



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2026
MÁRCIUS



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2026
MÁRCIUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Farkas Milán

1054 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

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

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

Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB nyilvánosságra hozza a monetáris döntések kialakításakor ismert információkat. Az Inflációs jelentés című kiadvány bemutatja az MNB Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika, stratégiai és pénzügyi 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 2026. március 19-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

Tartalom

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez	7
1. Makrogazdasági előrejelzés	11
1.1. Infláció	11
1.2. Reálgazdaság	23
1.3. Munkaerőpiac	27
1.4. Külső egyensúly	29
1.5. Költségvetés	31
2. Az előrejelzést befolyásoló legfontosabb nemzetközi tényezők	36
3. Alternatív forgatókönyvek hatása az előrejelzésre	41
4. Kiemelt témák	44
4.1. A 2025-ös évre az Inflációs jelentésekben adott előrejelzések értékelése	44
Ábrák és táblázatok jegyzéke	48

Keretes írások jegyzéke

1-1. keretes írás: A 2026. év eleji átárazások történelmi összevetésben	14
1-2. keretes írás: A januári időjárás és a rezsisztop hatása az infláció alakulására	17
1-3. keretes írás: Geopolitikai konfliktusok és az olajár alakulása: történelmi tapasztalatok az elmúlt hat évtizedből	20

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.

A mérsékelt globális növekedés mellett kockázatot jelent a geopolitikai feszültségek további éleződése.

Az Európai Unió GDP-je 2025 negyedik negyedében 1,4 százalékkal nőtt éves összevetésben. Az Egyesült Államokban 2,0 százalékkal bővült a GDP. Hazánk legfontosabb külkereskedelmi partnere, Németország gazdasági teljesítménye 0,4 százalékkal nőtt. A gazdasági előrejelzéseket a közel-keleti háború és a változékony nemzetközi kereskedelem politikai feltételek miatt nagyobb bizonytalanság övezi.

A világgazdaságot enyhe dezinfláció jellemezte 2026 elején, az energiaárak megugrása azonban jelentősen növeli a bizonytalanságot a globális inflációs kilátásokra nézve.

Az eurozóna inflációja januárban 1,7, februárban 1,9 százalékon alakult. Az uniós tagországok áremelkedési rátái 8 százalékpont széles sávban szóródtak. Az adatokat már publikáló OECD tagországok közel kétharmadában a jegybanki célhoz közeli vagy az alatti inflációs rátákat regisztráltak. Az Egyesült Államokban 2,4 százalékkal emelkedtek a fogyasztói árak éves összevetésben. A harmonizált fogyasztóiár-index a régiós országok közül Csehországban (1,0 százalék), Szlovákiában (4,0 százalék) és Romániában (8,3 százalék) csökkent, Lengyelországban (2,5 százalék) pedig nem változott februárban. Az energiaárak megugrása, valamint a kockázatkörülés növekedése érdemben emeli a globális inflációs kockázatokat.

Az Európai Központi Bank (EKB) nem módosította irányadó rátáját, a Federal Reserve (Fed) szintén változatlanul tartotta az irányadó ráta célsávját az elmúlt negyedév során.

Az EKB 2026 első negyedében 2,0 százalékon tartotta irányadó betéti rátáját. A jegybank szerint a közel-keleti háború jelentősen növelte a kilátások bizonytalanságát, felfelé mutató inflációs és lefelé mutató növekedési kockázatokat teremtve. A monetáris politikai döntéseket az EKB a beérkező adatok alapján, ülésről ülésre hozza és nem köteleződik el konkrét kamatpálya mellett.

Az első negyedévben a Fed sem módosított az irányadó ráta célsávjának 3,50–3,75 százalékos szintjén. A jegybanki kommunikáció szerint a magasabb energiaárak növelik az inflációt, de még túl korai a gazdaságra gyakorolt lehetséges hatások mértékét és időtartamát megállapítani. Mindkét jegybank felfelé módosította az idei évre vonatkozó inflációs előrejelzését.

A régióban a lengyel jegybank márciusi kamatdöntő ülésén 25 bázisponttal 3,75 százalékra csökkentette az irányadó rátáját. A cseh és a román jegybank nem módosított az alapkamat 3,5, illetve 6,5 százalékos szintjén az elmúlt hónapok során.

A nemzetközi befektetői hangulat alakulását egy nyugodtabb periódus után február vége óta egyértelműen a geopolitikai konfliktusok határozták meg.

Az időszak során nagyrészt nyugodt volt a befektetői hangulat, azonban az iráni háború kitörése számottevő volatilitást eredményezett az eszközárak alakulásában. A dollár január végéig jellemzően gyengült, azonban ezt követően erősödött menedékeszköz szerepe: előbb a geopolitikai feszültségek növekedése, majd az iráni konfliktus kitörése következtében jelentősen felértékelődött. Összességében a dollár erősödött az euróval szemben az időszak során.

Az olaj világpiaci ára számottevően emelkedett. Az iráni konfliktus körüli kockázatok fokozódása már hetekkel a háború kitörése előtt emelkedést okozott az olajárakban. Március első napjaiban a Brent típusú olaj jegyzése ideiglenesen közel került a 120 dolláros hordónkénti árhoz is. Az európai gázárakban január során az átlagosnál hidegebb időjárás okozott jelentősebb megugrást, majd az iráni háború okozta ellátási zavarok tovább növelték az árakat. Ennek eredményeként a háború kitörésétől az Inflációs jelentés elkészítéséig a gázárak több mint 90 százalékkal, az elmúlt egy év legmagasabb

szintjére emelkedtek. Ezt követően 62 euróról 55 EUR/MWh szintre mérséklődtek. Az arany és az ezüst ára január végére historikus csúcsra emelkedett. Az arany 15, míg az ezüst közel 40 százalékos mérséklődését követően az Inflációs jelentés elkészítésének pillanatában 4650 USD és 73 USD szinteken állt. Az adatszárast követően további csökkenés után a két nemesfém árfolyama a december közepén látott szintek közelében alakul.

A forint a negyedév során jelentős ingadozás mellett összességében gyengült az euróval szemben, a hazai állampapírhozámok emelkedtek.

A régiós devizák közül a lengyel zloty 1,5 százalékkal, a cseh korona 0,4 százalékkal, míg a román lej 0,1 százalékkal gyengült az időszak során. A forint az iráni háború kitöréséig mintegy 3 százalékkal erősödött az euróval szemben, amit a továbbra is szigorúnak értékelt hazai monetáris politika is támogatott. A háború kitörését követően azonban a régiós devizáknál nagyobb mértékben értékelődött le a hazai fizetőeszköz. A magyar állampapírpiaci hozamgörbe éven belüli szakasza átlagosan 30 bázisponttal emelkedett, míg a középső és hosszabb szakaszon 30-60 bázisponttal kerültek feljebb a hozamok. Az államkötvény aukciókon jellemzően erős kereslet mutatkozott, az esetek túlnyomó többségében az ÁKK a meghirdetett mennyiségen felül fogadott el ajánlatokat. A negyedév során az ÁKK 3 milliárd euro és 1,2 milliárd dollár értékben bocsátott ki devizakötvényeket.

Az infláció a kedvező év eleji átárazások következtében 1,4 százalékra mérséklődött februárban. Az áremelkedés üteme az iráni konfliktus energiaárakra gyakorolt hatása következtében 2026 harmadik negyedévéától a toleranciasáv fölé emelkedik, majd 2027 második felében tér vissza fenntarthatóan a jegybanki célra.

Februárban az infláció 1,4 százalékra, a maginfláció 2,1 százalékra csökkent. Az áremelkedési ütem mérséklődésében jelentős szerepe volt az elmúlt évtizedek egyik legkisebb januári és februári átárzásának, amit a világpiaci élelmiszerárak csökkenése és az erősebb forint dezinflációs hatása támogatott. Az iparcikkek kivételével a fogyasztói kosár minden termékkörét visszafogott átárzások jellemezték. Az elmúlt félév során a vállalati árvárakozások összességében mérsékelt dinamikát jeleztek, a lakossági inflációs várakozások pedig csökkentek.

A kedvező év eleji átárzások, illetve az iráni konfliktus következtében megugró energiaárak ellentétes irányú hatást gyakorolnak az infláció alakulására. Az árréskorlátozások május végéig történő meghosszabbítása idén alacsonyabb, míg 2027-ben magasabb áremelkedési ütemet eredményez a decemberi előrejelzéshez képest. Az árdinamika márciustól a magasabb energiaárak begyűrűzése következtében emelkedni kezd, amit azonban átmenetileg tompít az üzemanyagokra márciusban bevezetett védett ár hatása. A tőzsdei határidős jegyzésárak alapján az olaj- és gázárak 2027 közepére normalizálódhatnak, amelynek hatására a hazai infláció 2027 második felében tér vissza fenntarthatóan a jegybanki célra. Éves átlagban idén 3,8, 2027-ben 3,7 százalékon alakul az infláció.

2025 negyedik negyedévében enyhén gyorsult a hazai gazdaság éves alapú növekedése. Az idén tovább erősödik a konjunktúra, azonban az elmúlt hetek geopolitikai eseményei lassítják az élénkülést.

A magyar GDP 2025 negyedik negyedévében 0,8 százalékkal emelkedett, míg a tavalyi évben összességében 0,4 százalékos bővülést regisztráltak éves alapon. A hazai reálgazdaságot továbbra is kettősség jellemzi: a GDP növekedését elsősorban a lakossági fogyasztás bővülése támogatja, miközben a beruházások és a nettó export fékezi. A munkaerőpiac feszessége enyhül, a munkanélküliségi ráta historikus összevetésben azonban továbbra is alacsony. A bruttó átlagkeresetek növekedése mérséklődött 2025 folyamán az előző évhez képest.

A tavalyi évhez hasonlóan a 2026-os növekedés fő támasza is várhatóan a háztartások fogyasztása lesz. Az emelkedő reálbérek, valamint a háztartások jövedelmét növelő kormányzati intézkedések eredményeként a fogyasztás a teljes előrejelzési horizonton bővül. A megugró energiaárak felvevőpiacaink növekedését is mérséklik, azonban az elmúlt évek kapacitásbővítő beruházási projektjei segítik az ipari export bővülését. A magyar GDP 2026-ban 1,7 százalékkal, 2027-ben 3,0 százalékkal, 2028-ban pedig 2,9 százalékkal emelkedhet.

A lakossági és vállalati hitelállomány is érdemben bővült 2025 végén.

A teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya 13,3 százalékkal bővült 2025-ben. A hitelintézetek által a negyedik negyedév során újonnan szerződött hitelek értéke az előző év azonos időszakához képest 81 százalékkal nőtt, és historikus csúcsra emelkedett. Ezen belül a lakáshitelek kibocsátása több mint kétszeresére nőtt a 2025. szeptember óta elérhető Otthon Start hitelprogram következtében. Az MNB várakozása alapján a program hatására 2026-ban 20 százalékkal

emelkedik a teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya, amit követően az éves növekedési ütem 2027-ben és 2028-ban bár fokozatosan mérséklődik, de továbbra is 10 százalék felett marad.

A teljes vállalati hitelállomány 7,5 százalékkal nőtt 2025-ben, amelyben jelentős szerepe volt a negyedik negyedévi egyedi nagyszámú ügyleteknek is. A vállalati szektor alapfolyamatait jobban megragadó kkv-hitelállomány éves növekedési üteme 6,2 százalék volt december végén, ami ugyancsak élénkülést jelez. A bankok hitelezési kapacitása bőséges, általános kínálati korlátok nem azonosíthatók. Az MNB Hitelezési felmérésére adott banki válaszok alapján a vállalati hitelkereslet 2025. negyedik negyedévi élénkülése 2026 első felében folytatódhat, elsősorban a forinthitelek és a rövid lejáratú hitelek piacán. A hosszú lejáratú, beruházási célú hitelek iránti keresletben továbbra sem várható fordulat. Az MNB előrejelzése szerint a teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállománya 2026–2028 között évente 5 százalékkal emelkedik.

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2025-ben a GDP 1,3 százalékára mérséklődött, majd az idei átmeneti csökkenést követően újra többletet mutat.

Az előzetes havi adatok alapján 2025-ben enyhén, a GDP 1,3 százalékára mérséklődött a folyó fizetési mérleg többlete, ami elsősorban a visszafogott exportnövekedéshez volt köthető. Ezzel szemben a kedvező cserearányváltozás az ellentétes irányba hatott az év során. 2026 folyamán az energiaárak emelkedése és a belső kereslet élénkülése miatt bővülő import rontja a külkereskedelmi egyenleget. Ugyanakkor az év második felétől javuló kapacitáskihasználtság az export növekedését eredményezi. A két hatás eredőjeként a külső egyensúlyi pozíció 2026-ban romlik és átmenetileg enyhe deficitbe fordul. Az előrejelzési horizont végén – döntően a külkereskedelmi egyenleg fokozatos emelkedésének köszönhetően – a folyó fizetési mérleg többlete a GDP 1 százaléka körül alakul.

A költségvetés 2025. évi egyenlege az 5 százalékos GDP-arányos célnál kedvezőbben alakult.

Az előzetes pénzügyi számla adatok alapján a kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege 2025-ben 4,7 százalékos hiányt mutatott a GDP arányában, amely a 2025. decemberi Inflációs jelentésben publikált 4,7–5,0 százalékos előrejelzési sáv alján alakult. A jegybank előrejelzése szerint főként az újonnan bejelentett költségvetési intézkedések következtében 2026-ban emelkedhet a költségvetési deficit, majd 2027-től ismét mérséklődő pályára állhat. Az előzetes adatok alapján a bruttó államadósság 2025 végén a GDP 74,7 százalékára nőtt, ami 1,2 százalékponttal haladta meg az egy évvel korábbi szintet. A jegybanki előrejelzés szerint a GDP-arányos bruttó államadósság 2026-ban átmenetileg tovább emelkedhet, majd 2028 végére 74 százalék közelébe csökkenhet.

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

A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív kockázati forgatókönyvet emelt ki. A geopolitikai feszültségek elhúzódása miatt magasabb kockázati prémiumot és energiaárakat valószínűsítő forgatókönyv magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával konzisztens. A megtakarítási ráta mérséklődése miatt a fogyasztás gyorsabb bővülését feltételező alternatív pálya magasabb növekedési és inflációs pályával áll összhangban. A vártnál lassabban javuló külső konjunktúra következtében gyengébb hazai exporttal számoló scenárió alacsonyabb növekedési és inflációs pályával konzisztens. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scenárióként az inflációs várakozások lassabb mérséklődése a bizonytalan környezetben, a munkaerőpiaci feszesség oldódása és alacsonyabb foglalkoztatás, valamint a geopolitikai feszültségek gyors rendeződése miatt alacsonyabb kockázati prémium és energiaárak forgatókönyveket tárgyalta.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

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

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

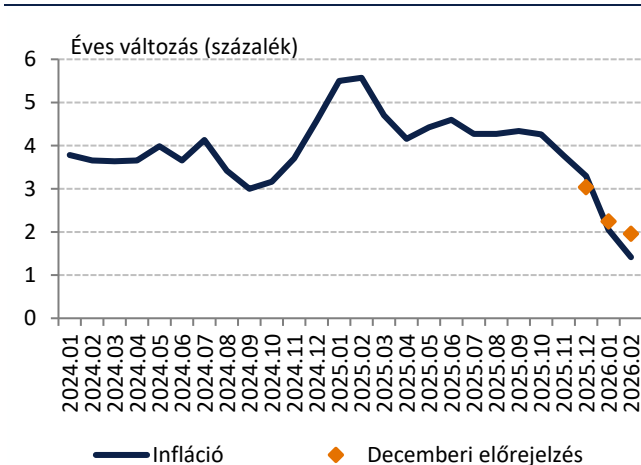
¹ Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a nonprofit intézmények által nyújtott transfereket.² Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.³ A GDP arányában.⁴ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.⁵ MNB-becslés.

1. Makrogazdasági előrejelzés

1.1. Infláció

Az áremelkedés üteme februárban 1,4 százalékra, a maginfláció pedig 2,1 százalékra mérséklődött, ezzel az infláció a korábbi várakozásainknál mérsékeltebben alakult. Az éves bázisú indexek lassulása az elmúlt évtizedek egyik legkisebb januári és februári átárak mellett valósult meg 2026-ban. A kedvező év eleji adatok és az iráni konfliktus következtében megugró energiaárak ellentétes irányú hatást gyakorolnak az infláció jövőbeni alakulására. Az előrejelzésünk alappályája szerint az áremelkedés üteme növekszik az iráni konfliktus energiaárakra gyakorolt hatása következtében és 2026 harmadik negyedétől a toleranciasáv fölé emelkedhet. Az infláció gyorsulását átmenetileg tompítja az üzemanyagokra bevezetett védett ár hatása. A tőzsdei határidős jegyzésárak alapján az energiaárak 2027 közepére normalizálódhatnak, ami mérsékelheti a jövő évi inflációt. Az áremelkedés üteme 2027 második felében térhet vissza fenntarthatóan a 3 százalékos jegybanki célra. Az infláció idén 3,8, jövőre 3,7, 2028-ban pedig 3,0 százalékon alakulhat éves átlagban.

1-1. ábra: Az infláció alakulása

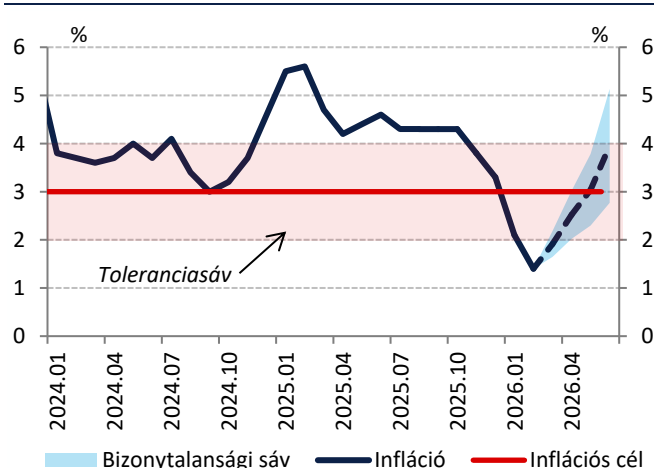


Forrás: KSH, MNB

Az infláció tavaly november óta jelentősen, 2,4 százalékponttal csökkent és idén februárban 1,4 százalékon alakult. A dezinflációhoz minden fontosabb termékkör hozzájárult, a legnagyobb mértékben az élelmiszerek és az üzemanyagok árdinamikája csökkent. A maginfláció összességében 2,0 százalékponttal, 4,1 százalékról 2,1 százalékra mérséklődött novemberhez képest (1-1. ábra). A bejövő februári adat a fogyasztóiár-index és a maginfláció esetében is kedvezőbb volt korábbi várakozásunknál.

Az iparcikkek januári áremelkedése kivételével a fogyasztói kosár minden termékkörét visszafogott átárak jellemezték, amit a vilápiaci élelmiszerárak csökkenése és az erősebb forint dezinflációs hatása támogatott. Az év eleji átárak alakulásával az 1-1. keretes írás foglalkozik részletesen.

1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása

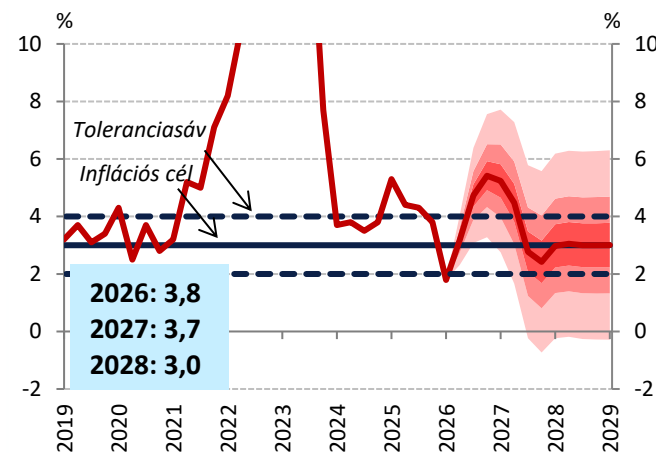


Megjegyzés: Éves változás. A bizonytalansági sáv az előrejelzés körüli bizonytalanságot mutatja a korábbi évek előrejelzési hibájának szórásainak figyelembevételével.

Forrás: KSH, MNB

Az infláció, főképp az iráni konfliktus energiaárakra gyakorolt hatása következtében, márciustól emelkedni kezd (1-2. ábra). A kedvező év eleji átárak átárak, illetve az iráni konfliktus következtében megugró energiaárak ellentétes irányú hatást gyakorolnak az infláció alakulására. A magasabb olajárak fogyasztói árakba való begyűjtését átmenetileg tompítja az üzemanyagokra bevezetett védett ár hatása. Az árakat befolyásoló intézkedések (üzemanyagok védett ára, árréskorlátozások) kivezetésének időzítése és az azt követő áralkalmazkodás mértéke bizonytalanságot okoz az idei évi inflációs pálya alakulására vonatkozóan. Az érvényben lévő intézkedéseknél a hatályos jogszabályoknak megfelelően, az üzemanyagok védett ára esetében május közepén, az árréskorlátozásoknál május végén történő kivezetéssel számolunk. Az árréstop alkalmazásának hossza befolyásolja a vállalatok árazási gyakorlatát, mert a tartósabban fennmaradó korlátozások növelik az alkalmazkodási kényszert. Feltételezésünk szerint az árréskorlátozás

1-3 ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

		2026	2027	2028
Indirekt adóktól szűrt maginfláció		3,9	3,9	3,1
Maginfláció		3,9	3,9	3,1
Mag- infláción kívüli tényezők	Feldolgozatlan élelmiszerek	3,2	7,5	3,7
	Járműüzemanyag és piaci energia	4,5	2,3	2,7
	Szabályozott árú termékek	2,9	1,6	1,8
	Alkohol, dohány	4,6	4,3	4,0
Infláció		3,8	3,7	3,0

Megjegyzés: Százalék.

Forrás: MNB

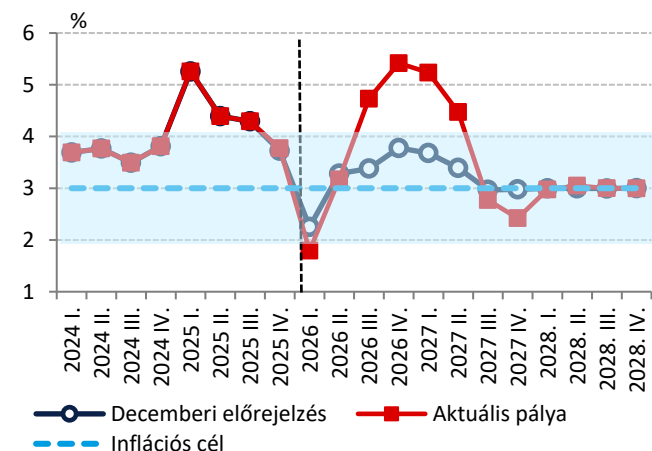
bevezetéskor mért technikai árcsökkentő hatásánál mérsékeltebb, fokozatos áremelkedés várható az intézkedések kivezetése után.

Az infláció 2026 harmadik negyedétől a toleranciasáv fölé emelkedik, majd várhatóan 2027 második felében térhet vissza fenntarthatóan a 3 százalékos jegybanki célra. A tőzsdei határidős jegyzésárak az olajárak nyártól kezdődő fokozatos mérséklődését vetítik előre, amelynek feltétele, hogy a konfliktus néhány héten belül enyhüljön. A tőzsdei határidős jegyzésárak alapján az olaj- és gázárak 2027 közepére normalizálódhatnak, amelyek az ideai áremelkedés hatásának bázisba kerülésével együtt támogatják a jövő évi dezinflációt. **Az infláció 2026-ban 3,8, 2027-ben 3,7, 2028-ban pedig 3,0 százalékon alakulhat éves átlagban (1-3. ábra).**

A decemberi előrejelzéshez képest eltérő lefutású inflációs pálya valósulhat meg (1-4. ábra). A korábbi várakozásainknál mérsékeltebb év eleji átárakozások következtében az infláció rövid távon alacsonyabban alakul a decemberi előrejelzésünknél, majd az iráni konfliktus hatásainak fokozatos begyűrűzésével a korábbi prognózisunknál magasabb szintre emelkedik az idei év közepétől. Az alacsonyabb év eleji világpiaci élelmiszerárak mérsékeltebb ideai infláció irányába mutatnak. Az árréskorlátozások meghosszabbítása idén kisebb, míg 2027-ben az alacsonyabb bázisok miatt magasabb áremelkedési ütemet eredményez a korábbi prognózisunkhoz képest. Ezzel szemben az iráni konfliktus következtében megugró energiaárak idén magasabb inflációs pályához vezetnek, majd a tőzsdei határidős jegyzésárak alapján feltételezett korrekció miatt a jövő évi áremelkedési ütemet mérsékelhetik. A magasabb energiaárakból eredő ideai inflációs hatást átmenetileg tompítja az üzemanyagokra bevezetett védett ár. **A decemberi prognózisunkhoz képest az ideai inflációra vonatkozó várakozásunk 0,6 százalékponttal, 2027-re vonatkozóan 0,4 százalékponttal emelkedett, míg a 2028. évi inflációs előrejelzésünk nem változott.**

Az alapfolyamatokat megragadó indirekt adóktól szűrt maginfláció 2026-ban és 2027-ben 3,9, 2028-ban pedig 3,1 százalékon alakulhat. A megugró energiaárak fokozatos begyűrűzésének ideai áremelő, majd jövő évi dezinflációs hatása a maginflációban is megjelenik. Az ideai adószűrt maginflációra vonatkozó várakozásunkat 0,3, 2027-re vonatkozóan 0,8, 2028-ra vonatkozóan pedig 0,1 százalékponttal emeltük a decemberi előrejelzéshez képest.

1-4 ábra: Inflációs előrejelzésünk alakulása



Forrás: MNB-előrejelzés

Az élelmiszerek esetében a világpiaci árak emelkedő trendje tavaly szeptemberben megfordult, a megugró energiaárak ugyanakkor ebben a termékkörben is átmenetileg emelik az áremelkedés ütemét. A termékkör árdinamikája szempontjából előretekintve meghatározó az élelmiszerár-rés-korlátozás jövőjének alakulása. A feldolgozatlan élelmiszerek esetében az idei évben 3,2 százalékos, jövőre 7,5 százalékos, 2028-ban pedig 3,7 százalékos áremelkedést prognosztizálunk (1-1. táblázat).

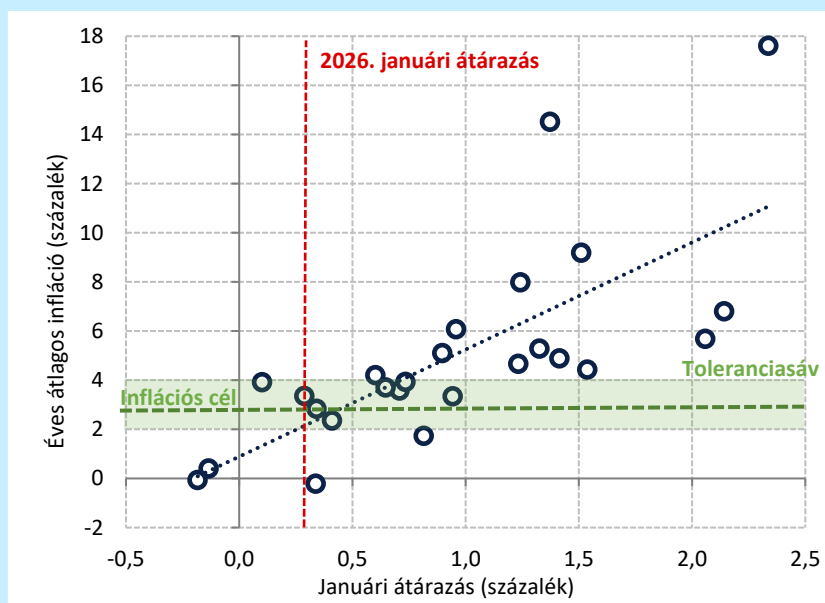
A járműüzemanyag és piaci energia termékkör ára idén éves átlagban 4,5, jövőre 2,3, 2028-ban pedig 2,7 százalékkal emelkedhet. Az iráni konfliktus miatt a világpiaci olaj- és a tőzsdei gázárakra vonatkozó feltevésünk a decemberi feltevésünk felett alakul, a határidős jegyzések alapján várhatóan 2027 közepére normalizálódhatnak az árszintek. Az üzemanyagokra bevezetett védett ár következtében az olajárak emelkedésének hatása késleltetve, májustól kezdődően fog megjelenni ebben a termékkörben. A vállalati energiaárakban érvényesül a tőzsdei energiaárak emelkedése, ami a vállalati költségek növekedésén keresztül a fogyasztói árakba is begyűrűzödhet. A szabályozott árú termékek és szolgáltatások ára 2026-ban előrejelzésünk szerint átlagosan 2,9 százalékkal emelkedik, amit alapvetően meghatároz a vezetékes gáz átlagos lakossági díjának alakulása. Előrejelzésünk szerint a januári hidegebb időjárás következtében megemelkedett lakossági gázfogyasztás áremelő hatását a kormányzati rezsisztop intézkedés teljes mértékben ellensúlyozza (1-2. keretes írás). Prognózisunkban azzal a feltevessel éltünk, hogy a lakossági energiaárakra vonatkozó intézkedések a teljes előrejelzési horizonton változatlan formában érvényben maradnak.

1-1. keretes írás: A 2026. év eleji átárazások történelmi összevetésben

Az év eleji átárazások alakulása jellemzően jó előrejelzője az év hátralévő részében várható inflációs folyamatoknak, ezáltal az egyik legfontosabb havi adatai az adott évi átlagos infláció szempontjából (1-5. ábra). Az adott évi januári egyhavi árváltozás és az azonos évi átlagos infláció közötti korreláció (0,73) a legerősebb a tizenkét hónap közül. Jelen keretes írásban szélesebb historikus perspektívában – az inflációs célkövetés rendszerének 2001-es bevezetése óta eltelt időszakra – vizsgáljuk meg a 2026-os év eleji átárazásokat, hogy pontosabb képet alkothassunk az év hátralévő részében várható inflációs folyamatokról.

Az idei januári átárazások kedvezően alakultak, aminek következtében az infláció jelentősen, **2,1 százalékra mérséklődött**. A termékkörök többségében a korábbi éveknél visszafogottabb árváltozások voltak megfigyelhetőek, egyedül az iparcikkekénél volt fokozottabb drágulás. Az összességében mérsékelt átárazások következtében az alapfolyamatok tekintetében is számottevő mértékű defláció valósult meg. **A kedvező tendenciák februárban is folytatódtak, így az éves áremelkedés üteme 1,4 százalékra mérséklődött.**

1-5. ábra: Januári átárazások és az éves átlagos infláció közötti kapcsolat

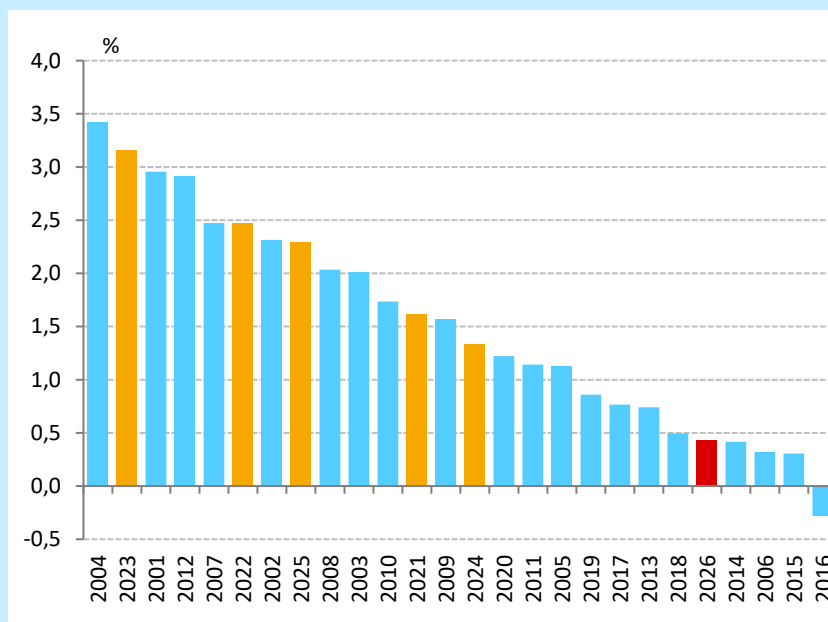


Forrás: KSH, MNB

2026 első két hónapjának összesített havi árváltozása az egyik legkisebb év eleji átárazás volt az elmúlt évtizedekben. 2025 decemberéhez képest a teljes fogyasztói kosár átlagosan 0,4 százalékkal drágult (1-6 ábra). Ekkora, vagy ennél kisebb év eleji átárazás 2001 óta csak négy alkalommal fordult elő, legutoljára 2016-ban. Az idei átárazás mérsékeltebb a 2017-2019 közötti átlagos január-februári áremelkedésnél. Az ideihez hasonló mértékű év eleji átárazások éveiben (2006, 2018) az éves átlagos infláció 2,8 és 3,9 százalék között alakult.

A mérsékelt árváltozásban fontos szereppel bír az üzemanyagok árának év eleji csökkenése és az élelmiszerár-ciklus kedvező alakulása. Az üzemanyagok ára decemberhez képest 0,9 százalékkal csökkent februárra. Az élelmiszerek januárban és februárban összesen 0,3 százalékkal drágultak, ami a hetede a 2017-2019 között átlagosan tapasztalt január-februári áremelkedésnek. A visszafogott áremelkedést támogatta a világpiaci élelmiszerárak csökkenése, amelyek a FAO adatai alapján éves bázison 1,0 százalékkal mérséklődtek februárban, elsősorban a tejtermékek árának csökkenése következtében.

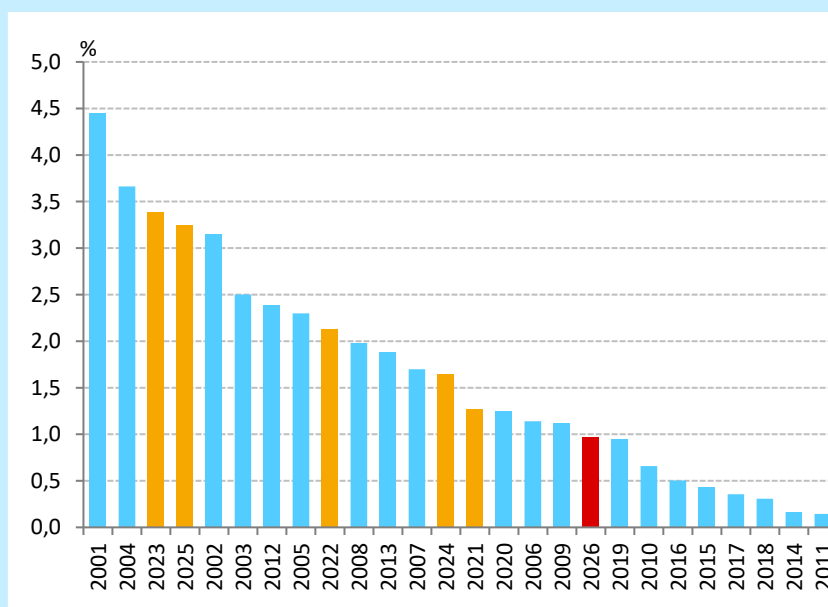
1-6. ábra: A januári és februári kumulált havi árváltozás a teljes fogyasztói kosárban 2001 óta



Forrás: KSH, MNB

A piaci szolgáltatások év eleji árváltozása is mérsékelten alakult. Az idén mért 1,0 százalékos január-februári áremelkedésnél utoljára 2019-ben volt alacsonyabb kéthavi infláció az év elején, és az idei átárazás a 9. legalacsonyabb az inflációs célkövetés 2001-es hazai bevezetése óta (1-7. ábra). Az ideihez hasonló január-februári átárazásokkal bíró években (2006, 2009, 2019, 2020) a piaci szolgáltatások éves átlagos inflációja 4,4 és 4,8 százalék között alakult. A piaci szolgáltatások éves bázisú inflációja 2026. februárban 5,2 százalékra mérséklődött. Januárban és februárban folytatódott a tavalyi év második felében jellemzően tapasztalható mérsékelt átárazási trend.

1-7. ábra: Piaci szolgáltatások januári és februári kumulált havi árváltozása 2001 óta

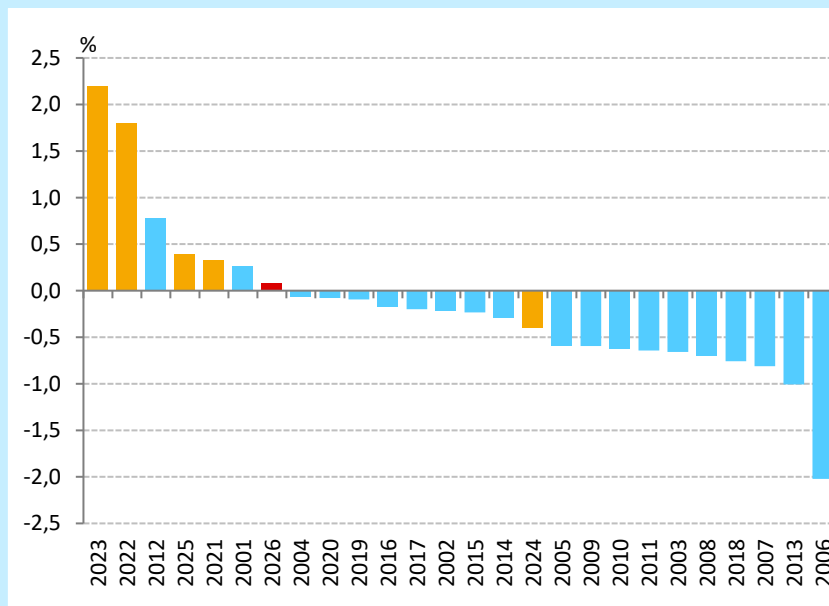


Forrás: KSH, MNB

A résztételeket tekintve számos szolgáltatás esetében visszafogott átárazás volt tapasztalható. A legnagyobb súlyú szolgáltatások közül a vendéglátási szolgáltatások és a lakbérek is az árstabilitás időszakában megfigyelt átlagnál kisebb, vagy ahhoz hasonló mértékben drágultak. Azonban jelentősen eltér a mobiltelefon- és internetszolgáltatások árváltozása, ahol idén elmaradtak az előző évtized utolsó éveire jellemző januári árcsökkenések. Ez az eltérés a piaci szolgáltatások idei és 2017-2019-as évek január-februári árváltozása közötti különbség mintegy felét magyarázza.

A többi termékcsoporthal ellentétben az iparcikkek év eleji átárázása historikus összevetésben az átlagosnál magasabban alakult. A tavalyi és idei év eleje között megvalósult árfolyamerősödés ellenére az iparcikkek idén februárig 0,1 százalékkal drágultak tavaly decemberhez képest (1-8. ábra). Az idei áremelkedés a 7. legnagyobb mértékű januári drágulás 2001 óta. A termékkör esetében a januári és februári egyhavi árváltozások azonban eltérő képet mutatnak. Januárban az árak 0,4 százalékkal emelkedtek, ami a 4. legnagyobb mértékű januári áremelkedés 2001 óta. Ezzel szemben a februárban mért 0,1 százalékos árcsökkenés megegyezik a 2017-2019 közötti átlagos havi áremelkedéssel.

1-8. ábra: Az iparcikkek januári és februári kumulált havi árváltozása 2001 óta

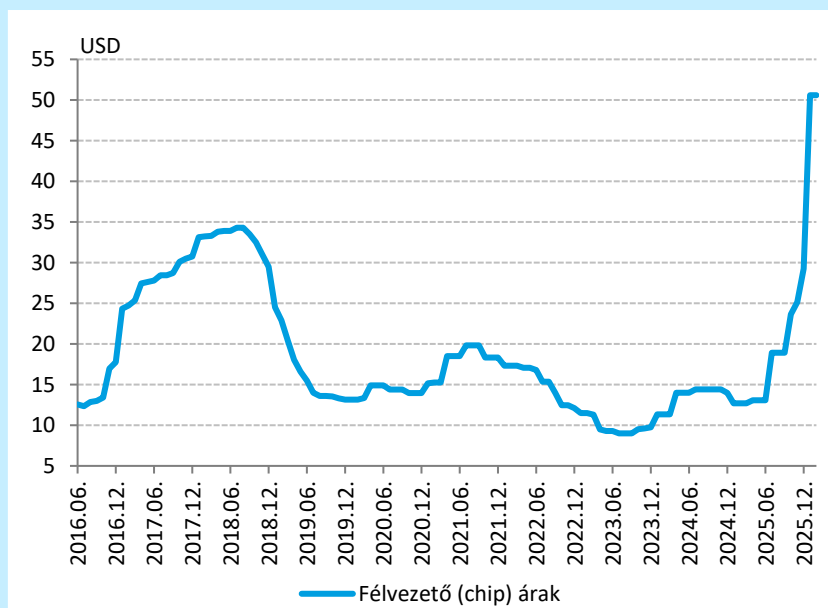


Forrás: KSH, MNB

Az ipari termékek közül az elektronikai cikkek drágultak nagyobb mértékben. Ebben szerepet játszhat a chippek árának emelkedése is, amit a világszerte felfutó mesterségesintelligencia-beruházások hulláma fűt (1-9. ábra). A mesterséges intelligencia gyors térnyeréséhez kapcsolódóan épülő adatközpontok globális szintű hiányt okoznak a legújabb chippek szegmensében, ami következtében a chippek ára tavaly nyár vége óta több mint két és félszeresére emelkedett.

Ugyanakkor az iparcikkek magas hazai áremelkedése nem köthető kizárólag az elektronikai cikkek áremelkedéséhez, ugyanis számos más termékkör esetében (sportszerek és játékok, bútorok, használtautók, mosó- és tisztítószer) is az árstabilitás éveinek és a régiós országok átlagánál nagyobb áremelkedés történt idén januárban.

1-9. ábra: Félvezetők (chipek) árának alakulása



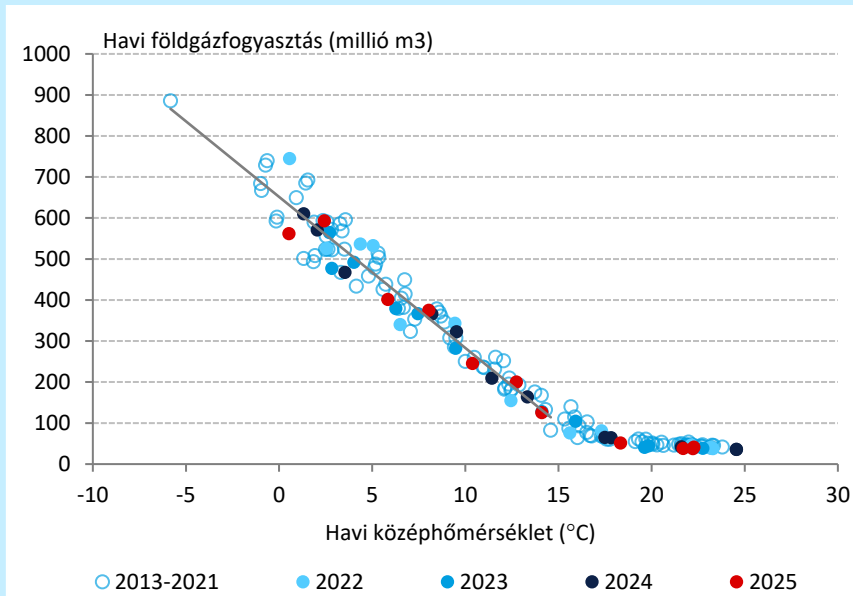
Megjegyzés: Az inSpectrum Tech PC DRAM index a chipek fajtáit széles körben lefedő, például laptopokban, háztartási eszközökben, LED-izzókban és orvosi eszközökben használt félvezetők árait összegzi.

Forrás: Bloomerg

1-2. keretes írás: A januári időjárás és a rezsisztop hatása az infláció alakulására

A 2020-2025-ös átlagnál 2,8 fokkal volt hidegebb a 2026. januári időjárás, ami a magasabb gázfogyasztáson keresztül ellentételező intézkedés nélkül az inflációt is befolyásolja. A hőmérséklet és a gázfogyasztás közötti összefüggés erős, a hőmérséklet 1 °C-os csökkenése a tapasztalatok szerint közel 40 millió m³-rel magasabb gázfogyasztást jelent (1-10. ábra). A hidegebb időjárás miatt megemelkedő lakossági gázfogyasztás növeli a drágább, nem rezsiszökkentett árkatóriába eső fogyasztás arányát. Ez országos szinten magasabb átlagárakat eredményez, ami emeli az inflációt. Mivel a lakossági gázfogyasztási adatok késve állnak rendelkezésre, ezért a KSH a fogyasztás változásából eredő inflációs hatást két hónapos késleltetéssel tudja elszámolni, így a januári hidegebb időjárás fogyasztói árakat érintő hatása a márciusi adatokban jelenik meg.

1-10. ábra: A lakossági földgázfogyasztás és a hőmérséklet közötti kapcsolat

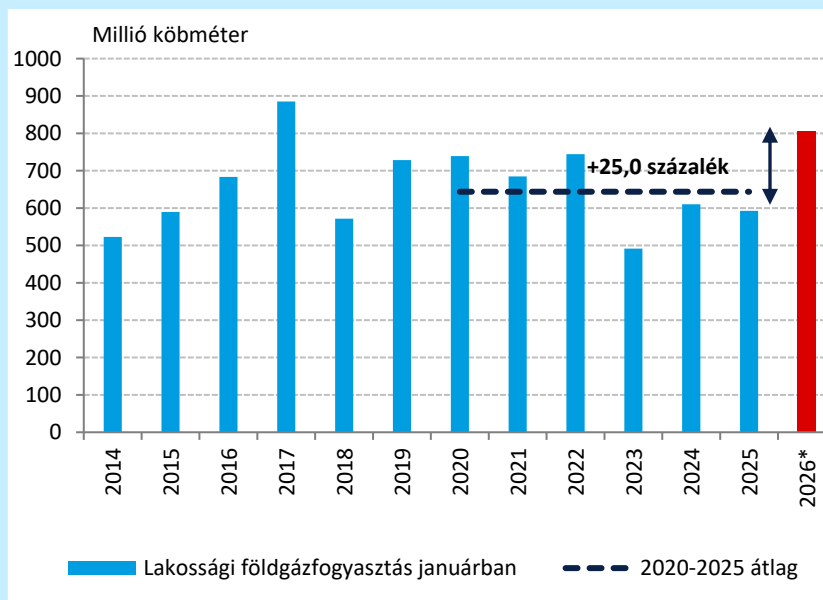


Megjegyzés: A havi lakossági gázfogyasztás és a középhőmérséklet közötti kapcsolatot leíró egyenest a 15°C alatti megfigyelésekre illesztettük. Az illesztett regresszió determinációs együtthatója (R-négyszete) 0,95.

Forrás: MEKH, HungaroMet alapján MNB

Becslésünk alapján a lakosság gázfogyasztása 25,0 százalékkal alakulhatott magasabban 2020-2025 átlagánál 2026. januárban (1-11. ábra). A magasabb januári fogyasztás mellett kormányzati beavatkozás nélkül 8,8 százalékról 11,6 százalékra emelkedne a hatósági ár mennyiségi korlátja fölé eső fogyasztás aránya (1-12. ábra). A hideg időjárás miatt kormányzati beavatkozás nélkül az előző hónaphoz képest 10,2 százalékkal emelkedne a vezetékes gáz átlagos lakossági ára becslésünk szerint. Ez márciustól 0,2 százalékponttal emelné az inflációt egy éven keresztül.

1-11. ábra: A lakossági földgázfelhasználás alakulása a januári hónapokban



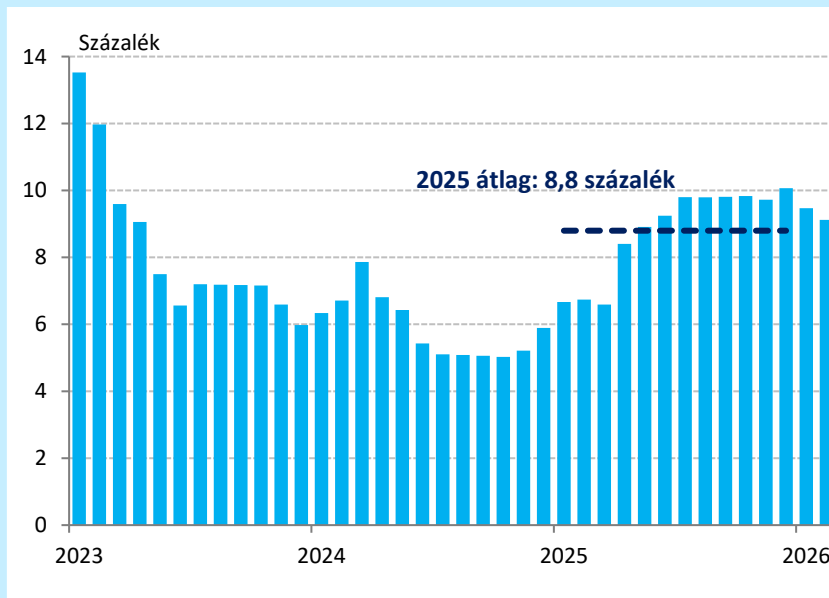
Megjegyzés: A 2026. januári fogyasztás az MNB becslése.

Forrás: MEKH, MNB-számítás

A hideg időjárás hatásának ellensúlyozására a kormányzat rezstipó intézkedést vezetett be, ami egyszeri mennyiségi kedvezményként mérsékli a háztartások januárban felhasznált fűtési célú energiafelhasználáshoz kapcsolódó kiadásait. A kedvezmény mértéke a tényleges vagy becsült 2026. januári fogyasztás 30 százaléka az adott háztartás gázfogyasztásának számlázási módjától függően. Az éves elszámolás szerinti háztartások esetében a becsült fogyasztás alapja a 2025. évi

fogyasztás 30 százalékkal növelt értékének fogyasztási jelleggörbe alapján januárra vetített mértéke. Azon háztartások, amelyek éves elszámolása május 16-a után esedékes, a kedvezményt az éves elszámolószámlájukkal együtt kapják meg. A kedvezmény az elektromos energiával fűtő és a távfűtéses háztartásokra is vonatkozik, az áram esetében a földgázzal hasonló elszámolási rendszerben, míg a távfűtés esetében egy automatikusan elszámolt 30 százalékos egyhavi kedvezmény formájában.

1-12. ábra: A lakosság által felhasznált nem rezsicsökkentett gáz aránya



Forrás: KSH alapján MNB becslés

A KSH módszertana szerint az intézkedés inflációs hatásának egy része a márciusi adatokban, a fennmaradó része pedig májustól kezdődően, mintegy egyéves időhorizonton jelenik meg a fogyasztóiár-indexben. A kedvezmény árcsökkentő hatásának időben elhúzódó elszámolását az éves elszámolású háztartások okozzák, akiknél a kedvezmény májustól kezdődően jelenik meg a számláikon. Az Energiaügyi Minisztérium szerint a nagyjából 3,3 millió földgázfogyasztó háztartás mintegy kétharmada éves elszámolású (megközelítőleg 1,8 millió egyenletes számlázó, további 450 ezer hőmérsékletfüggő részszámlás). A havonta diktáló háztartásokra vonatkozóan a KSH az intézkedés teljes hatását márciusban számolja el, akkor, amikor a magasabb januári fogyasztás hatása alapvetően megjelenne az árindexben.

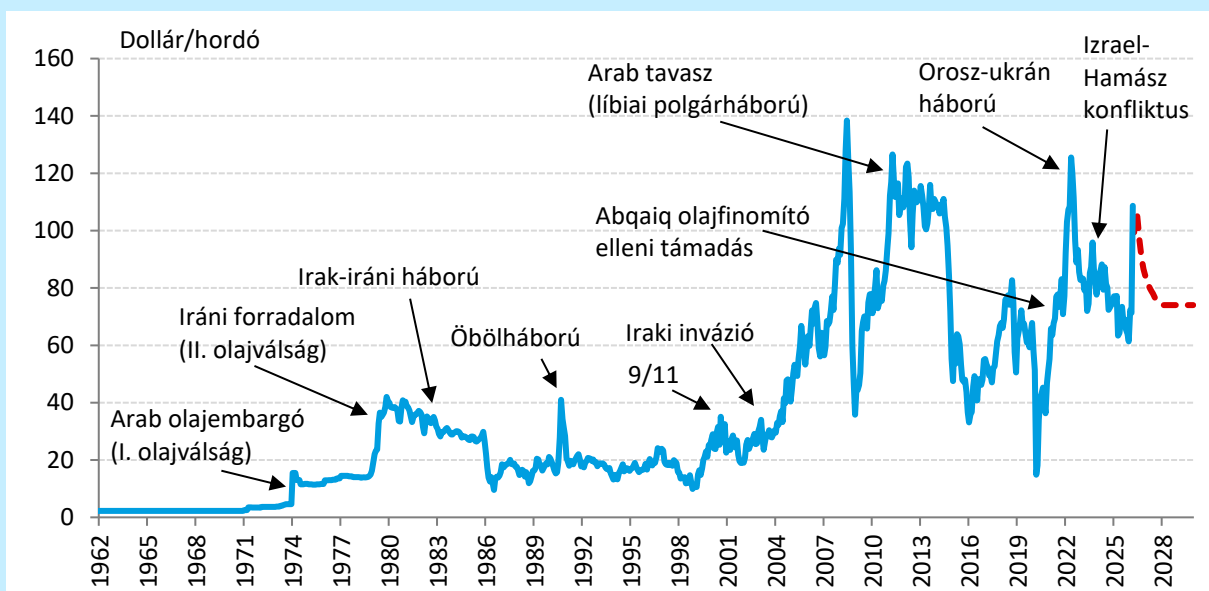
A januári hideg árszintnövelő hatását a kormányzati támogatás teljes mértékben ellensúlyozza. A kedvezmény mértéke még nagyobb is, mint a várhatóan ténylegesen megvalósult 25 százalékkal magasabb gázfogyasztás, ezért az intézkedés összességében deflációs hatással jár, ennek mértéke azonban a teljes fogyasztóiár-index esetén nem éri el a 0,1 százalékpontot. A kedvezmény vonatkozik a villamos árammal fűtő háztartásokra is, azonban az őket érintő kedvezménynek elhanyagolható mértékű deflációs hatása lehet az ilyen típusú háztartások kisebb száma miatt. A kedvezményben szintén érintett távfűtéssel rendelkező háztartások esetében az intézkedés egy hónapig tartó 0,0-0,1 százalékpontos átmeneti deflációs hatással jár.

1-3. keretes írás: Geopolitikai konfliktusok és az olajár alakulása: történeti tapasztalatok az elmúlt hat évtizedből

A március elején eszkalálódó iráni konfliktus ismét ráirányította a figyelmet az energiapiacok geopolitikai kitettségére. A konfliktus rövid idő alatt érdemi kockázati prémiumot épített be az olajárakba, elsősorban a Hormuzi-szoros lezárásával kapcsolatos piaci félelmek miatt. A globális olajár történeti alakulásában megfigyelhető, hogy a jelentősebb árobbanások döntő többsége geopolitikai sokkokhoz köthető. A modern energiapiac történetében az 1973-as arab–izraeli háborúhoz kapcsolódó OPEC-embargó (I. olajválság), az 1979-es iráni forradalom (II. olajválság), az 1980–88 közötti Irak–Irán háború, az 1990-es öbölháború, valamint a 2022-ben kirobbanó orosz–ukrán háború mind olyan események voltak, amelyek rövid idő alatt jelentős és globális olajár-emelkedést idéztek elő (1-13. ábra).

Az infláció előrejelzésében fontos szerepet játszik az energiaárak jövőbeni alakulására vonatkozó feltevés. Az MNB előrejelzései – a legjobb nemzetközi gyakorlatot követve – a határidős energiaár jegyzéseket veszik figyelembe. Az iráni konfliktus nyomán a nyersolaj határidős árai is jelentősen megemelkedtek, mindazonáltal a futures görbe alakja azt tükrözi, hogy a geopolitikai feszültségek és kínálati zavarok hatására megugró olajárak középtávon fokozatosan visszatérnek egy alacsonyabb szinthez.

1-13. ábra: A Brent olajár alakulása (1962-2026) és a határidős olajárak (2026-2029)



Megjegyzés: Havi záró árak, 2026. március esetében az utolsó nap 2026. március 19.

Forrás: Global Financial Data, Bloomberg

A történelmi tapasztalatok azonban azt mutatják, hogy az olajár tényleges pályája eltér a sokkhelyzetek kezdetén kialakuló határidős árak mintázatától. A múltbeli epizódok alapján az árak jellemzően kétféleképpen alakulnak: vagy rövid időre kiugranak, majd viszonylag gyorsan visszatérnek a sokk előtti szintek közelébe, vagy – ha a kínálati zavar tartósan bizonyul – hosszabb időn keresztül magas szinten stabilizálódnak. A futures görbék által implikált, fokozatos és sima visszarendeződés a gyakorlatban ritkán figyelhető meg. Ebből következően az energiapiaci sokkok értékelésekor különösen fontos a korábbi geopolitikai eseményekhez köthető epizódok tapasztalatainak áttekintése. A történelmi példák segíthetnek annak megítélésében, hogy egy adott konfliktus inkább átmeneti árkilengést, vagy tartósan magas energiaár-környezetet valószínűsít.

A történeti epizódok alapján az olajpiac geopolitikai sokkokra adott reakciója jellemzően háromféle mintázatot követ.

(1) Az árak rövid ideig tartó kiugrása és gyors korrekciója, (2) tartósan magas ár kialakulása, illetve (3) olyan időszakok, amikor az árak a korábbi szint közelébe térnek vissza, de a bizonytalanság miatt tartósan magasabb volatilitás jellemzi a piacot (1-2. táblázat).

Az epizódok rendszerint akkor járnak nagy árreakcióval, amikor a geopolitikai konfliktus közvetlenül érinti a globális kínálat szempontjából kulcsfontosságú termelő régiókat vagy a stratégiai szállítási útvonalakat. A Közel-Kelet szerepe ebből a szempontból kiemelt, mivel a világ kőolajtermelésének és exportjának jelentős része ebből a térségből származik.

A térségben található a globális energiaszállítás egyik legfontosabb tengeri útvonala, a Hormuzi-szoros is, amelyen a világ tengeri olajkereskedelmének jelentős része halad át.

A geopolitikai sokkok mellett az olajár tartós emelkedését keresleti folyamatok is kiválthatják. Ilyen epizód volt a 2003–2008 közötti időszak, amikor a Brent ára 30 dollár körüli szintről 140 dollár fölé emelkedett. Az árnövekedés mögött elsősorban a világgazdaság gyors bővülése, különösen Kína és India energiaigényének növekedése, az olajipari beruházások elégtelensége, valamint a nyersanyagpiacok pénzügyi befektetési eszközzé válása állt. A több éven át tartó áremelkedést végül a 2008-as globális pénzügyi válság törte meg, amely a kereslet hirtelen visszaesése révén néhány hónap alatt jelentős olajárkorrekciót idézett elő.

1-2. táblázat: Jelentős olajár-emelkedést kiváltó geopolitikai sokkok (1962-2026)

Esemény	Év	Olajár reakció	Lefutás típusa	Érintett globális kínálat	Érintett mennyiség (millió hordó/nap)
Arab olajembargó (I. olajválság)	1973	200-250%	Tartósan magas árszint	~7–9%	~4–5
Iráni forradalom (II. olajválság)	1979	100-150%	Tartósan magas árszint	~6–7%	~4-6
Irak-iráni háború	1980	50–100%	Magas ár, majd korrekció	~4–5%	~3-4
Öbölháború	1990	100-120%	Árkiugrás és korrekció	~4–5%	~4-5
9/11 terrortámadás	2001	rövid kiugrás	Árkiugrás és esés	nincs	~0
Iraki invázió	2003	20–30%	Árkiugrás és korrekció	~2–3%	~1-2
Arab tavasz (líbiai polgárháború)	2011	40-50%	Tartósan magas árszint	~1.5–2%	~1,5
Abqaiq olajfinomító megtámadása	2019	15-20%	Árkiugrás és gyors korrekció	~5%	~5-6
Orosz–ukrán háború	2022	40-50%	Árkiugrás és magas volatilitás	~7–8%	~7
Izrael–Hamász konfliktus	2023	3-5% rövid reakció	Minimális árhatás	nincs	~0
Izrael–Irán csapások	2025	5-10%	Árkiugrás és korrekció	nincs	~20

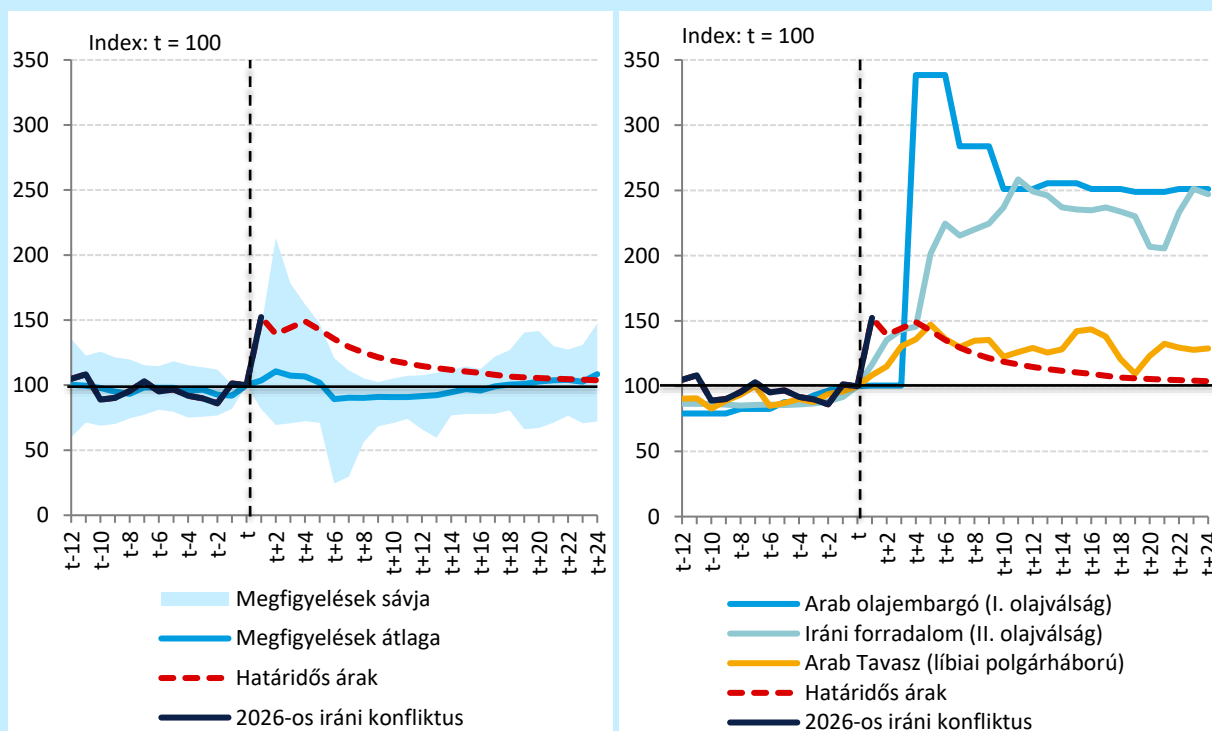
Forrás: MNB-gyűjtés

Az energiapiacok reakcióját geopolitikai konfliktusok során két fő mechanizmus hajtja: a kínálati csatorna és a kockázati prémium csatornája. A kínálati csatorna mechanizmusában a kitermelés vagy a szállítás fizikai akadályai miatt csökken a piacon elérhető mennyiség. A kockázati prémium csatornája esetében a piaci szereplők a jövőbeni ellátási zavarok kockázatát árazva magasabb árakat hajlandók fizetni az azonnali szállításért.

A történeti epizódok egy további fontos mintázatot is mutatnak: az olajpiaci sokkok gyakran nem a geopolitikai konfliktus kitörésekor, hanem a fizikai kínálat tényleges kiesésekor jelennek meg. Számos esetben a konfliktus kezdete és az olajár érdemi reakciója között időbeli eltérés figyelhető meg, mivel a piac elsősorban a termelés kiesését vagy a szállítási útvonalak sérülését árazza. A líbiai polgárháború idején például a jelentős árreakció nem a tüntetések kezdetekor, hanem akkor következett be, amikor a kitermelés néhány hét alatt nagyrészt leállt.

Számos geopolitikai esemény esetében az olajár reakciója átmeneti marad, és az árkiugrást viszonylag gyors korrekció követi (1-14. ábra, bal panel). Ilyen epizód volt például a 2001. szeptember 11-i terrortámadás, a 2003-as iraki invázió, a 2019-es szaúdi Abqaiq olajlétesítmények elleni dróntámadás, valamint a 2025. júniusi izraeli–iráni csapások. Ezek az események jelentős geopolitikai feszültséget okoztak, azonban az olajárak néhány héten vagy hónapon belül visszatértek a korábbi trend közelébe. Ideiglenesen kiemelkedő, 200 százalékot meghaladó áremelkedést hozott az öbölháború, azonban fél év alatt ez a hatás is eltűnt. Hasonlóan átmeneti volt a 2022 februárjában kitört orosz–ukrán háború hatása. Az ilyen epizódok egyik fontos tanulsága, hogy a piac gyakran nem a tényleges kínálati kiesést, hanem a potenciális ellátási kockázatot árazza. Amennyiben a konfliktus gyorsan deeszkálálódik, vagy a kritikus szállítási útvonalak működése nem sérül, a kockázati prémium gyorsan eltűnik az olajárból.

1-14. ábra: Geopolitikai konfliktusok hatása az olajárakra: árkiugrások, amikor egy éven belül korrekció következett be (bal panel) és amikor tartós olajárrezsim alakult ki (jobb panel)



Megjegyzés: Az adott periódusok t. hónapjai a sokk időpontját megelőző hónap utolsó napját jelölik. Az árkiugrások során vizsgált esetek: Irak-iráni háború, Öbölháború, 9/11 terrortámadás, Iraki invázió, Abqaiq olajfinomító megtámadása, Orosz-ukrán háború, Izrael-Hamász konfliktus, Izrael-Irán csapások

Forrás: Global Financial Database alapján saját számítás

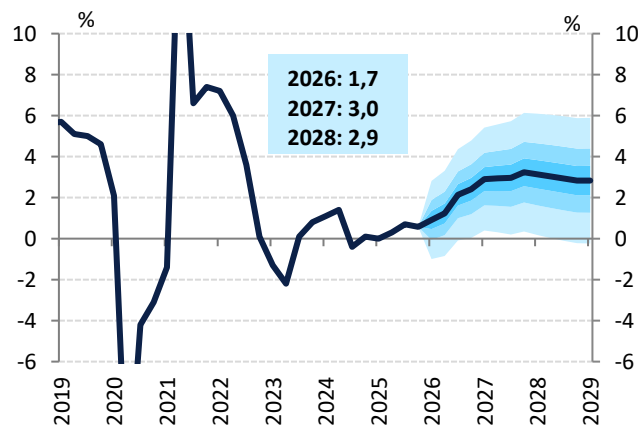
Azonban három olyan epizód is azonosítható, amikor az olajár nemcsak rövid távon ugrott meg, hanem több éven keresztül magas szinten maradt (1-14. ábra, jobb panel). Az első ilyen epizód az 1973-as olajválság volt, amikor az arab országok olajembargót vezettek be az Izraelt támogató államok ellen, és az olaj ára néhány hónap alatt mintegy háromszorosára emelkedett. A második tartós sokk az 1979-es iráni forradalomhoz kapcsolódik, amely jelentős kínálati kiesést okozott az egyik legnagyobb olajexportőr országban. A harmadik epizód az Arab tavasz és a 2011. februárjában kirobbanó líbiai polgárháború időszaka volt (2010–2012), amikor a líbiai kitermelés kiesése és a közel-keleti politikai instabilitás miatt az olaj ára több éven keresztül magas szinten maradt. Ezek az esetek arra utalnak, hogy a tartós olajáremelkedés jellemzően akkor alakul ki, amikor a geopolitikai sokk közvetlenül és tartósan érinti a globális kínálatot.

A történeti tapasztalatok alapján egyelőre nem egyértelmű, hogy a jelenlegi epizód tartós olajár-emelkedéshez vezet-e. Amennyiben a konfliktus nem eredményez jelentős és tartós fizikai kínálati kiesést, az olajár reakciója a korábbi geopolitikai sokkok többségéhez hasonlóan átmeneti is maradhat. Ha azonban a kitermelés vagy a globális energiaszállítás kulcsfontosságú útvonalai tartósan sérülnek, az a korábbi olajsokkokhoz hasonlóan tartósan magas árszint kialakulásához is vezethet.

1.2. Reálgazdaság

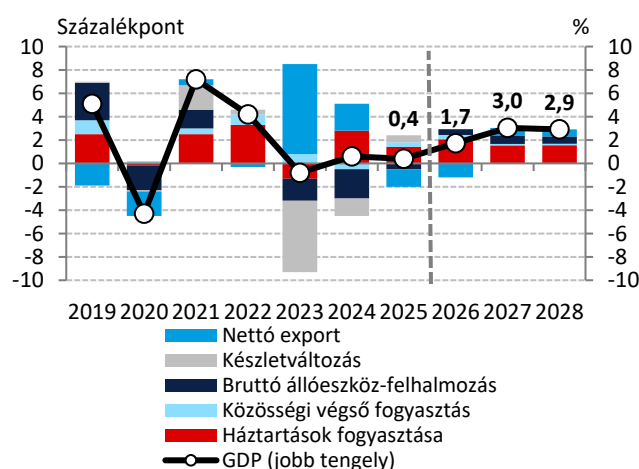
A hazai GDP volumene 2025-ben 0,4 százalékkal emelkedett, míg 2025. negyedik negyedévében éves összevetésben 0,8 százalékos bővülést mértek. Az idei évben 1,7 százalékkal emelkedhet a magyar gazdaság teljesítménye. Az eddig beérkező adatok alapján az első negyedévben éves bázison 0,9 százalékos körüli növekedésre számíthatunk. Az év folyamán tovább erősödhet a konjunktúra, azonban az elmúlt hetek geopolitikai eseményei lassítják az élénkülést. Előrejelzésünk szerint az ágazatok jellemző kettőssége az év nagy részében fennmarad, míg a GDP növekedését az év végétől kezdve az ágazatok szélesebb köre támogatja. A GDP bővülése 2027-ben 3,0, 2028-ban pedig 2,9 százalékos ütemben folytatódhat. Az erős fogyasztásdinamika a teljes előrejelzési horizonton a növekedés fontos tényezője marad, amit az emelkedő reálbérek, a jövedelemnövelő költségvetési lépések és a historikusan magas szintről csökkenő megtakarítási ráta egyaránt támogatnak. A beruházások az elmúlt évek visszaesése után idén újra bővíthetnek, amit főként a lakossági beruházások élénkülése magyaráz. A geopolitikai feszültségek hatására a felvevőpiacaink növekedése a vártnál lassabb lehet, ugyanakkor 2026 második felétől a termelésbe álló új feldolgozóipari kapacitások segíthetik a hazai exportot, és 2027-től kezdve újra nőhet az exportpiaci részesedésünk. Becslésünk alapján a GDP a potenciális szintje alatt alakult 2025. negyedik negyedévében, azaz a reálgazdasági teljesítmény továbbra is deflációs hatású. Ezt támasztja alá az is, hogy bár a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága javult, azonban továbbra is elmarad historikus átlagától.

1-15. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: A negyedéves lefutás szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok alapján. Forrás: KSH, MNB

1-16. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése



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

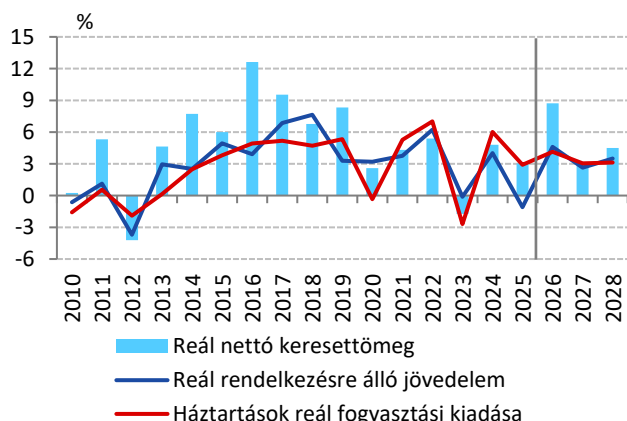
A hazai GDP volumene 2025-ben 0,4 százalékkal emelkedett, míg 2025. negyedik negyedévében éves összevetésben 0,8 százalékos bővülést mértek. A bejövő adat enyhén alacsonyabbnak bizonyult a decemberi várakozásunknál, elsősorban az ipar és a szolgáltatások várttól elmaradó teljesítménye miatt.

Az idei évben 1,7 százalékkal bővíthet a magyar gazdaság, ami 0,7 százalékponttal alacsonyabb, mint a decemberi várakozásunk. Az eddig beérkező adatok alapján az első negyedévben éves bázison 0,9 százalékos körüli növekedésre számíthatunk, ami fokozatosan élénkülhet az év folyamán (1-15. ábra).

Előrejelzésünk szerint a gazdaságra jellemző kettősség az év első felében fennmarad, míg a GDP növekedését az év végétől kezdve az ágazatok szélesebb köre támogatja. A szolgáltatások bővülése továbbra is a növekedés fő támasza lesz. Az ipar teljesítménye idén is visszafogott maradhat, amit alátámaszt, hogy az ágazat exportértékesítéseinek volumene a tavalyi negyedik negyedévben tovább csökkent, illetve az ipari hangulatindexek az elmúlt hónapokban nem javultak érdemben. Azonban a járműgyártáshoz kapcsolódó új termelőkapacitások indulása segítheti, hogy 2026 végére lendületet nyerjen az ágazat. Az építőipar bővülése az idei évben is folytatódhat. Az ágazat szerződésállománya közel 50 százalékkal nőtt 2025. negyedik negyedéve során, emellett javítják az építőipari kilátásokat a kormány által bejelentett családi jövedelemnövelő intézkedések, valamint az Otthon Start Program felfutása is.

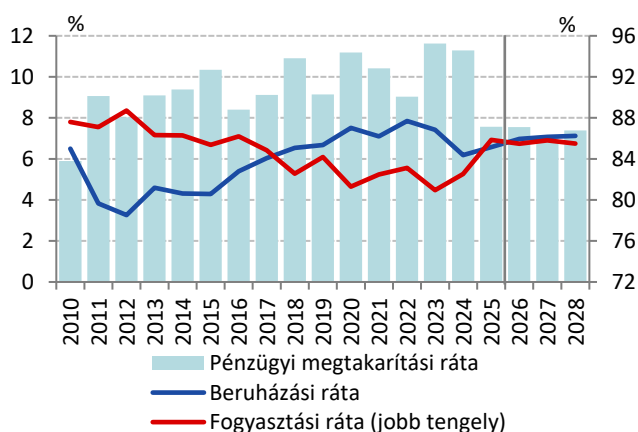
A GDP emelkedése 2027-ben 3,0, 2028-ban 2,9 százalékos ütemben folytatódhat. A háztartások fogyasztásának erős dinamikája a teljes horizonton a növekedés fontos tényezője marad. A beruházások az idei évtől, míg a nettó

1-17. ábra: A nettó keresettömeg, a rendelkezésre álló jövedelem és a háztartások fogyasztási kiadásainak éves változása reálértéken



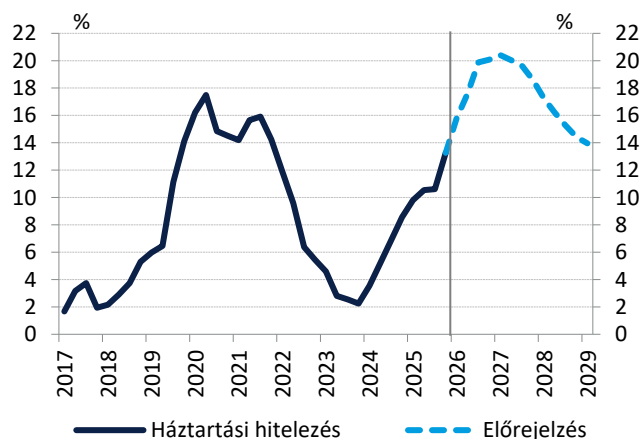
Forrás: KSH, MNB

1-18. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Megjegyzés: Nominális adatok alapján. Forrás: KSH, MNB

1-19. ábra: A háztartási hitelezés előrejelzése



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

export 2027-től támogathatja a GDP növekedését (1-16. ábra).

Az idei év során a lakosság rendelkezésre álló reáljövedelme éves alapon 4,6 százalékkal emelkedhet (1-17. ábra). 2026-ban a minimálbér 11 százalékos emelése mellett a nettó bérek növekedését fiskális lépések (például a rendvédelmi dolgozók részére kifizetésre kerülő fegyverpénz, közszolgálati otthontámogatási program, ágazati béremelések) is támogatják. Előretekintve a rendelkezésre álló reáljövedelem éves dinamikája 2027-ben 2,6, 2028-ban 3,5 százalékon alakulhat.

Legnagyobb mértékben továbbra is a fogyasztás élénkülése támogatja a GDP növekedését (1-16. ábra). A fogyasztás bővülését a reálkeresetek emelkedése és a jövedelemnövelő költségvetési lépések mellett a historikusan magas szinthez képest csökkenő megtakarítási hajlandóság is segíti. A lakossági fogyasztás előrejelzésünk szerint 2026-ban 4,1, 2027-ben 3,0, 2028-ban pedig 3,1 százalékkal bővíthet (1-17. ábra). A rendelkezésre álló jövedelem arányában számított megtakarítási ráta 7-8 százalék körüli szinten stabilizálódhat, míg a beruházások várhatóan 7 százalék feletti arányt érhetnek el. A fogyasztási ráta 85 százalék körül alakulhat a következő években (1-18. ábra).

A háztartási hitelállomány gyorsan növekszik az előrejelzési horizonton. Az Otthon Start Programban elérhető hitelösszeg és a jogosultak széles köre nagymértékű hitelkeresletet teremt a lakáshitelek iránt. Emellett további keresletélénkítő hatást gyakorol a közszolgálati otthontámogatási program. Összességében a teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya az Otthon Start Program hatására 2026-ban 20 százalékkal emelkedik. Az éves növekedési ütem 2027-ben és 2028-ban bár fokozatosan mérséklődik, de továbbra is 10 százalék felett marad (1-19. ábra).

A beruházások várakozásunk szerint 2026-ban 2,3, 2027-ben 3,2, míg 2028-ban 2,7 százalékkal bővíthetnek (1-3. táblázat). A beruházások idei növekedését elsősorban a lakossági beruházások élénkülése okozza, amit a háztartási hitelezéssel összhangban az Otthon Start Program is támogat. A vállalati beruházások helyreállása a vártnál lassabb lehet, így ezek 2027-től támogathatják érdemben a növekedést. A hazai vállalatokat a geopolitikai, kereskedelmi feszültségek, az alacsony kapacitáskihasználtság és a gyenge kereslet miatt visszafogott beruházási aktivitás jellemezte az elmúlt időszakban. Az iráni fegyveres konfliktus nyomán növekvő bizonytalanság a beruházások további elhalasztására ösztönözheti a vállalatokat, így az idei évben nem

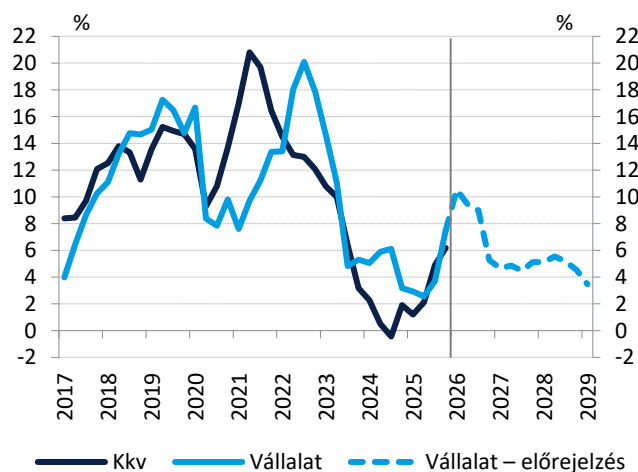
1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása

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

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.

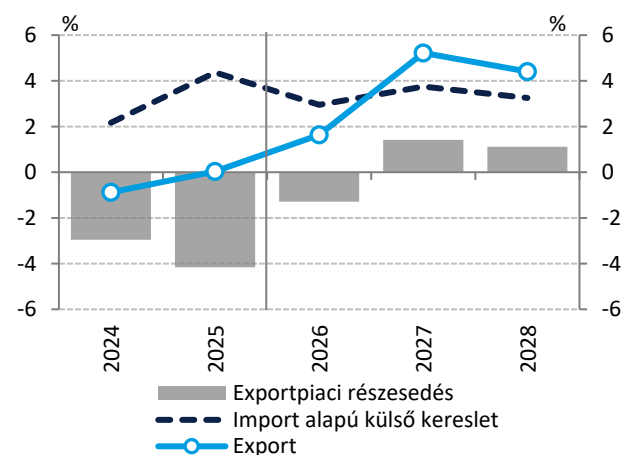
Forrás: KSH, MNB

1-20. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



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

1-21. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Forrás: KSH, MNB

számítunk érdemi bővülésre ebben a szektorban. Az állami beruházások az idei enyhe növekedés után 2027-ben és 2028-ban is csökkenhetnek.

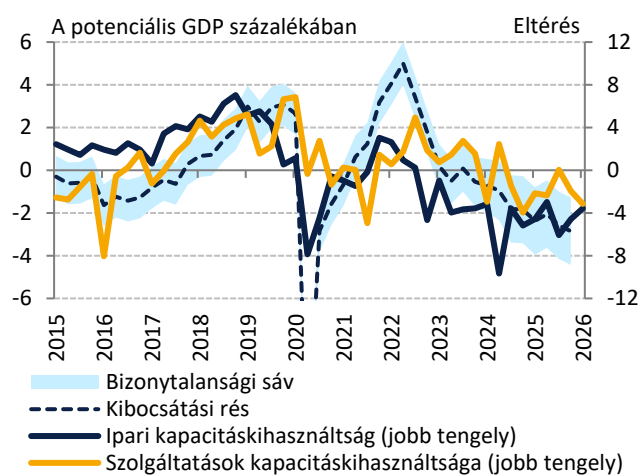
A vállalati hitelállomány a háztartási hitelállományhoz képest visszafogottabb mértékben bővíthet. Rövid távon a vállalati hitelezés élénkülése irányába hat, hogy a Széchenyi Kártya Program egyes termékeinek kamata 2025. októbertől egységesen 3 százalékra csökkent. A bankok hitelezési kapacitása bőséges, általános kínálati korlátok nem azonosíthatók. Az előrejelzési horizonton a makrokörnyezet által indokolt szinthez képest magasabb összegű hiteltranzakciókat eredményez az agrártámogatásokhoz kapcsolódó banki finanszírozás (1-20. ábra). Összességében a teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállománya előrejelzésünk szerint 2026–2028 között évente 5 százalékkal emelkedik.

A hazai kivitel a 2025. évi stagnálás után idén 1,6 százalékkal bővíthet. A decemberi várakozásunkhoz képest lefelé történő elmozdulás mögött elsősorban a vártnál kedvezőtlenebb ipari alapfolyamatok és az iráni konfliktus várható negatív keresleti hatásai állnak. Mivel a külkereskedelmi partnereink többsége hazánkhoz hasonlóan energiaimportőr, így az energiaárak megugrása felfevőpiacaink növekedését is mérsékelheti. Ezt támasztja alá, hogy az Európai Központ Bank márciusi előrejelzésében 0,3 százalékponttal mérsékelte az eurozóna várható idei növekedését. Az idei év második felétől kezdve a termelésbe álló új feldolgozóipari kapacitások ugyanakkor segíthetik a hazai exportot, és 2027-től kezdve újra nőhet az exportpiaci részesedésünk (1-21. ábra). **Prognózisunk szerint 2027-ben 5,2 százalékkal, 2028-ban pedig 4,4 százalékkal növekedhet a kivitel.**

A behozatal 2026-ban 3,4 százalékkal nőhet. 2026 során az élénkülő beruházási aktivitás és a bővülő lakossági fogyasztás gyorsítja az import növekedését. A nettó export idén 1,2 százalékponttal visszafogja a GDP növekedését, a jövő évtől kezdődően ugyanakkor a kivitel dinamizálódásával támogatja a GDP növekedést. **2027-ben a 4,4, míg 2028-ban 3,7 százalékkal nőhet a behozatal.**

Becsülésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója 2023 végétől negatív előjelű. A mezőgazdaság teljesítményétől szűrt kibocsátási rés továbbra is negatív tartományban tartózkodik (1-22. ábra). A külső kibocsátási rés szintén negatív tartományban alakult, amely hatással van a hazai ciklikus pozícióra. Kérdőíves felmérések alapján a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága és termelési várakozásai is elmaradtak a historikus átlagtól. A kapacitáskihasználtság enyhén javult a megelőző negyedévhez képest, a következő hónapokra vonatkozó

1-22. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv, valamint a szolgáltatások és az ipar kapacitáskihasználtsága



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

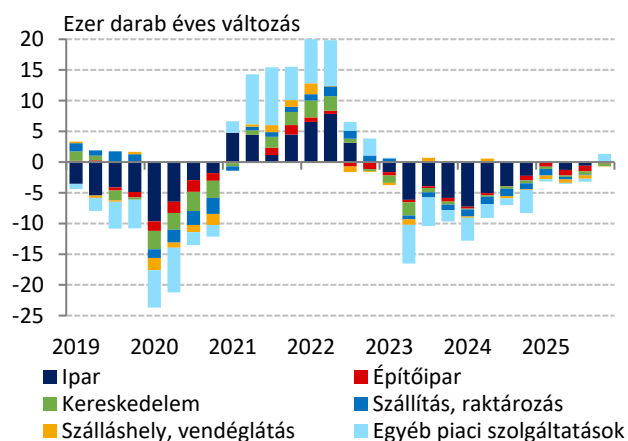
Forrás: ESI, KSH, MNB-beclés

termelési várakozások viszont nem mutattak javulást. A szolgáltató vállalatok kapacitása az előző időszakhoz képest romlott és szintén elmaradt a historikus átlagtól.

1.3. Munkaerőpiac

A visszafogott konjunktúra a foglalkoztatottság mérséklődésében is megmutatkozott. Előrejelzésünk szerint a 2026 második felétől élénkülő gazdasági növekedés először stabilizálhatja a foglalkoztatotti létszámot, majd kismértékben emelheti azt. A munkaerő-tartalékolás következtében meglévő munkaerő-kapacitásokból adódóan, a létszám emelkedése a konjunktúra fellendülésének első negyedéveiben visszafogott lehet. Az idei és a jövő évi bérdinamikát a laza munkaerőpiaci kondíciók, a minimálbér-emelések, valamint az idén kifizetett fegyverpénz alakítja. Az előző évek gyors bérkiáramlását követően a cégek várhatóan visszafogottabb bérfejlesztéseket valósítanak meg. Előrejelzésünkben a mérsékelt bérézési alapfolyamat és az ennél érdemben magasabb minimálbér-emelés átgűrűződő hatásaiból adódóan a versenyszféra bruttó átlagkereset idén 8,7 százalékkal, 2027-ben 8,3 százalékkal nő.

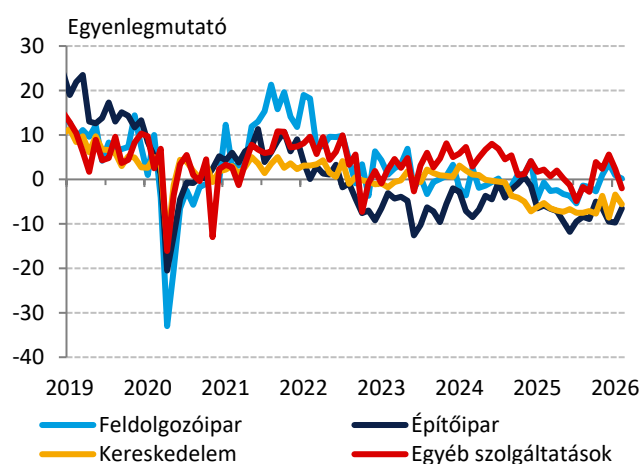
1-23. ábra: Az üres álláshelyek számának éves változása a versenyszférában



Megjegyzés: Legalább 5 főt foglalkoztató vállalkozások esetén.

Forrás: KSH

1-24. ábra: Foglalkoztatási kilátások a vállalatok körében ESI-indikátor alakulása



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

Forrás: Európai Bizottság ESI vállalati felmérés

A gyenge konjunktúrához a vállalatok először az üres álláshelyek csökkentésével, azt követően pedig a ledolgozott munkaórák visszafogásával reagáltak. 2024 elejétől indult meg a visszafogott konjunktúrához és a reálgazdasági kilátásokat övező bizonytalansághoz való extenzív oldali munkaerőpiaci alkalmazkodás: a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma csökkenni kezdett. 2025. november – 2026. január átlagában a 15-74 éves foglalkoztatottak száma 68 ezer fővel csökkent az előző év azonos időszakához képest, ami 1,5 százalékos mérséklődés éves alapon.

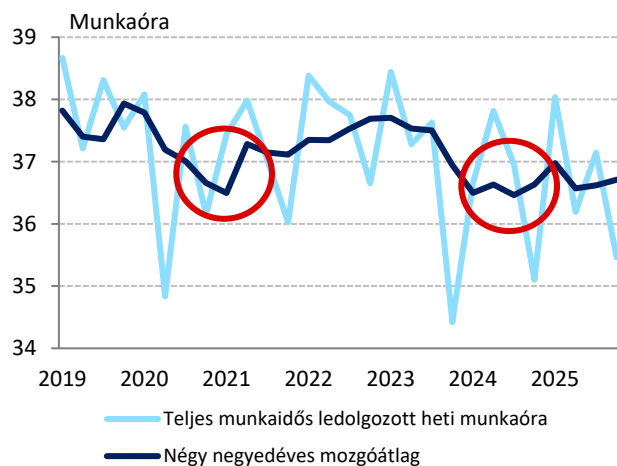
A versenyszféra üres álláshelyek számának alakulása a munkaerő-kereslet stabilizálódására utal. 2025 negyedik negyedévében a versenyszféra üres álláshelyeinek száma 1,1 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, míg a szezonálisan igazított adatok alapján 2,2 százalékkal haladta meg az előző negyedévet (1-23. ábra). Szintén a munkaerőpiac stabilizálódását jelezte az Európai Bizottság gazdasági hangulatindexe, mivel a vállalati foglalkoztatási kilátásokra vonatkozó januári, februári felmérése alapján az iparban és a szolgáltatások területén kiegyenlített volt a létszámcsökkentést és létszámbővítést tervezők aránya. Az adatokat árnyalja, hogy eközben az építőiparban és a kiskereskedelemben továbbra is a létszámcsökkentést tervező vállalatok voltak többségben (1-24. ábra).

A reálgazdasági ciklushoz való extenzív oldali alkalmazkodás folytatódása mellett továbbra is jelen van a munkaerő-tartalékolás. A teljes munkaidőben foglalkoztatottak átlagosan ledolgozott heti munkaórája a Covid-válság idején is tapasztalt historikusan alacsony szintről csak kismértékben emelkedett (1-25. ábra).

Előrejelzésünk szerint 2026 második felében újra megindulhat a foglalkoztatás bővülése, azonban éves alapon így is 0,8 százalékkal mérséklődhet a foglalkoztatottak száma. **Tekintettel a munkaerő-tartalékolás miatt meglévő kapacitásokra, a létszám emelkedése a konjunktúra fellendülésével is visszafogott lehet. 2027-ben 0,2, 2028-ban 0,1 százalékkal emelkedhet a foglalkoztatottság.**

2025. november – 2026. januári adatok alapján a munkaerőpiaci aktivitás tovább csökkent, a gazdaságilag

1-25. ábra: A teljes munkaidősök ledolgozott heti munkaóráinak alakulása a versenyszférában



Megjegyzés: A külföldi termelőegységeknél foglalkoztatottak és a gyes, gyed miatt tartósan távol lévők nélkül.

Forrás: KSH

aktívák száma 1,2 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához képest. A munkanélküliségi ráta a szezonálisan igazított adatok alapján 4,5 százalékon alakult. **Előrejelzésünkben a demográfiai tényezők közül adódóan folytatódik a gazdaságilag aktívák számának csökkenése. A munkanélküliségi ráta idén 4,6 százalékon alakul, majd 2027-ben 4,3 százalékra, 2028-ban 3,9 százalékra csökken.**

A munkaerőpiaci feszesség enyhülésével a bruttó átlagkereset éves dinamikája mérséklődött a versenyszférában az elmúlt években. 2025. decemberben a bruttó átlagkereset a versenyszférában 8,7 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, a rendszeres (prémium nélkül számított) bruttó átlagkereset pedig 9,7 százalékkal emelkedett éves alapon. 2025-ben a versenyszféra bruttó átlagkereset 8,8 százalékkal nőtt az előző évhez képest, az ez alapján számolt reálkereset pedig 4,1 százalékkal emelkedett 2024-hez képest. 2025. negyedik negyedévében a versenyszféra üres álláshelyek és a munkanélküliek arányával leírható munkaerőpiaci feszesség enyhén emelkedett, de a munkaerőpiac továbbra is laza.

A minimálbér 2025-ben 9 százalékkal (a garantált bérminimum 7 százalékkal), 2026-ban 11 százalékkal (a garantált bérminimum 7 százalékkal) növekedett, amit a korábbi megállapodások alapján 2027-ben 14 százalékos emelés követ. A bérhányad 2024 óta emelkedik, a munkaerőköltségek növekedése a közeljövőben is meghaladhatja a nominális hozzáadott-érték növekedését.

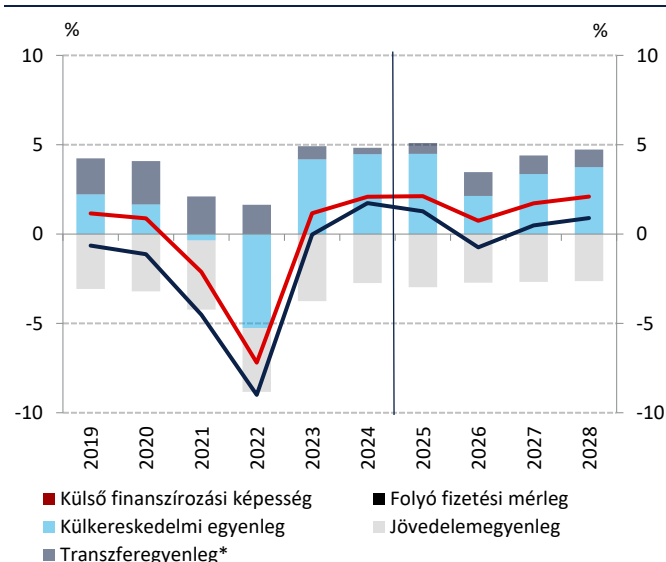
A mérsékelt konjunktúrát és az előző évek gyors bérkiáramlását követően a cégek várhatóan visszafogottabb bérfejlesztéseket valósítanak meg. **Előrejelzésünkben a mérsékelt bérezési alapfolyamat és az ennél érdemben magasabb minimálbér-emelés átgyűrűződő hatásaiból adódóan a versenyszféra bruttó átlagkereset idén 8,7 százalékkal, 2027-ben 8,3 százalékkal, 2028-ban 7,1 százalékkal nő, ami idén 4,7 százalék, 2027-ben 4,4 százalék, 2028-ban pedig 4 százalék reálbér-emelkedést jelent. A vállalatok átlagos munkaerőköltsége idén 8,8, 2027-ben 8,4 2028-ban pedig 7,2 százalékkal emelkedik.**

Előrejelzésünkben a nemzetgazdasági bérdinamika idei évi alakulását számottevően befolyásolja a hon- és rendvédelmi dolgozók részére január-februárban kifizetett hathavi fegyverpénz, melynek következtében idén a versenyszférában megfigyeltnél érdemben magasabb lesz az állami szféra bérdinamikája, 2027-ben pedig a fegyverpénz bázishatása miatt jóval mérsékeltőbb. Előrejelzésünk szerint a nemzetgazdasági bérdinamika idén 10,9 százalékon, 2027-ben 6,6 százalékon, 2028-ban 6,9 százalékon alakul.

1.4. Külső egyensúly

A folyó fizetési mérleg többlete 2025-ben enyhén mérséklődött. Az energiaárak növekedésével és az élénkülő belső kereslettel összefüggésben 2026-ban egyenlege romlik, átmenetileg enyhe deficitbe fordul. Az év második felétől a javuló kapacitáskihasználtság és az új gyárak termelésbe állása az áruegyenleg fokozatos javulását eredményezi, aminek eredményeképp a folyó fizetési mérleg többlete 2028-ra a GDP 1 százalékának közelébe nő. A jövedelemegyenleg hiánya a kamatkiadások kismértékű csökkenésének köszönhetően enyhén mérséklődik. A szektorok finanszírozási folyamatai alapján 2026-ban a külső egyensúlyi pozíció csökkenése elsősorban a növekvő költségvetési hiányhoz köthető, miközben a magánszektor pénzügyi megtakarítása az előző évi szinten marad.

1-26. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



Megjegyzés: A GDP százalékában. * A viszonzatlan folyó átutalások és a tőkemérleg egyenlegének összege.

Forrás: MNB

A folyó fizetési mérleg egyenlege az energiaárak megugrása miatt az idei évben átmenetileg csökken, majd a külkereskedelmi többlet emelkedésével javulni fog (1-26. ábra). A folyó fizetési mérleg többlete a negyedik negyedévre vonatkozó előzetes havi adatok alapján a GDP 1,3 százalékára mérséklődött. Idén az energiaárak emelkedése a GDP több mint 1 százalékával mérsékli a külkereskedelmi egyenleget (1-4. táblázat), miközben – a fogyasztás és a beruházás erősödésével – az egyéb áruegyenleg is csökken. Az év második felétől az export javuló teljesítményére számítunk, ami a felfutó ipari termelés mellett javuló kapacitás-kihasználtsággal és az új üzemek termelésbe állásával van összefüggésben. A szolgáltatás egyenleg többlete a turizmus erősödéséhez köthetően az előrejelzési pályán fokozatosan a GDP 5 százaléka fölé emelkedhet. Mindezek eredőjeként 2026-ban csökkenhet a külkereskedelmi egyenleg többlete, ami azonban 2027-től – a kivitel erősödésével – ismét növekedési pályára állhat. A jövedelemegyenleg hiánya 2026-ban enyhén mérséklődik, ami csökkenő kamatkiadásokra vezethető vissza, miközben a profitegyenleg stabilan alacsony szinten marad. Összességében a folyó fizetési mérleg idén romlik, átmenetileg enyhe deficitbe fordul, majd a külkereskedelmi többlet bővülésével fokozatosan javulni fog, miközben a bővülő EU transzfer felhasználással a külső finanszírozási képesség stabilan a GDP 1-2 százaléka körül alakulhat.

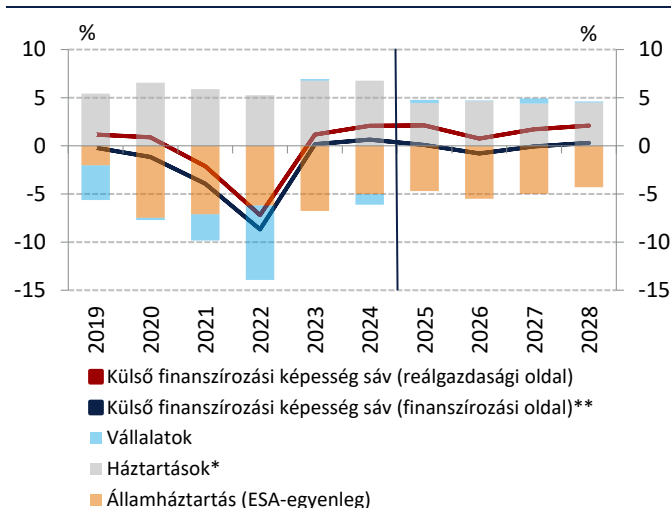
A szektorok finanszírozási folyamatai alapján a költségvetési hiány 2026-os átmeneti növekedését követően mérséklődik, miközben a magánszektor, vagyis a háztartások és a vállalatok együttes nettó pénzügyi megtakarítása az előző évi szinten marad (1-27. ábra). 2025-ben a költségvetési hiány a GDP 4,7 százalékára csökkent, miközben a magánszektor finanszírozási képessége ezt meghaladó mértékben mérséklődött. Előretekintve a bejelentett költségvetési intézkedések és az MNB makropályája alapján 2026-ban a GDP 5,2-5,7 százalékára nőhet a hiány, ami a következő évtől állhat csökkenő pályára. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása idén az állami jövedelemtranszfer

1-4. táblázat: A GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg alakulása

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

Forrás: KSH, MNB

1-27. 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

bővülésének köszönhetően emelkedik, miközben a fogyasztás- és beruháznövekedés az ellenkező irányba hat. 2027-től a háztartások fogyasztási és beruházási kiadásainak növekedése a nettó megtakarítások kismértékű csökkenésében tükröződik. Az alacsony beruházási aktivitás és a növekvő EU-transzfer felhasználás mellett a vállalati szektor nettó pozíciója a 2025-ös szint körül alakulhat az előrejelzési horizonton.

1.5. Költségvetés

Az előzetes pénzügyi számla adatok alapján a kormányzati szektor eredményszámlázatú egyenlege 4,7 százalékos hiányt mutatott a GDP arányában 2025-ben, ami 0,3 százalékponttal alacsonyabb a megelőző évhez viszonyítva. Előrejelzésünk szerint a költségvetési deficit 2026-ban a GDP 5,2–5,7 százalékára emelkedhet, majd 2027-től ismét mérséklődő pályára állhat és 2027-ben a 4,7–5,2 százalékos sávon belül, 2028-ban pedig 4,0–4,5 százalék között alakulhat. A 2025. decemberi Inflációs jelentésben publikálnál magasabb hiánypálya főként az újonnan bejelentett költségvetési intézkedésekkel, valamint a kedvezőtlenebb makrogazdasági paraméterekkel magyarázható. Az előzetes adatok alapján a bruttó államadósság 2025 végén a GDP 74,7 százalékára nőtt, ami 1,2 százalékponttal haladta meg az egy évvel korábbi szintet. Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos bruttó államadósság 2026-ban átmenetileg tovább emelkedhet, majd 2028 végére 74 százalék közelébe csökkenhet.

1-5. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

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

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

Forrás: KSH, MNB

1.5.1. A főbb egyenlegmutatók

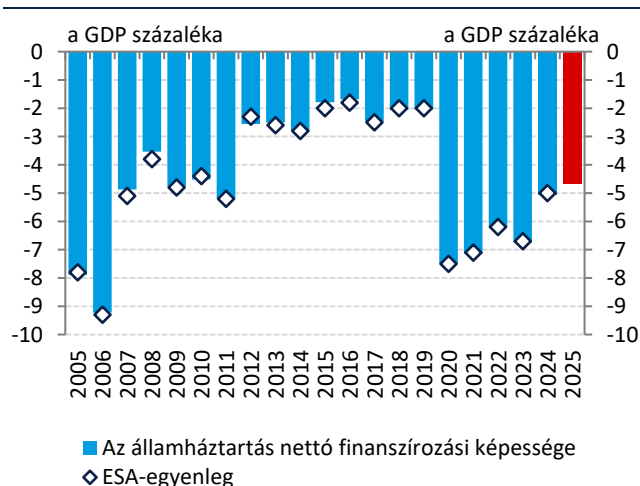
Előrejelzésünk szerint az államháztartás eredményszámlázatú egyenlege 2026-ban 5,2–5,7 százalék, 2027-ben 4,7-5,2 százalék, míg 2028-ban 4,0-4,5 százalékos hiányt mutathat a GDP arányában (1-5. táblázat). Az előzetes pénzügyi számla adatok alapján a kormányzati szektor eredményszámlázatú egyenlege 2025-ben 4,7 százalékos hiányt mutatott a GDP arányában. A magasabb költségvetési hiánycélok, a 2025. decemberi Inflációs jelentés közzététele óta bejelentett intézkedések és a kedvezőtlenebb makrogazdasági paraméterek alapján a 2026. évi deficit emelkedése várható. Az újonnan bejelentett intézkedések egy része csak a 2026. évet érinti, ezért 2027-től ismét mérséklődő pályára állhat a költségvetési hiány.

A 2025. decemberi előrejelzéshez képest új intézkedésként a vendéglátóipart támogató intézkedéscsomag, a januári rezsisztop, a védett üzemanyagár és a kapcsolódó jövedékiadó csökkentés, valamint az állami alkalmazottaknak fizetett egyszeri juttatások hatásai kerültek figyelembevételre. Ezek mellett a mentesítési záradéknak köszönhetően létrejött költségvetési mozgástér kihasználására létrehozott Gazdaságfejlesztési Keret terhére is születtek döntések. A rezsisztop intézkedés hatását az energiaellátók jövedelemadójának egyszeri megemlése nagyobb részben ellensúlyozhatja.

1.5.2. A 2025. évi egyenleg

Az államháztartás GDP-arányos eredményszámlázatú hiánya 4,7 százalék volt 2025-ben, amely így a decemberi Inflációs jelentésben szereplő 4,7-5,0 százalékos sávból alakult, de az 5 százalékos megemelt kormányzati célnál alacsonyabb lett (1-28. ábra). A megelőző évi 5,0 százalékos adathoz viszonyítva 0,3 százalékponttal csökkent a költségvetési deficit. Az államháztartási egyenleg 2025. évi javulása elsősorban az eredményszámlázatú kamatkidadás számottevő

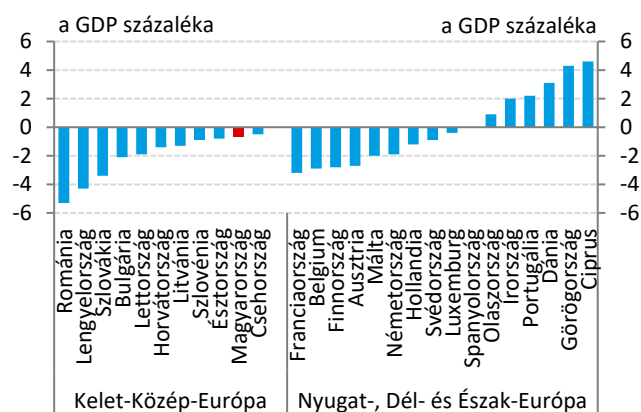
1-28. ábra: A kormányzati szektor eredményszámlázatú egyenlege



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

Forrás: KSH, MNB

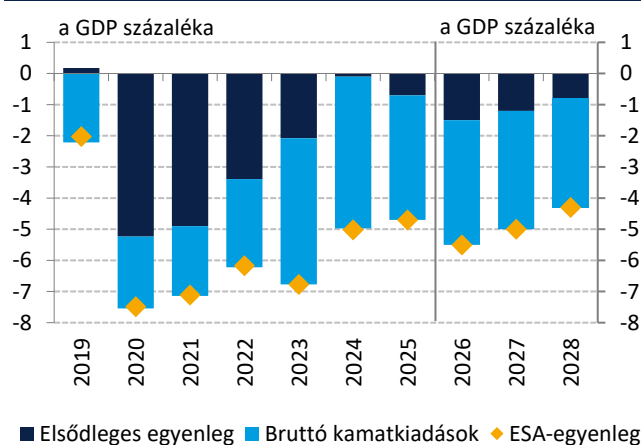
1-29. ábra: Az elsődleges egyenleg alakulása EU-s összevetésben 2025-ben



Megjegyzés: Magyarország esetében az előzetes pénzügyi számlák adatai alapján számított érték, míg a többi országra az Európai Bizottság várakozása szerepel az ábrán.

Forrás: MNB, Ameco

1-30. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása



Megjegyzés: Az ESA-egyenlegre és az elsődleges ESA-egyenlegre vonatkozó idősorok a 2025. évet követően pontbecslések, amelyek az egyenlegre vonatkozó előrejelzési sávok középpontjával konzisztensek.

Forrás: KSH, MNB

mérséklődésével magyarázható, ami a 2024. évi 4,9 százalékról 4 százalék közelébe csökkenhetett a GDP arányában. A kamatkiadás nélkül számított GDP-arányos elsődleges egyenleg 0,7 százalékos hiányt mutatott, ami a régióban az egyik legkedvezőbb lehetett (1-29. ábra).

1.5.3. A 2026. évi egyenleg

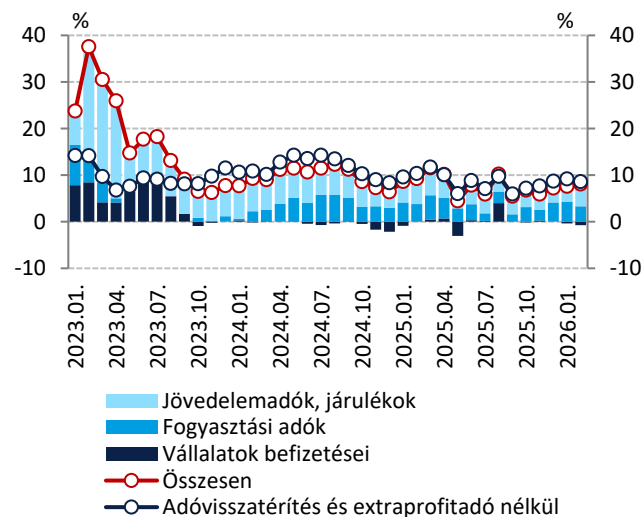
Előrejelzésünk szerint az eredménysszámítás hiány 2026-ban a GDP 5,2–5,7 százaléka közötti sávba emelkedhet (1-30. ábra). Az idei évet érintő háztartásokat és vállalkozásokat támogató kormányzati intézkedések költségvetési hatása elérheti a GDP 2,4 százalékát. Folytatódnak a családokat támogató intézkedések, azaz a gyermeket vállaló nők személyi jövedelemadó-mentességének kiterjesztése, a családi kedvezmény emelése, az állami bérfejlesztések, a támogatott hitelprogramok, valamint kifizetésre került a rend- és honvédelmi dolgozóknak járó havi fegyverpénz, a 14. havi nyugdíj első részlete és a közalkalmazottak otthontámogatása. Ebben az évben indul a vállalkozások adóterheit csökkentő 11 pontos intézkedéscsomag, amit a hitelintézetek 2026. évi extraprofitadójának egyszeri emelkedése fedez.

Az előző Inflációs jelentés óta további, költségvetési hiányt is befolyásoló intézkedések kerültek bejelentésre. A megszokottnál hidegebb időjárás következtében januári rezsisztop került bevezetésre (részletesen lásd 1-2. keretes írás), amelynek egy részét az energiaellátók jövedelemadóját érintő egyszeri különadóból finanszírozzák. A vendéglátóipart támogató intézkedéscsomag az adózási könnyítések mellett egy újabb támogatott hitelprogramot indít el, amelyek hozzájárulhatnak az ágazaton belüli bérek felfűzéséhez, valamint az adminisztratív terhek csökkentéséhez. A világpiaci olajárak emelkedésére reagálva a Kormány az üzemanyagárak esetében védett árat vezetett be, amivel párhuzamosan május 1-ig csökken a jövedéki adó mértéke. A pedagógusok, valamint a rend- és honvédelmi igazgatásban dolgozó civil munkavállalók egyszeri juttatásban részesülnek. Az új intézkedések egy része (például a januári rezsisztop, a pedagógusoknak és a fegyveres szervek civil munkavállalóinak kifizetett egyszeri juttatások) csak a 2026. évet érintik, így a további években mérsékelt költségvetési hatás érvényesül. Ezek mellett a 860 milliárd forintos Gazdaságfejlesztési Keret terhére is születtek döntések, amelyek többletkiadással járnak.

1.5.4. A 2027. és 2028. évi egyenlegek

Előrejelzésünk alapján 2027-ben 4,7–5,2 százalékos, 2028-ban pedig 4,0–4,5 százalékos lehet a deficit. A

1-31. ábra: A központi alrendszer adó- és járulékbévételeinek alakulása (3 havi mozgóátlag)



Forrás: Magyar Államkincstár, MNB

1-32. ábra: Az államadósság várható alakulása



Forrás: MNB, ÁKK

kamatkiadások csökkenésével, valamint a gazdasági növekedés gyorsulásával ismét csökkenő pályára állhat a hiány. A 2025. évtől kezdődően bejelentett intézkedések nagy része ugyanakkor tartós, fokozatosan felépülő költségvetési hatással jár.

1.5.5. Az alappályát övező kockázatok

Az uniós források korlátozott elérhetősége fokozódó kockázatot jelent a költségvetési folyamatok szempontjából. Az uniós bevételeket kockázat övezi a Helyreállítási és Ellenállóképességi Eszközzel (RRF) kapcsolatos megállapodás elmaradása, valamint az Európai Bíróság főtanácsnoki indítványa alapján kilátásba helyezett kohéziós forrásvesztés miatt. A jelenleg zárolt kohéziós támogatásokról, valamint az RRF keretről való esetleges jövőbeni megállapodás ugyanakkor pozitív kockázatot jelenthet.

A Közel-Keleten kibontakozott katonai konfliktus hatására megemelkedő energiaárak – amennyiben tartósan fennmaradnak – középtávon kockázatot jelentenek a költségvetés számára.

1.5.6. Az adósságpálya várható alakulása

Az előzetes adatok alapján a bruttó államadósság 2025 végén 74,7 százalék volt a GDP arányában, ami 1,2 százalékpontos emelkedést jelent a 2024. év végi 73,5 százalékhoz képest. A forint-euró árfolyam ugyanakkor közel 25 forinttal erősebb volt 2025 végén az egy évvel korábbi szinthez képest, ami a devizaadósság ártértékelődésén keresztül önmagában a GDP 1,5 százalékával mérsékelte az adósságrátát.

Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos bruttó államadósság 2026-ban átmenetileg tovább emelkedhet, ugyanakkor 2028 végére 74 százalék közelébe csökkenhet (1-32. ábra). Az államadósság emelkedéséhez a magas pénzforgalmi hiány mellett a visszafogott gazdasági bővülés és a romló cserearány is hozzájárul.

1-6. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest

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

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.

1-7. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal

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

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

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

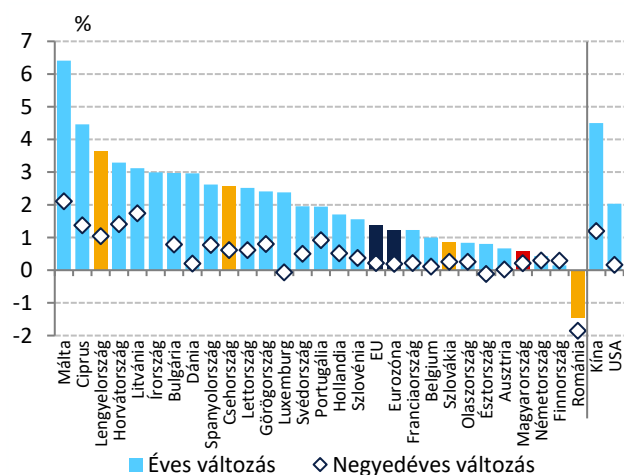
³ A GDP arányában.

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

2. Az előrejelzést befolyásoló legfontosabb nemzetközi tényezők

A világ meghatározó gazdaságai közül az Európai Unióban, az Egyesült Államokban és Kínában is lassult a gazdasági növekedés üteme 2025. negyedik negyedévében. A globális és európai növekedési prognózisok óvatos javulását megtörhette az iráni konfliktus eskalálódása, így jelenleg exportpartnereink gazdaságaiban a decemberinél mérsékeltebb bővülést várunk. Az infláció az eurozónában és az Egyesült Államokban is mérséklődött tavaly november óta. Az iráni konfliktus következtében számottevően emelkedtek a világpiaci energiaárak. A Brent típusú olaj jegyzése átmenetileg megközelítette a hordónkénti 120 dolláros árat, míg az európai gázárak a háború kitörése óta több mint 70 százalékkal nőttek. Ezzel szemben a világpiaci élelmiszerárak továbbra is mérséklődtek éves alapon. Az EKB az elmúlt negyedév során nem változtatott az irányadó betéti ráta 2,0 százalékos szintjén. A Federal Reserve változatlan szinten, 3,5-3,75 százalékon tartotta az irányadó ráta célsávját. A piaci kamatvárakozások feljebb tolódtak, az EKB esetében az idei év végéig kettő kamatemelés várható, míg a Fed esetében a piac az idei évre kiárazta a kamatcsökkentéseket.

2-1. ábra: A GDP éves és negyedéves változása 2025. negyedik negyedévben az Európai Unió országaiban, az USA-ban és Kínában



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok.
Forrás: Eurostat

Nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

Az Európai Unió gazdasága 1,4 százalékkal, az eurozónáé 1,2 százalékkal bővült 2025. negyedik negyedévében (2-1. ábra). Ezzel folytatódott a három negyedéve lassuló növekedés trendje. Az európai gazdaságokban a korábbi negyedévekhez hasonlóan a háztartások fogyasztása mellett a beruházások és a kormányzati fogyasztás is támogatta a GDP emelkedését, míg a nettó export negatív hatást gyakorolt a növekedésre. A harmadik negyedévhez képest az EU és az eurozóna gazdasága is 0,2 százalékkal nőtt.

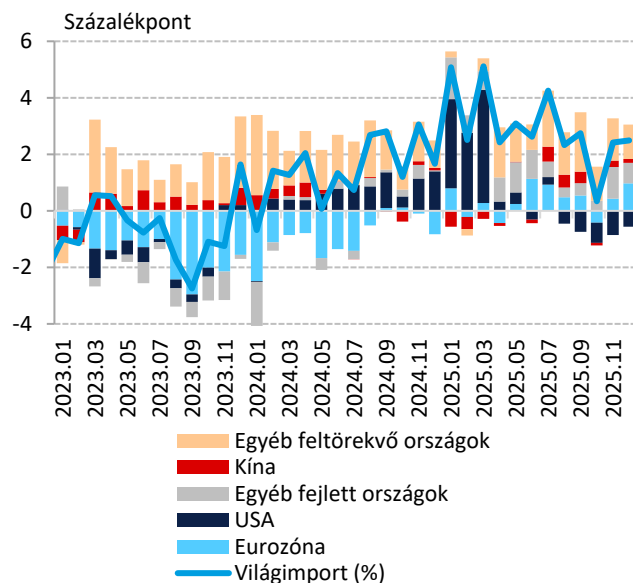
Hazánk legfontosabb kereskedelmi partnere, Németország 0,4 százalékos éves alapú növekedést regisztrált a tavalyi év utolsó negyedévében, míg a régiós országok közül Lengyelországban 3,6, Csehországban 2,6, Szlovákiában pedig 0,9 százalékkal nőtt a gazdaság. Romániában 1,5 százalékos visszaesést mutatott a GDP (2-1. ábra).

Az Egyesült Államokban és Kínában is lassult a gazdasági növekedés üteme 2025. negyedik negyedévében. Az USA-ban 2,0, Kínában 4,5 százalékkal emelkedett a GDP az előző év azonos időszakához viszonyítva (2-1. ábra). Mind az USA-ban, mind Kínában a fogyasztás volt a növekedés fő támasza. Az előző negyedévhez képest az amerikai gazdaság 0,2, a kínai 1,2 százalékkal bővült.

Az elmúlt hónapokban a világkereskedelem és a világ ipari termelése tovább bővült. A globális import bővülése továbbra is legnagyobb mértékben a feltörekvő országok aktivitásának köszönhető (2-2. ábra). A 2025. elején, a vámbejelentéseket megelőzően tapasztalható jelentős amerikai import felfutás az év végére megfordult és a behozatal csökkenését regisztrálták.

Az eurozóna inflációja tavaly november óta 0,2 százalékponttal mérséklődött és 1,9 százalékon alakult februárban (2-3. ábra). A maginfláció a novemberihez képest

2-2 ábra: Az áruimport éves változása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: CPB

változatlan szinten, 2,4 százalékon alakult. A maginfláción kívüli tételek esetén kettősség volt megfigyelhető az elmúlt hónapokban: míg az energiaárak éves árváltozása jelentősen mérséklődött és februárban -3,1 százalékon alakult, addig a feldolgozatlan élelmiszerek inflációja 2,7-ről 4,6 százalékra emelkedett. A szolgáltatásokat változatlanul a fokozatos dezinfláció jellemzi, februárban 3,4 százalék volt az éves áremelkedés.

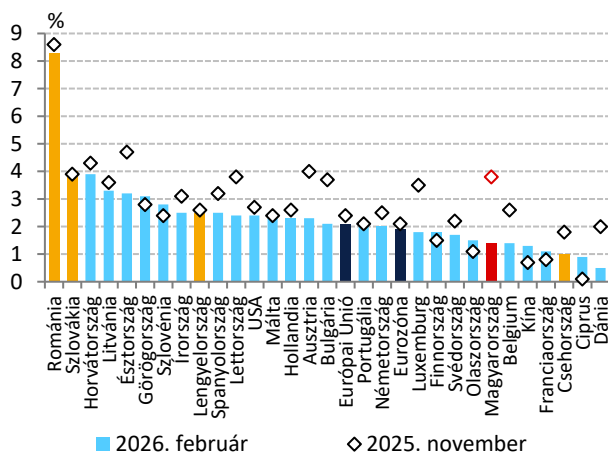
A régiós országok inflációja továbbra is széles sávban szóródik. Novemberről februárra Csehországban, Romániában és Lengyelországban csökkent, míg Szlovákiában enyhén emelkedett az áremelkedési ütem az Eurostat harmonizált adatai alapján (2-3. ábra). A legmagasabb inflációt Romániában mérték (8,3 százalék), amit Szlovákia (4,0 százalék), Lengyelország (2,5 százalék) és Csehország követett (1,0 százalék).

Az infláció az Egyesült Államokban 0,3 százalékponttal mérséklődött tavaly november óta. Idén februárban 2,4 százalékkal emelkedtek a fogyasztói árak éves alapon. Az éves árváltozás lassulását elsősorban az üzemanyagárak mérséklődése és a lakhatási költségek dezinflációja magyarázta. Kínában emelkedett az infláció a tavalyi év vége óta, februárban 1,3 százalékkal emelkedtek a fogyasztói árak éves összevetésben (2-3. ábra).

Az iráni konfliktus következtében számottevően emelkedtek a világszertei energiaárak. A Brent típusú olaj jegyzése átmenetileg megközelítette a hordónkénti 120 dolláros árat, majd korrekciót követően a 109 dolláros szint körül alakult. A december közepét jellemző 60-65 dolláros szintekhez képest ez jelentős emelkedést jelent, legutoljára 2022. augusztusban volt példa 100 dollár feletti árszintekre (2-4. ábra). Az áremelkedést elsősorban a közel-keleti konfliktus éleződése okozta, azonban egyéb geopolitikai feszültségek és a kazahsztáni olajkitermelés lassulása is hozzájárultak, aminek hatására felerősödtek az olajkínálat szűkülésére vonatkozó félelmek. Az általánosan feszült geopolitikai helyzet továbbra is érdemi kockázatokat hordozhat a világszertei olajár alakulásának tekintetében, különösen az esetleges energiaimportokra vonatkozó vámbejelentések és a közel-keleti konfliktus eskalációja.

Az európai gázárak a háború kitörése óta több mint 70 százalékkal nőttek. Tavaly decemberben még 27 euro körüli árszint volt a jellemző. Az év elején az Európát sújtó, az elmúlt éveknél hidegebb januári időjárás és így a földgáztárolók vártnál gyorsabban csökkenő töltöttségi szintje következtében a gázár átmenetileg 40 euro/MWh közelébe emelkedett. Februárban az enyhülő időjárásnak köszönhetően némileg mérséklődtek az árak és 30-35 euro között alakultak. Ezt követően március elejére a közel-keleti konfliktus kirobbanásának hírére 60 euro/MWh fölé

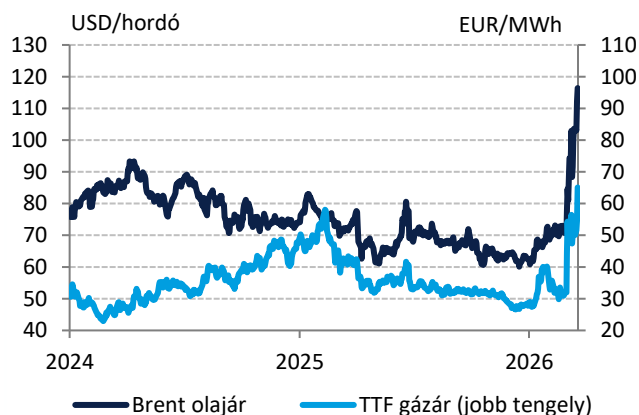
2-3 ábra: A nemzetközi inflációs környezet alakulása



Megjegyzés: Magyarország esetén nemzeti CPI adat, a többi EU-tagállamnál HICP, a többi országnál pedig CPI adatok.

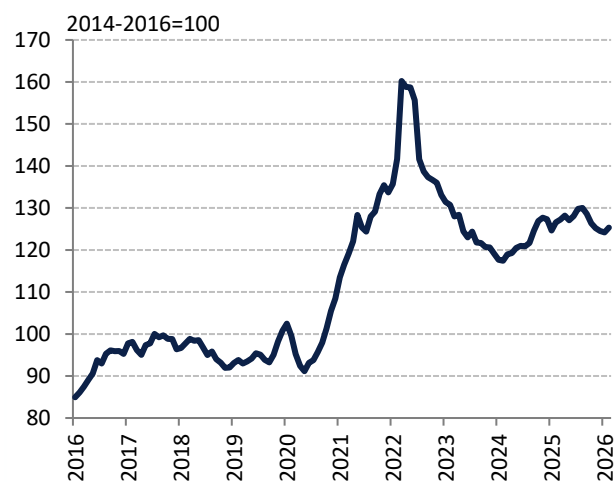
Forrás: Eurostat, Trading Economics, nemzeti statisztikai hivatalok

2-4 ábra: A globális olaj- és gázárak alakulása



Forrás: Bloomberg

2-5 ábra: A világszerte élelmiszerárak alakulása



Forrás: FAO

emelkedett a gázár (2-4. ábra).

A világszerte élelmiszerárak tovább mérséklődtek éves alapon (2-5. ábra). Februárban a globális élelmiszerárak átlagosan 1,0 százalékkal csökkentek tavaly februárhoz képest a FAO adatai alapján. Az előző hónaphoz viszonyítva 0,9 százalékos drágulást regisztráltak. A havi áremelkedést a gabona, a hús és az olajos növények drágulása okozta, ami ellensúlyozta a tejtermékek folytatódó árcsökkenését. A 2024-ben kezdődött globális élelmiszerár-ciklus tavaly szeptemberben véget ért, januárig folyamatosan csökkentek az árak havi alapon. Az árak mérséklődését elsősorban a tejtermékek magyarázták.

Az EKB februári, majd márciusi kamatdöntő ülésén is változatlan szinten, 2,0 százalékon tartotta irányadó betéti rátáját (2-6. ábra). A márciusi döntést követő sajtótájékoztatón az EKB elnöke megerősítette, hogy a jegybank továbbra is adatvezérelt és rugalmas megközelítést alkalmaz.

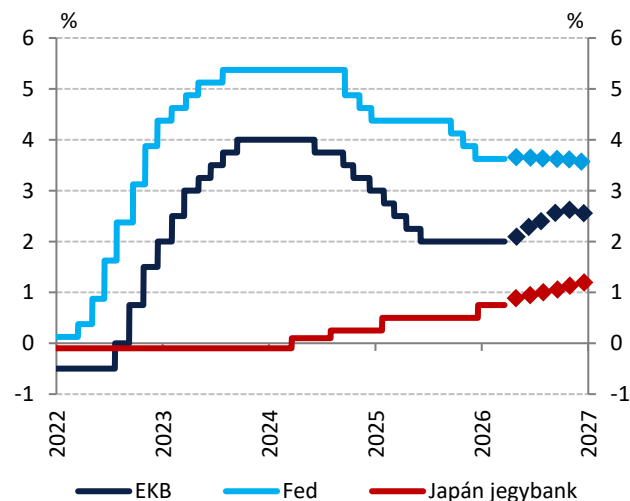
A régiós jegybankok közül a cseh és a román jegybank nem módosított a kamatkondíciókon az elmúlt negyedév során, míg a lengyel jegybank márciusban 25 bázispontos kamatcsökkentést hajtott végre (2-7. ábra). A lengyel jegybank januárban, majd februárban 4,0 százalékon tartotta az irányadó rátát, majd ezt követően márciusban 25 bázisponttal, 3,75 százalékra csökkentette az alapkamatot. A cseh jegybank februári és márciusi kamatdöntő ülésén is változatlanul, 3,5 százalékon hagyta az irányadó rátáját. A román jegybank januári és februári kamatdöntő ülésén sem változtatott a kamatkondíciókon, így az alapkamat mértéke továbbra is 6,5 százalékos szinten alakul.

A Fed három egymást követő kamatcsökkentést követően januári, majd márciusi kamatdöntő ülésén is 3,5-3,75 százalékon tartotta az irányadó ráta célszintjét (2-8. ábra). A döntéshozók a monetáris politika jelenlegi irányultságát megfelelőnek tartják ahhoz, hogy elősegítse az előrehaladást mind a teljes foglalkoztatás, mind pedig a 2 százalékos inflációs cél eléréséhez. A legutóbbi döntést követő sajtótájékoztatón a jegybankelnök elmondta, hogy a magasabb energiaárak növelik az inflációt, de még túl korai a gazdaságra gyakorolt lehetséges hatások mértékét és időtartamát megállapítani. A japán jegybank decemberben 25 bázisponttal 0,75 százalékra emelte az alapkamatot, majd januárban és márciusban nem módosított az irányadó ráta mértékén.

Nemzetközi makrogazdasági kilátások

A decemberi Inflációs jelentés óta éleződtek a geopolitikai konfliktusok. A február végén eszkalálódott iráni konfliktus esetleges elhúzódása kiemelten fontos a nemzetközi energiaárak és azok tova gyűrűző hatása szempontjából. A

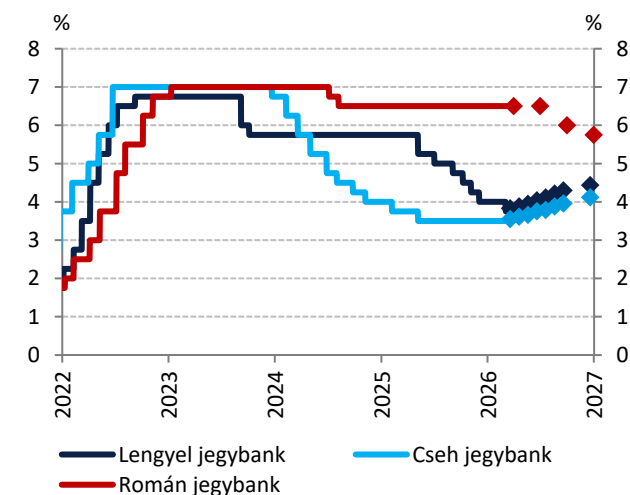
2-6 ábra: Globálisan meghatározó jegybankok irányadó rátáinak alakulása



Megjegyzés: EKB esetében O/N betéti kamat, Fed esetében irányadó célsáv középpontja. Az aktuális piaci árazások alapján várt kamatpályát az egyes jegybankok esetében rombuszsal jelöltük.

Forrás: Bloomberg

2-7 ábra: Régiós jegybankok irányadó rátáinak alakulása



Megjegyzés: Rombuszsal a lengyel, illetve a cseh jegybank esetében az aktuális piaci árazások alapján várt kamatpályát, míg a román jegybank esetében a februári elemzői várakozások medián értékét jelöltük.

Forrás: Bloomberg

Hormuzi-szoros lezárása miatt jelentősen csökken a globális olaj- és gáz kínálat, melynek nyomán a megugró energiaárak világszerte érezhető makrogazdasági hatásokkal járhatnak. Egy hosszabb konfliktus a decemberi feltevéseknél érdemben magasabb inflációs környezetet és alacsonyabb nemzetközi növekedést okozna. Az exportkilátásokat emellett a vámok emelkedése és az amerikai kereskedelem-politika kiszámíthatatlansága is rontja. Az amerikai Legfelsőbb Bíróság február 22-i döntése értelmében a korábbi országspecifikus alapvámok hatályon kívül kerültek, amit a kormány másik jogalapot felhasználva globális érvényű 15 százalékos általános vámmal pótolta.

Az idei évi külső keresletre vonatkozó előrejelzésünk a közel-keleti események következtében megemelkedő energiaárak miatt alacsonyabb a decemberinél, és a konfliktus elhúzódása, esetleges eskalációja további lefelé mutató kockázatot jelent. A 2-1. táblázatban exportpartnerek növekedésére vonatkozó prognózisok az adatzárás napjáig, 2026. március 19-ig közel változatlanok maradtak decemberhez képest, ugyanis az elemzők többsége még nem publikált friss előrejelzést, amelyben már számolnak az iráni háború hatásaival. Az Európai Központi Bank várakozása szerint az eurozóna GDP-növekedése 2026-ban 0,9 százalékon alakulhat, ami 0,1 százalékponttal alacsonyabb a szeptemberi előrejelzésnél (amely a legutóbbi Inflációs jelentés megjelenésekor az aktuális EKB prognózis volt), ugyanakkor a decemberivel összehasonlítva 0,3 százalékpontos csökkentést jelent. A gazdaság bővülését továbbra is a belső kereslet hajthatja, enyhén negatív nettó export mellett. Az EKB szerint a jövő évi növekedés 1,3 százalékos lehet az eurozónában, míg a piaci elemzők mediánja 1,5 százalék az eurozóna és 1,6 százalék az EU esetében. Az általánosan romló nemzetközi növekedési képpel összhangban külső keresleti előrejelzésünket lefelé módosítottuk az idei évre és – kisebb mértékben – a jövő évre vonatkozóan is (2-1. táblázat).

A német gazdaság 2026-os kilátásai szintén romlottak a legfrissebb elemzések szerint az elmúlt időszakban. Az évek óta strukturális kihívásokkal szembesülő gazdaság bővülése így továbbra is jelentősen elmaradhat az elmúlt évtizedben megszokottól. A február végi események előtt az elemzők elsősorban a költségvetési élénkítésnek köszönhetően a növekedés érdemi élénkülését várták. Ennek megfelelően az Ifo intézet februári felmérése szerint a feldolgozóipari vállalatok többsége már exportjának növekedését várta. Ezen belül az autóipari szereplők többsége is egyre inkább optimistán nyilatkozott az idei évre vonatkozóan, ami a magyar gazdaság számára is kedvező fejlemény volt. A német feldolgozóipari rendelésállomány decemberben elérte a 2022. év végi szintjét és folytatta emelkedő trendjét. A javuló

2-1. táblázat: Magyarország legfontosabb exportpartnereinek gazdasági növekedése a piaci várakozások szerint 2026-ban és 2027-ben

Partner	2026		2027	
	Dec.	Márc.	Dec.	Márc.
EU (74,6)	1,4	1,5	1,7	1,7
Németország (25,3)	1,0	1,0	1,5	1,5
Románia (5,6)	1,7	1,1	2,8	2,6
Lengyelország (4,9)	3,4	3,7	3,1	3,1
Olaszország (4,9)	0,7	0,8	0,9	0,9
Szlovákia (4,7)	1,5	1,3	2,3	2,1
Csehország (4,2)	2,3	2,5	2,6	2,6
Egyesült Államok (4,0)	1,9	2,5	2,0	2,0
Franciaország (3,9)	0,9	1,0	1,2	1,2
Ausztria (3,8)	0,9	0,9	1,5	1,5
Egyesült Királyság (3,5)	1,1	1,0	1,4	1,4
Kína (1,1)	4,4	4,6	4,2	4,4
Felvevőpiacaink növekedése	1,7	1,4	2,3	2,2

Megjegyzés: Az országok neve mellett zárójelben a hazai termélexportban betöltött súly szerepel, 2025-ös adatok alapján. A várakozások a 2026.03.19-i adatzárási határidő napján elérhető adatok alapján.

Forrás: Bloomberg

hangulatot ugyanakkor megtörte az iráni konfliktus eszkalációja és az energiaárak meredek emelkedése. Az Ifo intézet friss előrejelzése 2026-ra a korábbi 1,0 százalék helyett már csak 0,8 százalékos növekedést tartalmaz, ami a háború elmélyülése esetén csak 0,6 százalékot tenne ki. A Deutsche Bank szintén mérsékelte az idei évre vonatkozó várakozását, 1,5-ről 1,0 százalékra. Ugyanakkor, még az Ifo rosszabb forgatókönyvének megvalósulása is a bővülés ütemének emelkedését jelentené az elmúlt évek nehézségei és a tavalyi 0,4 százalékos növekedés után.

Az USA-ban és Kínában az idei évre vonatkozó várakozások emelkedtek. Az Egyesült Államokban 2,5 százalékos Kínában pedig 4,6 százalékos GDP-növekedést várnak a piaci elemzők 2026-ra, azonban ezek a várakozások még nem tartalmazzák a közel-keleti események becsült hatásait (2-1. táblázat).

Az Európai Központi Bank legfrissebb, márciusi várakozása szerint az eurozóna inflációja idén 2,6 százalékon alakulhat, amely 0,9 százalékponttal magasabb a tavaly szeptemberi előrejelzésnél. Az áremelkedési ütem felfelé módosítását a közel-keleti konfliktus következtében megugró energiaárak indokolták. Az intézmény a jövő évi inflációt enyhén, 0,1 százalékponttal emelte, így az 2,0 százalékos lehet 2027-ben. 2028-ban 2,1 százalékon alakulhat az áremelkedési ütem.

A piaci árazások alapján az EKB az idei év végéig két alkalommal emelheti a kamatait (2-6. ábra). A cseh jegybank és a lengyel jegybank esetében is az év végéig két 25 bázispontos kamatemelés van beárazva a piaci szereplők részéről. A román jegybank esetében, a februári, még az iráni konfliktus eszkalációját megelőző elemzői várakozásokat tekintve, 2026 harmadik negyedévében kerülhet sor az első kamatcsökkentésre (2-7. ábra).

A Fed esetében az idei évre a piac kiárazta a további kamatcsökkentéseket, míg 2027-ben egy 25 bázispontos kamatcsökkentés várható (2-6. ábra). A japán jegybank esetében 50 bázispontnyi kamatemelés várható az idei év végéig.

2-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

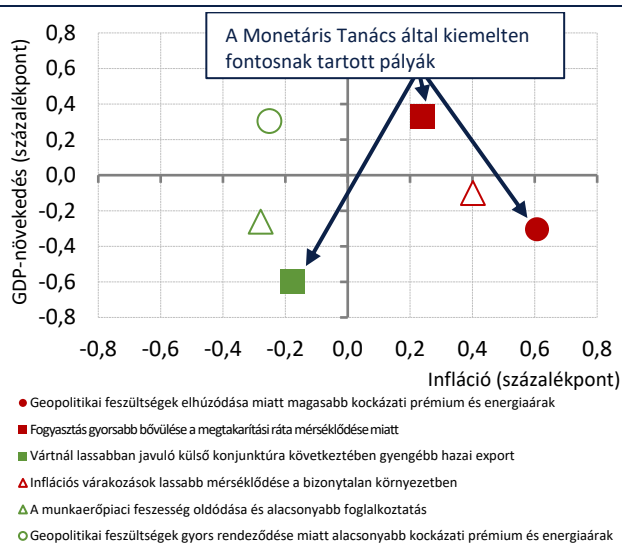
Meghatározó feltevések	2026		2027		2028		Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	2026	2027	2028
EUR/USD	1,165	1,155	1,165	1,150	1,165	1,150	-0,8%	-1,2%	-1,2%
Olajár (USD/hordó)	62,2	89,7	62,4	77,2	62,8	74,0	44,3%	23,7%	17,9%
Gázár (EUR/MWh)	27,0	57,6	25,5	44,4	25,1	34,3	113,4%	74,1%	36,8%
Eurozóna inflációja (%)	1,7	2,6	1,9	2,0		2,1	0,9 szp.	0,1 szp.	
Eurozóna növekedése (%)	1,0	0,9	1,3	1,3		1,4	-0,1 szp.	0,0 szp.	
Felvevőpiacaink növekedése* (%)	1,7	1,4	2,3	2,2	1,8	1,8	-0,3 szp.	-0,1 szp.	0,0 szp.

Megjegyzés: Olajárak esetén éves átlag. *21 legfontosabb exportpartnerünk növekedési üteme az exportból vett részaránnyal súlyozva. Az EKB előző előrejelzésére a 2025. szeptemberi érték szerepel, mivel a decemberi Inflációs jelentés készítése idején az EKB decemberi előrejelzése még nem volt elérhető. Az előrejelzéseinek elkészítésekor a 2026. március 19-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe. Forrás: Bloomberg, Consensus Economics, MNB, EKB

3. Alternatív forgatókönyvek hatása az előrejelzésre

A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív kockázati forgatókönyvet emelt ki. A geopolitikai feszültségek elhúzódása miatt magasabb kockázati prémiumot és energiaárakat valószínűsítő forgatókönyv magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával, illetve szigorúbb monetáris kondíciókkal konzisztens. A megtakarítási ráta mérséklődése miatt a fogyasztás gyorsabb bővülését feltételező alternatív pálya magasabb növekedési és inflációs pályával, valamint szigorúbb monetáris kondíciókkal áll összhangban. A vártnál lassabban javuló külső konjunktúra következtében gyengébb hazai exporttal számoló Szenárió alacsonyabb növekedési és inflációs pályával konzisztens, így lazább monetáris kondíciókkal áll összhangban. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív Szenárióként az inflációs várakozások lassabb mérséklődése a bizonytalan környezetben, a munkaerőpiaci feszesség oldódása és alacsonyabb foglalkoztatás, valamint a geopolitikai feszültségek gyors rendeződése miatt alacsonyabb kockázati prémium és energiaárak forgatókönyvet tárgyalta.

3-1. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre



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

Forrás: MNB

Geopolitikai feszültségek elhúzódása miatt magasabb kockázati prémium és energiaárak

A geopolitikai kockázatok realizálódása felfelé irányuló nyomást okoz az olaj- és energiaárakban, valamint a kockázatkörülés erősödése a feltörekvő gazdaságok esetén tőkekiáramláshoz vezethet. A március elején kirobbant iráni konfliktus következtében a Brent típusú olaj ára a december végi 61 USD/hordó körüli szintjéről a 100 USD/hordó fölé drágult. Az európai gázárak szintén emelkedtek. A tőkepiaci kockázatok mérő VIX index 2025. decemberi átlagos szintje 15,6 százalék volt, ez március első felében 24,5 százalékra nőtt. Az energiaárak tartós megemelkedése az energiaegyenlegen keresztül ronthatja a hazai külső egyensúlyt, ezzel emelve a kockázati felárakat.

Az alternatív pálya a geopolitikai feszültségek elhúzódásával számol. A forgatókönyvben az energiaárak és a fejlett országok hosszú hozamai számottevően tovább emelkednek, ami a kelet-közép-európai régió sérülékenységének érdemi növekedését vetíti előre. Mivel a hazai gazdaság nyersanyagimportőr, ezért az egyensúlyi folyamatok is kedvezőtlen irányba mozdulnak, következésképp a kockázati prémium is emelkedik. A forgatókönyv az alappályánál összességében magasabb inflációs, alacsonyabb növekedési pályával és szigorúbb monetáris kondíciókkal konzisztens.

Fogyasztás gyorsabb bővülése a megtakarítási ráta mérséklődése miatt

A hazai bérdinamika régiós összevetésben élénk, valamint a fogyasztói bizalom is javult. 2025 decemberében a nemzetgazdaságban a rendszeres (prémium nélkül számított) bruttó átlagkereset 9,4 százalékkal nőtt éves alapon. A GKI fogyasztói bizalmi index a januári átmeneti

stagnálást követően februárban tovább emelkedett és ezzel több éves csúcspontra javult. Az óvatossági motívum oldódásával párhuzamosan a háztartások a megtakarításuk fokozatos mérséklésével egyre nagyobb összeget fordíthatnak fogyasztási célra.

Az alternatív forgatókönyv feltételezi, hogy a háztartások a rendelkezésre álló jövedelmük nagyobb részét fordítják fogyasztásra. A fogyasztói bizalom javulása és a megtakarítási ráta további mérséklődése esetén a lakossági fogyasztás az alappályában vártnál gyorsabban bővíülhet. A forgatókönyv magasabb növekedési és inflációs pályával, valamint szigorúbb monetáris kondíciókkal konzisztens.

Vártnál lassabban javuló külső konjunktúra következtében gyengébb hazai export

2025. negyedik negyedévében visszafogott ütemben folytatódott a GDP növekedése mind az Európai Unióban, mind Németországban. A növekedés előretételezve is mérsékelt maradhat.

Hazánk esetében az ipari exportértékesítés továbbra is visszafogott. Az ipari export volumene 2021 óta csökkenő trendet mutat. Az ipari termelésen belül legnagyobb súlyt képviselő járműgyártás és a villamos berendezések gyártása az elmúlt évek során mérséklődött, azonban a termelés az ipari álgak többségében elmarad a 2022. évi szinttől.

Az alternatív kockázati forgatókönyv azzal számol, hogy az Európai Unió és Németország növekedése az alappályánál gyengébben alakul. A külső kereslet mérséklődése rontja a hazai exportteljesítményt, így a GDP-növekedés lassulásának irányába hat. Mindezek mellett az alacsonyabb külső inflációból fakadóan az alappályához képest alacsonyabb hazai inflációs pálya valósul meg, ami lazább monetáris kondíciókkal áll összhangban.

További kockázatok

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

A lassabban csökkenő inflációs várakozásokat valószínűsítő forgatókönyvben a várakozások mérséklődése és horgonyzása a bizonytalan környezetben az alappályában feltételezettnél lassabban megy végbe. A forgatókönyv bekövetkezése a vállalatok árazási és bérezési döntésein keresztül magasabb inflációt, a rendelkezésre álló jövedelem csökkenését és visszafogottabb gazdasági növekedést eredményez. A forgatókönyv szigorúbb monetáris kondíciókkal van összhangban.

A munkaerőpiaci feszesség oldódásával és alacsonyabb foglalkoztatással számoló scenárió szerint a vállalatok az

alappályában vártnál nagyobb mértékben csökkentik munkakeresletüket a nominális bérdinamika további lassulása mellett. Az elmúlt években emelkedett a bérhányad, ami rontotta a vállalatok profitabilitását és visszafoghatta a foglalkoztatást. A lassabb bérnövekedés és a fogyasztás mérséklődése következtében a forgatókönyv alacsonyabb inflációs és növekedési pályával, valamint lazább monetáris kondíciókkal van összhangban.

A geopolitikai feszültségek gyors rendeződését feltételező forgatókönyvben a régió kockázati megítélése javul, az energiaárak pedig mérséklődnek. A csökkenő kockázati prémium következtében a forint erősödik, valamint az energiaárak mérséklődésével a külső egyensúly is javul. A forgatókönyv megvalósulása az alappályához képest alacsonyabb inflációs, magasabb növekedési pályával és lazább monetáris kondíciókkal konzisztens.

4. Kiemelt témák

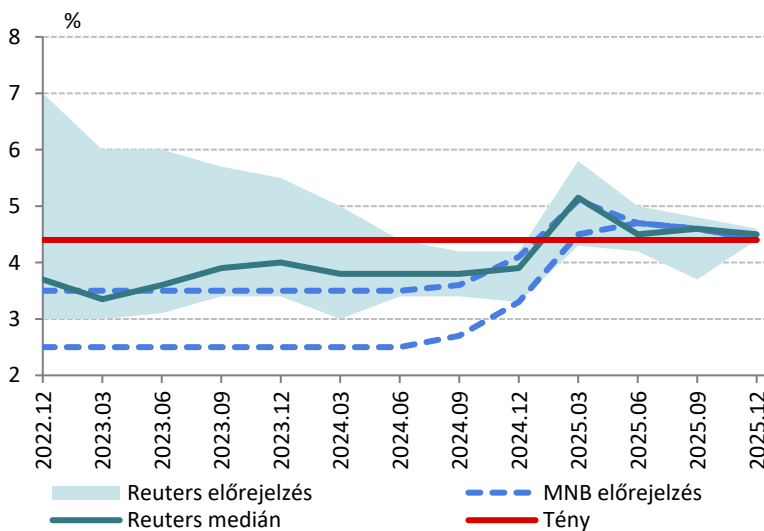
4.1. A 2025-ös évre az Inflációs jelentésekben adott előrejelzések értékelése

A fejezet célja annak bemutatása, hogy milyen pontossággal teljesültek az Inflációs jelentésekben a 2025-re vonatkozó előrejelzések az elmúlt 3 évben. Emellett azt is megvizsgáljuk, hogy az Inflációs jelentések előrejelzési teljesítménye hogyan viszonyul a piaci várakozásokhoz. Összességében elmondható, hogy a 2025-es tényleges infláció és a gazdasági növekedés a tavalyi előrejelzéseinknél enyhén alacsonyabban, a versenyszféra foglalkoztatás alacsonyabban, míg a versenyszféra bérdinamika a tavalyi előrejelzéseink körül alakult.

4.1.1. Infláció

2025-ben az infláció 4,4 százalékon alakult éves átlagban. 2025. elején megemelkedett a hazai infláció, majd a februári csúcspontot (5,6 százalék) követően csökkenésnek indult, részben az élelmiszerárak korlátozása miatt. 2025 második felében tovább mérséklődött az infláció, novemberben már a toleranciasávba került, decemberre pedig az inflációs cél közelébe, 3,3 százalékra csökkent. 2022. december és 2024. szeptember között az MNB 2025-ös inflációra vonatkozó előrejelzési sávja a jegybanki 3 százalékos cél körül alakult. Az infláció emelkedésének hatására a prognózis sávja 2024 szeptemberétől 2025 márciusára 4,5 – 5,1 százalékgig emelkedett. Ezt követően a jegybank áttért a pontbecslésre, és az infláció mérséklődésével összhangban az előrejelzés is enyhén csökkent. **A tényadat a 2025. decemberi prognózissal megegyezően, 4,4 százalékon alakult. A 2025 egészére adott előrejelzéseink a tavalyi év folyamán hasonlóan alakultak, mint a piaci elemzők várakozásainak mediánja (4-1. ábra).**

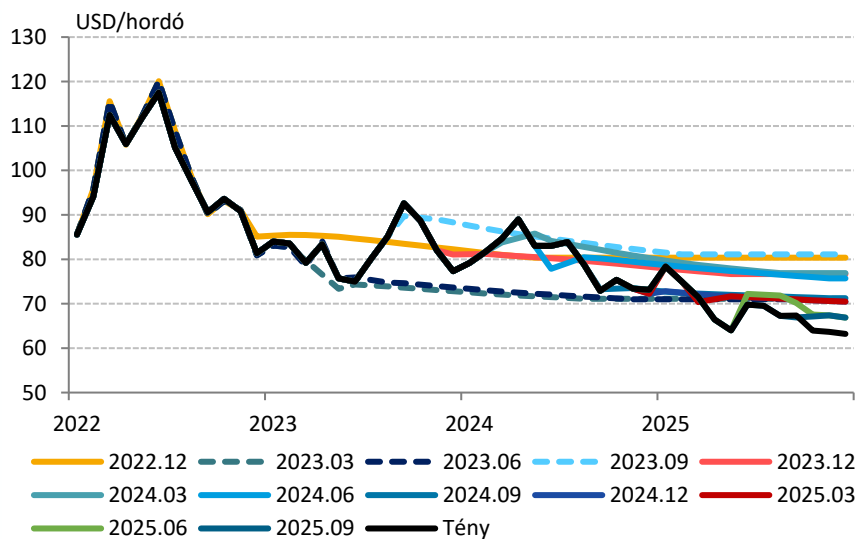
4-1. ábra: A 2025-ös inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések



Forrás: KSH, MNB, Reuters

Az olajárak 2025 folyamán az előrejelzéseinkben alkalmazott feltételezések alatt alakultak (4-2. ábra). A Brent nyersolaj hordónkénti ára 2024-ben és 2025-ben is számottevő változékonyság mellett összességében csökkent. 2023-ban az olajárak az év nagyobb részében még 80 dollár felett alakultak, de 2025 végére 63 dollárra mérséklődtek. Az árcsökkenés legnagyobb része 2025 első felében valósult meg, amiben jelentős szerepet játszott az OPEC-országok olajtermelésének növelése és kereskedelmi feszültségek kiéleződésének olajkeresleti várakozásokra gyakorolt hatása.

4-2. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések

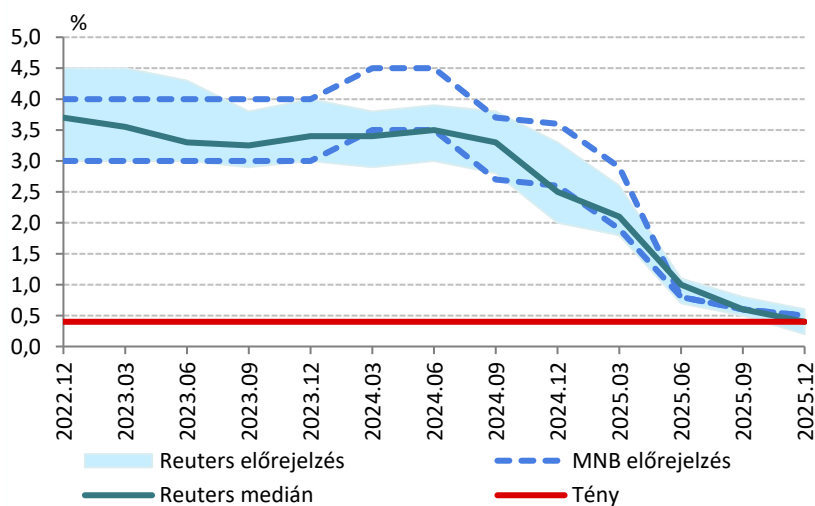


Forrás: Bloomberg, MNB

4.1.2. Gazdasági növekedés

2025-ben a hazai GDP 0,4 százalékkal emelkedett. A 2022. decemberi Inflációs jelentés 3,0 – 4,0 százalék közötti bővülést jelzett előre, amely sáv 2023 decemberéig változatlan maradt. Az ezt követő három negyedév során 3,5 – 4,5 százalékra emelkedett a prognózis, majd a visszafogott konjunktúra folyamatokkal párhuzamosan 2024 harmadik negyedévéől fokozatosan mérséklődött a 2025-re vonatkozó előrejelzés. A 2025 áprilisában bejelentett amerikai vámok után kialakult vámháború következtében a GDP-re vonatkozó előrejelzésünk 2025 júniusára 0,8 százalékra csökkent. **A tényadat a 2025-ös várakozásoknál enyhén alacsonyabban, 0,4 százalékon alakult** (4-3. ábra).

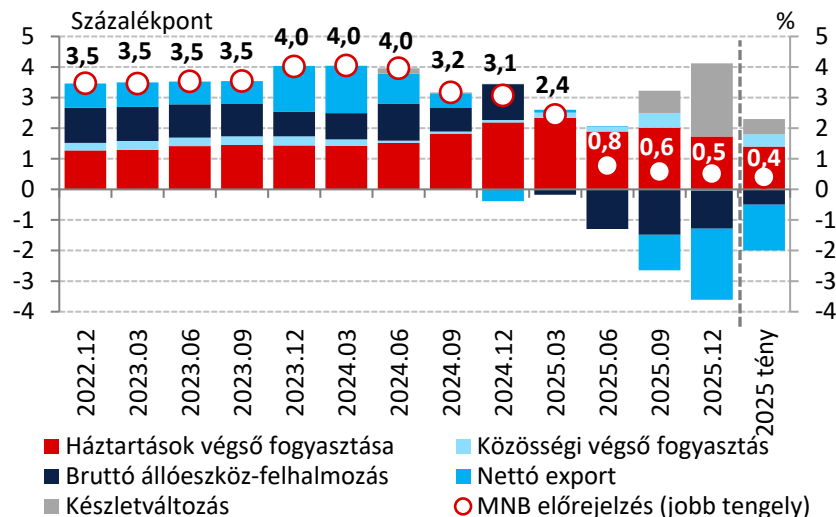
4-3. ábra: A 2025-ös GDP növekedésre vonatkozó MNB-s és piaci előrejelzések



Forrás: KSH, MNB, Reuters

A háztartások fogyasztási kiadása (+1,4 százalékpont), a készletváltozás (+0,5 százalékpont) és a közösségi végső fogyasztás (+0,4 százalékpont) támogatta a 2025. évi növekedést, míg a nettó export (-1,5 százalékpont) és a bruttó állóeszköz-felhalmozás (-0,5 százalékpont) visszafogták azt. A prognózis a romló külső konjunktúrával összhangban a nettó exportnak a hazai növekedéshez való negatív hozzájárulásával számolt 2025 második felétől. A bruttó állóeszköz-felhalmozásra vonatkozó várakozás a tavalyi évben szintén negatívvá változott. A felmérések alapján a vállalatok fejlesztéseit a kereslet hiánya, a magas árszintek és a bizonytalanság akadályozta leginkább. Az emelkedő reálbérékkel összhangban a háztartások fogyasztására vonatkozó prognózis végig pozitívan alakult (4-4. ábra).

4-4. ábra: A 2025-ös GDP felhasználás oldali dekompozíciójára vonatkozó MNB-előrejelzések



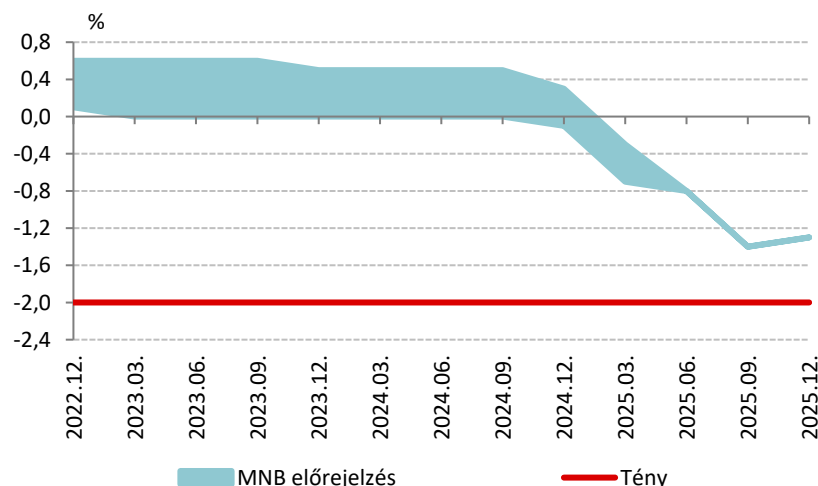
Megjegyzés: A GDP-re vonatkozó értékek az előrejelzési pontbecslést, a résztelemek a növekedési hozzájárulást mutatják. A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a nonprofit intézmények által nyújtott transfereket.

Forrás: KSH, MNB

4.1.3. Munkaerőpiac

A munkanélküliségi ráta historikus összevetésben továbbra is alacsony. 2025-ben a versenyszférában foglalkoztatottak száma 2 százalékkal csökkent. A 2022 decembere és 2024 decembere közötti prognózisok a foglalkoztatottság stagnálását, illetve enyhe növekedését jelezték előre. Az ezt követő fordulóban viszont az előrejelzés fokozatosan lefelé módosult a gyenge növekedési teljesítményre, a munkaerő-kereslet csökkenésére és a demográfiai folyamatokra való tekintettel. A 2025 márciusi Inflációs jelentés 0,7 – 0,3 százalék közötti foglalkoztatottság mérséklődést valószínűsített, amely 2025 decemberére 1,3 százalékra tovább csökkent. A munkanélküliségi ráta alacsonyan alakult, év végére 4,3 százalékra csökkent. **A tavalyi év során adott prognózisok meghaladták a tényleges dinamikát** (4-5. ábra).

4-5. ábra: A versenyszféra 2025-ös létszámdinamika vonatkozó MNB-előrejelzések

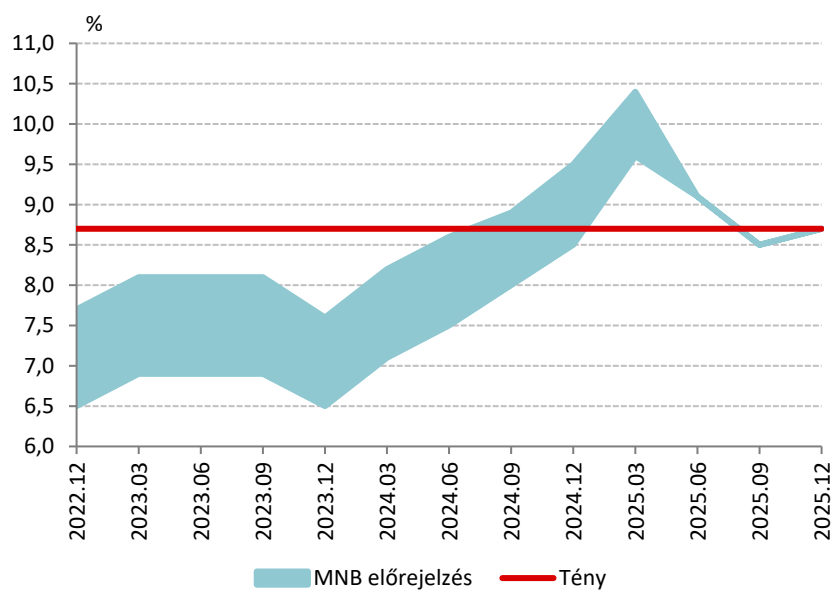


Forrás: KSH, MNB

2025-ben a versenyszférában 8,7 százalékkal emelkedtek a bérek. A bérindexre vonatkozó várakozások kezdetben 6,5 és 8 százalék között mozogtak 2022 decembere és 2023 decembere között. Ezt követően az előrejelzéseink 2025 márciusáig folyamatosan emelkedtek, amikor 9,6 és 10,4 százalék között alakult a várakozásunk. Végül a pontbecslésre áttérve fokozatosan mérséklődött a bérdinamika. A tavalyi évi bérdinamikára vonatkozó előrejelzéseket az inflációs várakozások

mérséklődése és a munkaerőpiaci feszesség fokozatos enyhülése befolyásolta. Az átlagbérek növekedését a minimálbér és a garantált bérminimum 2025. évi 9, illetve 7 százalékos emelésének hatása is erősítette. **Össességében a 2025. évi versenyszféra bérdinamika az előrejelzésünk körül alakult (4-6. ábra).**

4-6. ábra: A versenyszféra 2025-ös bérindexre vonatkozó MNB-előrejelzések



Forrás: KSH, MNB

Ábrák és táblázatok jegyzéke

Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Az infláció alakulása	11
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása	11
1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	12
1-4. ábra: Inflációs előrejelzésünk alakulása	13
1-5. ábra: Januári átázások és az éves átlagos infláció közötti kapcsolat.....	14
1-6. ábra: A januári és februári kumulált havi árváltozás a teljes fogyasztói kosárban 2001 óta	15
1-7. ábra: Piaci szolgáltatások januári és februári kumulált havi árváltozása 2001 óta	15
1-8. ábra: Az iparcikkek januári és februári kumulált havi árváltozása 2001 óta	16
1-9. ábra: Félvezetők (chipek) árának alakulása	17
1-10. ábra: A lakossági földgázfogyasztás és a hőmérséklet közötti kapcsolat.....	18
1-11. ábra: A lakossági földgázfelhasználás alakulása a januári hónapokban	18
1-12. ábra: A lakosság által felhasznált nem rezsicsökkentett gáz aránya	19
1-13. ábra: A Brent olajár alakulása (1962-2026) és a határidős olajárak (2026-2029)	20
1-14. ábra: Geopolitikai konfliktusok hatása az olajárakra: árkiugrások, amikor egy éven belül korrekció következett be (bal panel) és amikor tartós olajárrezsím alakult ki (jobb panel)	22
1-15. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája.....	23
1-16. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése.....	23
1-17. ábra: A nettó keresettömeg, a rendelkezésre álló jövedelem és a háztartások fogyasztási kiadásainak éves változása reálértéken	24
1-18. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában.....	24
1-19. ábra: A háztartási hitelezés előrejelzése	24
1-20. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	25
1-21. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	25
1-22. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv, valamint a szolgáltatások és az ipar kapacitáskihasználtsága	26
1-23. ábra: Az üres álláshelyek számának éves változása a versenyszférában	27
1-24. ábra: Foglalkoztatási kilátások a vállalatok körében ESI-indikátor alakulása.....	27
1-25. ábra: A teljes munkaidősök ledolgozott heti munkaóráinak alakulása a versenyszférában	28
1-26. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	29
1-27. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása	30
1-28. ábra: A kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege.....	31
1-29. ábra: Az elsődleges egyenleg alakulása EU-s összevetésben 2025-ben	32
1-30. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása.....	32
1-31. ábra: A központi alrendszer adó- és járulékbévételeinek alakulása (3 havi mozgóátlag)	33
1-32. ábra: Az államadósság várható alakulása.....	33
3-1. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forráskönyvek hatása előrejelzésünkre.....	41
4-1. ábra: A 2025-ös inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések.....	44
4-2. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések.....	45
4-3. ábra: A 2025-ös GDP növekedésre vonatkozó MNB-s és piaci előrejelzések.....	45
4-4. ábra: A 2025-ös GDP felhasználás oldali dekompozíciójára vonatkozó MNB-előrejelzések.....	46
4-5. ábra: A versenyszféra 2025-ös létszámindexre vonatkozó MNB-előrejelzések	46
4-6. ábra: A versenyszféra 2025-ös bérindexre vonatkozó MNB-előrejelzések	47

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei	12
1-2. táblázat: Jelentős olajár-emelkedést kiváltó geopolitikai sokkok (1962-2026).....	21
1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása	25
1-4. táblázat: A GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg alakulása	29
1-5. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	31
1-6. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	34
1-7. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	35

INFLÁCIÓS JELENTÉS

2026. március

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 8-9.