációt. Az elmúlt hónapokban az első félévnél mérsékeltebb havi átárzások jellemezték a teljes fogyasztói kosarat és a maginflációs termékkört is. A rövid távú vállalati árvárakozások novemberben is visszafogott dinamikát jeleztek, ugyanakkor a lakossági inflációs várakozások továbbra is stagnálnak.

Az év eleji vállalati átárzások alakulása, valamint az árréskorlátozások kivezetésének időzítése és hatása bizonytalanságot hordoz az inflációs kilátásokra nézve. Prognózisunk szerint az áremelkedés üteme 2026 elején ideiglenesen a 3 százalékos inflációs cél alá mérséklődik, majd átmenetileg a toleranciasáv felső szélé közelébe emelkedik. A fogyasztóiár-index változékonysága mellett az inflációs alapfolyamatok a szeptemberi előrejelzéshez képest kedvezőbben alakulnak a jövő év folyamán, az erősebb forintárfolyam és a kedvezőbb külső költségkörnyezet hatására. Éves átlagban idén várhatóan 4,4 százalékon, 2026-ban 3,2, 2027-ben pedig 3,3 százalékon alakul az infláció. A 3 százalékos inflációs cél 2027 második felében érhető el fenntarthatóan.

2025 harmadik negyedévében enyhén gyorsult a hazai gazdaság éves alapú növekedése, és az év végétől várható a konjunktúra fokozatos helyreállása.

A magyar gazdaság 2025 harmadik negyedévében éves összevetésben 0,6 százalékkal nőtt, míg az előző negyedévhez képest stagnált. A hazai reálgazdasági folyamatokat a harmadik negyedévben is kettősség jellemezte: a GDP növekedését elsősorban a lakossági fogyasztás bővülése támogatta, miközben a beruházások és a nettó export fékeztek azt. A gyenge konjunktúra hatására a munkaerőpiac feszessége az elmúlt negyedévek során enyhült. A munkanélküliségi ráta historikus összevetésben továbbra is alacsony. A bruttó átlagkeresetek növekedése mérséklődött 2025 folyamán az előző évhez képest, de éven belül lassult a mérséklődés üteme. Az ágazatokat jellemző kettősség várhatóan a negyedik negyedévben is fennmarad. A 2025-ös hazai GDP-növekedés várhatóan 0,5 százalékon alakul.

Jövő évtől mind belső, mind külső tényezők támogatják a növekedés élénkülését. Az emelkedő reálbérek, valamint a háztartásoknak nyújtott kormányzati jövedelemnövelő intézkedések miatt a fogyasztás a teljes előrejelzési horizonton támogatja a növekedést. A fellevevőpiacaink fokozatos élénkülése mellett az elmúlt évek kapacitásbővítő beruházási projektjei is támogatják az ipari export bővülését. A magyar GDP 2026-ban 2,4 százalékkal, 2027-ben 3,1 százalékkal bővülhet.

A lakossági és vállalati hitelpiac kettőssége 2025 harmadik negyedévében is fennmaradt.

A teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya 10,5 százalékkal bővült éves összehasonlításban 2025 harmadik negyedévének végére. A hitelintézetek által a negyedév során újonnan szerződött háztartási hitelek értéke az előző év azonos időszakához képest 11 százalékkal bővült. Ezen belül a személyi hitelek kibocsátása harmadával volt magasabb, míg a lakáshitelek folyósítása nem változott, amelyet a július elején bejelentett és szeptembertől igényelhető Otthon Start program miatt elhalasztott kereslet és kivárási magyaráz. Az MNB Hitelezési felmérése alapján a bankok a

lakáshitelek iránti kereslet fokozódására számítanak a következő fél évben az Otthon Start hitelprogram következtében. Előrejelzésünk alapján a szeptemberben indult program hatására 2025-ben 15 százalékkal, 2026-ban pedig 19 százalékkal emelkedik a teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya. Az előrejelzési horizonton az Otthon Starthoz képest kisebb mértékben, de tovább élénkíti a háztartási hitelezést a közszolgálati otthonátmozgató program.

A teljes vállalati hitelállomány éves növekedése 3,4 százalékot tett ki 2025 harmadik negyedévének végén. A vállalati szektor alapfolyamatait jobban megragadó kkv-hitelállomány éves növekedési üteme 5,0 százalék volt szeptember végén. A bankok hitelezési kapacitása bőséges, általános kínálati korlátok nem azonosíthatók, a vállalati hitelezés aktuális visszafogottsága elsősorban az alacsony beruházási aktivitásból származó mérsékelt hitelkeresletből és a nominálisan magas vállalati likvideszköz-állományból fakad. A Hitelezési felmérésre adott banki válaszok alapján a vállalati hitelkereslet harmadik negyedévi visszaesése 2025 negyedik és 2026 első negyedévében várhatóan növekedésbe fordul, de ez csak a rövid lejáratú hitelek érinti, a hosszú lejáratú, beruházási célú hitelek iránti keresletben továbbra sem várható fordulat. Az MNB előrejelzése szerint a teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállománya 2025-ben és 2026-ban egyaránt 3–4 százalékkal emelkedik.

A folyó fizetési mérleg többlete 2025-ben enyhén emelkedik, majd 2026-tól magas szinten stabilizálódik.

A folyó fizetési mérleg többlete a külkereskedelmi egyenleg kedvező cserearány-változása mellett 2025-ben enyhén, a GDP 1,7 százaléka emelkedik. 2026-ban a fogyasztás és a beruházás élénkülése növeli az importot, míg a javuló kapacitáskihasználtság mellett újraindul az export növekedése. A külső egyensúlyi pozíció jövőre összességében kismértékben tovább emelkedik. Az előrejelzési horizont további éveiben a külső egyensúlyi pozíció magas marad, így a folyó fizetési mérleg többlete tartósan a GDP 2 százaléka körül alakul.

A költségvetési hiány idén és jövőre a korábbi várakozásunknál magasabban alakul.

A jegybanki prognózis szerint a költségvetési hiány 2025-ben és 2026-ban várhatóan 5 százalék körül alakul, majd 2027-től mérséklődik. A hiányvárakozás emelését a költségvetési intézkedések és a korábban vártnál alacsonyabb gazdasági növekedés indokolják. A magasabb várt hiánypálya nehezíti az államadósság csökkentését, azonban a gazdasági növekedés jövő évtől várható gyorsulása, valamint később a csökkenő hiány is támogatja az adósságráta 2026 utáni mérséklését.

A Monetáris Tanács értékelése alapján a decemberi előrejelzés alappályáját kiegyensúlyozott inflációs és növekedési kockázatok övezik.

A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül négy alternatív kockázati forgatókönyvet emelt ki. A vártnál lassabban javuló európai konjunktúrát feltételező alternatív pálya az alappályához képest alacsonyabb növekedési és inflációs pályával számol. A geopolitikai feszültségek enyhülését előrevetítő forgatókönyv az alappályánál magasabb gazdasági növekedéssel és alacsonyabb inflációval áll összhangban. A fogyasztás gyorsabb bővülésével számoló scenárió az alappályához képest magasabb növekedési és inflációs pályával konzisztens. Az inflációs várakozások lassú mérséklődését előrevetítő alternatív forgatókönyv az alappályához képest alacsonyabb gazdasági növekedéssel és magasabb inflációval járhat. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scenárióként a vártnál erősebb munkaerőpiaci alkalmazkodást és a bizonytalanabbá váló nemzetközi környezetet feltételező forgatókönyveket tárgyalta.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

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

	2024	2025	2026	2027	2028
	Tény		Előrejelzés		
Infláció (éves átlag)					
Maginfláció	4,6	4,6	3,6	3,1	3,0
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	4,6	4,4	3,6	3,1	3,0
Infláció	3,7	4,4	3,2	3,3	3,0
Gazdasági növekedés					
Háztartások fogyasztási kiadása	6,0	3,5	4,7	3,3	3,0
Közösségi végső fogyasztás ¹	-1,8	-0,2	0,4	0,5	0,5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-9,9	-5,4	1,3	4,0	3,8
Belföldi felhasználás	-1,8	3,0	2,8	2,8	2,6
Export	-0,9	-1,1	3,9	5,2	4,0
Import	-3,9	2,1	4,5	4,9	4,0
GDP	0,6	0,5	2,4	3,1	2,7
Munkatermelékenység ²	0,6	0,3	3,0	2,9	2,5
Külső egyensúly³					
Folyó fizetési mérleg egyenlege	1,5	1,7	1,9	1,9	1,8
Külső finanszírozási képesség	1,8	2,5	3,4	3,2	3,0
Államháztartás³					
ESA-egyenleg	-5,0	(-5,0) - (-4,7)	(-5,2) - (-4,7)	(-4,9) - (-4,4)	(-4,2) - (-3,7)
Munkaerőpiac					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	13,2	8,9	10,6	7,0	6,5
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	0,0	-0,6	-0,7	0,2	0,1
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁴	12,0	8,7	9,0	9,4	7,1
Versenyszféra foglalkoztatottság	-0,1	-1,3	-0,7	0,3	0,2
Munkanélküliségi ráta	4,5	4,5	4,8	4,5	4,1
Versenyszféra reál fajlagos munkaerőköltség	4,9	2,4	1,6	0,6	-0,1
Lakossági reáljövedelem ⁵	3,9	0,6	4,7	3,0	2,9

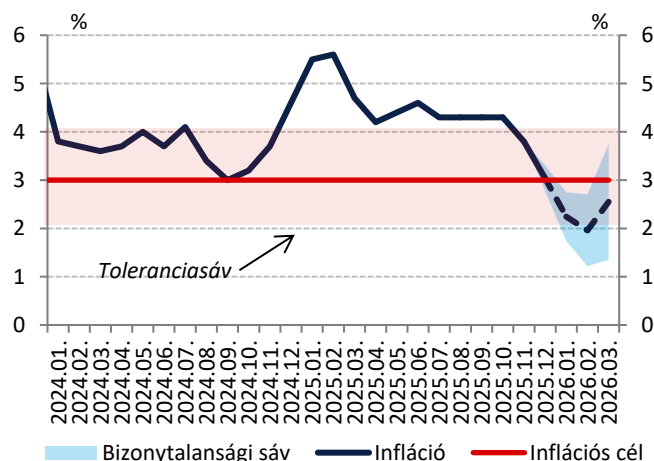
¹ Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a nonprofit intézmények által nyújtott transfereket.² Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.³ A GDP arányában.⁴ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.⁵ MNB-becslés.

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

1.1. Inflációs előrejelzésünk

2025 novemberében az infláció a korábbi várakozásainknál alacsonyabban, 3,8 százalékon alakult, míg a maginfláció az előző prognózisunkkal összhangban 4,1 százalék volt. Az elmúlt hónapokban megvalósult visszafogott átárzás, az erősebb forint, a költségtényezők kedvező alakulása, valamint az árrésstop kiterjesztése és meghosszabbítása miatt a szeptemberi előrejelzéshez képest mérséklődött az idei és jövő évi inflációra vonatkozó várakozásunk. Az év eleji vállalati átárzások alakulása, valamint az árréskorlátozások kivezetésének időzítése és hatása bizonytalanságot hordoz az inflációs kilátásokra nézve. Az áremelkedési ütem 2026 első hónapjaiban ideiglenesen az inflációs cél alá mérséklődhet, majd átmenetileg ismét a toleranciasáv felső szélé közelébe emelkedhet. A fogyasztóiár-index változékonysága mellett az inflációs alapfolyamatok a szeptemberi prognózishoz képest alacsonyabban alakulnak a jövő év folyamán az erősebb forintárfolyam és a kedvezőbb külső költségkörnyezet hatására. Az árrésstop érvényességének hossza befolyásolja a vállalatok árazási gyakorlatát, mert a tartósabban fennmaradó korlátozások növelik az alkalmazkodási kényszert. A kivezetést követő áremelkedést mérsékelheti, hogy az érintett vállalatok intézkedésből eredő veszteségeit részben ellensúlyozza a kedvezőbb külső költségkörnyezet, az erősebb forintárfolyam és a kiskereskedelmet terhelő adók csökkenése. A háztartások rendelkezésre álló jövedelme és a fogyasztás az egész előrejelzési horizonton érdemben bővül, ami keresleti oldalról növeli a vállalatok árazási mozgásterét, ez azonban csak részben ellensúlyozza a dezinflációs tényezők kedvező hatását. Az üzemanyagok jövedékiadó-emelésének elhalasztása a jövő év első felében átmenetileg mérsékli az áremelkedési ütemet. Az árréskorlátozások meghosszabbításából és a jövedékiadó-emelés elhalasztásából eredő alacsony bázis technikailag emeli a 2027-es inflációt. Az áremelkedés üteme 2027 második felében érheti el tartósan a 3 százalékos inflációs célt. Az inflációs éves átlaga idén várhatóan 4,4 százalékon, jövőre 3,2 százalékon és 2027-ben 3,3 százalékon alakulhat.

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



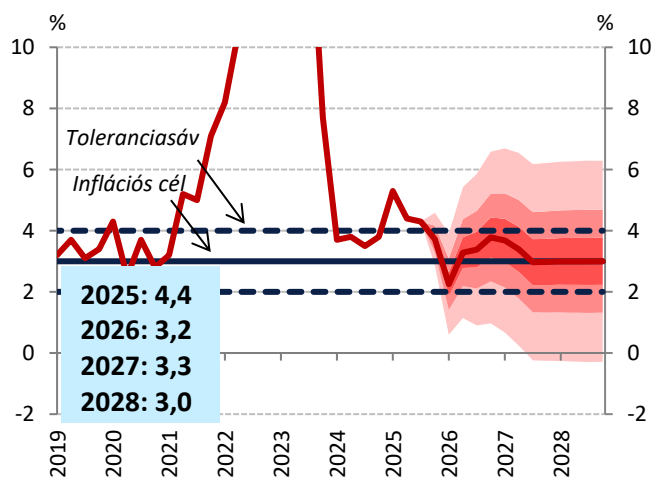
Megjegyzés: Éves változás. A bizonytalansági sáv az előrejelzés körüli bizonytalanságot mutatja a korábbi évek előrejelzési hibájának szórásainak figyelembevételével.

Forrás: KSH, MNB

Az elmúlt hónapok inflációs alapfolyamatai összhangban alakultak a korábbi várakozásainkkal. A teljes infláció tekintetében a novemberi alacsonyabb adatot leszámítva az őszi hónapok adatai lényegében megfeleltek a szeptemberi prognózisunknak. A forint felértékelődése, a kedvezőbbé váló költségkörnyezet, a kiskereskedelmi szektort terhelő adók csökkentése, illetve az árréskorlátozó intézkedések meghosszabbítása és kiterjesztése miatt rövid távon tovább mérséklődhet az infláció (1-1. ábra).

Az áremelkedési ütem 2026 első hónapjaiban ideiglenesen az inflációs cél alá mérséklődhet, majd átmenetileg ismét a toleranciasáv felső szélé közelébe emelkedhet. Az év eleji vállalati átárzások alakulása, valamint az árréskorlátozások kivezetésének időzítése és az azt követő áralkalmazkodás mértéke bizonytalanságot okoz a jövő évi inflációs pálya alakulására vonatkozóan. Előrejelzésünkben az árrésstopok kivezetésének idejét az érvényben lévő jogszabályok alapján vettük figyelembe. Az árrésstop alkalmazásának hossza befolyásolja a vállalatok árazási gyakorlatát, mert a tartósabban fennmaradó korlátozások növelik az alkalmazkodási kényszert. Az erősebb forintárfolyam, a globális élelmiszerárak csökkenése és a kiskereskedelmi különadó módosítása kedvezőbb költségkörnyezetet teremt a kiskereskedelmi láncok számára, amely az árréskorlátozásokból származó veszteséget részben

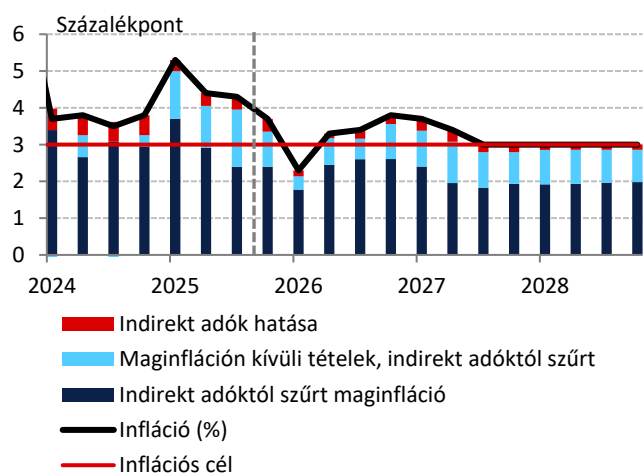
1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

1-3. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója



Forrás: KSH, MNB

fedezheti. Ezért a feltételezésünk szerint az árréskorlátozás bevezetésekor mért technikai árcsökkenő hatásánál mérsékeltebb, fokozatos áremelkedés várható az intézkedések kivezetése után.

Az infláció 2025-ben átlagosan 4,4 százalékon, 2026-ban 3,2 százalékon, 2027-ben 3,3 százalékon alakulhat éves átlagban, az áremelkedés üteme 2027 második felében érheti el tartósan a 3 százalékos inflációs célt (1-2. ábra). A kormányzati ár- és árréskorlátozó intézkedések, valamint az üzemanyagok jövedékiadó-emelésének elhalasztása rövid távon mérséklék az inflációt, ugyanakkor az intézkedésekből eredő alacsony bázis átmenetileg emeli az áremelkedési ütemet 2027 elején.

Az alapfolyamatokat megragadó indirekt adóktól szűrt maginfláció 2025-ben 4,4, 2026-ban 3,6, 2027-ben pedig 3,1 százalékon alakulhat. Az árkorlátozó intézkedések hatásának bizonytalansága és a fogyasztóiár-index változékonysága mellett az inflációs alapfolyamatok folyamatos, tartós mérséklődésére számítunk a jövő évben, amit az erősebb árfolyam fokozatos begyűrűzése és a kedvezőbb költségkörnyezet is támogat (1-3. ábra). A háztartások rendelkezésre álló jövedelme és a fogyasztás az egész előrejelzési horizonton érdemben bővül, ami keresleti oldalról ugyanakkor növeli a vállalatok árazási mozgásterét, ez azonban csak részben ellensúlyozza a dezinflációs tényezők kedvező hatását. A jövő évi adószűrt maginflációra vonatkozó várakozásunkat 0,3 százalékponttal mérsékeljük, míg az alacsonyabb bázis miatt 2027-re vonatkozóan 0,2 százalékponttal emeltük a szeptemberi előrejelzéshez képest.

A szeptemberi előrejelzésünkhöz képest eltérő lefutású inflációs pálya valósulhat meg. Az elmúlt hónapokban erősebb árfolyam, illetve a globális nyersanyag- és élelmiszerárak csökkenése a mérsékeltebb inflációs folyamatok irányába mutatnak. Az árréskorlátozások meghosszabbítása és a jövedékiadó-emelés elhalasztása idén és jövőre mérsékeltebb, míg 2027-ben az alacsonyabb bázisok miatt magasabb áremelkedési ütemet eredményez a korábbi prognózisunkhoz képest. A fogyasztóiár-index változékonysága mellett az inflációs alapfolyamatok a szeptemberi előrejelzéshez képest kedvezőbben alakulnak a jövő év folyamán, az erősebb forintárfolyam és a kedvezőbb külső költségkörnyezet hatására. Az inflációs előrejelzésünket az egyéb új kormányzati intézkedések, mint a jövedelemnövelő intézkedések (14. havi nyugdíj, kulturális és szociális területen dolgozók béremelése) keresletoldali hatása és a bankadó emelése is kismértékben módosítják. A jövedelemnövelő költségvetési intézkedések bővítése

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

		2025	2026	2027	2028
Indirekt adóktól szűrt maginfláció		4,4	3,6	3,1	3,0
Maginfláció		4,6	3,6	3,1	3,0
Mag-infláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	4,2	4,5	5,6	4,4
	Járműüzemanyag és piaci energia	-1,8	-2,2	4,6	3,1
	Szabályozott árú termékek	5,9	2,3	1,6	1,8
	Alkohol, dohány	6,5	5,5	4,2	3,9
Infláció		4,4	3,2	3,3	3,0

Megjegyzés: Százalék.

Forrás: MNB

növelheti a vállalatok árazási mozgásterét, melyek hatása elsősorban a jövő év második felétől jelentkezhet. A bankadóemelés költség-növelő hatásait az érintett szereplők többféle módon ellensúlyozhatják, melyekből nem mindegyik befolyásolja a fogyasztói árakat, emiatt feltételezéseink szerint a bankadó emelésének költségei csak részlegesen jelenhetnek meg az inflációban. **A szeptemberi prognózisunkhoz képest az idei inflációra vonatkozó várakozásunk 0,2 százalékponttal, 2026-ra vonatkozóan 0,6 százalékponttal csökkent, ugyanakkor 2027-ben a bázisok hatására 0,3 százalékponttal magasabban alakulhat az infláció.**

Az élelmiszerek világpiaci ára szeptember óta csökken, a másfél éven át tartó áremelkedési ciklus véget ért. A termékkör árdinamikája szempontjából előretekintve bizonytalanságot hordoz az élelmiszerár-rés-korlátozás jövőjének alakulása, illetve az erre adott vállalati reakciók. A kedvező költségkörnyezet és az erősebb árfolyam tompíthatja a termékkör inflációjának emelkedését az ár-rés-korlátozások kivezetését követően. A feldolgozatlan élelmiszerek esetében az idei évben 4,2 százalék, jövőre 4,5 százalék, míg 2027-ben pedig 5,6 százalékos áremelkedést prognosztizálunk (1-1. táblázat).

A járműüzemanyag és piaci energia termékkör ára idén éves átlagban 1,8 százalékkal, jövőre 2,2 százalékkal csökkenhet, 2027-ben pedig 4,6 százalékkal emelkedhet. A termékkör inflációját befolyásolja a jövedékiadó-emelés elhalasztása, ami jövőre alacsonyabb, 2027-ben pedig magasabb átlagos üzemanyaginflációt eredményez. A dollárban kifejezett világpiaci olajárak csökkenése és a hazai deviza dollárral szembeni erősödése következtében a forintban kifejezett olajár-ra vonatkozó feltevésünk a szeptemberi feltevésünk alatt alakul. A vállalati költségek szempontjából meghatározó tőzsdei gázárakra vonatkozó feltevésünk is mérséklődött a beérkezett adatok alapján. A szabályozott árú termékek és szolgáltatások ára 2025-ben előrejelzésünk szerint átlagosan 5,9 százalékkal emelkedik, amit alapvetően meghatároz a vezetékes gáz átlagos lakossági díjának hideg tavaszi időjárás miatti emelkedése. Prognózisunkban azzal a technikai feltevéssel éltünk, hogy a lakossági energiaárakat érintő intézkedések a teljes előrejelzési horizonton változatlan formában érvényben maradnak.

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink

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

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2025		2026		2027		2028	Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Aktuális	2025	2026	2027
EURUSD	1,13	1,13	1,17	1,16	1,17	1,16	1,16	-0,2%	-0,7%	-0,7%
Olajár (USD/hordó)	69,2	68,4	66,1	62,2	66,1	62,4	62,8	-1,1%	-5,8%	-5,6%
Olajár (EUR/hordó)	61,4	60,8	56,4	53,4	56,4	53,6	53,9	-1,0%	-5,3%	-5,0%
Gázár (EUR/MWh)	37,2	36,4	31,9	27,0	29,0	25,5	25,1	-2,0%	-15,3%	-12,0%
Eurozóna inflációja (%)		2,1		1,7		1,9				
Eurozóna növekedése (%)		1,2		1,0		1,3				
Feltevőpiacaink növekedése* (%)	1,6	1,7	1,6	1,7	2,2	2,3	1,8	0,1 szp.	0,1 szp.	0,1 szp.

Megjegyzés: Olajárak esetén éves átlag. *21 legfontosabb exportpartnerünk növekedési üteme az exportból vett részaránnyal súlyozva. Az EKB aktuális előrejelzésére a 2025. szeptemberi érték szerepel, mivel a decemberi előrejelzés nem elérhető.

Forrás: Bloomberg, Consensus Economics, MNB, EKB

A külső keresletre vonatkozó feltevéseink enyhén javultak az idei évre és előretekintve. 2025 harmadik negyedévében az EU gazdasága 1,6, míg az eurozóna gazdasága 1,4 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 a második negyedévben. Kínában 2025 harmadik negyedévében éves alapon 4,8 százalékos bővülést regisztráltak. 2025 első kilenc hónapjának átlagában éves összevetésben 4,8 százalékkal emelkedett a globális árukereskedelem volumene. A bizonytalan világ gazdasági környezet és a geopolitikai feszültségek, valamint a kereskedelmi viták miatt a növekedést számos lefelé mutató kockázat övezi. Az Egyesült Államok Európai Unióval és Kínával kötött megállapodása következtében sikerült elkerülni a vámháborús forgatókönyvet, ugyanakkor a korábbiaknál magasabb vámszintek átrendezhetik a globális kereskedelem szerkezetét. A konjunktúraindexek alapján a fogyasztói és az üzleti bizalom az EU gazdaságaiban gyakorlatilag stagnált az elmúlt hónapokban.

Az Európai Központi Bank várakozása szerint az eurozóna GDP-növekedése 2025-ben 1,2 százalékon alakulhat. Az intézmény szerint a jövő évi növekedés 1,0 százalékos lehet. Az EKB szeptemberi előrejelzése alapján az euroövezet inflációja idén 2,1 százalékon, 2026-ban 1,7 százalékon, míg 2027-ban 1,9 százalékon alakulhat.

A Brent nyersolaj ára december elején 60-65 dollár között alakult. A szeptember végén jellemző 70 dolláros szintekről mérséklődtek az olajárak, így október közepére az elmúlt hat hónap legalacsonyabb szintjére 60 dollár közelébe csökkent a Brent olaj ára. A hazai deviza dollárral szembeni erősödése az elmúlt hónapokban folytatódott, így a forintban kifejezett olajár a szeptemberi feltevésünk alatt alakul. Az általánosan feszült geopolitikai helyzet továbbra is érdemi kockázatokat hordozhat a világpiaci olajár alakulásának tekintetében, különösen az esetleges energiainportokra vonatkozó vámbelentések és a közel-keleti konfliktus eszkalációja. A Nemzetközi Energiaügynökség a vártól nagyobb – az idei évre napi 3 millió hordós, jövőre pedig napi 2,4 millió hordós – globális kínálatnövekedést jelzett előre, elsősorban az OPEC+ kitermelésbővítése és az amerikai kontinens erős olajtermelése miatt, mely megerősíti a piaci szereplők alacsonyabb árakra vonatkozó várakozásait.

A kedvező piaci környezettel összhangban a globális gázárak november végére 30 euro/MWh árszint alá 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 TTF gáz ára november végére 30 euro/MWh árszint alá, másfél éves mélypontra mérséklődött, amit elsősorban az Egyesült Államokból származó LNG kínálat bővülése okozott. A német Phelix típusú áramár 7 napos mozgóátlaga az augusztusban megfigyelt 77 euro körüli szintet követően novemberben 100 euro köré emelkedett.

A költségvetés GDP-arányos hiánya a makrogazdasági folyamatok alakulása és a költségvetési kontroll függvényében előrejelzésünk szerint 2025-ben 4,7-5,0 százalék, 2026-ban pedig 4,7-5,2 százalék lehet. A 2025. évi költségvetési törvényben elfogadott 3,7 százalékos hiánycélt a kormányzat először 4,1, majd 4,3 százalékra emelte, ezt követően 2025

novemberében a kormányzati hiányvárokozás 5,0 százalékra növekedett, és a 2026. évi cél is a GDP 5,0 százaléka emelkedett. A korábbinál magasabb hiánypályához a bejelentett intézkedések és a hiánycél megemlése mellett a korábban vártnál alacsonyabb gazdasági növekedés is hozzájárul. 2027-től mérséklődő pályára állhat az államadósság és a horizont végére a GDP 72 százaléka közelébe csökkenhet.

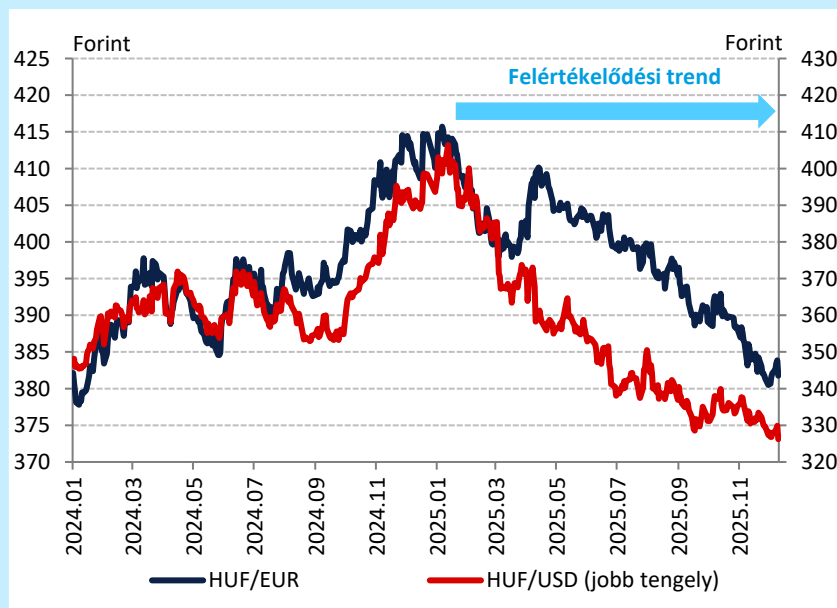
Az uniós források elérhetőségének korlátozása erősödő kockázatot jelent a költségvetési folyamatok szempontjából. Magyarország továbbra sem fér hozzá a Helyreállítási és Ellenállóképességi Eszköz (RRF) forráskeretéhez, melyhez kifizetési igényeket a jelenlegi előírások szerint csak a 2026 augusztus végéig megvalósított mérföldkövekre lehet benyújtani.

1-2. keretes írás: Az árfolyamerősödés inflációra gyakorolt hatása

A forint az idei év eleje óta egy áprilisi rövid megszakitástól eltekintve folyamatos erősödési trendet követ. Az árfolyam alakulása jelentősen befolyásolja a vállalatok termelési költségeit és ezen keresztül az inflációt. Ebben a keretes írásban áttekintjük, hogy az árfolyamerősödés mekkora mértékben jelent meg az árakban, és hogyan befolyásolhatja az infláció jövőbeli alakulását.

A magyar deviza az euróval szemben közel 7 százalékot, a dollárral szemben pedig több, mint 17 százalékot erősödött 2024 vége óta (1-4. ábra). A felértékelődés következtében a forint jelenlegi árfolyama az euróval szemben a legutoljára 2023 végén tapasztalt szintre mérséklődött. Ugyanakkor éves átlagokat tekintve az adatok lezárásáig az idei átlagos árfolyam még 0,8 százalékkal gyengébb, mint a tavalyi átlag.

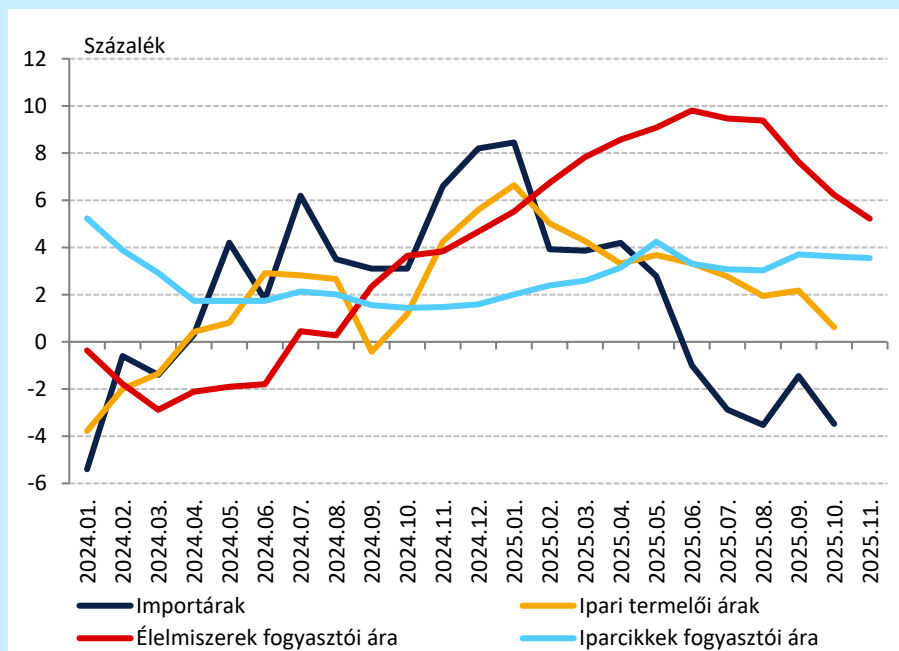
1-4. ábra: A forint euróval és dollárral szembeni árfolyamának alakulása



Forrás: MNB

Az erősebb forint hatása a beszerzési árakban már megjelent, ugyanakkor az iparcikkek és az élelmiszerek fogyasztói árában még nem tapasztalható az árfolyam erősödésétől várt teljes dezinflációs hatás. Az import- és ipari termelői árak esetében az áremelkedési ütemek jelentősen mérséklődtek január óta, az import árindex éves bázisú mutatója június óta árcsökkenést mutat (1-5. ábra). Ezzel szemben az iparcikkek fogyasztói árának esetében nem tapasztalható érdemi lassulás az árdinamikában és az élelmiszerek inflációja is magasabb annál, mint amit az árfolyamerősödés gyors begyűrűzése mellett várni lehetne.

1-5. ábra: Az importárak, az ipari termelői árak, valamint az élelmiszerek és az iparcikkek árreszkorlátozások technikai hatásaitól szűrt fogyasztói árának éves változása



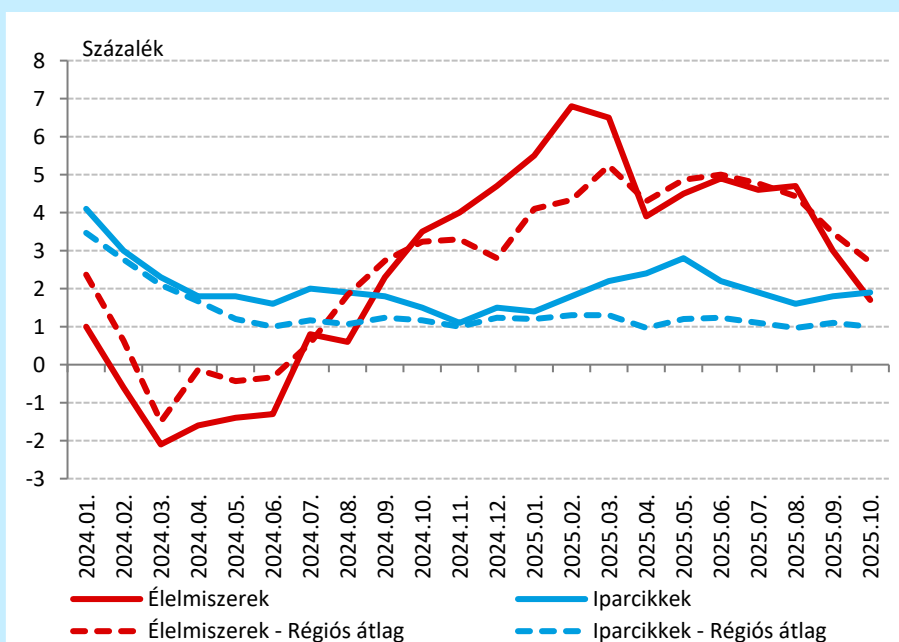
Megjegyzés: Az ipari termelői árak esetében a belföldi értékesítésre vonatkozó árak.

Az élelmiszerek fogyasztói ára az MNB módszertana szerinti besorolás alapján.

Forrás: KSH, MNB

Az iparcikkek inflációja az árreszkorlátozások és a régiós devizákhoz képest erősebb forint ellenére is a régiós átlaggal azonos szinten vagy annál magasabban alakul. A termékkör áremelkedési üteme átlagosan 0,9 százalékponttal magasabb volt az idei év folyamán, mint a másik három visegrádi országban. Az élelmiszerek áremelkedési üteme márciusig a többi visegrádi ország átlaga felett, április és augusztus között pedig azzal összhangban alakult, majd szeptembertől csökkent a régiós átlag alá (1-6. ábra).

1-6. ábra: Az élelmiszerek és az iparcikkek inflációja régiós összevetésben



Megjegyzés: HICP adatok és termékbesorolás alapján. A régiós átlag Csehországot, Lengyelországot és Szlovákiát foglalja magába.

Forrás: Eurostat

Az idei erősödési periódus során több termékcsoportban is a 2020-as évekre általában jellemző mintázattól eltérő áralakulás tapasztalható. A feldolgozatlan élelmiszerek és a tartós iparcikkek esetében is magasabb a jelenlegi árszint, mint azt a külső költségkörnyezet és a forint árfolyama indokolná.

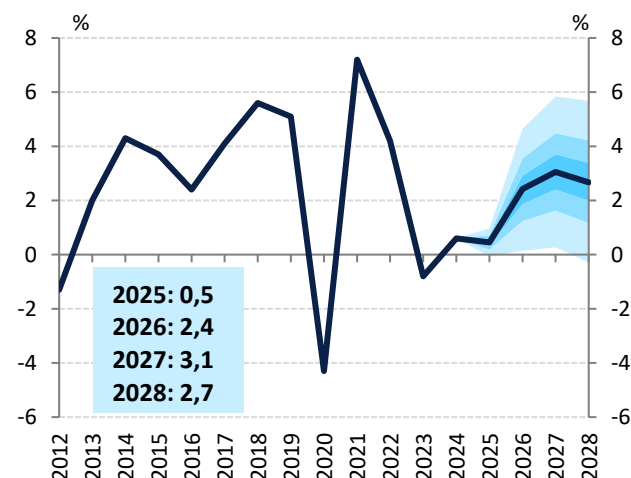
A korábbi évekre jellemzőnél visszafogottabb jelenlegi begyűrűzést több tényező magyarázhatja. A megszokottnál mérsékeltébb deflációs hatásban szerepet játszhat a vállalatok kivárása a geopolitikai bizonytalanság vagy a forint árfolyamának jövőben várt alakulására vonatkozó magasabban ragadó és merevebb várakozások miatt. A ritkábban átárazott termékek esetében az eddig elmaradó begyűrűzést magyarázhatja az is, hogy a vállalatok az egész évre tervezett áraikat a tavalyi év végi vagy idei év eleji forintárfolyam alapján állították be. Ebben az esetben az erősebb árfolyam deflációs hatása ezeknek a termékeknek a következő, már új árfolyamon alapuló átárazásakor jelenhet meg. Szintén lassíthatja a begyűrűzést, ha a vállalatok az árazási döntéseiket nem az aktuális, hanem az idei év átlagos árfolyama alapján határozzák meg, ami még magasabb, mint a 2024-es átlagos árfolyam. A begyűrűzés alakulásában az árréskorlátozások is szerepet játszhatnak, amennyiben a vállalatok az erősebb árfolyam okozta nagyobb mozgásteret az intézkedésből származó veszteségeik ellensúlyozására használhatják. Ebben az esetben az erősebb árfolyam csökkenti az árkorlátozásokban közvetlenül vagy közvetetten érintett vállalatokon lévő áremelési kényszert, és visszafoghatja az infláció emelkedésének mértékét az intézkedés kivezetését követően.

A fenti tényezők abba az irányba mutatnak, hogy az árfolyambegyűrűzés sebessége átmenetileg lassabb lehet a korábbiakban megszokottnál. Összességében nem gondoljuk, hogy az árfolyamváltozás árakra gyakorolt hatása gyengült volna, de a jelenlegi gazdasági környezetben több tényező (például az árréskorlátozások jövőjének alakulása) is befolyásolja az árazási döntéseket, amelyek mellett a begyűrűzés időhorizontja bizonytalanabbá vált.

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

Az idei évben 0,5 százalékkal bővíthet a magyar gazdaság. A bejövő magas frekvenciájú adatok alátámasztják az éves bázisú GDP növekedés várt, enyhe gyorsulását. A lakossági fogyasztás élénk növekedése mellett a beruházások elhúzódó visszaesést mutatnak. Az idei növekedésre vonatkozó prognózisunk enyhe csökkenését a szolgáltatások vártnál visszafogottabb bővülése és az ipar kilábalásának elhúzódása magyarázza. Jövő évtől mind belső, mind külső tényezők a konjunktúra további élénkülésének irányába hatnak, így 2026-ban 2,4, 2027-ben 3,1, majd 2028-ban 2,7 százalékkal folytatódhat a GDP bővülése. Az erős fogyasztásdinamika a teljes horizonton a növekedés fontos tényezője marad, amit az emelkedő reálbérek, a kormányzati programok és a historikusan magas szintről csökkenő megtakarítási ráta egyaránt támogatnak. Az elmúlt évek nagy kapacitásbővítő beruházási projektjei fokozatosan megkezdik a termelést. A helyreálló külső konjunktúra ellenére a vállalati beruházásokban várt trendforduló csak 2027-től támogathatja érdemben a növekedést.

1-7. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



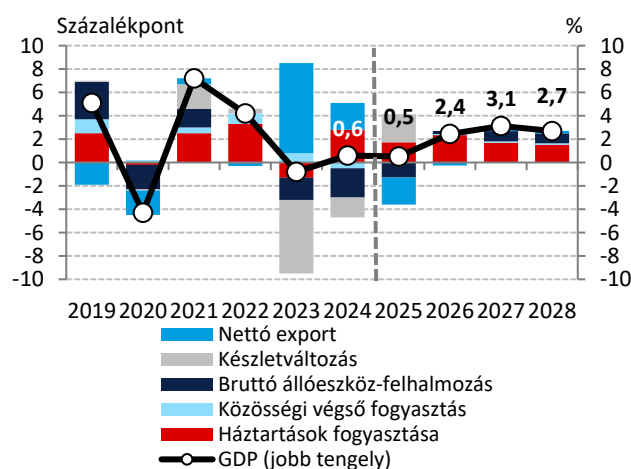
Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

Előrejelzésünk szerint az idei évben 0,5 százalékkal bővíthet a magyar gazdaság, ami 0,1 százalékponttal alacsonyabb, mint a szeptemberi várakozásunk. Az idei növekedésre vonatkozó prognózisunkat a szolgáltatások vártnál visszafogottabb bővülése és az ipar kilábalásának elhúzódása magyarázza. A beérkező magas frekvenciájú adatok alapján az éves alapú GDP tovább gyorsulhat, így a negyedik negyedévben éves bázison 1,0 százalék körüli növekedésre számítunk. Az év végétől kezdve fokozatos élénkülés várható, amit a stabilan erős fogyasztásnövekedés mellett az előretekintve normalizálódó külső konjunktúra is támogathat.

Az ágazatokat jellemző kettősség a negyedik negyedévben is fennmaradhat, a GDP idei enyhe növekedését főként a szolgáltatások és az építőipar teljesítménye támogatja, míg az ipar visszafogja azt. A fogyasztáshoz köthető szolgáltatások (elsősorban a kiskereskedelem) a harmadik negyedévben bővültek, és várakozásunk szerint a növekedés folytatódhat a negyedik negyedévben is. Az üzleti szolgáltatások esetében a bizonytalanság oldódásával és a termelő szektorok élénkülésével párhuzamosan a jövő évben várunk érdemi bővülést. Az ipari vállalatokat jellemző kedvezőtlen üzleti hangulat és az előretekintő indikátorok továbbra is arra utalnak, hogy az ágazat teljesítménye rövid távon visszafogott maradhat. Az ipari exportértékesítések visszaestek a harmadik negyedévben, valamint csökkentek az új exportrendelések is. Az ipari hangulatindexek az elmúlt hónapokban ennek ellenére kis mértékben javultak. Az ipari export legnagyobb célországa, Németország iparának élénkülését az idei év végére várják az elemzők, ami a hazai folyamatokra is kedvező hatással lehet. Vannak azonban olyan vállalat, sőt termékspecifikus hatások, amelyek jelentősen rontották a hazai ipari adatokat, ezekről részletesen a 3-1. keretes írás értekezik. A negyedik negyedévre mindezzel együtt folytatódhat az ipari termelés éves alapú visszaesése, ugyanakkor a külső keresletünk javulásával és az új járműipari termelőkapacitások indulásával 2026-ban nőhet az ágazat hozzáadott értéke.

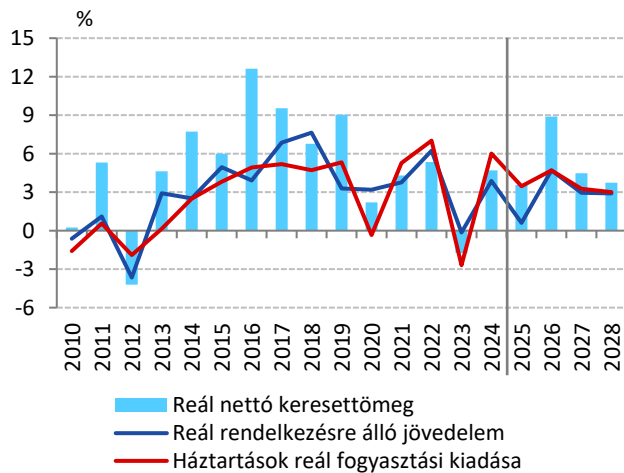
1-8. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése



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

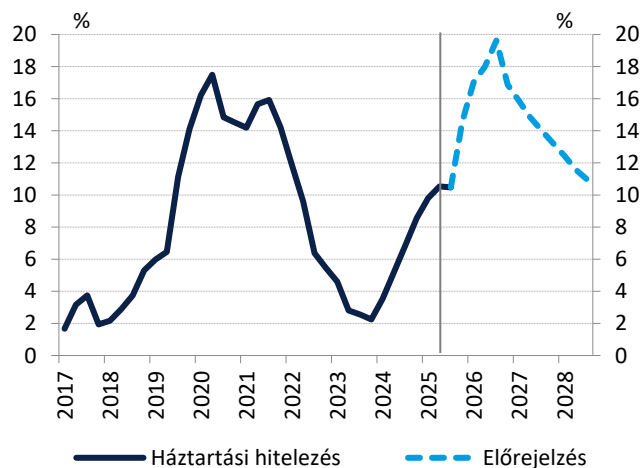
Forrás: KSH, MNB

1-9. ábra: A nettó keresettömeg, a rendelkezésre álló jövedelem és a háztartások fogyasztási kiadásainak éves változása reálértéken



Forrás: KSH, MNB

1-10. ábra: A háztartási hitelezés előrejelzése



Megjegyzés: Tranzakció alapú éves növekedési ütem a pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló háztartási hitelállomány alapján.

Forrás: MNB

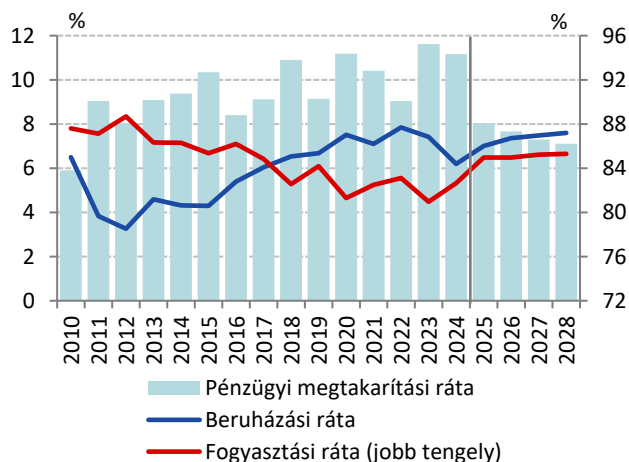
Az építőipar éves alapú bővülése folytatódott a harmadik negyedévben is. Az építőipari szerződésállomány szintje 38 százalékkal nőtt a harmadik negyedév során és tovább javítják az építőipari kilátásokat a kormány által bejelentett családi jövedelemnövelő intézkedések, valamint az Otthon Start Program elindulása. A negyedik negyedévben is folytatódhat az ágazat növekedése, és 2026-ban összességében az idei évihez hasonló mértékű lehet az építőipar hozzáadott értékének bővülése.

Várakozásunk szerint 2026-ban összességében 2,4 százalékkal nőhet a GDP. A szeptemberi előrejelzésünkénél 0,4 százalékponttal alacsonyabb növekedést egyrészt a gyengébb idei negyedik negyedév áthúzóó hatása, valamint a vártnál gyengébb ipari alapfolyamatok magyarázzák. A növekedés első számú támasza a teljes előrejelzési horizonton a háztartások fogyasztási kiadásainak emelkedése. A beruházások és a nettó export 2027-től támogathatja érdemben a GDP bővülését, így a növekedés szerkezete 2027-től lehet ismét kiegyensúlyozott. A külső kereslet erősödése és a bizonytalanság csökkenése javítja az exportkilátásokat és a beruházási kedvet. Az export jövő évi dinamikus növekedését segíti, hogy az új jármű- és akkumulátoripari kapacitások fokozatosan megkezdik a termelést. **A GDP bővülése 2027-ben 3,1, 2028-ban pedig 2,7 százalékos ütemben folytatódhat** (1-7. és 1-8. ábra).

A lakosság rendelkezésre álló reáljövedelme éves alapon 2025-ben 0,6 százalékkal, jövőre pedig 4,7 százalékkal bővíthet. A nemzetgazdaságban a reál értelemben vett profitjövedelmek 2025 első három negyedévében 2,7 százalékkal mérséklődtek, mellyel összhangban előrejelzésünkben csökkentettük az egyéb jövedelmekre vonatkozó várakozásunkat. 2025-ben lassul a bérek éves növekedési dinamikája, azonban 2026-ban a minimálbér 11 százalékos emelése miatt újra gyorsuló bérezési folyamatok növelik a lakosság jövedelmét. Emellett 2026 során a nettó bérek emelkedését fiskális lépések is támogatják. A háztartásokat érintő kormányzati intézkedések fogyasztási és költségvetési hatásait részletesen ismertetjük erre vonatkozó keretes írásunkban (1-3. Keretes írás: A háztartásokat érintő kormányzati intézkedések). Az ösztönző hatások kifizetésével a rendelkezésre álló reáljövedelem éves dinamikája 2027-től mérsékeltebben alakulhat.

2026 folyamán is a fogyasztás bővülése támogatja legnagyobb mértékben a GDP növekedését (1-9. ábra). Az év folyamán a fogyasztás tovább bővül, amit a reálkeresetek növekedése és költségvetési lépések mellett várakozásunk szerint a historikusan magas szintről csökkenő megtakarítási ráta is támogat. 2026-ban a kormányzati intézkedések átmenetileg tovább gyorsítják a fogyasztás növekedését. **A**

1-11. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Megjegyzés: Nominális adatok alapján. Forrás: KSH, MNB

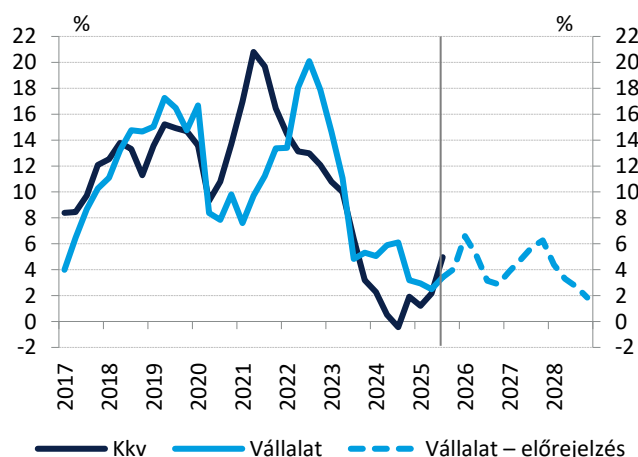
1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása

	2025	2026	2027	2028
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-5,4	1,3	4,0	3,8
Állami beruházás	-2,7	-3,7	-5,1	-5,6
Privát beruházás	-6,0	2,5	6,0	5,7
Beruházási ráta	21,8	21,9	22,7	23,5
Reál beruházási ráta	20,7	20,4	20,6	20,8

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

Forrás: MNB

1-12. 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

lakossági fogyasztás előrejelzésünk szerint 2025-ben 3,5, 2026-ban 4,7, 2027-ben 3,3, 2028-ban pedig 3,0 százalékkal bővülhet.

A háztartási hitelállomány gyorsan növekszik az előrejelzési horizonton. Az Otthon Start Programban elérhető nagy hitelösszeg és a jogosultak széles köre miatt a program 2025. szeptemberi indulása után kiemelkedő mértékű, de nagy bizonytalanság mellett becsülhető hitelkeresletre lehet számítani. Az MNB ágensalapú modellje alapján becsült, az Otthon Start által generált addicionális lakáshitel-volumen tovább növeli az egyébként lassuló ütemben bővülő háztartási hitelállományt. Az előrejelzési horizonton kisebb mértékű, de további élénkítő hatást gyakorol a közszolgálati otthontámogatási program. Összességében a teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya idén 15 százalékkal, 2026-ban pedig 19 százalékkal emelkedhet, és az éves növekedés üteme a teljes előrejelzési horizonton kétszámjegyű tartományban alakulhat (1-10. ábra).

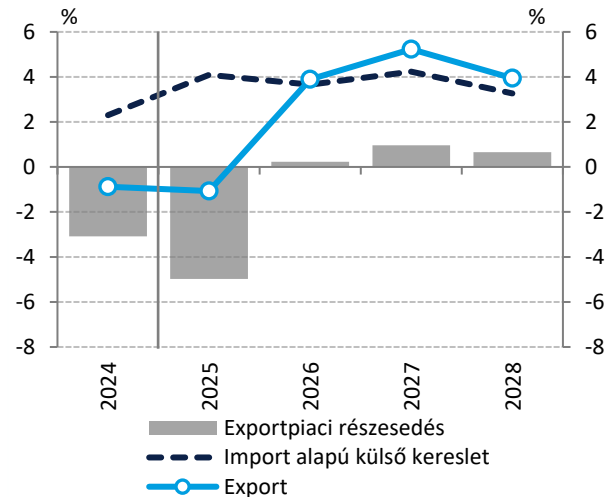
Előretekintve a háztartások jövedelmük csökkenő hányadát fordíthatják megtakarításokra, és az arány 7-8 százalékos körüli szinten stabilizálódhat. Jövedelemarányosan a beruházások 7 százalék feletti rátát képviselhetnek, a fogyasztási ráta pedig 85 százalék körül alakulhat. A harmadik negyedévig rendelkezésre álló pénzügyi számla adatok alapján idén a háztartások megtakarítási rátája jelentősen csökken 2024-hez képest (1-11. ábra).

A beruházások várakozásunk szerint 2025-ben 5,4 százalékkal csökkenhetnek, míg 2026-ban 1,3, 2027-ben 4,0, 2028-ban 3,8 százalékos bővülés várható (1-3. táblázat). A nominális beruházási ráta 22-23, a 2021. évi fix áras beruházási ráta 20-21 százalék közelében alakulhat az előrejelzési horizonton.

A fokozatosan helyreálló külső konjunktúra ellenére a vállalati beruházások helyreállása lassabb lehet, így érdemben 2027-től támogathatják a növekedést. Az idei évben a vámháború miatti bizonytalanság, az alacsony kapacitáskihasználtság és a gyenge kereslet miatt még mérséklődik a vállalati beruházási aktivitás.

A vállalati hitelállomány a következő években is visszafogott mértékben bővülhet. A vállalati szektor relatíve magas nyereséget ért el az elmúlt években, és a következő 3 évben is várhatóan emelkedik ennek nominális szintje, ami nominális értelemben a már jelenleg is magas likvid eszközállomány további emelkedését vetíti előre. Ez, és a bizonytalan gazdasági környezet miatt visszafogott beruházási aktivitás középtávon is mérsékelt szinten tarthatja a vállalati hiteldinamikát (1-12. ábra). Rövid távon a vállalati hitelezés élénkülése irányába hat a Széchenyi Kártya Program egyes termékeinek kamatcsökkentése. Az

1-13. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Forrás: KSH, MNB

előrejelzési horizonton a makrokörnyezet által indokolt szinthez képest magasabb összegű hiteltranzakciókat eredményez az Európai Unió Közös Agrárpolitika támogatási programjaihoz kapcsolódó banki finanszírozási igény. Összességében a teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállománya előrejelzésünk szerint 2025-ben és 2026-ban is 3–4 százalékkal emelkedik.

A lakossági beruházások volumenében 2026-tól számítunk jelentősebb növekedésre. Az idén szeptemberben indult Otthon Start Program a kiemelt beruházási státusz lehetősége és a felújítási hatása révén hozzájárul a lakossági beruházások emelkedéséhez. Az Otthon Start hitelkibocsátás 22 milliárd forint volt szeptemberben, míg októberben 182 milliárd forintot tett ki, utóbbi a teljes havi lakáshitel-kibocsátás 72 százalékát jelentette. 2026-ban 8,0, 2027-ben 3,0, míg 2028-ban 3,0 százalékkal bővíthetnek a háztartások beruházásai.

Az állami beruházások volumene az előrejelzési horizonton a kormányzati tervekkel összhangban mérséklődik. A rendelkezésre álló információk alapján előrejelzésünkben az állam által végrehajtott beruházások volumene 2025-ben 2,7 százalékkal, 2026-ban 3,7 százalékkal, 2027-ben 5,1 százalékkal, 2028-ban 5,6 százalékkal csökken.

A hazai kivitel a 2024-es 0,9 százalékos visszaesés után az idei évben 1,1 százalékkal mérséklődhet. A szeptemberi várakozásunkhoz képest enyhén lefelé történő elmozdulás mögött elsősorban az októberi adatrevízió okozta báziseltolódás áll. Az idei és jövő évre továbbra is visszafogott ipari alapfolyamatok várhatóak. Ugyan az európai növekedési kilátások némileg javultak, a hazai ipar termékszerkezete, megrendelésállománya és egyes folyamatban lévő beruházások készültsége alapján az aktivitás érdemi növekedése idei évben nem várható. (1-13. ábra). A jövő évtől kezdve a termelésbe álló új feldolgozóipari kapacitások iránti erős kereslet segíti a hazai export dinamizálódását. **Prognózisunk szerint 2026-ban összességében 3,9 százalékkal bővíthet a kivitel, majd 2027-ben tovább gyorsulva 5,2 százalékkal, 2028-ban pedig 4,0 százalékkal növekedhet.**

A tavalyi csökkenés után 2025-ben a behozatal ismét bővíthet. Előrejelzésünkben 2025 során a visszaeső beruházások és export lassítják, míg a dinamikus bővülő lakossági fogyasztás (és a készletváltozás) emeli az import növekedését, amely összességében 2,1 százalék lehet. A nettó export 2,3 százalékponttal lassíthatja az idei GDP növekedést. 2026-ban az ismét emelkedő export és az erősödő belső kereslet által hajtott import 4,5, 2027-ben 4,9, míg 2028-ban 4,0 százalékkal nőhet.

1-3. keretes írás: A háztartásokat érintő kormányzati intézkedések

Az elmúlt időszakban bejelentett jövedelemnövelő kormányzati intézkedések a GDP mintegy 2 százalékának megfelelő költségvetési hatással járhatnak 2026-ban. A legjelentősebbek ezek közül a családi adókedvezmény bővítése, az édesanyák több lépésben bevezetendő SZJA-mentessége, az otthonteremtési és -felújítási támogatások, a rendvédelmi dolgozók részére kifizetésre kerülő fegyverpénz, a közszolgálati dolgozók otthon támogatása, valamint Otthon Start Program. Ezek mellett a szeptemberi Inflációs jelentés óta került bejelentésre a kulturális és szociális dolgozók béremelése, illetve a 14. havi nyugdíj (1-4. táblázat).

Az intézkedések költségvetési hatása és a lakosságot elérő nettó hatás egyes tételek esetén eltérő lehet. Ennek oka, hogy a bérjellegű juttatások esetén a költségvetés a bruttó bérköltségben jelentkező hatásokkal számol, melyek tartalmazzák a munkavállalók által fizetendő személyi jövedelemadó és társadalombiztosítási járulék, valamint a munkáltatót érintő szociális hozzájárulási adó összegét. Az intézkedések GDP-arányosan 2,2 százalékos bruttó, statikus költségvetési hatással járnak jövőre, melyből a háztartásokhoz a GDP 1,9 százalékának hatása juthat el. Becslésünk szerint 2026-ban a háztartások ennek közel 60 százalékát fogyasztásra fordíthatják, egyharmada pedig a megtakarításokat növelheti.

1-4. táblázat: A háztartásokat érintő kormányzati intézkedések statikus hatása

Intézkedés	Adott évi költségvetési hatás (GDP százaléká)	
	2025	2026
A családi kedvezmény 2025-2026. évi bővítése	-0,1	-0,3
Háromgyermekes anyák adómentessége	-0,1	-0,2
Kétgyermekes anyák adómentessége		-0,1
30 év alatti anyák adómentességének bővítése		-0,03
CSED és GYED adómentessége	-0,01	-0,02
Babaváró hitelek meghosszabbításának hatása	-0,04	-0,02
Munkáshitel	-0,01	-0,02
Vidéki otthonfelújítási támogatás	-0,1	-0,2
Nyugdíjas utalvány	-0,1	
Fegyverpénz		-0,5
Közfoglalkoztatottak otthon támogatása		-0,2
Otthon Start Program	0,00	-0,1
Területi közigazgatás kormánytisztviselői béremelés	-0,01	-0,1
Kulturális és szociális dolgozók béremelése		-0,1
14. havi nyugdíj		-0,2
Összesen (bruttó, GDP százaléká)	-0,4	-2,2
Összesen (nettó, GDP százaléká)	-0,4	-1,9
A háztartások fogyasztási kiadásának arányában (%)	0,7	3,7
A lakossági rendelkezésre álló jövedelem arányában (%)	0,6	3,2

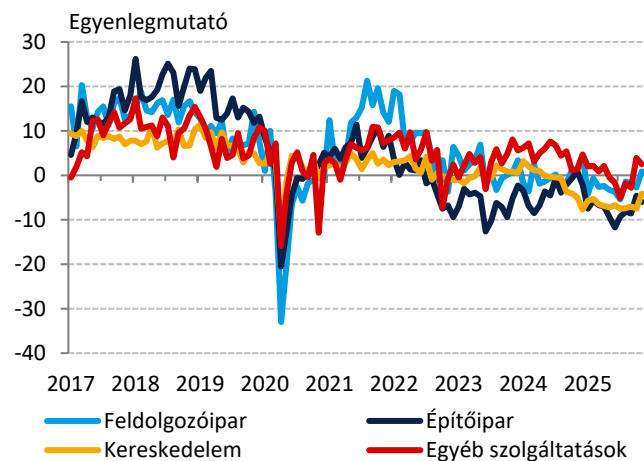
Megjegyzés A sárgával kiemelt intézkedések a szeptemberi Inflációs jelentést követően kerültek bejelentésre. Nominális értelemben vett adatok.

Forrás: MNB

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

Az elhúzódóan gyenge gazdasági konjunktúrához való extenzív alkalmazkodás a feldolgozóipar mellett a piaci szolgáltatások széles körében is tapasztalható, így nemzetgazdasági szinten is csökkent a foglalkoztatottak száma. Előrejelzésünk szerint ez a tendencia folytatódik 2026 közepéig, majd ismét bővülésnek indul a foglalkoztatás a dinamizálódó gazdasági növekedés hatására. Az elkövetkező évek bérdinamikáját a minimálbér-emelések alapvetően meghatározzák, míg a nemzetgazdasági kereseteket a jövőre kifizetendő fegyverpénz is befolyásolja. A versenyszférában idén az átlagbérek 8,7 százalékos, 2026-ban 9,0 százalékos növekedésére számítunk.

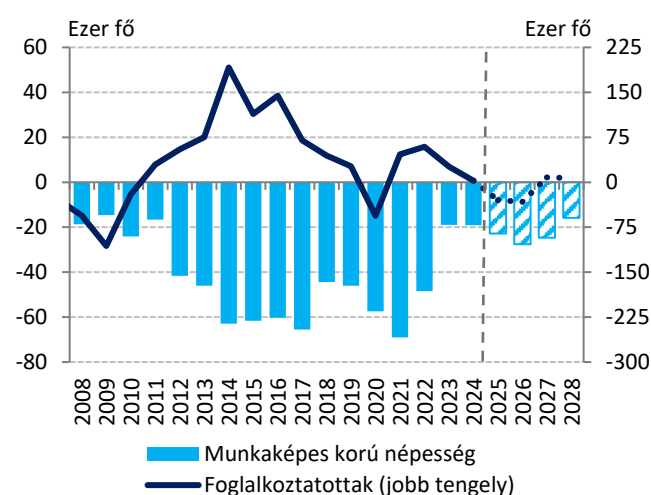
1-14. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében



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

Forrás: Európai Bizottság

1-15. ábra: A munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása



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

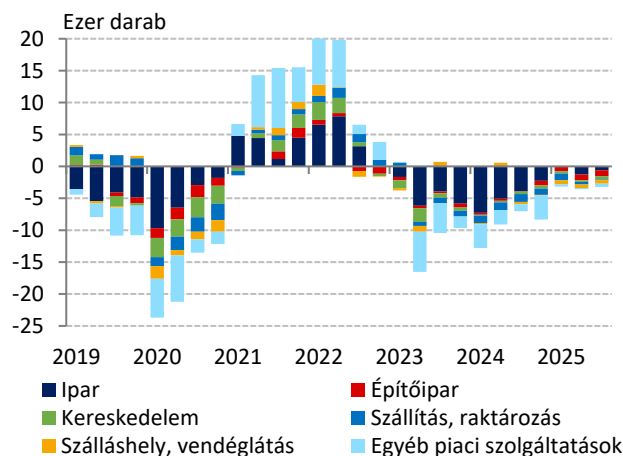
Forrás: Eurostat, KSH, MNB

A foglalkoztatottak száma a nemzetgazdaságban az első negyedévi stagnálás után az utóbbi két negyedévben csökkent éves alapon. Ez a tartósan gyenge konjunktúrához és a reál gazdaságot övező bizonytalanságokhoz való extenzív oldali munkaerőpiaci alkalmazkodásra utal. Ennek jelei a feldolgozóiparban már 2024 közepe óta megfigyelhetők voltak. Az extenzív alkalmazkodás megjelenése a piaci szolgáltató szektor több ágazatában vezetett ahhoz, hogy az idei második és harmadik negyedévben már a nemzetgazdasági foglalkoztatottság szintje is mérséklődött az előző év azonos időszakához képest. Az ESI (Economic Sentiment Indicator, az Európai Bizottság gazdasági hangulatindexe) vállalati foglalkoztatási kilátásokra vonatkozó felmérésében az építőiparban és a kiskereskedelemben a létszámcsökkentést tervező vállalatok vannak többségben, az iparban kiegyenlített a csökkentést és bővítést tervezők aránya, míg az egyéb szolgáltatások területén az utóbbiak vannak enyhén többségben. A kiskereskedelemben 2024 közepe, míg az építőiparban kis megszakítással 2022 közepe óta negatív a mutató és az idei év egy jelentős részében mind a négy vizsgált ágazatban a létszámuk csökkenésére számító cégek alkották a többséget (1-14. ábra).

A foglalkoztatás szintje idén és jövőre is mérséklődhet a nemzetgazdaságban. Előrejelzésünk szerint a foglalkoztatottak száma 2025-ben 0,6 százalékkal lehet alacsonyabb a tavalyinál. A jövő év második felében újra megindulhat a foglalkoztatás bővülése, azonban éves alapon így is 0,7 százalékkal mérséklődhet a foglalkoztatottak száma. Az előrejelzési időszak további részében, a fellendülő konjunktúra mellett is visszafogott lehet a létszám emelkedése, tekintettel a munkaerő-tartalékolás miatt kialakult kihasználatlan munkaerő-kapacitásokra és a demográfiai korlátokra. 2027-ben 0,2, 2028-ban 0,1 százalékkal emelkedhet a foglalkoztatottság (1-15. ábra).

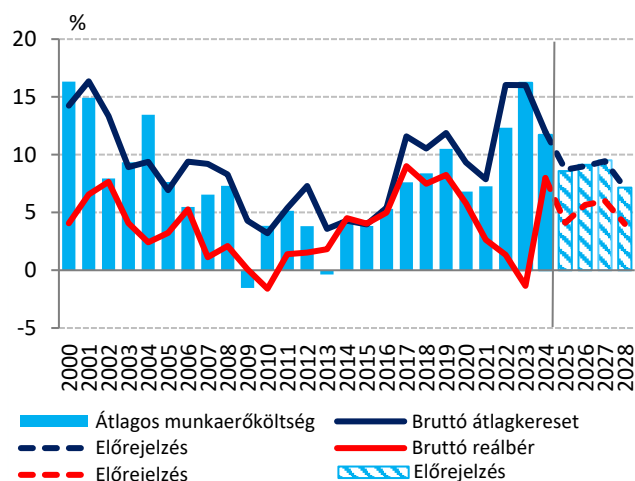
Mivel a foglalkoztatás mérséklődése mellett csökkent a munkapiaci aktivitás, a munkanélküliségi ráta előrejelzésünk szerint csak enyhén emelkedik. A munkanélküliek aránya 2025-ben 4,5, 2026-ban 4,8

1-16. ábra: Az üres álláshelyek számának éves változása a versenyszférában



Megjegyzés: Legalább 5 főt foglalkoztató vállalkozások esetén.
Forrás: KSH

1-17. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása



Forrás: KSH, MNB

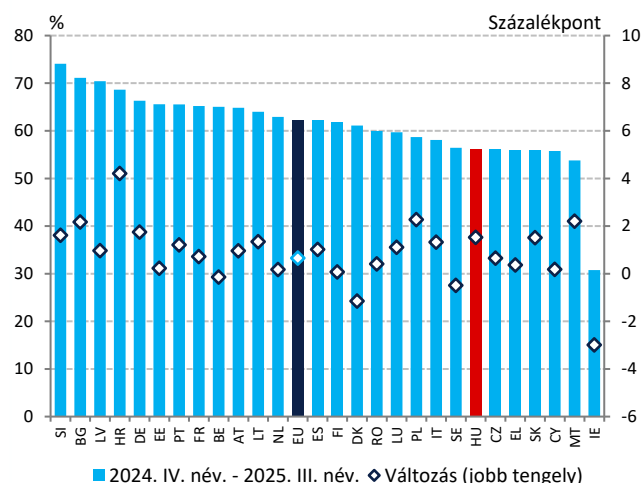
százalékon alakulhat, majd 2027-ben 4,5 százalékra, 2028-ban 4,1 százalékra csökken.

A munkaerőpiac feszessége 2022 közepén elért csúcsához képest jelentősen enyhült. Az idei év harmadik negyedében a versenyszféra főbb ágazataiban csökkent az üres álláshelyek száma éves alapon (1-16. ábra). Szezonálisan igazított adatok alapján a harmadik negyedévben az üres álláshelyek száma a versenyszférában stagnált, ezen belül a feldolgozóiparban nőtt, a piaci szolgáltató szektorban mérséklődött az előző negyedévhez képest.

A versenyszférában idén a tavalyinál lassabb ütemben emelkedhetnek a bérek. A minimálbér emelése a jövő évben alacsonyabb lesz a tervezett 13 százaléknál, ám a 11 százalékos emelés, illetve a szabályozott bérek 2027-re tervezett növekedése így is hozzájárulhat a bérdinamika gyorsulásához. A nemzetgazdasági bérdinamika jövő évi alakulását továbbá szintén számottevően befolyásolja a rendvédelmi dolgozók részére februárban kifizetésre kerülő havi „fegyverpénz”, melynek következtében jövőre érdemben magasabban alakulhat az állami szféra bérdinamikája, mint a versenyszféráé. 2027-ben a fegyverpénz bázishatása mérséklőleg hat a nemzetgazdasági keresetek éves növekedési ütemére. Idén 8,7, jövőre 9,0 százalékkal emelkedhetnek a bérek a versenyszférában, majd 2027-ben 9,4, 2028-ban 7,1 százalékos nominális bérnövekedést várunk. A nemzetgazdaság egészét tekintve 2025-ben 8,9, 2026-ban 10,6, 2027-ben 7,0, 2028-ban 6,5 százalék lehet a bérdinamika. A reálbérek az idén 4,1, 2026-ban 5,7, 2027-ben 6,0, 2028-ban pedig 4,0 százalékkal emelkedhetnek a versenyszférában (1-17. ábra).

A vállalatok munkaerőköltsége idén 8,6, jövőre 9,1, 2027-ben 9,5 2028-ban pedig 7,2 százalékkal emelkedhet. A munkaerőköltségeket a jövő évi minimálbér-emelés várhatóan érdemben megemeli, különösen a munkaintenzív ágazatokban. Ez a vállalatok számára költségnyomást okoz, amelynek kigazdálkodása különösen a hosszabb ideje a kibocsátás csökkenésével, a mérséklődő beruházási tevékenységgel és rendelésállománnyal küzdő feldolgozóiparban jelenthet kihívást. Az összes munkajövedelmet a teljes GDP értékéhez (alapáron) viszonyító bérhányad európai uniós összehasonlításban Magyarországon a hetedik legalacsonyabb, 6,2 százalékponttal elmaradva az EU-átlagtól (1-18. ábra). Bár a bérhányadot önmagában vizsgálva megfigyelhető, hogy van további tér a bérfelzárkózásra, az elmúlt időszakban nagy mértékben emelkedtek a vállalatok egyéb kiadásai (energia, bérleti díj stb.), ezzel csökkentve a mozgásterületet.

1-18. ábra: A korrigált bérhányad az Európai Unió országaiban (2025. III. név)



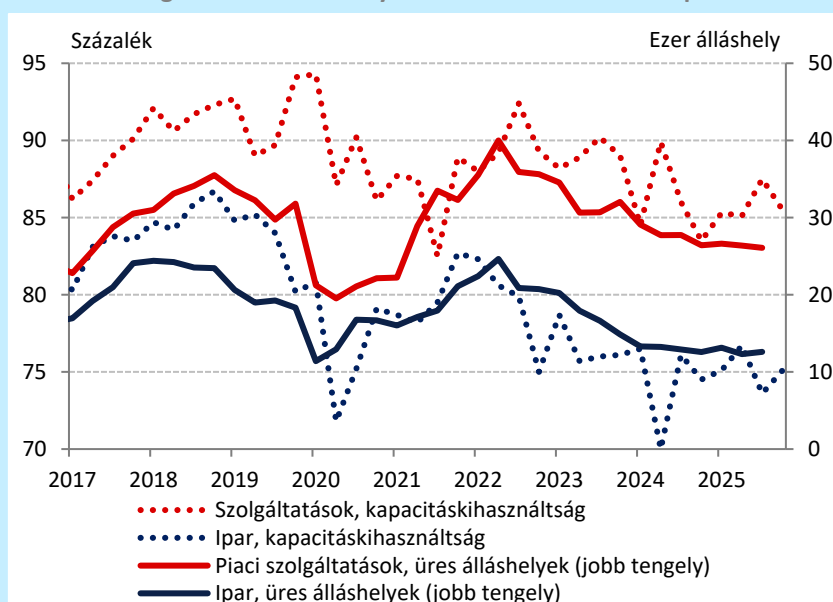
Megjegyzés: Négy negyedéves mozgóátlagok. Változás az egy évvel korábbi értékhez képest. Hollandia esetén 2025. második negyedév alapján.

Forrás: Eurostat, KSH, MNB

1-4. keretes írás: Keresleti és demográfiai hatások a munkaerőpiacon

A visszafogott munkaerő-kereslet, a ledolgozott munkaórák alacsony száma és a mérsékelt kapacitáskihasználtság laza munkaerőpiaci kondíciókra utalnak. A versenyszféra üres álláshelyeinek száma, ami a pótlólagos munkaerő-kereslet számszerűsítő mutatója, a 2022. második negyedévi csúcsa óta folyamatosan csökken. A feldolgozóiparban három év alatt a felével, a piaci szolgáltató ágazatokban egyharmadával mérséklődött. A tartósan gyenge konjunktúra mellett a vállalatok kapacitáskihasználtsága egyre alacsonyabb, ami a feldolgozóiparban hangsúlyosabban jelentkezik, mint a piaci szolgáltatások területén (1-19. ábra).

1-19. ábra: A kapacitáskihasználtság és az üres álláshelyek számának alakulása az iparban és a szolgáltatások területén

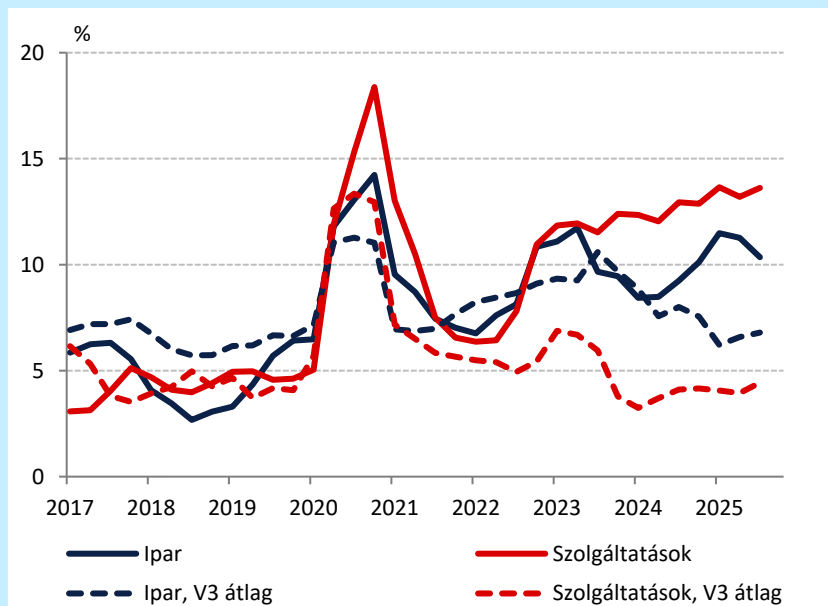


Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok. A kapacitáskihasználtság az ESI felmérés alapján.

Forrás: Európai Bizottság, KSH, MNB

Az ágazatok alacsony munkaerő-kihasználtsága a munkaerő-tartalékolás (labour hoarding) következménye. A gyenge keresleti környezet ellenére a vállalatok jelentős része nem válik meg az alkalmazottaitól, ugyanis számol az elbocsátások és (a konjunktúra kedvezőre fordulása esetén) az új munkaerő toborzásának és betanításának relatíve magasabb költségeivel. Az Európai Bizottság ESI felmérése szerint az iparban és a piaci szolgáltatások területén is historikusan magasan alakul a munkaerő-tartalékolási mutató (1-20. ábra). A munkaerő-tartalékolás jelenlétére utal az is, hogy a munkaórák száma a versenyszférában a Covid-időszakhoz hasonlóan alacsonyan stagnál az elmúlt két évben.

1-20. ábra: A munkaerő-tartalékolási index alakulása az iparban és a szolgáltatások területén



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

Forrás: Európai Bizottság

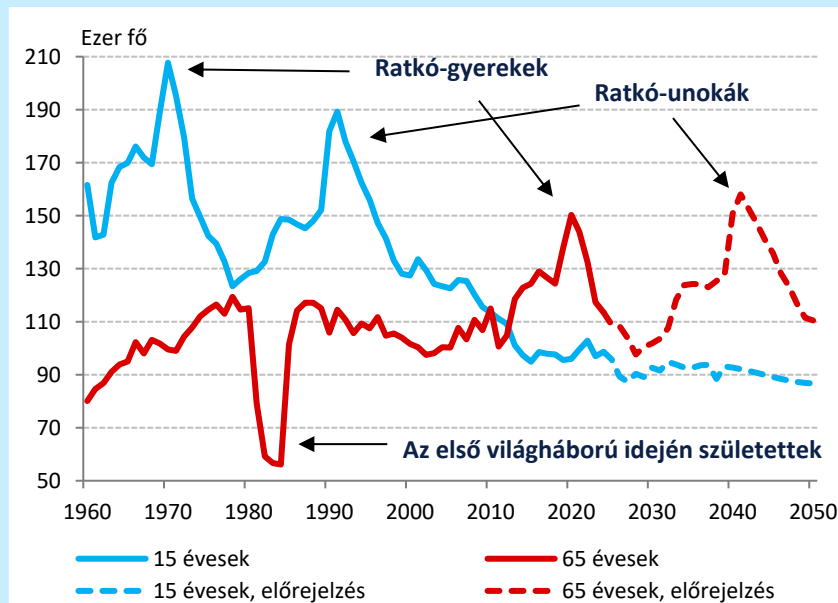
2025 folyamán azonban a vállalatok alkalmazkodása az alacsony gazdasági növekedéshez már nemcsak a munkakereslet és a meglévő munkaerő kihasználtságának mérséklődésében, hanem a létszám csökkenésében is megmutatkozik. A foglalkoztatottak száma az idei második negyedévben 49 ezer, a harmadik negyedévben 29 ezer fővel csökkent éves alapon. A létszám mérséklődéséhez főként a feldolgozóipar, illetve egyes piaci szolgáltató ágazatok (pl. szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás; adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység; művészet, szórakoztatás, szabadidő) járultak hozzá. Míg a feldolgozóiparban már 2024 közepe óta látszik érdemi csökkenés, a piaci szolgáltatások esetében csak az utóbbi két negyedévben tapasztalható negatív fordulat.

A vállalatok által tartalékol, jelenleg kihasználatlan munkaerő-kapacitásra tekintettel a kereslet javulása esetén a kibocsátás szintje gyorsan javulhat. A foglalkoztatottak számának mérséklődése ellenére látható, hogy a vállalatok munkaerő-gazdálkodásukban elsősorban az intenzív oldalon alkalmazkodnak a kedvezőtlen konjunktúrához, nem elbocsátásokkal. Amennyiben a gazdasági környezet javulásával erősödik a kereslet, a munkaerő-kapacitások intenzívebb kihasználásával gyorsan javulhat a reálgazdasági teljesítmény, és zárul a jelenleg negatív kibocsátási rés. A ciklikus hatások eredőjeként a hazai gazdaság rövid távon gyorsabb bővülésre lehet képes, miközben a hosszabb távú növekedési lehetőségeit a kedvezőtlen demográfiai folyamatok korlátozzák.

A demográfiai folyamatok önmagukban nézve mérséklik a munkaerő-kínálatot. Hazánkban a kilencvenes évek második felétől csökkenésnek indult a 15-64 éves népesség, ami a munkaerő-kínálat folyamatos mérséklődésének irányába hat. Különösen az 1950-es évek első felében született Ratkó-gyerekek nyugdíjba vonulása csökkentette jelentősen a munkaképes korúak csoportját (1-21. ábra). Az elmúlt másfél évtizedben a demográfiai folyamatokat ellensúlyozták az adó- és munkapiaci reformok, valamint az erősödő munkaerő-kereslet, amit az tett lehetővé, hogy a folyamat kezdetén strukturálisan alacsony volt az aktivitási és foglalkoztatási ráta, azaz magas volt a munkaerő-tartalék. Ennek a tartaléknak a jelentős részét az utóbbi másfél évtizedben sikerült bevonni a foglalkoztatottak körébe, és a foglalkoztatási ráta meghaladta

az Európai Unió átlagát. A könnyebben bevonható munkaerő korábbi kiaknázása, valamint a munkaerőpiaci kereslet és kínálat közötti képzettségbeli és földrajzi eltérések azt eredményezik, hogy a munkaerő-kínálat mára lecsökkent, így a demográfiai trendek erősebben érvényesülnek a hazai munkaerőpiacon.

1-21. ábra: A 15 és 65 évesek számának alakulása

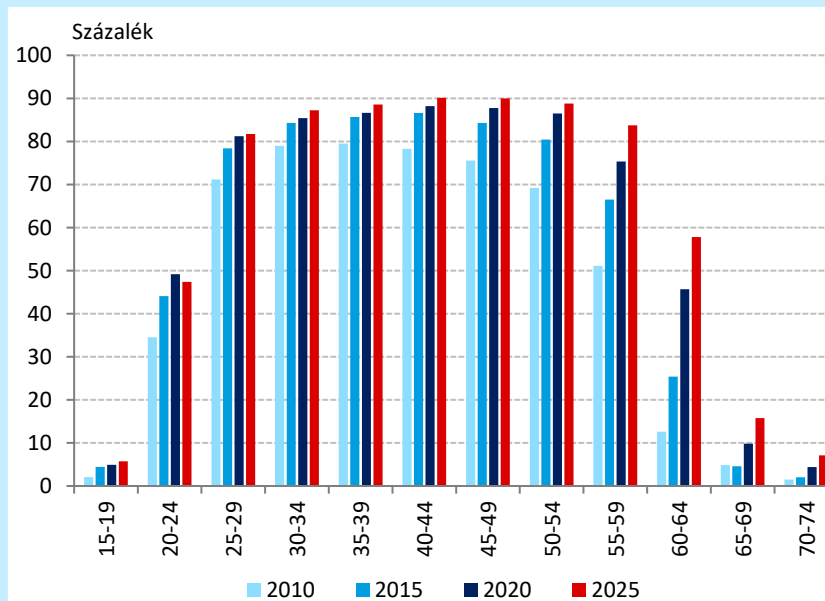


Megjegyzés: A 15, illetve 65 évesek száma január 1-jén.

Forrás: Eurostat, KSH, MNB

A foglalkoztatottság szintjének a munkaképes korú népesség csökkenése melletti fennmaradását a foglalkoztatási ráta további növekedése biztosíthatja. A foglalkoztatási ráta a 2010 eleji mélypontja óta fokozatosan emelkedik. A ráta az utóbbi másfél évtizedben mindegyik életkori csoportban nőtt (1-22. ábra). A legnagyobb növekedés az 55-59 évesek és a 60-64 évesek foglalkoztatási arányában következett be. A 20-24 évesek foglalkoztatási rátája 2020 és 2025 között enyhén csökkent, amelynek hátterében ciklikus okok állhatnak, mivel a gyenge konjunktúra és a munkaerő-kereslet visszaesése megnehezíti a munkatapasztalat nélküli korosztály belépését a munkaerőpiacra. Az idősebbek esetében a ráta növekedését főleg a nyugdíjkorhatár 2014 és 2022 közötti fokozatos emelése okozta. A nyugdíjkorhatár felettiek foglalkoztatását a jövedelmi megfontolások mellett elősegíthette a nyugdíjasok foglalkoztatása utáni tb-járulék és szociális hozzájárulási adó fizetésének megszüntetése 2019-től, illetve olyan hosszú távú trendek, mint az idősebb korosztály javuló egészségi kilátásai és iskolázottsága.

1-22. ábra: A foglalkoztatási ráta alakulása az egyes korcsoportokban

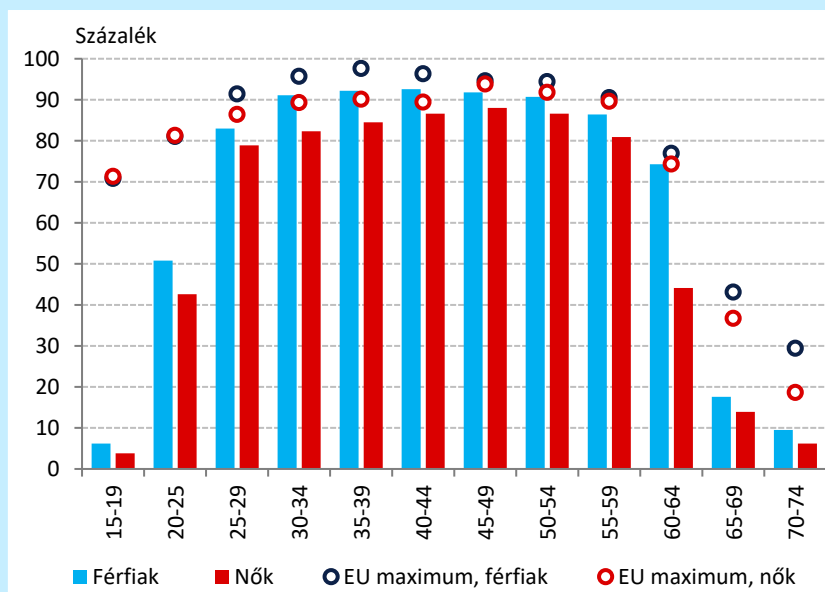


Megjegyzés: 2025 az első három negyedév adatai alapján.

Forrás: KSH, MNB

A munkaerőpiac kínálati oldalának korlátait fokozza, hogy a legmagasabb foglalkoztatási rátával rendelkező, legnépesebb korosztályok egyre közelebb kerülnek a nyugdíjkorhatárhoz. A magyarországi foglalkoztatási ráta a 25-54 évesek körében európai uniós összehasonlításban is magas; ezen belül a jelenleg 40-49 éves kohorsz foglalkoztatási aránya a legmagasabb, 2025 harmadik negyedévében meghaladta a 90 százalékot. A ráta növelésére a fiatal (15-24 éves) és a nyugdíjas (65-74 éves) korosztály, illetve a 60-65 éves nők esetén adódna mozgástér (1-23. ábra). A most 45-54 éves korosztályok a hetvenes évek közepén született Ratkó-unokák miatt kiemelkedően népesek és foglalkoztatási rátájuk is magas. Ennek a csoportnak az idősződésével a következő években várhatóan fokozatosan mérséklődik majd a foglalkoztatottsága, ami középtávon felerősítheti majd a kedvezőtlen demográfiai trendek következtében fellépő munkakínálat-csökkenést.

1-23. ábra: A foglalkoztatási ráta az egyes korcsoportokban, nemek szerint



Megjegyzés: 2025. második negyedévi adatok. Az EU esetében az adott kategóriában legmagasabb tagállami értéket tüntettük fel.

Forrás: Eurostat, KSH

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

	2024	2025		2026		2027		2028
	Tény	Előrejelzés						
		Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Aktuális
Infláció (éves átlag)								
Maginfláció	4,6	4,7	4,6	3,9	3,6	2,9	3,1	3,0
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	4,6	4,4	4,4	3,9	3,6	2,9	3,1	3,0
Infláció	3,7	4,6	4,4	3,8	3,2	3,0	3,3	3,0
Gazdasági növekedés								
Háztartások fogyasztási kiadása	6,0	4,2	3,5	4,4	4,7	3,3	3,3	3,0
Közösségi végső fogyasztás ¹	-1,8	2,2	-0,2	0,6	0,4	0,4	0,5	0,5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-9,9	-6,4	-5,4	2,0	1,3	4,0	4,0	3,8
Belföldi felhasználás	-1,8	1,8	3,0	2,9	2,8	2,8	2,8	2,6
Export	-0,9	0,2	-1,1	4,3	3,9	6,2	5,2	4,0
Import	-3,9	1,9	2,1	4,6	4,5	5,9	4,9	4,0
GDP	0,6	0,6	0,5	2,8	2,4	3,2	3,1	2,7
Munkatermelékenység ²	0,6	0,5	0,3	3,2	3,0	3,0	2,9	2,5
Külső egyensúly ³								
Folyó fizetési mérleg egyenlege	1,5	1,3	1,7	1,4	1,9	1,6	1,9	1,8
Külső finanszírozási képesség	1,8	2,3	2,5	2,7	3,4	2,9	3,2	3,0
Államháztartás ³								
ESA-egyenleg	-5,0	(-4,5) - (-4,1)	(-5,0) - (-4,7)	(-4,2) - (-3,8)	(-5,2) - (-4,7)	(-3,7) - (-3,2)	(-4,9) - (-4,4)	(-4,2) - (-3,7)
Munkaerőpiac								
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	13,2	8,7	8,9	10,5	10,6	6,8	7,0	6,5
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	0,0	-0,8	-0,6	-0,5	-0,7	0,2	0,2	0,1
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁴	12,0	8,5	8,7	9,3	9,0	9,4	9,4	7,1
Versenyszféra foglalkoztatottság	-0,1	-1,4	-1,3	-0,4	-0,7	0,3	0,3	0,2
Munkanélküliségi ráta	4,5	4,6	4,5	4,8	4,8	4,5	4,5	4,1
Versenyszféra reál fajlagos munkaerőköltség	4,9	1,2	2,4	1,2	1,6	0,3	0,6	-0,1
Lakossági reáljövedelem ⁵	3,9	2,0	0,6	4,5	4,7	3,2	3,0	2,9

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-becslés.

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

	2025	2026	2027	2028
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)				
MNB (2025. december)	4,4	3,2	3,3	3,0
Consensus Economics (2025. november) ¹	4,0 - 4,5 - 4,8	3,1 - 3,8 - 4,8		
Európai Bizottság (2025. november)	4,5	3,6	3,5	
IMF (2025. október)	4,5	3,5	3,0	3,0
OECD (2025. december)	4,6	3,8	3,4	
Reuters-felmérés (2025. december) ¹	4,4 - 4,5 - 4,6	3,3 - 3,7 - 4,5	3,4 - 3,9 - 4,7	
GDP (éves növekedés, %)				
MNB (2025. december)	0,5	2,4	3,1	2,7
Consensus Economics (2025. november) ¹	0,2 - 0,5 - 0,7	1,8 - 2,4 - 3,0		
Európai Bizottság (2025. november)	0,4	2,3	2,1	
IMF (2025. október)	0,6	2,1	2,3	2,4
OECD (2025. december)	0,3	1,9	2,3	
Reuters-felmérés (2025. december) ¹	0,2 - 0,4 - 0,6	2,0 - 2,3 - 2,8	2,3 - 2,7 - 3,2	
Folyó fizetési mérleg egyenlege³				
MNB (2025. december)	1,7	1,9	1,9	1,8
Európai Bizottság (2025. november)	0,1	-0,3	-0,4	
IMF (2025. október)	1,2	0,9	1,2	1,4
OECD (2025. december)	1,5	1,0	0,2	
Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)³				
MNB (2025. december)	(-5,0) - (-4,7)	(-5,2) - (-4,7)	(-4,9) - (-4,4)	(-4,2) - (-3,7)
Consensus Economics (2025. november) ¹	(-5,9) - (-4,9) - (-4,1)	(-5,6) - (-4,9) - (-4,2)		
Európai Bizottság (2025. november)	-5,0	-5,0	-4,5	
IMF (2025. október)	-4,7	-4,6	-4,6	-4,5
OECD (2025. december)	-4,2	-4,0		
Reuters-felmérés (2025. december) ¹	(-5,2) - (-5,0) - (-4,8)	(-5,6) - (-5,2) - (-4,6)	(-4,7) - (-4,5) - (-4,0)	
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)				
MNB (2025. december)	1,7	1,7	2,3	1,8
EKB (2025. szeptember) ⁴	1,2	1,0	1,3	
Consensus Economics (2025. november) ²	1,1	1,5		
Európai Bizottság (2025. november) ²	1,2	1,6	1,9	
IMF (2025. október) ²	1,1	1,5	1,8	1,7
OECD (2025. december) ²	1,4	1,6	1,9	

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

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

³ A GDP arányában.

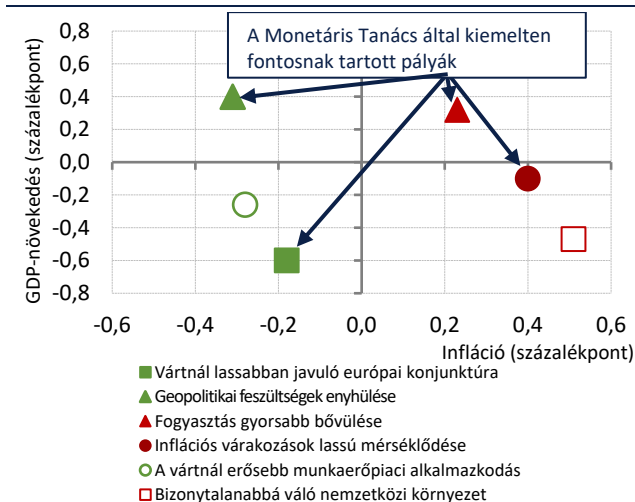
⁴ Az értékek az eurozóna várható növekedését mutatják az EKB legfrissebb előrejelzése alapján.

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

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül négy alternatív kockázati forgatókönyvet emelt ki. A vártnál lassabban javuló európai konjunktúrát feltételező alternatív pálya az alappályához képest alacsonyabb növekedési és inflációs pályával számol, ami lazább monetáris kondíciókkal konzisztens. A geopolitikai feszültségek enyhülését előrevetítő forgatókönyv az alappályánál magasabb gazdasági növekedéssel és alacsonyabb inflációval áll összhangban, ami ugyancsak lazább monetáris kondíciókkal járhat. A fogyasztás gyorsabb bővülésével számoló scenárió az alappályához képest magasabb növekedési és inflációs pályával konzisztens, ami szigorúbb monetáris kondíciókat jelent. Az inflációs várakozások lassú mérséklődését előrevetítő alternatív forgatókönyv az alappályához képest alacsonyabb gazdasági növekedéssel és magasabb inflációval járhat, ami szigorúbb monetáris kondíciókkal konzisztens. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scenárióként a vártnál erősebb munkaerőpiaci alkalmazkodást és a bizonytalanabbá váló nemzetközi környezetet 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

Vártnál lassabban javuló európai konjunktúra

2025 harmadik negyedévében visszafogott ütemben folytatódott a GDP növekedése mind az Európai Unióban, mind Németországban. Az Európai Unióban 1,6, míg legfőbb kereskedelmi partnerünk, Németország gazdasági teljesítménye 0,3 százalékkal bővült ebben az időszakban. Az eurozónában 1,4 százalékkal nőtt a GDP éves alapon. A kiskereskedelmi értékesítések 1,0 százalékkal bővültek szeptemberben, ami egyéves mélypontot jelent.

A piaci elemzők a következő években visszafogott növekedésre számítanak mind az Európai Unióban, mind Németországban. A Bloomberg elemzői várakozásainak mediánja alapján az Unió gazdasága 2025-ben 1,5 százalékkal, 2026-ban 1,4 százalékkal és 2027-ben 1,7 százalékkal bővíülhet. Németország esetén még visszafogottabb lehet a növekedés, rendre 0,3 százalék, 1,0 százalék, illetve 1,1 százalék. Ezzel egyidejűleg a világgazdaságban 3 százalék körüli növekedési ütem várható mindhárom évben.

Az üzleti hangulatindexek összességében enyhén romlottak. Az eurozónában mérséklődött a Beszerzési Menedzser Index, az októberi emelkedést követően ismét a növekedési szempontból semleges 50 pont alatt alakult. Az övezet feldolgozóiparára vonatkozó gazdasági hangulatindex szintje (Economic Sentiment Indicator – ESI) 2025. novemberben 0,2 ponttal javult, ami az elmúlt két év legmagasabb értéke. A német üzleti hangulat (Ifo) egyenlegmutatója 0,7 ponttal romlott novemberben. Az üzleti várakozások indexe 2,0 ponttal mérséklődött, míg a jelenlegi üzleti helyzet értékelése 0,6 ponttal emelkedett. A feldolgozóipari BMI enyhén csökkent és továbbra is a küszöbérték alatt maradt.

Hazánk esetében az ipari exportértékesítés továbbra is alacsony szinten alakult. A hazai ipar gyengélkedését elsősorban a két legnagyobb súlyú ágazat, a járművek és a villamos berendezések gyártásának visszaesése okozta. A magyar ipari termelés szintje a 2022. negyedik negyedévben mért csúcértékéhez képest 2025 harmadik negyedévében 12,2 százalékkal volt alacsonyabb, ami mögött egy folyamatos, csökkenő trend áll. A két ágazat ebből több mint 5 százalékpontot magyarázott.

Az alternatív kockázati forgatókönyv azzal számol, hogy többek közt a német fiskális ösztönző csomag vártnál gyengébb hatása miatt az Európai Unió és Németország növekedése is az alappályánál gyengébben alakul. Ezzel összhangban hazánk növekedése lassabb lesz az alappályán feltételezetttnél. Az Európai Unió gazdaságának lassulása tovább rontja a német exportszektor növekedési kilátásait. 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.

Geopolitikai feszültségek enyhülése

A geopolitikai feszültségek oldódásával javulhat a konfliktusoknak kitett gazdaságok kockázati megítélése, és mérséklődhet az energiapiacok volatilitása. A jelenleg is zajló fegyveres konfliktusok rendezését célzó tárgyalások sikeres folytatódása a konfliktusok enyhüléséhez vezethet, ezzel támogatva a kelet-közép-európai régióval szembeni befektetői bizalom javulását. A kereskedelempolitikai feszültségek az elmúlt hónapok során enyhültek. Az Egyesült Államok és Kína közötti vámokkal kapcsolatos tárgyalások eredményei pozitívan befolyásolták a pénzpiaci szereplők kockázatvállalási hajlandóságát.

A fejlett piaci tőzsdeindexek az elmúlt hónapokban emelkedéssel reagáltak a reálgazdasággal kapcsolatos kedvező hírekre és a nemzetközi feszültségek oldódására utaló fejleményekre. A meghatározó jegybankok közül az Európai Központi Bank döntéshozói nyilatkozatok alapján elérte a kamatpályája alját, míg a Federal Reserve részéről további kamatcsökkentések várhatóak, amelyek megvalósulását és időzítését azonban bizonytalanság övezi.

A hazai tényezőket tekintve a forint év eleje óta a régiót meghaladó mértékben erősödött. A tartósan erősebb hazai fizetőeszköz növeli a lakosság bizalmát a forint befektetésekben és csökkenti az euroizációs kockázatokat. Magyarország hitelbesorolását mindhárom nagy

hitelminősítő negatív kilátásokkal megerősítette. Mindezzel párhuzamosan a külkereskedelmi bizonytalanság mérséklődése a hazai beruházási aktivitás élénküléséhez vezet, ami hozzájárul a gazdaság stabil növekedéséhez.

Alternatív pályánkban a geopolitikai feszültségek oldódásával számolunk. A fegyveres konfliktusok enyhülése, a vámtárgyalások pozitív fejleményei a régió kockázati megítélésének pozitív irányú elmozdulásához és mérséklődő energiapiaci volatilitáshoz vezethet. A javuló külső egyensúllyal és erősebb forinttal párhuzamosan javult a hazai kockázati prémium. Mindezek alapján a forgatókönyv megvalósulása az alappályához képest alacsonyabb inflációs, magasabb növekedési pályával és lazább monetáris kondíciókkal konzisztens.

Fogyasztás gyorsabb bővülése

A bérdinamika összességében lassulást mutatott az elmúlt negyedév során, ugyanakkor régiós összevetésben továbbra is kiemelkedő. 2025 szeptemberében a rendszeres (prémium nélkül számított) átlagkeresetek a nemzetgazdaságban 9,5 százalékkal, a versenyszférában 8,8 százalékkal, a költségvetési szférában pedig 12,2 százalékkal emelkedtek éves összevetésben. A lakossági fogyasztást meghatározó fontosabb tényezők közül a nemzetgazdasági reál átlagkereset 2025. szeptemberben 5,0 százalékkal nőtt éves alapon.

A minimálbér és a garantált bérminimum jövő évi emelése a korábban tapasztalthoz képest nagyobb mértékben gyűrűzhet át a versenyszféra bérezési folyamataiba, a kapott transzferek fogyasztásra fordított aránya pedig szintén emelkedhet. A kormányzati jövedelemnövelő intézkedések is hozzájárulnak a rendelkezésre álló jövedelem emelkedéséhez. A háztartások javuló jövedelmi helyzete magasabb keresletet biztosít 2026-ban. A kereslet bővülésével párhuzamosan az árréskorlátozás okozta veszteségek nyomást helyeznek a vállalatokra, amit az árréskorlátozások meghosszabbítása tovább növel. Az érintett vállalatok veszteségeiket ellensúlyozó stratégiája növelheti az átárazásokat. Továbbá a kiskereskedelmi szektor a keresletnövekedéssel párhuzamosan az árréskorlátozással nem érintett termékköröknél árat emelhet.

Az alternatív forgatókönyv feltételezi, hogy a háztartások a megnövekedett jövedelmük jelentősebb részét fordítják fogyasztásra. A háztartások rendelkezésére álló jövedelem emelkedése, a fogyasztói bizalom javulása és a fogyasztási ráta további növekedése a lakossági fogyasztás vártnál gyorsabb bővüléséhez vezethet. A háztartások javuló jövedelmi helyzete a vállalatok számára bővebb mozgásteret

biztosíthat az átárazásokhoz. Ennek eredményeként a forgatókönyv magasabb növekedési és inflációs pályával, valamint szigorúbb monetáris kondíciókkal konzisztens.

Inflációs várakozások lassú mérséklődése

2025. novemberben az infláció 3,8 százalékra, a maginfláció pedig 4,1 százalékra mérséklődött. A világgpiaci nyersanyag- és élelmiszerárak csökkenése és az erősebb forint beszerzési árakban való megjelenése támogatja a dezinflációt. Az elmúlt hónapokban mérsékeltebb havi átárazások jellemezték a maginflációs termékkört és a teljes fogyasztói kosarat is.

A lakossági inflációs várakozások azonban továbbra is magasabban alakulnak, mint az inflációs cél elérésének időszakában. Az árstabilitás szempontjából kulcsfontosságú, hogy a várakozások csökkenése folytatódjon. A lakosság inflációs várakozásait nagyban befolyásolja az érzékelt infláció mértéke. Az érzékelt infláció szempontjából a fogyasztói kosárban nagy súlyú élelmiszerek, a piaci szolgáltatások, valamint az üzemanyagok árdinamikájának szerepe a meghatározó. Alappályánkban az inflációs várakozások fokozatos mérséklődésére számítunk, amit a dezinfláció érzékelt inflációba való beépülése támogat.

Alternatív pályánkban az inflációs várakozások mérséklődése és horgonyzása a jelenlegi bizonytalan környezetben az alappályában feltételezettől lassabban megy végbe. A forgatókönyv bekövetkezése a vállalatok árazási és bérezési döntésein keresztül magasabb inflációt, a rendelkezésre álló jövedelem csökkenését és visszafogottabb gazdasági növekedést eredményeznek. A forgatókönyv szigorúbb monetáris kondíciókkal konzisztens.

További kockázatok

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

A vártnál erősebb munkaerőpiaci alkalmazkodást valószínűsítő kockázati 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, valamint lazább monetáris kondíciókkal van összhangban.

A bizonytalanabbá váló nemzetközi környezetet előrevetítő forgatókönyv a kereskedelmi tárgyalások elhúzódását feltételezi. Ez a fejlett országok kockázati megítélésének romlását, hosszú hozamainak számottevő

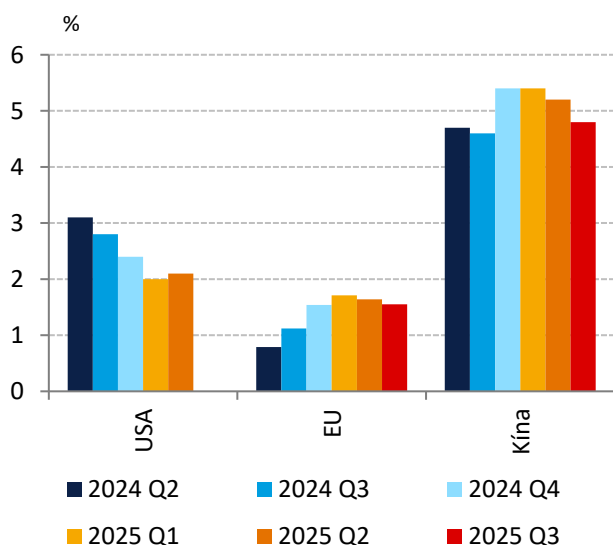
emelkedését, ezáltal a kelet-közép-európai régió sérülékenységének érdemi növekedését vetíti előre. Ennek eredményeként a forgatókönyv a régiós gazdaságok kockázati prémiumának emelkedésével jár. A kereskedelmi korlátok erősödése a külső keresletre is negatív hatást fejt ki. A forgatókönyv az alappályánál összességében magasabb inflációs, alacsonyabb növekedési pályával és szigorúbb monetáris kondíciókkal konzisztens.

3. Makrogazdasági helyzetértékelés

3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

Az elhúzódó kereskedelmi és geopolitikai feszültségek továbbra is bizonytalan világgazdasági környezetet okoznak, ugyanakkor a kereskedelmi megállapodásokkal sikerült elkerülni a vámháború eskalációját. Az Egyesült Államokban jelenleg második negyedéves adat érhető el, mely szerint a GDP éves összevetésben 2,1 százalékkal bővült. 2025 harmadik negyedévében az EU-ban 1,6 százalékkal, míg az eurozónában 1,4 százalékkal emelkedett a GDP az előző év azonos időszakához képest. A Federal Reserve szeptemberi, októberi, majd decemberi kamatdöntő ülésén is 25 bázisponttal csökkentette az irányadó ráta célsávját. A decemberi döntést követő sajtótájékoztatón a Fed elnöke elmondta, hogy a további kamatcsökkentéseket a beérkező adatok határozzák meg. Hozzátette, hogy jelenleg az inflációs és munkaerőpiaci kockázatok ellentétes irányúak, így a kérdés az, hogy az adatok alapján melyik kockázat válik erősebbé. Az EKB szeptemberi és októberi kamatdöntő ülésén sem 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 további kamatcsökkentéseket hajtott végre az elmúlt negyedévben.

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

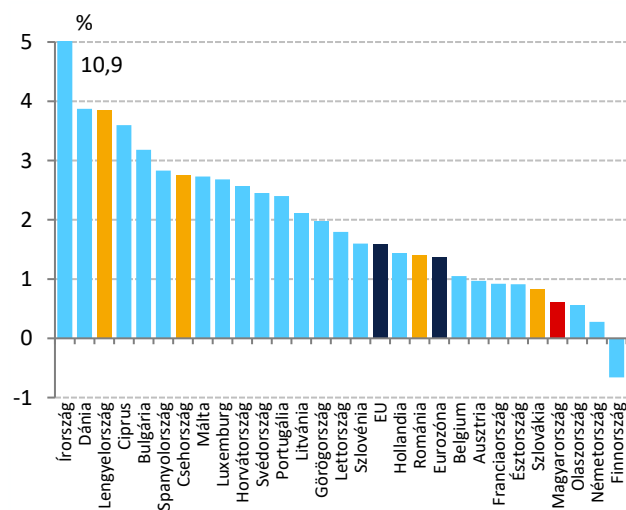


Megjegyzés: Éves változás. Az EU esetében szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján számolt érték szerepel.
Forrás: Trading Economics, FRED, Eurostat

Az Egyesült Államok gazdasága éves összevetésben 2,1 százalékkal, míg negyedéves bázison 0,9 százalékkal bővült 2025 második negyedévében (3-1. ábra). A GDP negyedéves alapú növekedését elsősorban az egyre dinamikusabban emelkedő fogyasztás magyarázta. Az első negyedévben a vámemelések megelőzése miatt 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. Az amerikai Gazdasági Elemző Hivatal (BEA) a kormányzati leállás miatt nem tudta időben publikálni az Egyesült Államok 2025. harmadik negyedéves GDP adatait, így ezek még nem állnak rendelkezésre.

Kínában 2025 harmadik negyedévében éves alapon 4,8, míg negyedéves alapon 1,1 százalékos bővülést regisztráltak (3-1. ábra). A növekedést a szolgáltatások és az ipari termelés egyaránt támogatta. Felhasználási oldalon az évek óta historikusan alacsony fogyasztói bizalom ellenére a növekedés fő támasza a végső fogyasztási kiadás volt. A legfrissebb, októberi adatok a külkereskedelem lassulását mutatják. A kivitel éves alapon 1,1 százalékkal visszaesett, miközben az Egyesült Államok által megemelt vámszintek a kínai export átrendeződéséhez vezetnek. Kína kivitele az Egyesült Államokba az év első 10 hónapjában 17,8 százalékkal csökkent éves alapon. Ezzel szemben emelkedett az ASEAN országokba (+14,3 százalék) és az EU (+7,5 százalék) felé irányuló kivitel. 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, 1,0 százalékkal emelkedett októberben. A kínai statisztikai hivatal korábban jelezte, hogy a külső bizonytalanságok, a historikusan gyenge hazai kereslet és a vállalatokat sújtó működési nehézségek

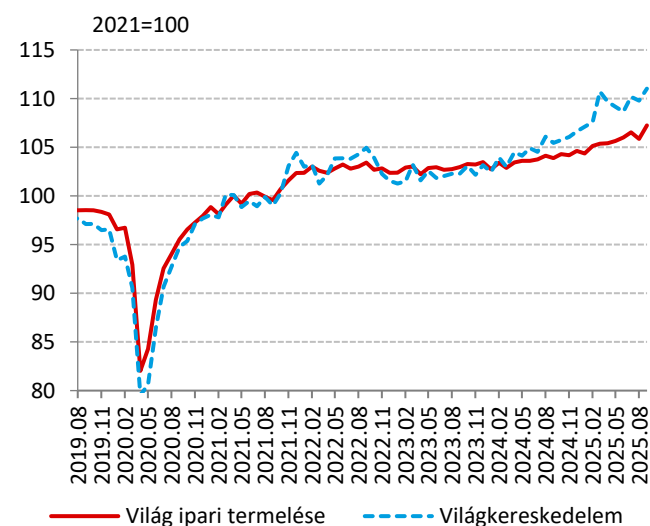
3-2. ábra: A GDP éves változása 2025. harmadik negyedévben az Európai Unió országaiban



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok.

Forrás: Eurostat

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



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: CPB

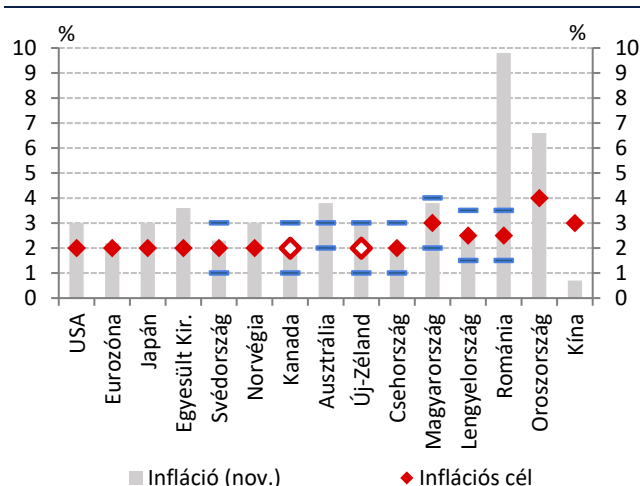
kihívást jelentenek a gazdasági stabilitás szempontjából. Emellett az ingatlanpiaci, hitelezési helyzet, a demográfiai korlátok és a gazdaság szerkezetváltásának az elmaradása is lassítja a kínai növekedést.

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

A kereskedelmi megállapodásokkal sikerült elkerülni a vámháború eszkalációját, ami mérsékelte a bizonytalanságot, ugyanakkor az elhúzódó kereskedelmi és geopolitikai feszültségek továbbra is bizonytalan világgazdasági környezetet okoznak. A fejlett gazdaságokban jellemzően a munkanélküliség szintje továbbra is alacsony historikus összevetésben. Ugyanakkor az Egyesült Államokban némileg lazult a munkaerőpiac feszessége és a német munkanélküliségi ráta továbbra is öt éves csúcson alakul. A konjunktúraindexek alapján a fogyasztói bizalom az európai gazdaságokban enyhén javult az elmúlt hónapokban, azonban az üzleti bizalomban kevésbé látszanak a helyreállítás jelei. A nyugati országok beszerzési menedzserindexei továbbra is a növekedési szempontból semleges 50 pontos határérték közelében tartózkodnak. Az EU-ból érkező áruimportra augusztusban kiszabott általános 15 százalékos vám mérsékelte a bizonytalanságot, ugyanakkor az elmúlt évekhez viszonyított érdemi tarifaemelkedés érzékenyen érinti a versenyképességi kihívásokkal küzdő európai ipart. 2025 harmadik negyedévében éves összevetésben tovább emelkedett a globális árukereskedelem (+4,7 százalék) és az ipari termelés (+2,5 százalék) (3-3. ábra).

Az Egyesült Államokban az elmúlt időszakban tovább emelkedett az infláció. A kormányzati leállás miatt

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



Megjegyzés: Az Egyesült Államokra vonatkozóan az ábrán szeptemberi, az Egyesült Királyság, Japán, valamint Ausztrália esetében októberi, míg Új-Zélandnál Q3-as inflációs adat szerepel. A kék vonalak Ausztrália, Kanada és Új-Zéland esetében az inflációs célsávot jelölik, míg a többi ország esetében a cél körüli toleranciasávot. Kanada és Új-Zéland esetében hangsúlyos a sávközép, amit üres rombuszsal jelöltünk.

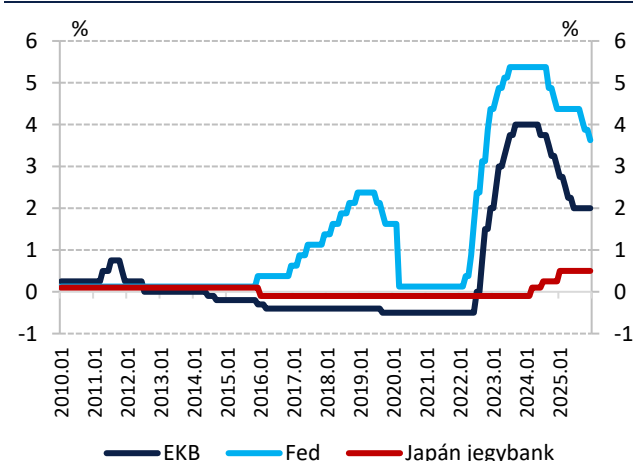
Forrás: OECD, FRED, National Institute of Statistics Romania, Statistics Sweden, Federal State Statistics Service

ugyanakkor korlátozottan állnak rendelkezésre új makrogazdasági és inflációs adatok. Az éves bázisú CPI infláció a júliusi 2,7 százalékról augusztusban 2,9 százalékra, majd szeptemberben 3,0 százalékra emelkedett az USA-ban. A PCE inflációs mutató változatlanul 2,6 százalékon alakult júniusban és júliusban, majd ezt követően augusztusban 2,7 százalékra, míg szeptemberben 2,8 százalékra emelkedett. A termelőiár-index júliusban 3,2 százalékra emelkedett a júliusi 2,4 százalékról, majd augusztusban és szeptemberben 2,7 százalékon alakult a mutató. Az alapfolyamatokat megragadó mag termelőiár-index szintén érdemben, 3,5 százalékra emelkedett júliusban, augusztusban azonban 2,9, majd szeptemberben 2,6 százalékra csökkent a mutató.

Az Egyesült Államokban a nem mezőgazdasági foglalkoztatottak számának bővülése jelentősen visszaesett az elmúlt hónapokban, majd szeptemberben némileg nagyobb, 119 ezer fős bővülés volt megfigyelhető.

A munkanélküliségi ráta esetében fokozatos emelkedés volt megfigyelhető, szeptemberben 4,4 százalékra emelkedett a mutató. Összességében a munkaerőpiaci folyamatokban emelkedtek a felfelé mutató kockázatok a korábbi, egyensúly közeli állapothoz képest.

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

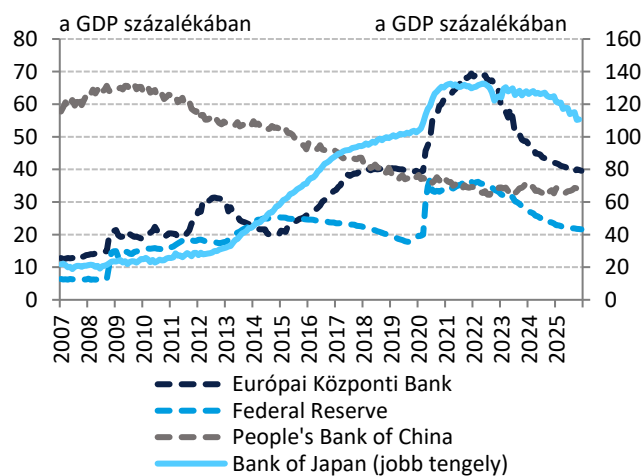


Megjegyzés: EKB esetében O/N betéti kamat, Fed esetében irányadó célsáv középpontja.

Forrás: Bloomberg

A Fed szeptemberi, októberi, majd decemberi kamatdöntő ülésén is 25 bázisponttal csökkentette az alapkamatot, így 3,50-3,75 százalékra mérsékelve az irányadó ráta célsávját (3-5. ábra). A decemberi döntés nem volt egyhangú, ugyanis egy döntéshozó 50 bázispontos kamatcsökkentésre, míg két döntéshozó az irányadó ráta tartása mellett szavazott. A beérkezett adatok alapján a munkanélküliségi ráta emelkedett, míg a munkahelyteremtés lassult, az infláció pedig továbbra is némileg a jegybank 2 százalékos célja felett alakult (3-4. ábra). A Fed Nyíltpiaci Bizottsága megerősítette, hogy készen áll a monetáris kondíciók módosítására, amennyiben olyan kockázatok merülnek fel, amelyek akadályozhatják a Bizottság céljainak elérését. A decemberi sajtótájékoztatón a jegybankelnök elmondta, hogy a további kamatcsökkentéseket a beérkező adatok határozzák meg. Hozzátette, hogy jelenleg az inflációs és munkaerőpiaci kockázatok ellentétes irányúak, így a kérdés az, hogy az adatok alapján melyik kockázat válik erősebbé. Mindemellett, a Nyíltpiaci Bizottság októberben úgy döntött, hogy 2025. december 1-jével leállítja az értékpapír állományának csökkentését, majd a jegybank decemberi közleményében jelezte, hogy szükség esetén rövid lejáratú állampapírok vásárlását kezdeményezi a tartalékok megfelelő szintjének biztosítása érdekében. A Fed mérlegfőösszege 2025. december elején 6586 milliárd dolláron, a GDP 21,6 százalékán alakult (3-6. ábra). A piaci

3-6. ábra: Globálisan meghatározó jegybankok mérlegfőösszegének alakulása



Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

arázások alapján a Fed jövőre folytathatja a kamatcsökkentéseket.

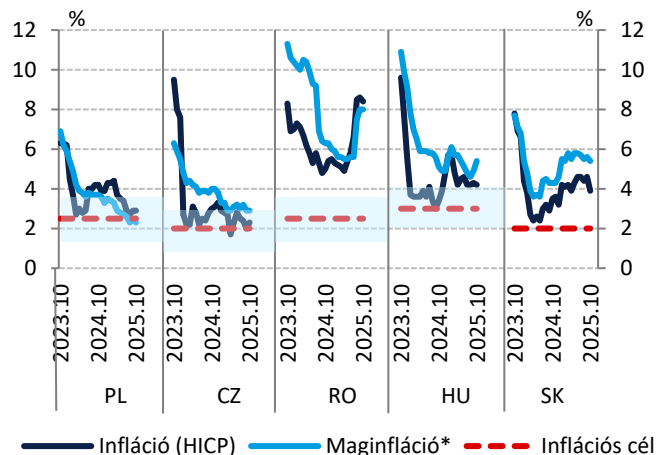
Az euroövezetben az infláció az elmúlt időszakban a jegybank 2 százalékos inflációs célja körül alakult. Az éves bázisú HICP infláció az augusztusi 2,0 százalékról szeptemberben 2,2 százalékra emelkedett, majd októberben 2,1 százalékra csökkent, ezt követően pedig ismét 2,2 százalékra emelkedett novemberben. A maginfláció szeptemberben 2,4 százalékra emelkedett, majd ezt követően stabilizálódott ezen a szinten.

Az EKB szeptemberi és októberi kamatdöntő ülésén is változatlan szinten, 2,0 százalékon tartotta irányadó betéti rátáját. A jegybank közleménye szerint a robusztus munkaerőpiac, a magánszektor stabil mérlegpozíciója és a Kormányzótanács korábbi kamatcsökkentései fontos forrásai az euroövezet erős ellenállóképességének. A jegybank továbbra is adatfüggő, ülésről-ülésre történő megközelítést követ a megfelelő monetáris politikai irányultság meghatározásánál. Az EKB mérlegfőösszege december elején 6131 milliárd eurón, a GDP 39,6 százalékán alakult (3-6. ábra). A piaci árazások alapján az EKB jövőre szinten tarthatja kamatait.

A japán jegybank októberi kamatdöntő ülésén 0,5 százalékon tartotta az irányadó rátáját (3-5. ábra). A közlemény szerint a döntés megosztott volt, ugyanis két döntéshozó is 25 bázispontos kamatemelésre szavazott. Az éves alapú inflációs ráta a júliusi 3,1 százalékról augusztusban 2,7 százalékra csökkent, ahonnan szeptemberben 2,9 százalékra, majd októberben 3,0 százalékra emelkedett. A jegybank októberi inflációs előrejelzése lényegében változatlan maradt az előző, júliusi előrejelzéshez képest, amely alapján a jegybank 2025-ben 2,7 százalékon, 2026-ban 1,8 százalékon, míg 2027-ben 2,0 százalékon várja az inflációs mutató alakulását. A japán jegybank mérlegfőösszege november végén a GDP 111,0 százalékán alakult (3-6. ábra).

A kínai jegybank októberben és novemberben sem változtatott a banki hitelezésben irányadónak tekinthető LPR kamatokon (loan prime rate), így az egyéves LPR 3 százalékon, míg a jelzáloghitelezésben meghatározó öt éves LPR 3,5 százalékon alakul. Mindemellett, a jegybank novemberben likviditásbővítő intézkedéseket hajtott végre a likviditásszint fenntartása és az államkötvény-kibocsátások támogatása érdekében, valamint, hogy ösztönözze a pénzügyi intézmények hitelnyújtását. Kínában az infláció az augusztusi -0,4 százalékról szeptemberben -0,3 százalékra, majd októberben 0,2 százalékra, míg

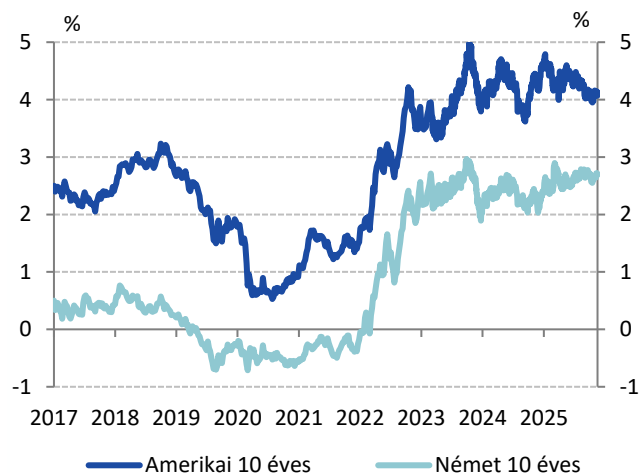
3-7. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban



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

Forrás: Eurostat

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



Forrás: Bloomberg

novemberben 0,7 százalékra emelkedett. A jegybank mérlegfőösszege októberben a GDP 34,2 százalékán alakult.

A lengyel jegybank három 25 bázispontos kamatcsökkentést hajtott végre a negyedik negyedévben, aminek következtében az alapkamat 4,00 százalékra csökkent. A jegybank némileg módosította inflációs előrejelzését, így a novemberi inflációs előrejelzés alapján 50 százalék a valószínűsége annak, hogy az infláció 2025-ben 3,6-3,7 százalék, 2026-ban 1,9-4,0 százalék, 2027-ben pedig 1,1-4,1 százalék között alakulhat. Figyelembe véve az inflációs kilátások javulását a következő időszakban, a Monetáris Tanács megítélése szerint indokolt volt az irányadó kamat csökkentése. Előretekintve, a jegybank a további lépésekről a beérkező inflációs és gazdasági aktivitási adatok alapján fog dönteni. A lengyel jegybankelnök a decemberi döntést követően elmondta, nem számít jelentősebb kamatlépésekre a továbbiakban. Véleménye szerint jelenleg a „kivárás” a megfelelő stratégia, mielőtt a Tanács újabb kamatcsökkentésről döntene. Az infláció szeptemberben 2,9 százalékon alakult, ahonnan októberben 2,8 százalékra, majd novemberben 2,4 százalékra mérséklődött. A harmonizált fogyasztóiár-index 2,9 százalékon alakult szeptemberben, majd változatlan szinten alakult októberben (3-7. ábra).

A cseh jegybank szeptemberi és novemberi kamatdöntő ülésén is 3,5 százalékon tartotta az irányadó rátáját. A közlemény szerint a tartós inflációs nyomás jelenleg nem teszi lehetővé a kamatlábak további csökkentését. A jövőbeli monetáris politikai lépések a beérkező új adatoktól és azoknak az inflációs kilátásra gyakorolt hatásától függenek. A cseh jegybankelnök elmondta, a viszonylag szigorú monetáris kondíciók fenntartása továbbra is indokolt. Hangsúlyozta, hogy a további kamatdöntések esetében ugyanakkor minden lehetőséget nyitottan tartanak. Az infláció az augusztusi 2,5 százalékról szeptemberben 2,3 százalékra csökkent, majd októberben ismét 2,5 százalékra emelkedett, ahonnan 2,1 százalékra mérséklődött novemberben. A harmonizált fogyasztóiár-index a szeptemberi 2,0 százalékról 2,3 százalékra emelkedett októberben (3-7. ábra).

A román jegybank októberi és novemberi 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 novemberi inflációs jelentés alapján az éves inflációs ráta a következő három negyedévben az előző prognózisnál magasabb, volatilis pályán alakulhat, a villamosenergia-árstop július 1-jei megszűnésének, valamint az áfakulcsok és jövedéki adók augusztus 1-jétől történő emelésének

várakozásokat meghaladó átmeneti, közvetlen hatásai közepette. Az éves inflációs ráta augusztusban és szeptemberben egyaránt 9,9 százalékon alakult, majd ezt követően októberben 9,8 százalékra csökkent. A harmonizált fogyasztóiár-index alapján (HICP) számított éves inflációs ráta októberben 8,4 százalékra csökkent a szeptemberi 8,6 százalékos szintről (3-7. ábra).

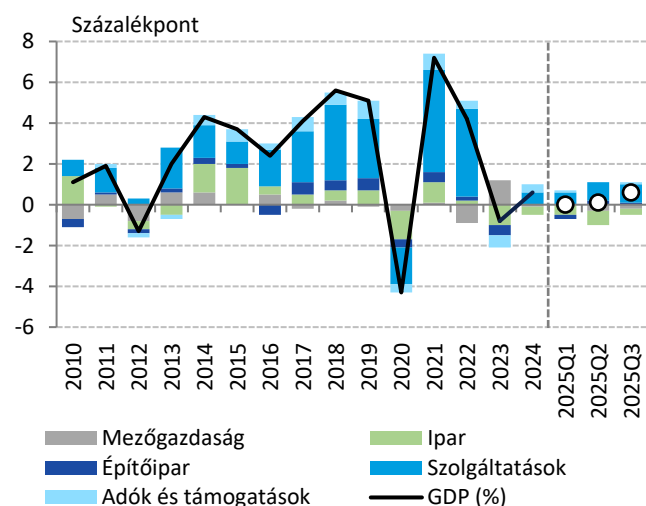
Az elmúlt negyedévben a nemzetközi befektetői hangulat változékonyan alakult. Októberben a kínai-amerikai kereskedelmi háború ismét kiéleződött, majd a hónap végére a ritkaföldfémek exportjával kapcsolatos előzetes megállapodásnak köszönhetően stabilizálódott a helyzet. Az Amerikai Egyesült Államok kormánya 43 napig csak részlegesen működött, mivel a 2026-os pénzügyi év költségvetését nem fogadta el a szeptember végi határidőig a Kongresszus. A kormányzati leállás érintette a kormányzati hatáskörbe tartozó adatszolgáltatásokat is, melyek teljes helyreállása csak jövő év tavaszára várható.

A fejlett piaci hosszú kötvényhozamok mérséklődtek. Az amerikai tízéves hozam 6 bázisponttal csökkent 4,08 százalékra, míg a német 3 bázisponttal 2,72 százalékra csökkent (3-8. ábra) szeptember végével összevetve. A japán tízéves hozam 17 bázisponttal 1,82 százalékra emelkedett az előző negyedévhez képest, míg a feltörekvő piaci kötvényhozamok vegyesen alakultak. A fejlett részvényindexek Amerikában 8 százalékkal, míg Európában 5-6 százalékkal mérséklődtek szeptember vége óta. A feltörekvő gazdaságokat tömörítő MSCI index 2,1 százalékkal került feljebb. A dollár a fejlett devizákkal szemben jellemzően erősödött, így közel 2 százalékkal értékelődött fel az euróhoz képest, 1,7 százalékkal a svájci frankhoz képest, valamint 3,4 százalékkal a brit fonthoz képest, míg a japán jennel szemben 6,6 százalékot tudott erősödni az elmúlt időszak során.

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

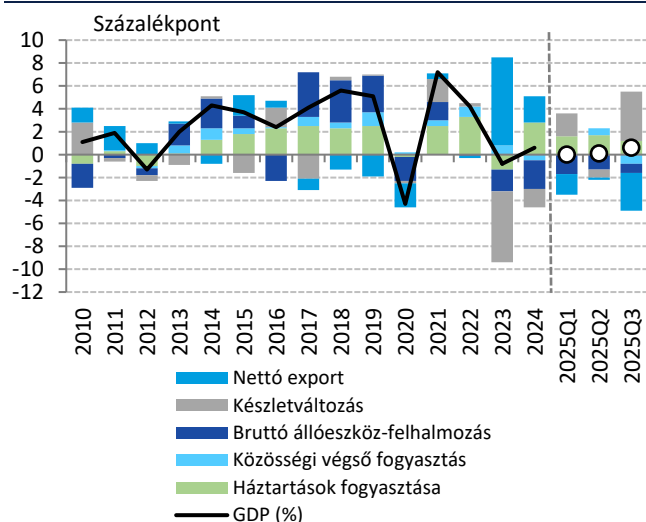
A bruttó hazai termék 2025 harmadik negyedévében 0,6 százalékkal nőtt éves bázison, míg a szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok alapján az előző negyedévhez viszonyítva stagnált a gazdaság teljesítménye. 2025 harmadik negyedévében a fő nemzetgazdasági ágak közül a szolgáltatások és az építőipar növelte éves alapon a GDP-t, míg az ipar és a mezőgazdaság mérsékelte azt. A felhasználási tételek közül a háztartások fogyasztása és a készletváltozás támogatta az éves alapú növekedést, míg a nettó export, a beruházások és a közösségi végső fogyasztás visszafogták a GDP-t.

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



Forrás: KSH

3-10. 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

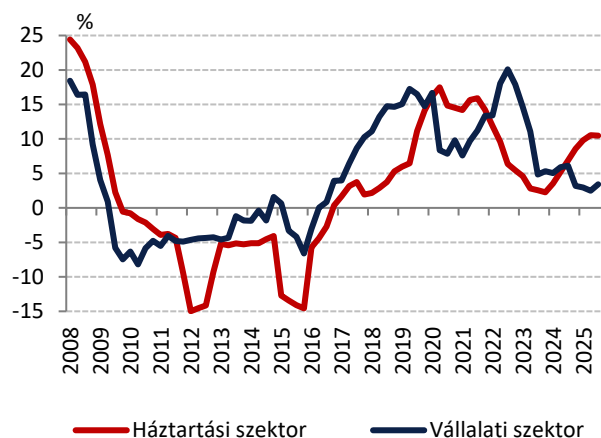
A nyers adatok alapján éves bázison 0,6 százalékkal nőtt a hazai GDP 2025 harmadik negyedévében (3-9. ábra). A nemzetközi összehasonlításához használt szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok alapján éves alapon szintén 0,6 százalékkal bővült, az előző negyedévhez viszonyítva pedig nem változott a gazdaság teljesítménye.

A háztartások fogyasztási kiadása a harmadik negyedévben 2,6 százalékkal bővült éves alapon (3-10. ábra). A tétel súlya 49,6 százalék a GDP-ben, így 1,2 százalékponttal járult hozzá a növekedéshez 2025 harmadik negyedévében. A háztartások fogyasztási kiadásainak volumene minden csoportban nőtt: a tartós termékek esetében 8,2, a féltartósok esetében 4,1, a nem tartósok esetében 2,3, a szolgáltatások esetében pedig 2,6 százalékkal. A közösségi végső fogyasztás 3,5 százalékkal csökkent éves alapon.

A bruttó állóeszköz-felhalmozásban a harmadik negyedévben a megelőző hat negyedévben tapasztaltnál enyhébb, 3,0 százalékos visszaesés volt megfigyelhető, ami 0,8 százalékponttal fékezte a gazdaságot. A KSH részletes szakstatistikája alapján a belföldi piacokra termelő ágazatokban 24,4 százalékkal nőttek a beruházások az egy évvel korábbi adatokhoz képest. Ezzel szemben az exportpiacra termelő vállalatok esetén folytatódott az éves bázisú visszaesés (-3,6 százalék). A harmadik negyedévben a költségvetési szervek beruházásai 20,9 százalékkal, az államhoz közvetlenül kapcsolódó ágazatok beruházásai 13,7 százalékkal csökkentek az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az ingatlanügyletek ágazat beruházásai 5,0 százalékkal mérséklődtek. Az építési beruházások 7,3 százalékkal estek vissza, míg a gép- és berendezésseljellelűek 1,5 százalékkal nőttek a harmadik negyedévben éves összevetésben. A beruházási ráta négy negyedéves gördülőátlaga 22,1 százalékon alakult, míg 2021. évi árakon számolva a reál beruházási ráta 21,0 százalékot tett ki.

A lakossági és vállalati hitelpiac kettőssége 2025 harmadik negyedévében is fennmaradt. Előzetes adatok alapján 2025 harmadik negyedévében a teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya éves összehasonlításban 10,5 százalékkal bővült, míg a vállalati hitelállomány mindössze 3,4 százalékkal emelkedett (3-11. ábra). A vállalati szektor

3-11. ábra: A vállalati és a háztartási hitelállomány éves változása



Megjegyzés: A vállalati és háztartási szektor növekedési üteme is tranzakció alapú (a folyósítások és a törlesztések hatását mutatja), a teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelek alapján.

Forrás: MNB

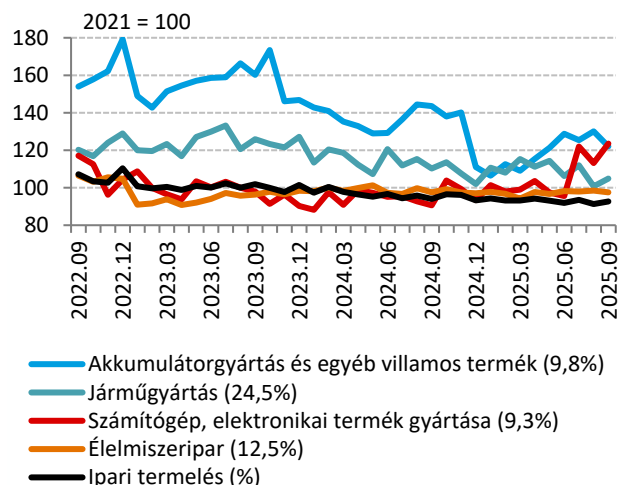
alapfolyamatait jobban megragadó kvv-hitelállomány éves növekedési üteme 5,0 százalékkal volt szeptember végén. A harmadik negyedévben kötött új banki hitelszerződések értéke a vállalati szegmensben mindössze 5 százalékkal, a háztartásban 11 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi szintet. Utóbbin belül a személyi kölcsönök kibocsátása harmadával bővült, míg a lakáshitelek értéke nem változott. Az MNB Hitelezési felmérése alapján a bankok a lakáshitelek esetében az Otthon Start hitelprogram hatására a negyedév során tapasztalt keresletélénkülés fokozódására számítanak a következő fél évben. A bankok válasza szerint a vállalati hitelkereslet harmadik negyedévi visszaesése 2025 negyedik és 2026 első negyedévében várhatóan növekedésbe fordul, de ez csak a rövid lejáratú hitelek érinti, a hosszú lejáratú, beruházási célú hitelek iránt továbbra sem várható fordulat.

A készletváltozás hozzájárulása jelentős volt, 4,3 százalékponttal emelte a növekedést az előző év azonos időszakához viszonyítva.

A nettó export 3,3 százalékponttal fogta vissza a GDP előző év azonos időszakához viszonyított növekedését 2025 harmadik negyedévében. A behozatal volumene 3,9 százalékkal nőtt, az export teljesítménye 0,6 százalékkal csökkent éves alapon. Az áruexport és a szolgáltatások exportja egyaránt 0,8 százalékkal csökkent. 2025 októberében a külkereskedelmi termékforgalom egyenlege 736 millió euró többletet mutatott. A külkereskedelmi termékforgalom 12 havi gördülő egyenlegének többlete enyhén csökkent és 9,6 milliárd eurót tett ki októberben. Az áruexport volumene a nyers adatok alapján 4,2 százalékkal csökkent, míg az áruimporté 2,5 százalékkal bővült 2024 októberéhez képest. A cserearány 5,7 százalékkal javult éves bázison.

Az ipar 2025 harmadik negyedéves teljesítménye 1,7 azon belül a feldolgozóipar 0,8 százalékkal esett vissza az előző év azonos időszakához képest (3-12. ábra). Ezzel mindkét esetben mérséklődött a visszaesés mértéke a második negyedévhez képest. A feldolgozóipari ágazatok közül a legnagyobb mértékben a járműgyártás (-5,9 százalékkal), illetve az akkumulátorgyártás és egyéb villamos termékek előállítása (-11,0 százalékkal) járult hozzá a csökkenéshez, míg az élelmiszeripar stagnált 2025 harmadik negyedévében. A számítógép, elektronikai termék gyártása (+28,6 százalékkal) nőtt az előző év azonos időszakához képest. 2025 októberében az ipari termelés volumene 2,7 százalékkal mérséklődött a 2024 októberihez képest a nyers adatok szerint. A termelés szintjében 2023 júliusa óta összességében csökkenő trend figyelhető meg. **Az ipari teljesítmény csökkenése egyaránt jelzi a külső kereslet**

3-12. ábra: A fő ipari ágazatok termelési szintjének alakulása



Megjegyzés: Zárójelben az ágazatok 2024-es súlya szerepel az ipari termelésben.

Forrás: KSH

visszafogottságát és az egyes vállalatokat érintő versenyképességi, termékszerkezeti problémákat. Ezt részletesebben is bemutatjuk a 3.1-es keretes írásban.

A szolgáltatások bruttó hozzáadott értéke együttesen 1,5 százalékkal emelkedett 2025 harmadik negyedévében.

A legnagyobb növekedés a pénzügyi, biztosítási tevékenység (+3,8 százalék) és a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás (+3,0 százalék) ágazatokban következett be. A szakmai, tudományos, műszaki tevékenység és adminisztratív ágazat hozzáadott értéke 2,9, míg a kereskedelem, gépjárműjavítás 2,6 százalékkal bővült. Az információ, kommunikáció ágazat 1,7, a közigazgatás 1,2, míg a szállítás, raktározásé 0,4 százalékkal emelkedett. Kis mértékben csökkent a művészet, szórakoztatás, szabad idő (-0,1 százalék) és az ingatlanügyletek (-0,3 százalék) hozzáadott értéke. 2025. októberben a kiskereskedelmi forgalom volumene 3,1 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest.

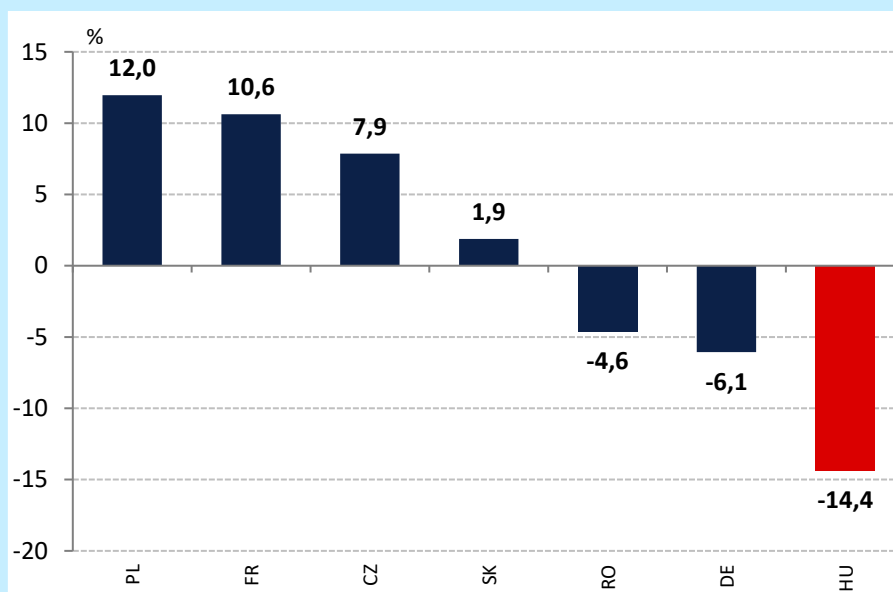
Az építőipar hozzáadott értéke 2025 harmadik negyedévében 2,6 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest és 0,1 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. A megkötött új szerződések volumene 5,1 százalékkal emelkedett az egy évvel korábbihoz mérten, míg a szeptember végi szerződésállomány volumene 40,9 százalékkal emelkedett éves alapon.

A mezőgazdaság hozzáadott értéke 6,2 százalékkal maradt el a harmadik negyedévben az előző év azonos időszakában regisztrálttól. Ezzel a mezőgazdaság 0,2 százalékkal fogta vissza a GDP-t.

3-1. keretes írás: A hazai közúti járműgyártás helyzete

A hazai autóipar mélyen beágyazódott az európai értékláncokba, de teljesítménye az elmúlt években számottevően elmaradt az uniós és régiós átlagtól. A legnagyobb súlyú hazai feldolgozóipari ágazat a hasonló ipari szerkezettel rendelkező régiós országokkal (Csehország, Szlovákia) és a beszállítói lánc végén elhelyezkedő Németországgal összehasonlítva is nagyobb visszaesést mutat (3-13. ábra). Míg Magyarországon 2022 végéhez képest 14,4 százalékkal csökkent a kibocsátás, addig Lengyelországban (+12,0 százalék) és Csehországban (+7,9 százalék) dinamikus, Szlovákiában pedig enyhe növekedés (+1,9 százalék) látható. Az iparágot érintő globális kihívások tehát nem azonos mértékben jelentkeznek a régiós országokban. Jelen keretes írás azokat a termékszerkezeti, illetve technikai hatásokat mutatja be, amik felerősítették az egyébként is gyenge európai autóipari konjunktúrából hazánkba továbbgyűrűző hatásokat. Ezek a hatások a piaci szereplők alkalmazkodása révén ellensúlyozhatók, így középtávon nem jelentik akadályát a hazai közúti járműgyártás ismételt növekedésének.

3-13. ábra: A közúti járműgyártás alakulása a régiós országokban és Németországban 2025 harmadik negyedévében 2022 negyedik negyedévéhez képest



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok, Szlovákia esetében csak naptárhatással igazított adatok alapján. Forrás: Eurostat, Szlovák Statisztikai Hivatal

Az Európai Gépjárműgyártók Szövetsége (ACEA) adatai szerint idén az első kilenc hónapban 0,9 százalékkal nőtt az új autó regisztrációk száma az Európai Unióban, tehát a kereslet, ha mérsékelt ütemben is, de emelkedik. Kedvező tendencia, hogy elsősorban a harmadik negyedév számai alakultak jól, július óta folyamatos az emelkedés. A harmadik negyedév bővülését az elemzők szerint elsősorban az olcsóbb európai és kínai elektromos vagy hibrid meghajtású autók elmúlt hónapokban megugró eladásai magyarázzák (pl.: Skoda Elroq, Renault R5, Citroen C3).

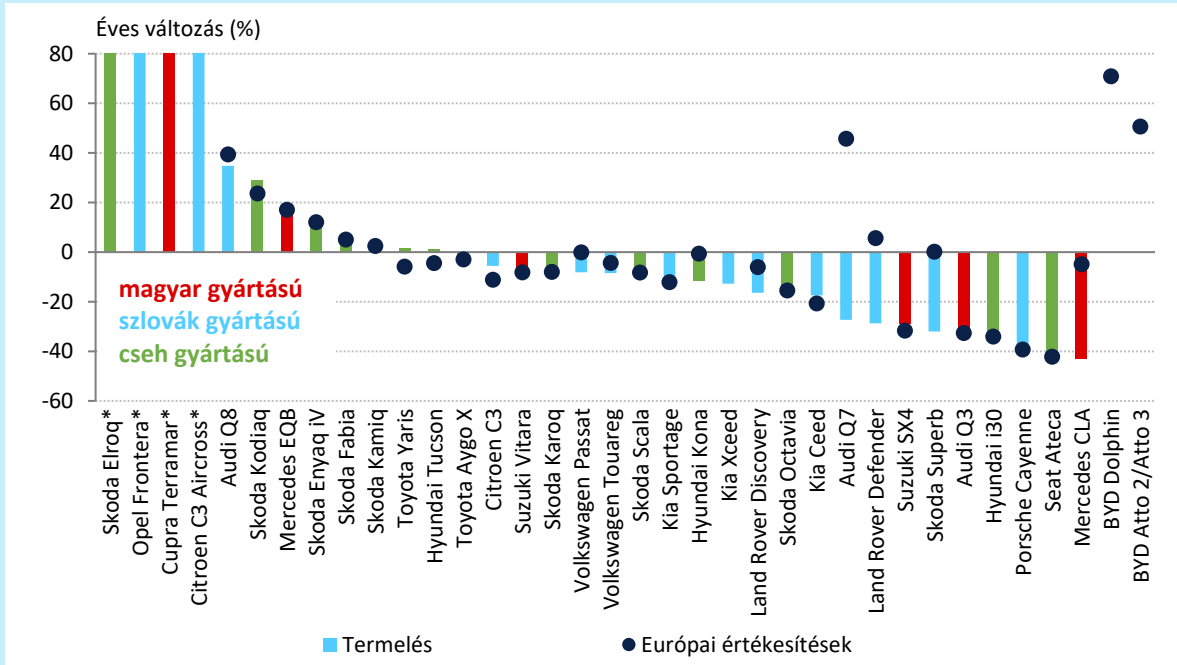
Az eladások alapján éppen olyan európai márkák tudtak érdemben növekedni, amelyeknek nincs magyarországi üze. A hazai autóipari visszaesésben tehát jelentős szerepet játszik az aktuális termékszerkezet. A Skoda, Renault, Volkswagen modelljei iránti európai kereslet élénkült, ugyanakkor a hazai kapacitással rendelkező gyártók közül a Mercedes európai eladásai csak kis mértékben nőttek (+2,2 százalék), az Audi (-2,2 százalék) és a Suzuki (-14,2 százalék) eladásai pedig visszaestek az év első három negyedévében. A Volkswagen és a Skoda kedvező eladási számai vélhetően hozzájárulhattak ahhoz, hogy a cseh és szlovák közúti járműgyártás termelés éves változása meghaladja a hazait.

A hazai autógyártás jellemzően szorosan követi a gyártott modellek európai értékesítését (3-14. ábra). A Magyarországon gyártott modellek közül stabil bővülést mutat a Mercedes EQB iránti kereslet, az európai eladások 17,0 százalékkal emelkedtek az év eddigi részében. Ezzel párhuzamosan a hazai termelés 19,1 százalékkal nőtt. A Cupra Terramar gyártása a tavaly augusztusi indulást követően idén futott fel. Az elmúlt időszakban több, hazánkban gyártott modell termelése a cseh és szlovák versenytársakhoz képest is rosszabbul alakult. Ilyen példa a Mercedes CLA, melynek kereslete csak kisebb mértékben csökkent, míg a kecskeméti gyár termelése 43 százalékkal esett. E mögött az üzem gyártósorain tervezett változások is állhatnak. A CLA új modelljének bevezetésével annak elektromos és hibrid hajtásláncú gyártása Németországba kerül, míg Kecskeméten két, új platformra épülő modellcsalád gyártását tervezik. Hasonlóan nagy mértékben elmaradt az eladások számától az Audi Q7, a Land Rover Defender és a Skoda Superb gyártása is (mindegyik Szlovákiában készül).

A hamarosan gyártásba kerülő új autó modellek, valamint akkumulátorok iránti kereslet középtávon akár a hazai ipar fordulatót is elhozhatja. A szegeden épülő BYD gyártósoron először a BYD Dolphin és az Atto 3 összeszerelése kezdődhet majd meg, amiknek európai eladásai az idei évben jelentősen emelkedtek (+70,9 és +50,6 százalék). Sajtóértesülések szerint a BMW Debrecenben gyártásba kerülő teljesen új, iX3 modellje iránt is élénk a kereslet. Az idei évben nyílt gyár termelése várhatóan fokozatosan fut majd fel. A hibridek és elektromos gépjárművek iránti emelkedő keresletet támasztja alá az ACEA szeptemberi adatközlése is, mely a hibrid és elektromos hajtásláncú autók piacszerzését mutatta. A trend fennmaradása esetén akár a hazai autógyártás is lendületet kaphat és az akkumulátorgyártás is jelentős mértékben profitálhat belőle.

2026 második negyedévében megindulhat a CATL debreceni gyárában is a tömegtermelés (összeszerelési munkák már hónapok óta zajlanak másik helyszínen) és a vállalat tájékoztatása szerint a megrendelések már teljes mértékben lekötik a gyártókapacitást. Előrejelzésünkben ezek a kedvező kilátások is hozzájárulnak az ipar 2026-os növekedéséhez.

3-14. ábra: A hazánkban, Csehországban és Szlovákiában gyártott személygépjárművek és azok európai eladásai az idei év január-szeptemberi időszakában



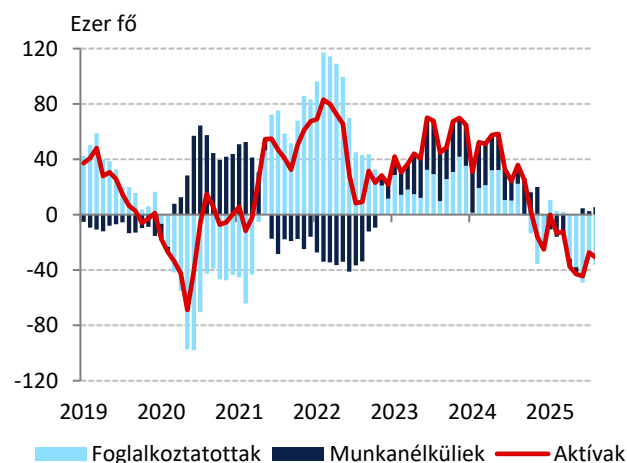
Megjegyzés: *A csillaggal jelölt modellek kiemelkedő éves indexei annak köszönhetőek, hogy a gyártásuk 2024, vagy 2025 során kezdődött.

Forrás: MarkLines alapján MNB

3.3. Munkaerőpiaci folyamatok

A foglalkoztatottak száma 2025 augusztus – október átlagában 0,7 százalékkal csökkent éves alapon. A munkanélküliség ráta 4,6 százalékon alakult, ami továbbra is alacsony historikus és nemzetközi összevetésben egyaránt. A munkaerő-kereslet mérséklődéséből adódóan a versenyszféra üres álláshelyek száma stagnált az idei évben. A munkaerőpiaci feszesség enyhülése az utóbbi éveknél mérsékeltébb bérdinamikát von maga után, a versenyszféra bruttó átlagkereset az év első kilenc hónapjában átlagosan 8,9 százalékkal nőtt éves alapon.

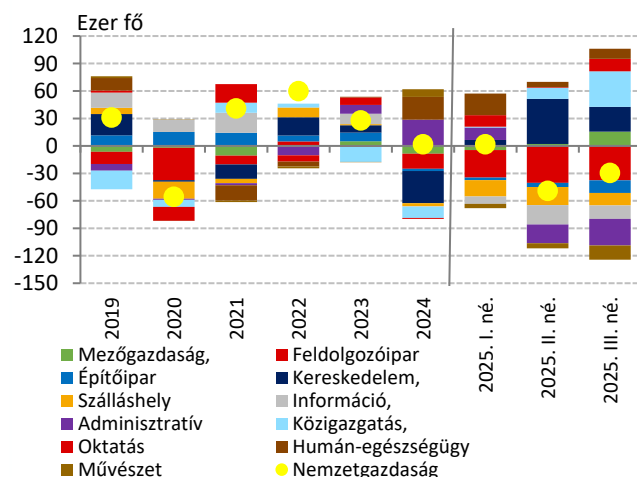
3-15. ábra: A munkaerőpiaci aktivitás éves változásának felbontása



Megjegyzés: A KSH háromhavi mozgóátlagos módszertanán alapuló adatok.

Forrás: KSH

3-16. ábra: A foglalkoztatottak számának éves változása ágazati felbontásban



Forrás: KSH

3.3.1. Foglalkoztatás és munkanélküliség

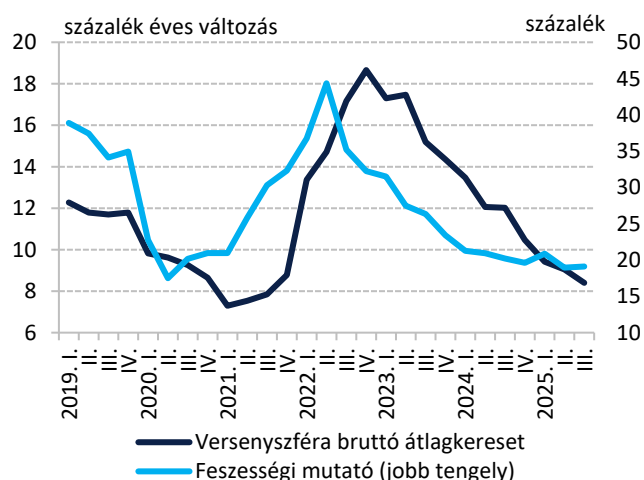
Az elhúzódóan gyenge konjunktúra a foglalkoztatottság mérséklődésében is megmutatkozik. Augusztus – október átlagában a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma 31 ezer fővel csökkent az előző év azonos időszakához képest, ami 0,7 százalékos mérséklődést jelent éves alapon (3-15. ábra).

A feldolgozóipar foglalkoztatottsága érdemben csökkent az utóbbi évben, összhangban a gyenge európai járműipari konjunktúrával és a hazai ipar kibocsátásának csökkenésével. A harmadik negyedévben a feldolgozóiparban foglalkoztatottak száma 38 ezer fővel mérséklődött 2024 harmadik negyedéhez képest, ami 3,9 százalékos csökkenést jelent éves alapon. A szolgáltató ágazatok közül nagyobb mértékben az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység; a művészet, szórakoztatás, szabadidő; az információ, kommunikáció; a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás ágazatokban mérséklődött, míg a kereskedelem, gépjárműjavítás, illetve a leginkább állami szolgáltatásokhoz köthető közigazgatás, védelem; oktatás; humán-egészségügyi, szociális ellátás ágazatokban bővült a foglalkoztatás. Az építőiparban 14 ezer fővel csökkent, a mezőgazdaságban 16 ezer fővel nőtt a foglalkoztatottak száma az előző év azonos időszakához képest (3-16. ábra).

A munkaerő-kereslet mérséklődésére a versenyszféra üres álláshelyek számának alakulása is utal. 2025 harmadik negyedévben a versenyszféra üres álláshelyeinek száma 7 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest, míg a szezonálisan igazított adatok alapján az idei évben már stagnálás figyelhető meg. A versenyszférában 43,4 ezer, ezen belül a feldolgozóiparban 12,8 ezer, a piaci szolgáltató szektorban pedig 27,1 ezer üres álláshely volt a harmadik negyedévben. A versenyszféra üres álláshelyek és a munkanélküliek arányával leírható **munkaerőpiaci feszesség továbbra is enyhe** (3-17. ábra).

A reálgazdasági ciklushoz való extenzív oldali alkalmazkodás folytatódása mellett továbbra is jelen van a munkaerőpiacon a munkaerő-kapacitások felhasználás intenzitását befolyásoló alkalmazkodás, a munkaerő-tartalékolás (labour hoarding). A teljes munkaidőben

3-17. ábra: A versenyszféra bérdinamika és a feszesség alakulása



Megjegyzés: A feszességi mutató a versenyszféra üres álláshelyek a munkanélküliek százalékában.

Forrás: KSH, MNB számítás

foglalkoztatottak átlagosan ledolgozott munkaórája a Covid-válság idején tapasztalt historikusan alacsony szinten áll.

A munkaerőpiaci aktivitás mérséklődött éves alapon. Augusztus – október átlagában a gazdaságilag aktívak száma 34 ezer fővel csökkent az előző év azonos időszakához képest, ami 0,7 százalékos mérséklődést jelent éves alapon. A munkaképes korú népesség egyidejű csökkenéséből adódóan azonban az aktivitási ráta stabilan a historikus csúcs közelében alakul.

A munkanélküiségi ráta továbbra is alacsony historikus és nemzetközi összevetésben egyaránt. Augusztus – október átlagában a munkanélküliek száma 3 ezer fővel mérséklődött az előző év azonos időszakához képest, a munkanélküliek átlagos száma 223 ezer fő volt, a munkanélküiségi ráta 4,6 százalékon alakult. A szeptemberi adatok alapján a hazai munkanélküiségi ráta a nyolcadik legalacsonyabb uniós összehasonlításban. Régiós összevetésben Csehország és Lengyelország esetében alacsonyabb, míg Romániában és Szlovákiában magasabb a munkanélküiségi ráta, mint hazánkban.

3.3.2. Bérek

A munkaerőpiaci feszesség enyhülésével a bruttó átlagkereset éves dinamikája mérséklődik a versenyszférában és a nemzetgazdaságban egyaránt (3-17. ábra). Szeptemberben a versenyszférában a bruttó átlagkereset 8,8 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, a rendszeres (prémium nélkül számított) bruttó átlagkereset pedig 8,6 százalékkal emelkedett éves alapon. A versenyszféra bruttó átlagkereset éves növekedése az év első kilenc hónapjában átlagosan 8,9 százalékot tett ki, szemben a tavalyi 12 százalékos bérdinamikával. A versenyszférában a bruttó átlagkereset alapján számolt reálkereset szeptemberben 4,2 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, míg az év első kilenc hónapjában átlagosan 4,1 százalékkal nőtt éves alapon. A bruttó átlagkereset a piaci szolgáltató szektorban 8,6, míg a feldolgozóiparban 8,7 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. Az év első kilenc hónapját tekintve a piaci szolgáltató szektor éves bérdinamikája meghaladta a feldolgozóiparét; az előbbi esetében átlagosan 8,9 százalékkal, az utóbbi esetében átlagosan 8,4 százalékkal nőtt a bruttó átlagkereset éves alapon.

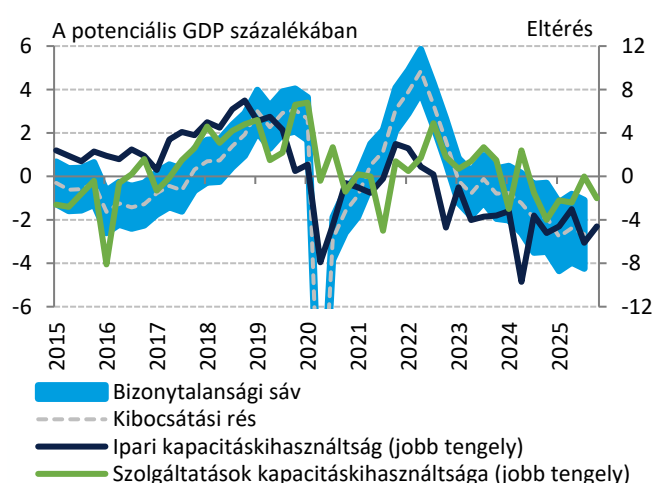
A hazai bérdinamika régiós összehasonlításban élénk. A hazai nominális bérdinamika a legmagasabb a régióban, Magyarországon 9,5 százalékkal, Lengyelországban 7,5 százalékkal, Csehországban 7,1 százalékkal, Szlovákiában 6,2 százalékkal, Romániában 6,1 százalékkal emelkedett a bruttó átlagkereset szeptemberben. A hazai reálbér-emelkedés a

régiós élmezőnyben alakul. Csehországban
 Magyarországhoz hasonlóan 5 százalékkal,
 Lengyelországban 4,5 százalékkal, Szlovákiában 1,5
 százalékkal növekedett, míg Romániában 2,3 százalékkal
 csökkent a bruttó átlagkereset reálértéke szeptemberben.

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

Becslésünk alapján a GDP a potenciális szintje alatt alakult 2025 harmadik negyedévében. A feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága javult, azonban továbbra is elmarad historikus átlagától, csakúgy, mint a következő hónapokra vonatkozó termelési várakozások. A szolgáltató vállalatok kapacitása az előző időszakhoz képest romlott és szintén elmaradt a historikus átlagtól. A konjunktúra dezinflációs hatását befolyásolja a reálgazdaság ciklikus szerkezete. A hazai inflációra a belső, vagyis a 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.

3-18. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv, valamint a szolgáltatások és az ipar kapacitáskihasználtsága



Megjegyzés: A bizonytalansági sáv szélessége 1 szórásnyi terjedelmet fed le. A mezőgazdaság teljesítményétől szűrt kibocsátási rés. A 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 0,6 százalékkal nőtt 2025 harmadik negyedévében az előző év azonos időszakához képest, a megelőző negyedévhez viszonyítva pedig stagnált. A mezőgazdaság teljesítményétől szűrt kibocsátási rés továbbra is negatív tartományban alakult (3-18. ábra). A munkaerőpiaci feszesség oldódása is alátámasztja a gazdaság negatív ciklikus helyzetét. A külső kereslet alakulásának szempontjából bizonytalanságot jelent az elhúzódnan gyenge európai konjunktúra. A külső kibocsátási rés szintén negatív tartományban alakult, amely hatással van a hazai ciklikus pozícióra.

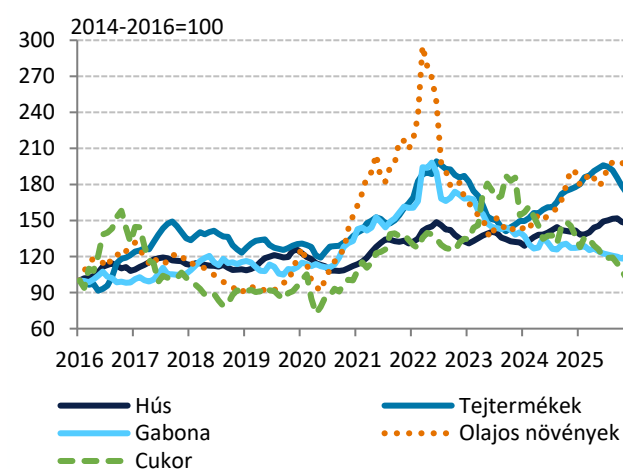
A konjunktúra dezinflációs hatását befolyásolja a reálgazdaság ciklikus szerkezete. A hazai inflációra a belső, vagyis a lakossági fogyasztói kereslet ciklikus pozíciója hat erőteljesebben. Ezt a lakossági fogyasztási rés ragadja meg, ami becsléseink szerint az élénk fogyasztásbővülés következtében pozitív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

Kérdőíves felmérések alapján a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága és termelési várakozásai is elmaradtak a historikus átlagtól. A feldolgozóipari kapacitáskihasználtság és a következő hónapokra vonatkozó termelési várakozások enyhén javultak a megelőző negyedévhez képest, és mindkét mutató elmarad a historikus átlagától. A szolgáltató vállalatok kapacitása az előző időszakhoz képest romlott és szintén elmaradt a historikus átlagtól.

3.5. Költségek és infláció

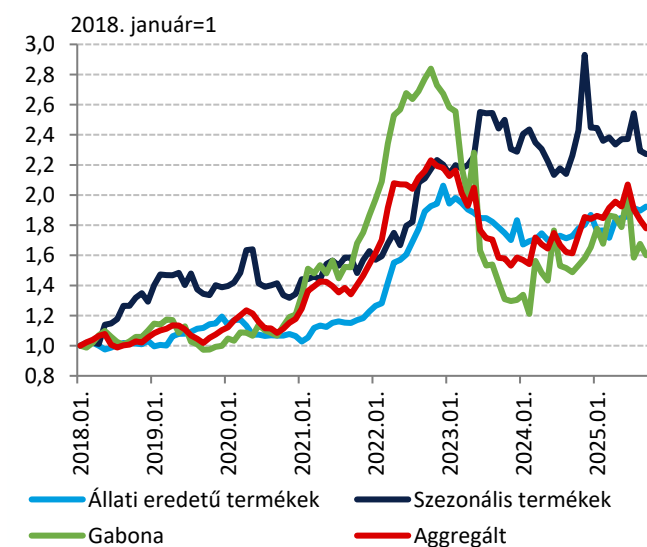
2025 novemberében a fogyasztói árak éves összevetésben 3,8 százalékkal emelkedtek, így egy év után ismét a jegybanki toleranciasávon belül alakult a mutató. Az éves inflációs ráta 0,5 százalékponttal csökkent az előző hónaphoz képest, amit elsősorban az üzemanyagok és a feldolgozatlan élelmiszerek inflációjának csökkenése magyarázott. A maginfláció 0,1 százalékponttal mérséklődött októberhez képest és 4,1 százalékon alakult. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció 3,8 százalékra csökkent. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó, éves bázison számított mutatóink nem változtak érdemben. Havi bázison a teljes fogyasztói kosár és a maginflációs kosár is 0,1 százalékkal drágult. Az előző hónaphoz viszonyított árváltozás mértéke az őszi hónapokban az infláció és a maginfláció esetében is a historikus átlag alatt alakult. A 2024-ben kezdődött élelmiszerár-ciklus véget ért, az őszi hónapokban mérséklődtek a globális élelmiszerárak. Az ipari termelők árak éves bázisú indexe év eleje óta 5,2 százalékponttal mérséklődött, amiben számottevő szerepet játszik a forint idei év eleje óta tapasztalható erősödése.

3-19. ábra: A világgazdasági élelmiszerárak alakulása



Forrás: FAO

3-20. ábra: Mezőgazdasági termelők árak alakulása



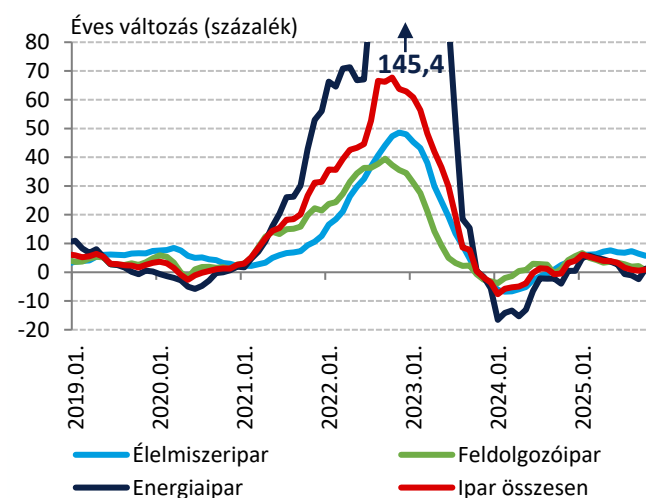
Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján

Forrás: KSH

3.5.1. Termelők árak

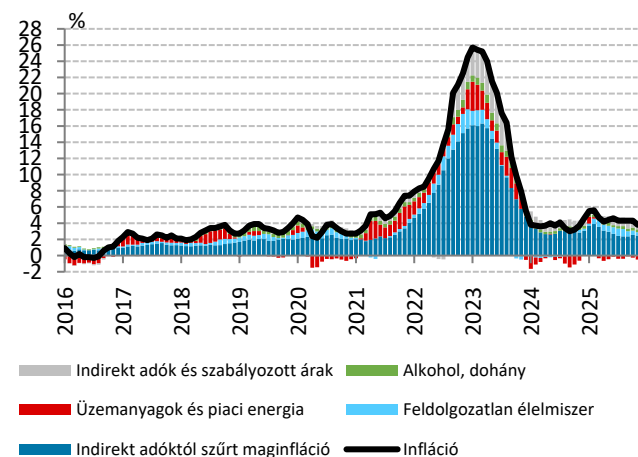
Novemberben 2,1 százalékkal mérséklődtek a világgazdasági élelmiszerárak az előző év azonos időszakához képest. A 2024-ben kezdődött globális élelmiszerár-ciklus véget ért, az őszi hónapokban már folyamatosan csökkentek az árak havi alapon. Novemberben 1,2 százalékkal mérséklődtek az árak az előző hónaphoz képest. A gabona kivételével minden termékcsoportban árcsökkenést figyelhattunk meg havi alapon. A cukor világgazdasági ára éves összevetésben 29,9 százalékkal, havi bázison 5,9 százalékkal mérséklődött. A cukor ára 2020 decembere óta megfigyelt legalacsonyabb árszintet érte el a globális kínálati várakozások emelkedésének köszönhetően. A tejtermékek árai az előző év azonos időszakához viszonyítva 1,7 százalékkal, októberhez képest pedig 3,1 százalékkal mérséklődtek. Az elmúlt másfél év élelmiszerár-ciklusának fontos hajtóereje volt a tejtermékek árának emelkedése, mely júniusban megállt, majd novemberig 11,6 százalékkal mérséklődtek a termékek világgazdasági árai. A tejtermékek közül az összes alindex mérséklődött, az árak csökkenését a bősz európai kínálat és mérsékelt ázsiai és közel-keleti importkereslet egyaránt támogatta. Az olajos növények árai éves alapon 0,6 százalékkal nőttek, míg havi alapon 2,6 százalékkal csökkentek. A havi alapú mérséklődést a pálmá-, repce- és napraforgóolaj-termelés kedvezőbb kínálati kilátásai magyarázták. Az árcsökkenést ugyanakkor részben ellensúlyozta a szójaolaj enyhe áremelkedése, amit a bioüzemanyag-gyártás felől érkező erőteljes kereslet okozott. A húсарak tavaly novemberhez képest 4,9 százalékkal emelkedtek, ugyanakkor októberhez képest 0,8 százalékkal mérséklődtek. A húsook emelkedő ártrendjének fordulóját figyelhattuk meg októberben, az árak csökkenését elsősorban a kínai sertés importvámok szeptemberi bevezetését követően visszaeső kereslet okozta. A gabonafélék árai éves összevetésben 5,3 százalékkal csökkentek, havi bázison pedig 1,8 százalékkal emelkedtek (3-19. ábra).

3-21. ábra: A belföldi értékesítés ipari termelői árának alakulása



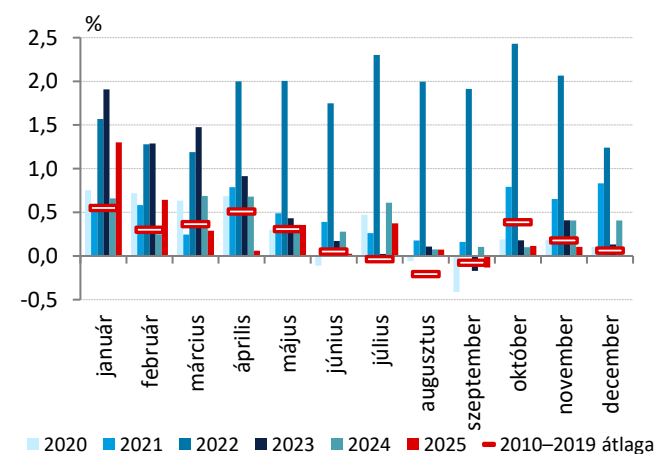
Forrás: KSH

3-22. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: MNB-számítás

3-23. 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

Szeptemberben a hazai mezőgazdasági termelői árak 10,3 százalékkal emelkedtek éves összevetésben. Az utóbbi hónapokban ugyanakkor a világpiaci élelmiszerárakhoz hasonlóan a hazai termelői árak is mérséklődnek havi alapon. Szeptemberben az előző hónaphoz képest 3,1 százalékkal csökkentek az árak, amit főképp a gabonafélék árváltozása magyarázott. A gabona termelői ára 7,6 százalékkal, az állati eredetű termékek ára 11,3 százalékkal, a szezonális termékek termelői árai pedig 0,4 százalékkal emelkedtek egy év alatt (3-20. ábra).

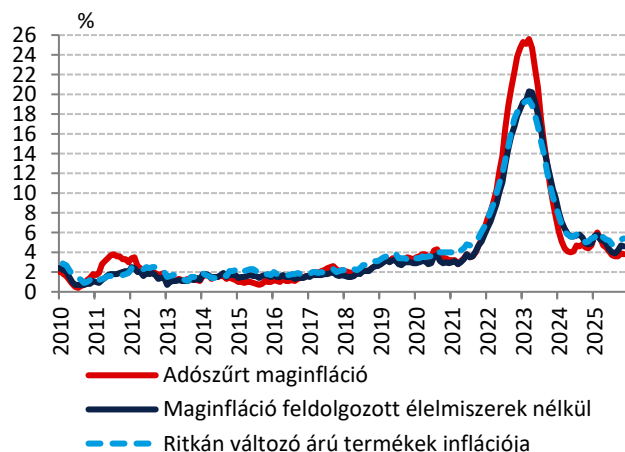
A belföldi értékesítésre szánt ipari termékek termelői árai éves bázison 0,9 százalékkal emelkedtek 2025 októberében (3-21. ábra). Az éves árdinamika 2025 januárja óta 5,2 százalékponttal mérséklődött, amiben számottevő szerepet játszik a forint idei év eleje óta tapasztalható erősödése. A feldolgozóipar belföldi értékesítési árai 0,6 százalékkal emelkedtek az előző év októberéhez viszonyítva, az energiaiparban pedig 1,3 százalékkal nőttek az árak. Az élelmiszeriparban 5,7 százalékkal voltak magasabbak a termelői árak az előző év azonos időszakához képest.

3.5.2. Fogyasztói árak

Éves összevetésben novemberben 3,8 százalékkal nőttek a fogyasztói árak, így egy év után ismét a jegybanki toleranciasávon belül alakult a mutató. A fogyasztóiár-index 0,5 százalékponttal csökkent az előző hónaphoz képest, amit elsősorban az üzemanyagok és a feldolgozatlan élelmiszerek inflációjának csökkenése magyarázott (3-22. ábra). Az ár- és árréskorlátozó intézkedések továbbra is érdemi inflációmérséklő hatással bírtak. Havi alapon a teljes fogyasztói kosár, valamint az üzemanyagok és szabályozott árak nélkül számított kosár ára egyaránt 0,1 százalékkal emelkedett (3-23. ábra). Az alapfolyamatokat jobban tükröző, feldolgozott élelmiszerek nélkül számított maginflációs termékkör ára 0,2 százalékkal nőtt havi összevetésben.

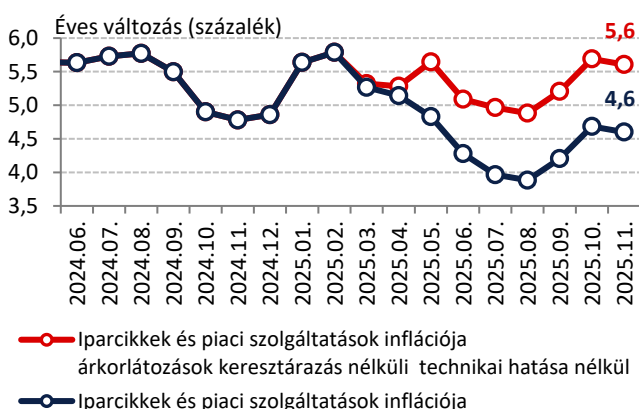
Novemberben a maginfláció 4,1 százalékra, az indirekt adóktól szűrt maginfláció 3,8 százalékra mérséklődött. Az októberihez képest 0,1 százalékponttal alacsonyabb maginfláción belül minden főcsoport esetében mérséklődött az éves bázisú árdinamika. Az ár- és árréskorlátozó intézkedések a teljes infláció mellett a maginflációs mutatót is érdemben mérsékeltek. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó, éves bázison számított mutatóink nem változtak érdemben. A ritkán változó árú termékek inflációja 5,4 százalékon, míg a feldolgozott élelmiszerek nélkül számított maginfláció 4,6 százalékon alakult (3-24. ábra). Az árkorlátozó intézkedések technikai hatásától szűrt, éves bázison számított inflációs alapmutatónk novemberben 5,6 százalékot ért el

3-24. ábra: Az inflációs alapmutatók



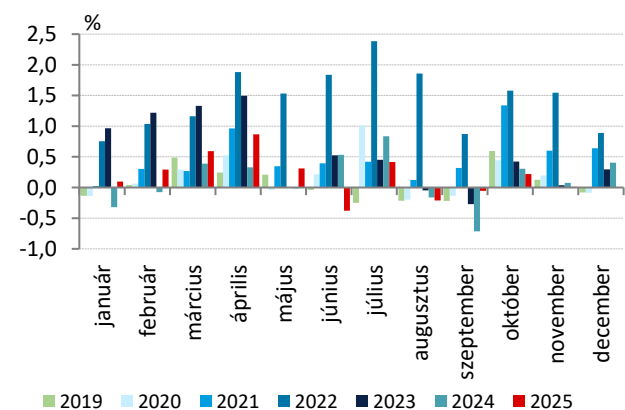
Megjegyzés: A feldolgozott élelmiszerek nélküli maginfláció változatlan tartalom mellett a korábbi keresletérzékeny inflációnak felel meg. Az új elnevezést az indokolja, hogy általánosan ható jelentős költségsokkok időszakában a korábbi elnevezés félreérthető lehet. Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-25. ábra: Iparcikk és piaci szolgáltatások inflációja a tény adatok alapján és az árkorlátozó intézkedések keresztárazás nélküli technikai hatásától szűrve



Megjegyzés: Adóhatástól szűrt adatok alapján. Forrás: MNB

3-26. ábra: Az iparcikk havi árváltozásának alakulása



Forrás: KSH, MNB

(3-25. ábra). Rövidebb bázisú (évesített 3hó/3hó összevetésben számított) mutatóink az infláció esetén csökkentek, a maginfláció esetében pedig emelkedtek. Az előző hónaphoz viszonyított árváltozás mértéke az őszi hónapokban az infláció és a maginfláció esetében is a historikus átlag alatt alakult.

Az iparcikk éves inflációja 2,7 százalékról 2,6 százalékra mérséklődött október és november között. Havi összevetésben a termékcsoport ára nem változott (3-26. ábra) A nem tartós iparcikk ára 0,1 százalékkal csökkent októberhez képest. A tartós iparcikk 0,2 százalékkal drágultak, amit a bútorok árának emelkedése magyarázott.

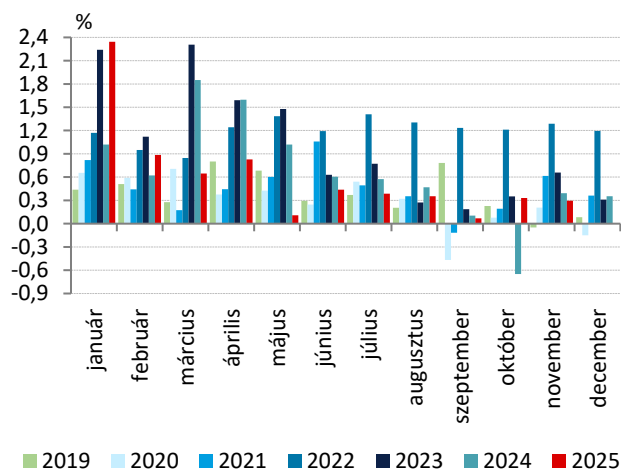
A piaci szolgáltatások éves bázisú árindexe 7,4 százalékról 7,2 százalékra mérséklődött. Havi összevetésben 0,3 százalékkal nőttek az árak, amit elsősorban a vendéglátási szolgáltatások drágulása magyarázott (3-27. ábra).

Az MNB besorolása szerinti élelmiszerek inflációja -0,2 százalék volt. A termékkörön belül a feldolgozatlan élelmiszerek 0,8 százalékkal olcsóbbak lettek, míg a feldolgozott élelmiszerek 0,1 százalékkal drágultak éves összevetésben. A KSH adatközlése szerint 3,2 százalékkal növekedtek az élelmiszerárak, amelybe beletartoznak többek között az éttermi étkezések 8,2 százalékkal emelkedő árai is. Az élelmiszerek éves bázisú inflációját visszafogja a március közepén bevezetett árréskorlátozás. Az élelmiszerek ára havi összevetésben 0,1 százalékkal csökkent. Októberhez képest a feldolgozatlan élelmiszerek 0,2 százalékkal lettek olcsóbbak, amit elsősorban a szezonális élelmiszerek áralakulása magyaráz, de számottevő mértékű árcsökkenés volt tapasztalható a sertéshúsok esetében is. A feldolgozott élelmiszerek ára havi alapon összességében nem változott.

Az üzemanyagok ára éves összevetésben 5,0 százalékkal csökkent. Havi alapon 0,6 százalékkal mérséklődtek az üzemanyagárak, amit a világpiaci olajárak csökkenése magyarázott.

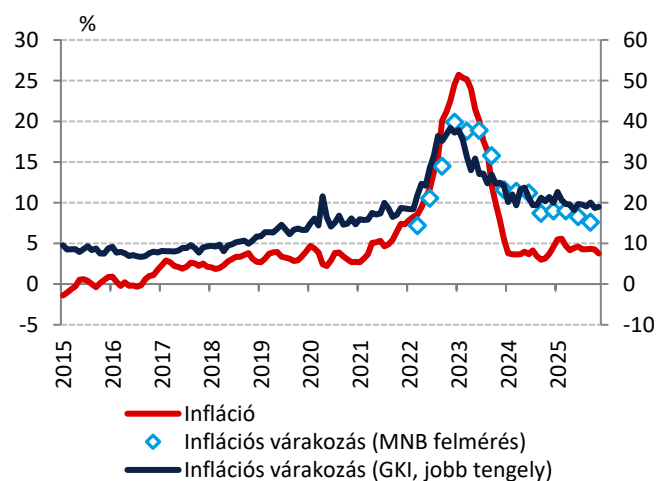
A szabályozott árú termékek és szolgáltatások ára 7,5, ezen belül a vezetékes gáz ára 22,0 százalékkal emelkedett éves bázison. A vezetékes gáz elmúlt 12 havi áremelkedése 0,4 százalékponttal járult hozzá a novemberi inflációhoz. A magasabb átlagos lakossági gázfogyasztás okozta, aminek hatására nőtt a hatósági ár mennyiségi korlátja fölé eső fogyasztás aránya. Az előző hónaphoz képest a szabályozott árak nem változtak, a vezetékes gáz fogyasztói ára 0,4 százalékkal csökkent.

3-27. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása



Forrás: KSH, MNB

3-28. ábra: A lakossági inflációs várakozások alakulása



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

3.5.3. Inflációs várakozások

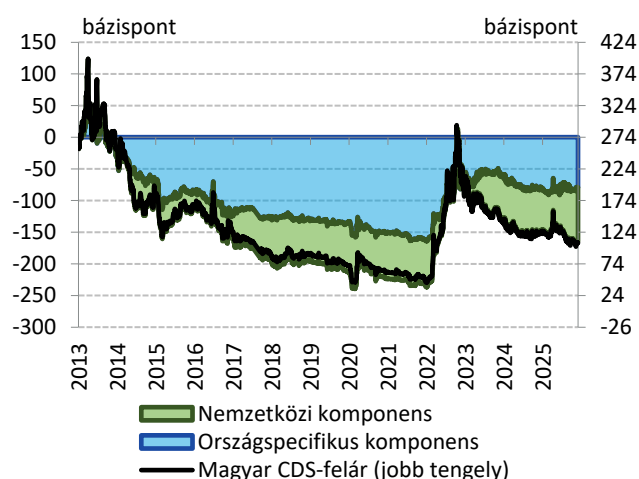
A lakossági inflációs várakozások továbbra is magasabban alakulnak, mint az inflációs cél elérésének időszakában (3-28. ábra). A monetáris politika szempontjából kiemelten követett csoportok, az aktív keresők és a vállalkozók inflációs várakozásai emelkedtek októberről novemberre. A vállalati, rövid távú árvárakozások tekintetében a kiskereskedelmi értékesítési árakra vonatkozó várakozások enyhén emelkedtek, míg a szolgáltatásokra vonatkozó árvárakozások mérséklődtek. Mindkét mutató visszafogott szinten tartózkodott novemberben.

4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt negyedévben összességében enyhén romlott a pénz- és tőkepiaci hangulat. A kínai-amerikai kereskedelmi háború újra kiéleződött, majd a ritkaföldfémek exportjával kapcsolatos megállapodásnak köszönhetően stabilizálódott a helyzet. Az amerikai kormányzati leállás elhúzódása és az amerikai kamatcsökkentési várakozások alakulása negatívan befolyásolta a befektetői hangulatot. Az eszközárak alakulását jellemzően a fejlett piaci jegybankokkal kapcsolatos várakozások és a jegybanki döntéshozói nyilatkozatok mozgatták. A forint az időszak során erősödött, az euróval szemben 1,5 százalékkal, míg a dollárral szemben 0,8 százalékkal.

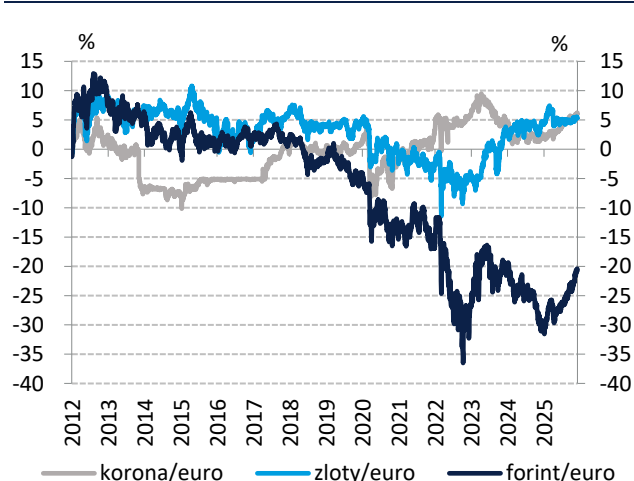
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



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

Forrás: Bloomberg, MNB

4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Bloomberg

4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

Hazánk hitelkockázati felára kismértékben emelkedett az időszak során. Főként a hazai tényezők következtében a felár 107 bázispontra emelkedett (4-1. ábra).

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

A forint az időszak során összességében 1,5 százalékkal erősödött az euróval szemben. A régióban a cseh korona árfolyama nem változott, a lengyel zloty 0,6 százalékkal erősödött, míg a román lej 0,3 százalékkal értékelődött le az euróval szemben (4-2. ábra). A régiós devizák alakulásának hátterében a nemzetközi folyamatok, a beérkezett makrogazdasági adatok, valamint a stabil befektetői bizalom áll. A dollárral szemben a forint 0,8 százalékkal erősödött, míg a lengyel zloty 0,3 százalékkal, a cseh korona 0,9 százalékkal, a román lej 1,1 százalékkal gyengült.

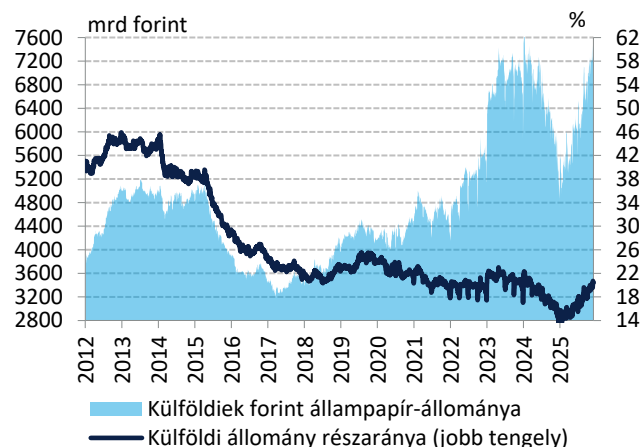
4.1.3. Állampapírpia és hozamalakulás

Az elmúlt negyedév során tovább emelkedett a külföldiek állampapír-állománya (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya 761 milliárd forinttal 7414 milliárd forintra nőtt az időszak során. A forint állampapírokon belüli részarány enyhén emelkedett az elmúlt negyedévben, így 20,4 százalékos szinten alakul.

Az elmúlt időszak során a meghirdetettnél nagyobb mennyiségben fogadott el az ÁKK ajánlatokat az államkötvény aukciókon, mivel a kereslet az előző negyedévhez képest emelkedett és mintegy négyszerese volt a felkínált mennyiségnek. Az elmúlt negyedévben a DKJ és kötvény aukciók jellemzően emelkedtek a hozamok. A háromhónapos DKJ aukció esetében 9 bázisponttal, míg a tízéves kötvény aukció esetében 8 bázisponttal kerültek feljebb az átlaghozamok.

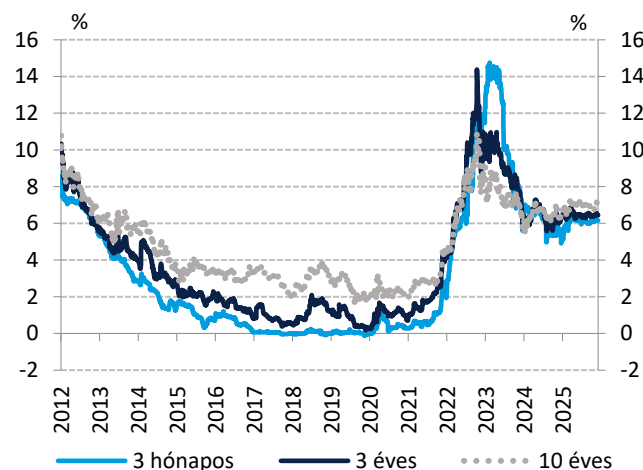
Az állampapír-piaci hozamgörbe rövid szakaszán emelkedtek, a középső szakaszán csökkentek a hozamok, míg a hosszú szakaszon minimális hozamemelkedés ment végbe (4-4. ábra). Összességében az öt éves hozam 17 bázisponttal mérséklődött, míg a tízéves hozam

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



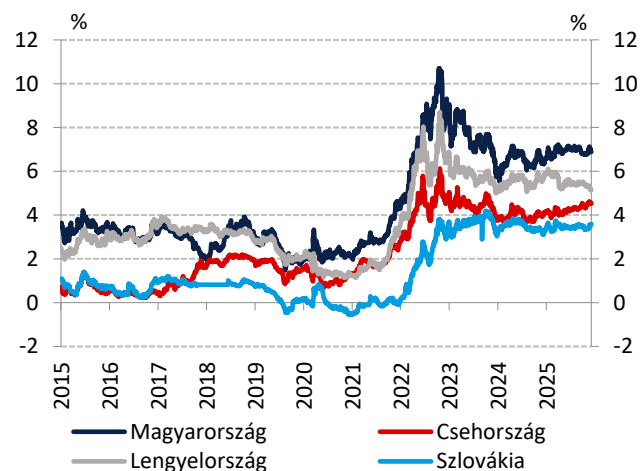
Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja. Forrás: MNB

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

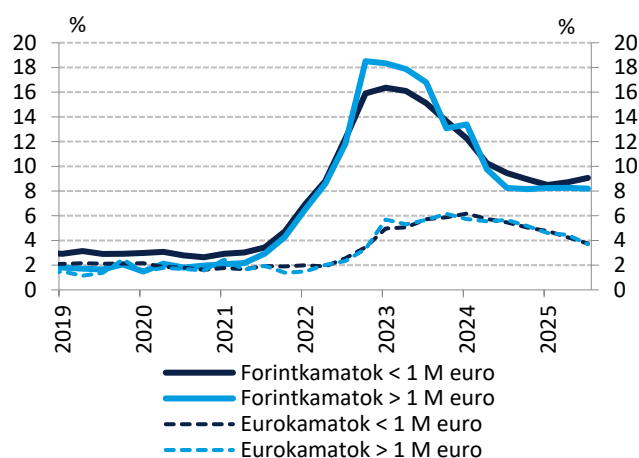
1 bázisponttal került feljebb. A bankközi hozamok közül a három hónapos BUBOR változatlanul 6,5 százalékon alakul.

A régióban a hosszú referenciahozamok vegyesen alakultak az elmúlt negyedév során (4-5. ábra). A tízéves lengyel hozam 36 bázisponttal, a román 39 bázisponttal csökkent, míg a cseh 11 bázisponttal, a szlovák 8 bázisponttal emelkedett.

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

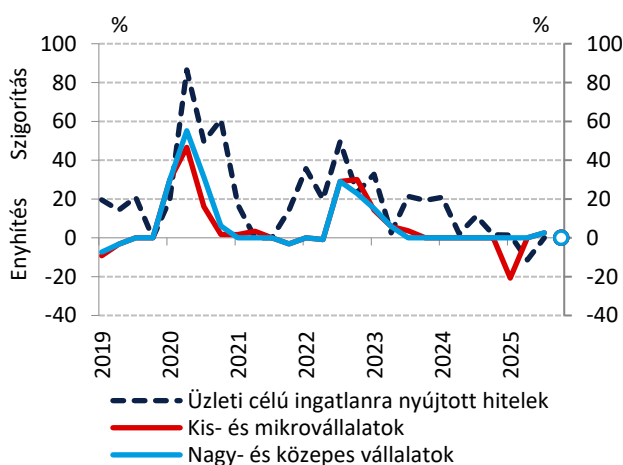
A bankszektor hitelezési képessége a likviditási- és tőkehelyzet alapján továbbra is magas szinten alakul. Az MNB Hitelezési felmérése alapján a bankok lényegében nem változtattak a vállalati hitelek feltételein, és ezeken 2025 negyedik és 2026 első negyedévében sem szándékoznak módosítani. A harmadik negyedévben a bankok mintegy harmada a vállalati hitelek iránti kereslet csökkenését tapasztalta, de előretekintve a bankok bő tizede keresletélénkülést valószínűsít a készlet- és követelésállomány finanszírozási szükségletek emelkedése és a Széchenyi Kártya Program kamatainak október eleji csökkenése miatt. 2025 harmadik negyedévében a vállalati euróhitelek kamatainak csökkenése tovább folytatódott, míg a forintbitelek kamata nem változott. A harmadik negyedévben a bankok változatlanul hagyták a hitelfeltételeket a lakáscélú hiteleknel, míg egyötödük a fogyasztási hiteleknel enyhítette azokat. A lakáshitelek esetében a harmadik negyedévben tapasztalt élénkülő kereslet további erősödésére számítanak a bankok az Otthon Start Program révén, emellett a fogyasztási hitelezésben is folytatódó keresletélénkülést várnak. A lakáshitelek állami támogatást is tartalmazó átlagos teljes hitelköltsége enyhén emelkedett, míg az ügyfelek által fizetendő kezdeti átlagos kamat csökkent az Otthon Start Program elindulása miatt. A személyi hitelek esetében mérséklődött az átlagos hitelköltség a negyedév során.

4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába



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

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



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

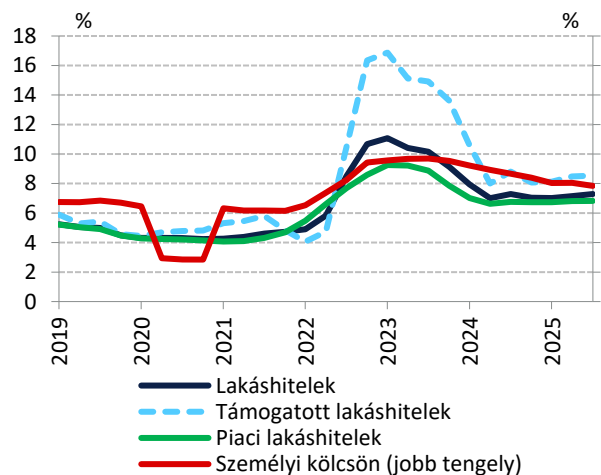
Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

2025 harmadik negyedévében a vállalati euróhitelek átlagos kamatlábának csökkenése tovább folytatódott, míg a forintbitelek kamata nem változott. Az előző negyedévhez képest az újonnan szerződött, legfeljebb 1 éves kamatperiódusú, döntő részben piaci alapon kötött vállalati forintbitel-szerződések átlagos kamatszintje – a pénzpiaci ügyletek kiszűrésével – a kisösszegű hitelek esetében 0,3 százalékponttal emelkedett, míg a nagyösszegű hitelek esetében 0,1 százalékponttal mérséklődött. A megkötött vállalati forintbitelek átlagos kamatlába összességében nem változott, és 8,3 százalék volt a harmadik negyedév egészében (4-6. ábra). A kisösszegű euróhitelek kamatszintje 0,5 százalékponttal, a nagyösszegűeké 0,8 százalékponttal mérséklődött a negyedév során. Ennek eredményeképpen a harmadik negyedévben a vállalati euróhitelek átlagos finanszírozási költsége 0,8 százalékponttal 3,7 százalékra csökkent 2025 második negyedévéhez képest.

2025 harmadik negyedévében a bankok lényegében változatlan hitelfeltételek mellett a vállalati hitelkereslet csökkenését tapasztalták. A negyedév során a bankok zöme egyik vállalatméret szerinti kategóriában sem változtatott a feltételeken, és 2025 negyedik és 2026 első negyedévére előretekintve egyik bank sem tervez változtatni a hitelhez jutás feltételein. A bankrendszer hitelezési képessége a likviditási- és tőkehelyzetük alapján továbbra is magas szinten alakul. Az üzleti célú ingatlanbitelek feltételein a bankok a harmadik negyedévben összességében nem változtattak, az irodaházak esetében azonban a válaszadók 11 százaléka szigorított a sztenderdeken. 2025 negyedik és 2026 első negyedévében a válaszadók 27 százaléka egyedül az irodaházak esetében szigorítana a hitelhez jutás feltételein az iparágat érintő kihívások miatt (4-7. ábra).

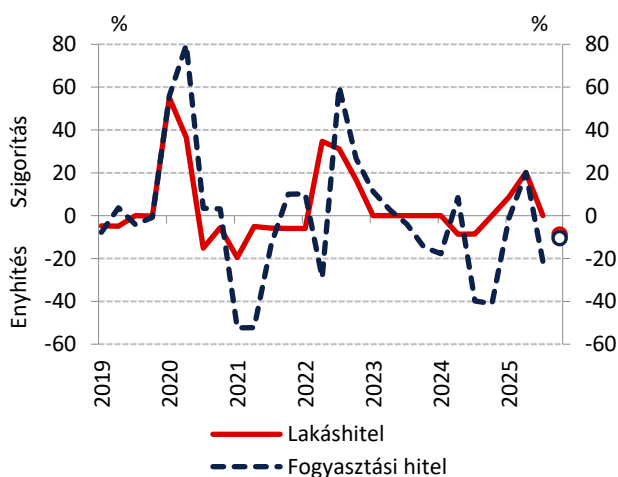
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



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

Forrás: MNB

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



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

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

A megkérdezett bankok nettó 31 százaléka a vállalati hitelkereslet csökkenését tapasztalta 2025 harmadik negyedévében. A visszaesés általánosan jellemző volt devizális bontásban, valamint futamidő és vállalatméret szerint is, amelyet a bankok a vállalkozások visszafogott beruházási szándékaival magyaráztak. A következő fél évre előretekintve a bankok 12 százaléka összességében a készlet- és követelésállomány finanszírozási szükségletek emelkedése és a Széchenyi Kártya Program kamatainak október eleji csökkenése miatt élénkülésre számít a vállalati hitelkeresletben.

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A lakáshitelek átlagos hitelköltség mutatója enyhén emelkedett a negyedév során. A 2025 harmadik negyedévében megkötött lakáscélú hitelszerződések átlagos THM-szintje 7,3 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 előbbi esetében stagnálást, utóbbinál 0,1 százalékpontos emelkedést jelent a második negyedévhez képest (4-8. ábra). Ezzel szemben az ügyfelek által fizetendő kezdeti átlagos kamat mérséklődött a harmadik negyedévben az Otthon Start Program elindulása miatt. A személyi kölcsönök átlagos THM-szintje a második negyedévhez képest 0,4 százalékponttal csökkent, 15,7 százalékot tett ki a vizsgált negyedévben.

2025 harmadik negyedévében a bankok nem változtattak a háztartási lakáshitelek feltételein, de emelkedő hitelkeresletről számoltak be. A lakáshitelek esetében nem változtak a hitelezési sztenderdek, a fogyasztási hiteleknel a válaszadó bankok egyötöde jelzett lazítást a hitelfeltételekben a negyedévben (4-9. ábra). A következő félévben a lakáspiaci folyamatok és a gazdasági kilátások várható alakulása, valamint az Otthon Start Program indulásával kapcsolatos piaci verseny fokozódása és a piaci részesedés növelése céljából összességében a bankok 9 százaléka enyhítene a lakáshitelek sztenderdjein. A fogyasztási hiteleknel 11 százalékuk lazítana a hitelfeltételeken a felárak további csökkentésével és az elvárt hitelképeségi sztenderdek enyhítésével a következő félévben. A harmadik negyedévben a bankok 60 százaléka növekvő hitelkeresletet tapasztalt a lakáshitelek piacán, és előretekintve nettó 66 százalékuk további keresletélénkülésre számít az Otthon Start hitelprogram hatására. A fogyasztási szegmensben a megkérdezett intézmények nettó 38 százaléka a kereslet további erősödését tapasztalta, melyen belül a

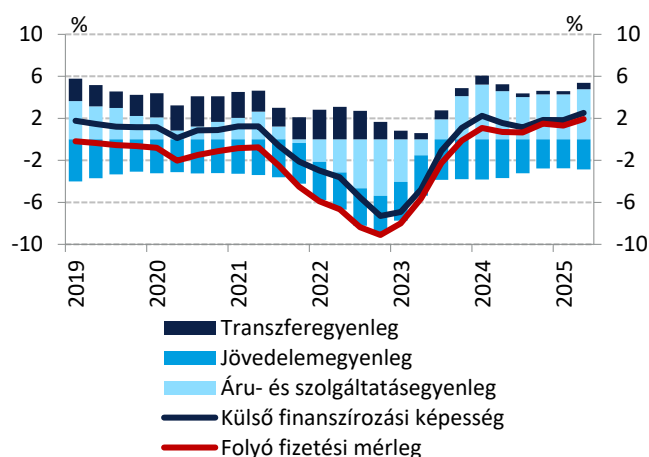
gépjárműfinanszírozás élénküléséről nettó 88 százalékkal számolt be. 2025 negyedik és 2026 első negyedévére előretekintve a bankok 19 százaléka a fogyasztási hitelek iránti kereslet folytatódó bővülésére számít.

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

2025 második negyedévében a folyó fizetési mérleg többlete tovább emelkedett. A külső egyensúlyi pozíció javulása főként a külkereskedelmi egyenleghez köthető, miközben a transferegényleg a visszafogott uniós forrásbeáramlás miatt csak kisebb mértékben járult hozzá. A finanszírozási oldalon a szezonálisan jellemző nettó közvetlentőke-kiáramlással párhuzamosan emelkedett a nettó külső adósság. 2025 második negyedévében a bruttó külső adósság a GDP 64 százalékát, a nettó mutató pedig mintegy 11 százalékát tette ki. Az előzetes havi adatok alapján a folyó fizetési mérleg többlete a harmadik negyedévben enyhén tovább emelkedett, ami mellett jelentős mértékű nettó FDI-beáramlás valósult meg.

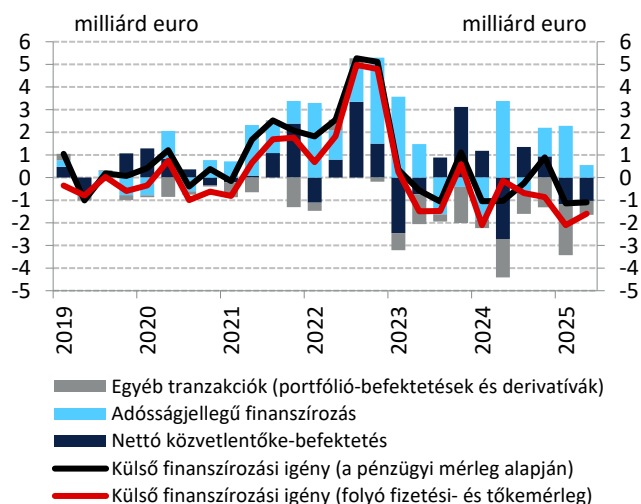
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

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

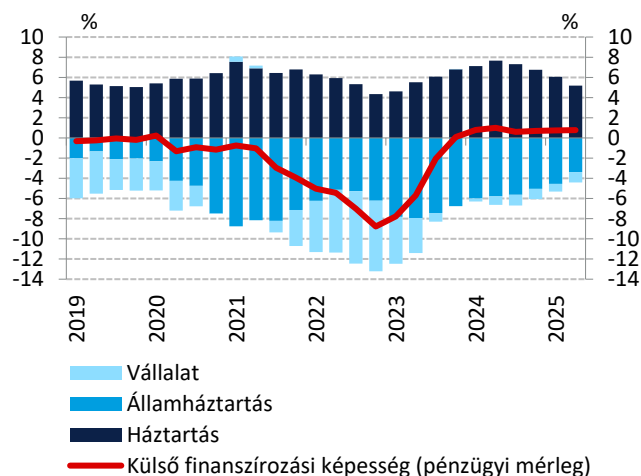
5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

2025 második negyedévében a folyó fizetési mérleg egyenlege emelkedett (5-1. ábra). A folyó fizetési mérleg négy negyedéves GDP-arányos egyenlege – a belföldi felhasználás visszafogott növekedésével összhangban – 1,9 százalékra növekedett. A pozitív változás elsősorban a külkereskedelmi egyenleg, azon belül pedig főként az energia nélküli áruegyenleg és a szolgáltatás-egényleg emelkedéséből származott. A külkereskedelem bruttó szárai éves szinten hasonló enyhe volumencsökkenést mutattak, azonban a negyedév során a cserearány-változás az exportárak növekedése miatt kedvezően alakult. A transferegényleg az EU-forrásfelhasználás emelkedésével összefüggésben nőtt, de utóbbi továbbra is alacsony szinten maradt. A második negyedévben a jövedelemegényleg GDP-arányos hiánya enyhén emelkedett. Az előzetes havi adatok alapján a harmadik negyedévben is folytatódott a külső pozíció emelkedése, ami mögött főként a külkereskedelmi egyenleg – azon belül pedig az energiaegényleg – további javulása állt.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

2025 második negyedévében a külső finanszírozási képesség úgy alakult ki, hogy a nem adósságjellegű források kiáramlása mellett nőtt az adósságjellegű források (5-2. ábra). A nettó közvetlentőke befektetések szezonálisan jellemző csökkenését elsősorban a Magyarországon jelenlevő FDI megszavazott osztalékai magyarázzák. A portfólió-befektetéseken belül szereplő részvény és befektetési jegyeknél a rezidens befektetők külföldi vásárlását részben ellensúlyozta a külföldiek magyarországi vásárlása. A külső adósságjellegű források nettó beáramlása a vállalatokhoz kötődött. 2025 harmadik negyedévében az előzetes havi adatok szerint jelentős volt a nettó FDI-beáramlás, miközben az adósságjellegű forrásokon és a portfólió-befektetéseken forráskiáramlás történt.

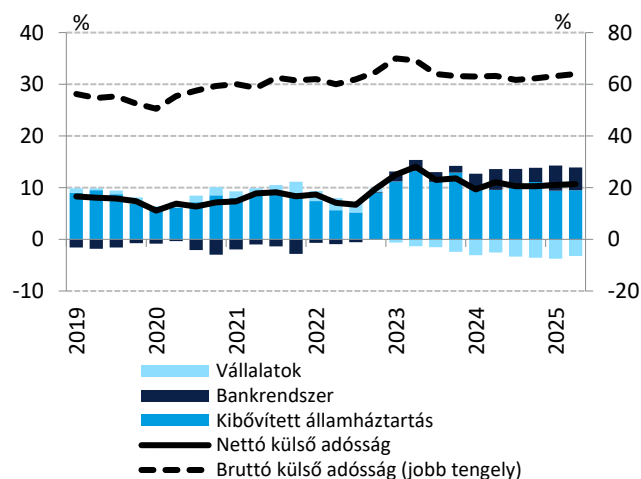
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint



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 hitelek kizárását az idősből.

Forrás: MNB

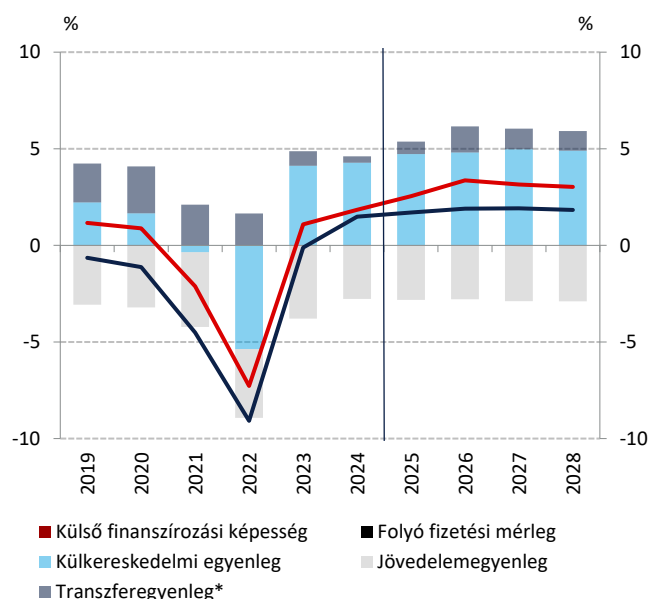
2025 második negyedében a magánszektor mérséklődő nettó pénzügyi megtakarításának hatását ellensúlyozta az államháztartás hiányának csökkenése (5-3. ábra). Az állam finanszírozási igénye a magasabb GDP-arányos adóbevételek és alacsonyabb kiadások miatt csökkent. A háztartások fogyasztásának növekedése folytatódott, ami ugyan kedvezően hatott az állami adóbevételekre, de a korábbiaknál lassabb reálkereset növekedés mellett tovább mérsékelte a lakosság nettó pénzügyi megtakarítását. A vállalati szektor finanszírozási igénye enyhén emelkedett, amit elsősorban a visszafogott export mellett tovább mérséklődő működési eredmény magyaráz, miközben folytatódott a beruházások csökkenése. Az előzetes adatok szerint, 2025 harmadik negyedében a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása tovább csökkent, míg az állam finanszírozási igénye nőtt.

2025 második negyedében a gazdaság nettó külső adóssága a GDP 11 százaléka körül alakult (5-4. ábra). A negyedév során a nettó külső adósság enyhén emelkedett, ami főként a vállalati szektor nettó követelés pozíciójának mérséklődéséből származott. Az MNB-vel konszolidált államháztartás külső adóssága is enyhén növekedett, míg a bankszektor nettó külső adóssága mérséklődött. A második negyedévben a nettó külső adósságot növelő tranzakciók hatását részben enyhítette a nominális GDP növekedés hatása. Eközben az ország bruttó külső adóssága a GDP 64 százalékára emelkedett az állam jelentős júniusi devizakötvény-kibocsátásával összefüggésben.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A folyó fizetési mérleg többlete 2025-ben enyhén tovább emelkedik és az előrejelzési horizonton stabilan magas szinten alakul. 2025-ben a külkereskedelmi többlet a kedvező cserearány-változás hatására növekszik, majd 2026-tól az energiaegyenleg javulása és az exportnövekedés fokozatos visszatérése mellett enyhén tovább bővül, miközben a vállalati profitok növekedésével a jövedelemegyenleg hiánya is kissé emelkedik. A szektorok finanszírozási folyamatai alapján a kedvező külső egyensúlyi pozíciót a magánszektor továbbra is magas pénzügyi megtakarítása biztosítja, miközben az államháztartási hiány tartósan magas marad.

5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



Megjegyzés: A GDP százalékában. * A viszonyzatlan folyó átutalások és a tökemérleg egyenlegének összege.

Forrás: MNB

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

	2024	2025	2026	2027	2028
Áruegyenleg	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2
Energiaegyenleg	-3,5	-3,1	-2,8	-2,7	-2,7
Egyéb	2,9	2,8	2,6	2,6	2,5
Szolgáltatasegyenleg	4,9	5,0	5,0	5,1	5,1
Külkereskedelmi egyenleg	4,3	4,7	4,8	5,0	4,9

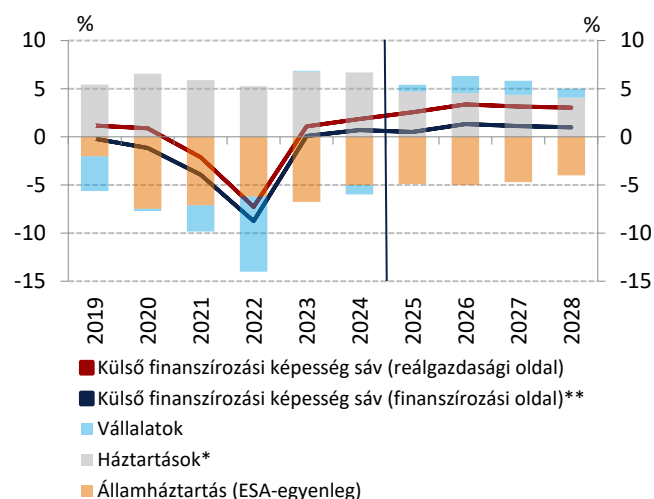
Forrás: KSH, MNB

A folyó fizetési mérleg többlete az idei emelkedést követően 2026-tól tartósan magas szinten alakul (5-5. ábra). 2025-ben a folyó fizetési mérleg egyenlege tovább emelkedik, majd az előrejelzési horizonton tartósan magas szinten marad. A külkereskedelmi többlet a 2025-ös kedvező cserearány-változás miatti emelkedése után a következő években is enyhén tovább bővül. Az élénkülő export mellett javuló vállalati működési eredménynek jövedelemegyenlegre gyakorolt negatív hatását csak részben ellensúlyozza a kamatkiadások csökkenése, így az előrejelzési horizonton a jövedelemegyenleg hiánya enyhén emelkedik. A folyó fizetési mérleg többlete a teljes előrejelzési horizonton a GDP 2 százaléka körül alakul, ami a 2024-2025-re jellemző szintnél magasabb EU-transzfer felhasználás mellett jelentős külső finanszírozási képességgel jár majd együtt.

A külkereskedelmi egyenleg többlete 2025-ben számottevően, majd 2026-tól enyhén emelkedik. Az energiaegyenleg hiánya idén és jövőre – az energiaárak alakulásával összefüggésben – jelentősen mérséklődik, majd alacsony szinten stabilizálódik. 2025-ben az egyéb áruegyenleg az alacsonyabb beruházások és a gyengélkedő export mellett szinten maradt. 2026-ban a fogyasztás és a beruházás élénkülése növeli az importot, míg a javuló külső környezet és kapacitáskihasználtság az export fokozódó bővülésével jár együtt. A kivitel és a behozatal 2027-től hasonló ütemben bővül, így az egyéb áruegyenleg szintje érdemben nem változik. A szolgáltatasegyenleg többlete a turizmus élénküléséhez köthetően az előrejelzési időszakban fokozatosan a GDP 5 százaléka fölé emelkedhet (5-1. táblázat).

A szektorok finanszírozási folyamatai alapján az 5 százalék körüli költségvetési hiány lassú mérséklődése mellett a magánszektor nettó pénzügyi megtakarítása is magas marad (5-7. ábra). Prognózisunk szerint a bejelentett költségvetési intézkedések, az új hiánycélok és az MNB makropályája alapján 2025-ben és 2026-ban is lényegében stagnálhat a hiány és csak 2027-ben kezdődhet meg a korábban várt deficitcsökkenés. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása idén a fogyasztás-növekedés, a korábbiaknál lassabb reálbér-dinamika és alacsonyabb foglalkoztatás mellett csökken, majd 2026-tól a fogyasztás

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

bővülésével enyhén tovább mérséklődik. A beruházások alacsony szintje, a vállalati jövedelmek növekedése és a magasabb EU-transzfer felhasználás mellett a vállalati szektor finanszírozási képessége 2026-ig enyhén emelkedik, majd az előrejelzési horizont második felében csökken.

5.3. Költségvetési folyamatok

A költségvetés GDP-arányos hiánya a makrogazdasági folyamatok alakulása és a költségvetési kontroll függvényében előrejelzésünk szerint 2025-ben 4,7-5,0 százalék, 2026-ban pedig 4,7-5,2 százalék lehet. A 2025. évi költségvetési törvényben elfogadott 3,7 százalékos hiánycélt a kormányzat először 4,1, majd 4,3 százalékra emelte, ezt követően 2025. novemberében a kormányzati hiányvárakozás 5,0 százalékra növekedett, és a 2026. évi cél is a GDP 5,0 százalékára emelkedett. A korábbinál magasabb hiánypályához a bejelentett intézkedések és a hiánycél megemelése mellett a korábban vártnál alacsonyabb gazdasági növekedés is hozzájárul. 2027-től mérséklődő pályára állhat az államadósság és a horizont végére a GDP 72 százaléka közelébe csökkenhet.

5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

	2024	2025	2026	2027	2028
ESA-egyenleg	-5,0	(-5,0) - (-4,7)	(-5,2) - (-4,7)	(-4,9) - (-4,4)	(-4,2) - (-3,7)
Elsődleges ESA-egyenleg (pontbecslés)	-0,1	-0,8	-1,1	-1,2	-0,8
Bruttó kamatkiadások	4,9	4,1	3,9	3,5	3,2

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

Forrás: MNB

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók

A Kormány 2025 novemberében bejelentett intézkedései és az azokhoz kapcsolódó hiánycélok alapján idén és jövőre is stagnálhat a deficit. Az államháztartás GDP-arányos eredményszemléletű hiánya előrejelzésünk szerint 2025-ben 4,7-5,0 százalék és 2026-ban 4,7-5,2 százalék lehet, míg 2027-ben 4,4-4,9 százalékot, 2028-ban pedig 3,7-4,2 százalékot tehet ki a deficit (5-2. táblázat). A kamatkiadások mérséklődését a 2025 novemberében bejelentett intézkedések és a makrogazdasági folyamatok költségvetési hatásai ellensúlyozzák, így a hiány korábban várt csökkenése az előrejelzési horizont második felére tolódhat. A prognózisunk szerint a deficit a bruttó állami kamatkiadások csökkenése ellenére stagnálhat 2026-ig, így az elsődleges egyenleg az előrejelzési horizonton -1 százalék körül alakulhat (5-7. ábra).

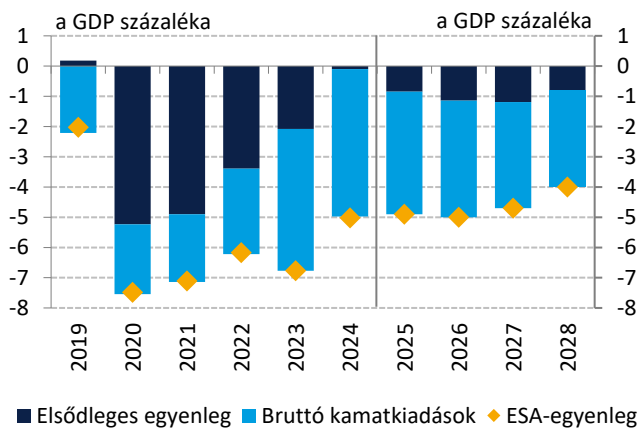
Szeptemberi előrejelzésünkhöz képest az újonnan bejelentett kormányzati intézkedések közül a legjelentősebbek a kulturális és szociális ágazati béremelés, a 14. havi nyugdíj egy heti összegének kifizetése, a 11 pontos vállalkozói intézkedéscsomag, valamint a banki extraprofit-adó emelése, a reklámadó bevezetése és az általános tartalékok zárolása voltak.

5.3.2. A 2025. évi egyenleg

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

Az MNB által közölt előzetes pénzügyi számla államháztartási adatai alapján a harmadik negyedéves eredményszemléletű hiány a negyedéves GDP 4,5 százalékát tette ki (5-8. ábra). A költségvetés pénzforgalmi hiánya november végén 4070 milliárd forint volt, ami a törvényi előírányzatban szereplő 4123 milliárd forintos pénzforgalmi cél 99 százaléka, míg a kormányzati várakozásban szereplő 5055 milliárd forintos kormányzati pénzforgalmi hiányelőrejelzés 81 százalékának felel meg.

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



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

Forrás: KSH, MNB

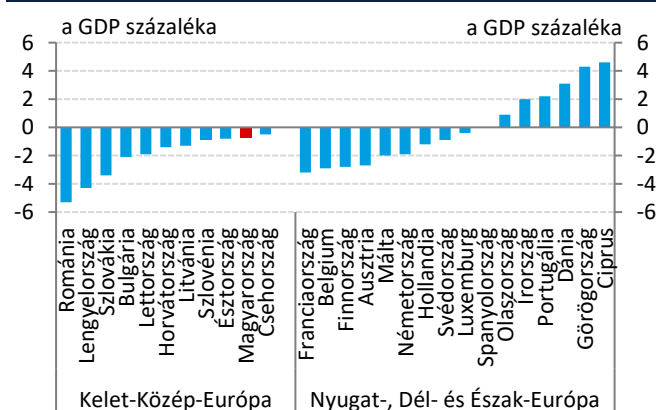
5-8. ábra: A kormányzati szektor negyedéves eredményszemléletű egyenlege



Megjegyzés: A 2025. harmadik negyedéves adat az államháztartás nettó finanszírozási képességét mutatja az MNB által publikált előzetes pénzügyi számlák alapján.

Forrás: KSH, MNB

5-9. ábra: Az elsődleges egyenleg alakulása EU-s összevetésben 2025-ben



Megjegyzés: Magyarország esetében az MNB előrejelzés sávközepe szerepel, míg a többi országra az Európai Bizottság várakozása.

Forrás: MNB, Ameco

2025 őszén több költségvetési intézkedés is elindult.

A nyugdíjasok, valamint a más nyugdíjszerű ellátásban részesülők egyszeri, 30 ezer forint értékű étel- és lakástámogatásban részesültek. A területi közigazgatásban dolgozók bére 2025. szeptember 1-jétől 15 százalékkal emelkedett. 2025 szeptember 1-től bevezetésre került az Otthon Start Program, amelynek keretében fix 3 százalékos kamattal 50 millió forintot lehet felvenni. 2025 októberétől a 3 gyermeket nevelő édesanyók a munkájukkal megszerzett jövedelmeik vonatkozásában élethosszig tartóan személyi jövedelemadó mentessé váltak.

A magyar elsődleges deficit a régiós és az uniós átlag alatt alakulhat, és a régióban az egyik legkedvezőbb lehet 2025-ben. Magyarországon a GDP arányos elsődleges hiány 1 százalék körül alakulhat 2025-ben és 2026-ban, amely mintegy 1 százalékponttal kedvezőbb a 2,1 százalékos régiós átlagnál (5-9. ábra).

5.3.3. A 2026. évi egyenleg

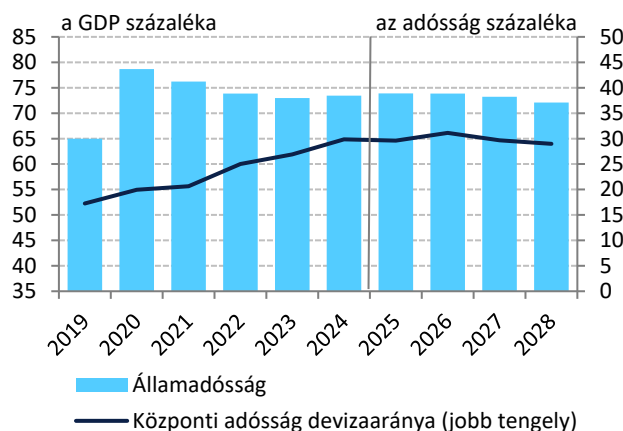
Előrejelzésünk szerint az eredményszemléletű hiány 2026-ban is a GDP 4,7 és 5,2 százaléka közötti sávban alakulhat. A Nemzetgazdasági Minisztérium novemberben új költségvetési intézkedéseket jelentett be 2026-ra vonatkozóan, melyek következtében a hiánycél és prognózisunk is emelkedett. A jövő évi kormányzati hiánycél a korábbi 2,9 százalékról 3,7, majd 4,0 százalékra módosult, végül 2025 novemberében a GDP 5,0 százalékára emelkedett.

A bejelentett intézkedések közül a kiadási oldalon legjelentősebbek a 14. havi nyugdíj bevezetése, a kulturális és szociális ágazati béremelés, valamint a 11 pontos vállalkozásokat támogató intézkedéscsomag. Ezek költségvetési hatása becsléseink szerint összesen a GDP 0,4 százalékát teszi ki 2026-ban. A magasabb kiadásokat részben ellensúlyozza a banki extraprofit-adó emelése, valamint az általános tartalékok zárolása.

A nyugdíjasok számára juttatott étel- és lakástámogatás 2025-ös kifizetését követően 2026-tól kezdődően lépcsőzetesen kerül bevezetésre a 14. havi nyugdíj. 2026-ban a 14. havi nyugdíj egyheti összege kerül kifizetésre a nyugdíjasok széles köre számára. A novemberi bejelentések alapján a teljes egyhavi összeget 2030-ig kell elérnie a juttatás összegének. A kormányzati inflációs előrejelzés 3,6 százalékkal számol 2026-ra, aminek következtében januárban ennyivel fognak emelkedni a nyugdíjak.

A Kormány novemberben bejelentette a vállalati adó- és adminisztratív terhek csökkentését célzó intézkedéseit, amelyek a GDP 0,1 százalékaival növelhetik a költségvetési

5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása



Forrás: MNB, ÁKK

hiányt. Az intézkedéscsomag 11 szabályváltozást tartalmaz, amelyek közül 4 kifejezetten a KKV-szektorra vonatkozó adócsökkentés, 4 olyan általános adóváltoztatás, amely a szélesebb körű hatása mellett a KKV-szektorra is érinti. A fennmaradó 3 intézkedés a kis- és középvállalatok adminisztrációs költségeinek csökkentésére irányul.

A Kormány 2026-ban a Gazdaságfejlesztési Keret által biztosított kiadási mozgásteret 860 milliárd forintban határozta meg. A 2026. évi költségvetési tartalékok között szereplő Védelmi tartalékot júliusban nevezték át Gazdaságfejlesztési Keretre. A keret lehetőséget teremt arra, hogy a nemzeti mentesítési záradék érvényesítése miatt rendelkezésre álló többletforrások a költségvetési törvényben nem szereplő célokra is elköltésre kerülhessenek. A Gazdaságfejlesztési Keret felhasználása nem veszélyeztetheti az államadósság csökkentését és az uniós nettó kiadásokra vonatkozó szabály teljesülését.

5.3.4. A 2027. és 2028. évi egyenleg

Technikai előrejelzésünkben 2027-re 4,4-4,9 százalékos, 2028-ra pedig 3,7-4,2 százalékos deficitet számolunk. A horizont végére a kamatkidadások fokozatos csökkenésével, valamint a gazdasági növekedés gyorsulásával ismét csökkenő pályára állhat a hiány.

5.3.5. Az alappályát övező kockázatok

Az uniós források elérhetőségének korlátozása erősödő kockázatot jelent a költségvetési folyamatok szempontjából. Magyarország továbbra sem fér hozzá a Helyreállítási és Ellenállóképességi Eszköz (RRF) forráskeretéhez, melyhez kifizetési igényeket a jelenlegi előírások szerint csak a 2026. augusztus végéig megvalósított mérföldkövekre lehet benyújtani.

5.3.6. Az adósságpálya várható alakulása

Az előzetes adatok alapján 2025 harmadik negyedévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 75,1 százalék volt. Az adósságráta 1,6 százalékponttal emelkedett a 2024. év végi értékről, míg 1,1 százalékponttal csökkent a 2025. második negyedév végi színtről. A harmadik negyedéves értékhez képest az adósságráta csökkenését támogatja a devizaadósság ártértékelődése, valamint az is, hogy a nettó kibocsátás alacsony lehet az idei negyedik negyedévben.

Az államadósság 2025. és 2026. évi csökkenését a magas pénzforgalmi hiány mellett a visszafogott gazdasági bővülés is jelentősen nehezíti, ugyanakkor a pénzügyi stabilitás támogatja az adósságcsökkenést. 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. Előrejelzésünk a december 1. és december 11. közötti átlagos árfolyammal számol az év végéhez közeledve. 2027-től a hiány fokozatos mérséklődésével, valamint a gazdasági növekedés gyorsulásával az előrejelzési horizont végére 72 százalék közelébe csökkenhet a GDP-arányos adósságráta (5-10. ábra).

Ábrák és táblázatok jegyzéke

Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása	11
1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	12
1-3. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója	12
1-4. ábra: A forint euróval és dollárral szembeni árfolyamának alakulása	15
1-5. ábra: Az importárak, az ipari termelői árak, valamint az élelmiszerek és az iparcikkek árréskorlátozások technikai hatásától szűrt fogyasztói árának éves változása	16
1-6. ábra: Az élelmiszerek és az iparcikkek inflációja régiós összevetésben	16
1-7. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája	18
1-8. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése	18
1-9. ábra: A nettó keresettömeg, a rendelkezésre álló jövedelem és a háztartások fogyasztási kiadásainak éves változása reálértéken	19
1-10. ábra: A háztartási hitelezés előrejelzése	19
1-11. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában	20
1-12. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	20
1-13. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	21
1-14. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében	23
1-15. ábra: A munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása	23
1-16. ábra: Az üres álláshelyek számának éves változása a versenyszférában	24
1-17. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása	24
1-18. ábra: A korrigált bérhányad az Európai Unió országában (2025. III. név)	25
1-19. ábra: A kapacitáskihasználtság és az üres álláshelyek számának alakulása az iparban és a szolgáltatások területén ..	25
1-20. ábra: A munkaerő-tartalékolási index alakulása az iparban és a szolgáltatások területén	26
1-21. ábra: A 15 és 65 évesek számának alakulása	27
1-22. ábra: A foglalkoztatási ráta alakulása az egyes korcsoportokban	28
1-23. ábra: A foglalkoztatási ráta az egyes korcsoportokban, nemek szerint	28
2-1. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	31
3-1. ábra: A GDP növekedése a világ meghatározó gazdaságaiban	36
3-2. ábra: A GDP éves változása 2025. harmadik negyedévben az Európai Unió országában	37
3-3. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedelemnek az alakulása	37
3-4. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	38
3-5. ábra: Globálisan meghatározó jegybankok irányadó rátáinak alakulása	38
3-6. ábra: Globálisan meghatározó jegybankok mérlegfőösszegének alakulása	39
3-7. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban	40
3-8. ábra: A 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása	40
3-9. ábra: A GDP éves változásának termelés oldali dekompozíciója	42
3-10. ábra: A GDP éves változásának felhasználás oldali dekompozíciója	42
3-11. ábra: A vállalati és a háztartási hitelállomány éves változása	43
3-12. ábra: A fő ipari ágazatok termelési szintjének alakulása	43
3-13. ábra: A járműgyártás alakulása a régiós országokban és Németországban 2025 harmadik negyedévében	45
3-14. ábra: A hazánkban, Csehországban és Szlovákiában gyártott járművek és azok európai eladásai az idei év január-szeptemberi időszakában	46
3-15. ábra: A munkaerőpiaci aktivitás éves változásának felbontása	47
3-16. ábra: A foglalkoztatottak számának éves változása ágazati felbontásban	47
3-17. ábra: A versenyszféra bérdinamika és a feszesség alakulása	48

3-18. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv, valamint a szolgáltatások és az ipar kapacitáskihasználtsága	50
3-19. ábra: A világgiazi élelmiszerárak alakulása	51
3-20. ábra: Mezőgazdasági termelők árak alakulása	51
3-21. ábra: A belföldi értékesítés ipari termelők árainak alakulása	52
3-22. ábra: Az infláció dekompozíciója	52
3-23. ábra: A fogyasztói árak havi árváltozásának alakulása üzemanyagok és szabályozott árak nélkül	52
3-24. ábra: Az inflációs alapmutatók	53
3-25. ábra: Iparcikk és piaci szolgáltatások inflációja a tény adatok alapján és az árkorlátozó intézkedések keresztárazás nélküli technikai hatásától szűrve	53
3-26. ábra: Az iparcikk havi árváltozásának alakulása	53
3-27. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása	54
3-28. ábra: A lakossági inflációs várakozások alakulása	54
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	55
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	55
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya	56
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása	56
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	56
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába	57
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegegensben	57
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje	58
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegegensben	58
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	60
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása	60
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint	61
5-4. ábra: A GDP-arányos adósságműtatók alakulása	61
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	62
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása	63
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása	64
5-8. ábra: A kormányzati szektor negyedéves eredményszemléletű egyenlege	65
5-9. ábra: Az elsődleges egyenleg alakulása EU-s összevetésben 2025-ben	65
5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása	66

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei	13
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása	14
1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása	20
1-4. táblázat: A háztartásokat érintő kormányzati intézkedések statikus hatása	22
1-5. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	29
1-6. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal	30
5-1. táblázat: A GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg alakulása	62
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegműtatók	64

INFLÁCIÓS JELENTÉS

2025. december

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

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 8-9.