



Változékony éghajlaton

Makrogazdasági kitekintő

Nyeste Orsolya, Nagy János

2026. szeptember

Összefoglaló

A nemzetközi gazdasági környezetet továbbra is jelentős geopolitikai és inflációs bizonytalanság övezi. A közel-keleti konfliktus elhúzódása ismét felfelé hajtja az energiaárakat, és tartós nyugvópont egyelőre nincs kilátásban.

Az amerikai gazdaság növekedése lassul, de a fogyasztás és a beruházások továbbra is viszonylag ellenállóak, míg az eurózónában a vártnál kedvezőbb második negyedéves teljesítmény javította a rövid távú kilátásokat. A magasabb energiaárak ugyanakkor ismét erősítik az inflációs kockázatokat, ami szűkíti a Fed és az EKB mozgásterét. A tartósan magas infláció, a növekvő állami finanszírozási igények és a geopolitikai kockázatok miatt a globális kötvényhozamok is magasabb szinteken maradhatnak.

A magyar gazdaság 2026-ban mérsékelt élénkülést mutat. A növekedés legfontosabb támasza továbbra is a háztartások fogyasztása. A külső környezet azonban változatlanul komoly kockázatokat hordoz, elsősorban a geopolitikai feszültségek, a magas energiaárak és a bizonytalan exportkilátások miatt.

Az inflációs folyamatok a vártnál kedvezőbben alakultak, ami az erős forinttal és a mérséklődő árvárakozásokkal együtt teret nyitott a monetáris politika óvatos lazítására. Az MNB június és augusztus között összesen 75 bázisponttal, 6,25 százalékról 5,50 százalékra csökkentette az alapkamatot. A kamatpálya további alakulásával kapcsolatosan emelkedtek a bizonytalanságok: bár az inflációs adatok továbbra is kedvezőek, a közel-keleti konfliktus elmúlt hetekben tapasztalt eszkalációja, a globális kötvénypiaci turbulenciák, a volatilisabb forint, egyelőre megállásra készítheti a döntéshozókat a vágási ciklusban. Az idén még látunk esélyt a jegybanki alapkamat további csökkentésére, de a felfelé mutató kamatkockázatok az elmúlt hetekben erősödtek.

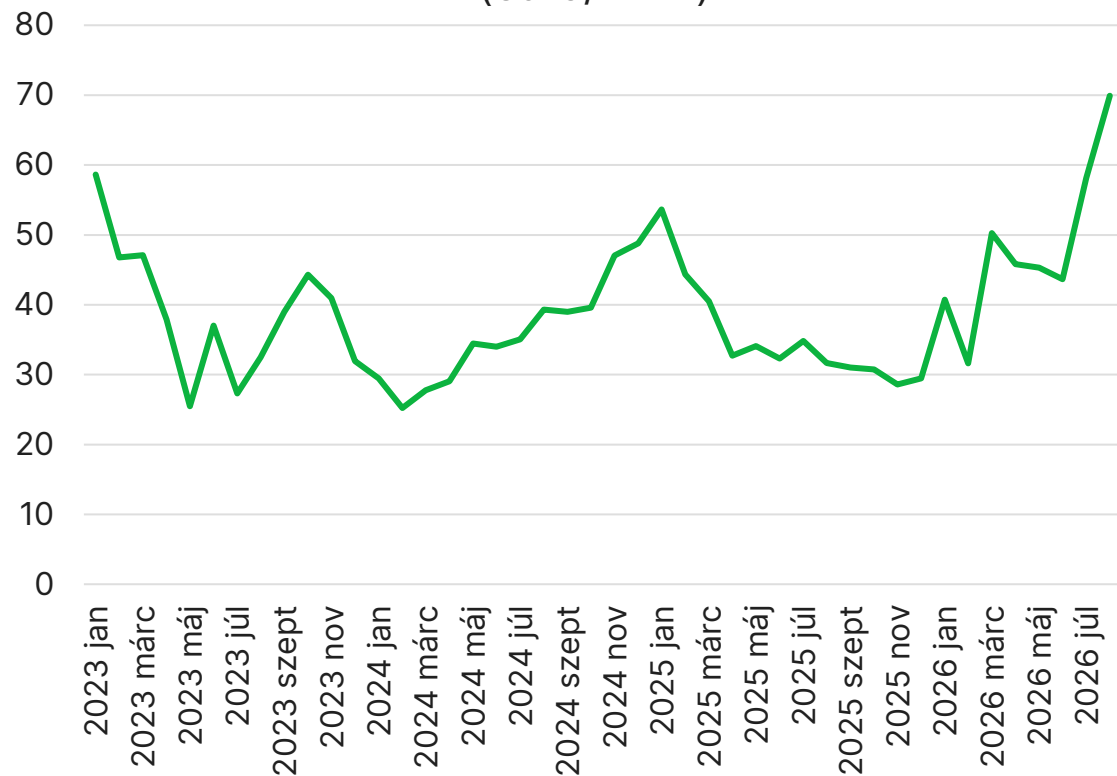
Magyarország kockázati megítélése jelentősen javult az év során, a további előrelépéshez azonban hiteles költségvetési konszolidációra, az uniós források beáramlására és a gazdaságpolitikai kiszámíthatóság fennmaradására lesz szükség.



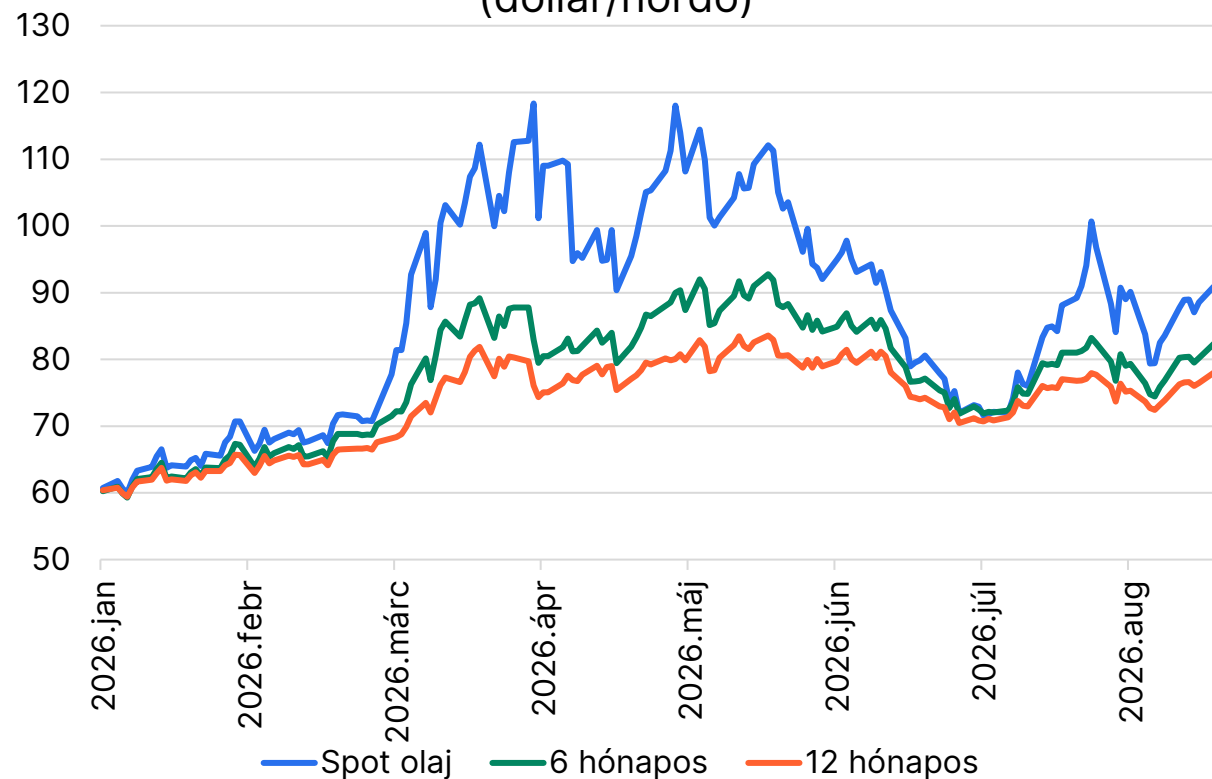
Nemzetközi környezet

Június vége óta egyre csökken az optimizmus a közel-keleti konfliktus lezárását illetően, így ismét nőnek a gáz- és olajárak

Az európai TTF gázár alakulása
(euró/Mwh)

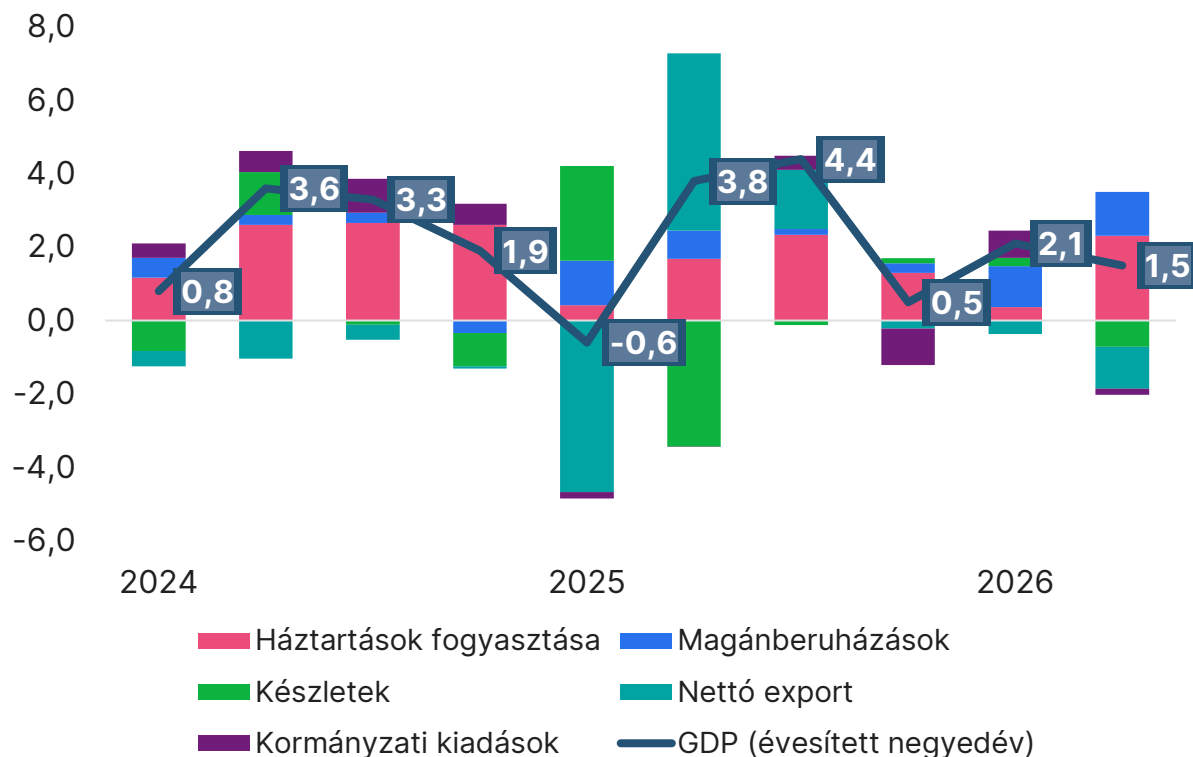


Az azonnali és határidős olajárak
(dollár/hordó)



USA: a növekedés lassul, de a belföldi kereslet továbbra is erős

Az USA GDP-je (százalék) és a növekedési hozzájárulások (százalékpont)



A második negyedévben az USA gazdasága mérsékelt növekedést mutatott, miközben a növekedés szerkezete meglepetést okozott. A háztartások fogyasztása ugyanis a jelentős üzemanyagár-emelkedés ellenére gyorsult, és így a növekedés legfőbb hajtóerejét jelentette.

A vállalati beruházások is kedvezően alakultak, amit továbbra is leginkább a mesterséges intelligenciához kapcsolódó beruházási hullám támogatott.

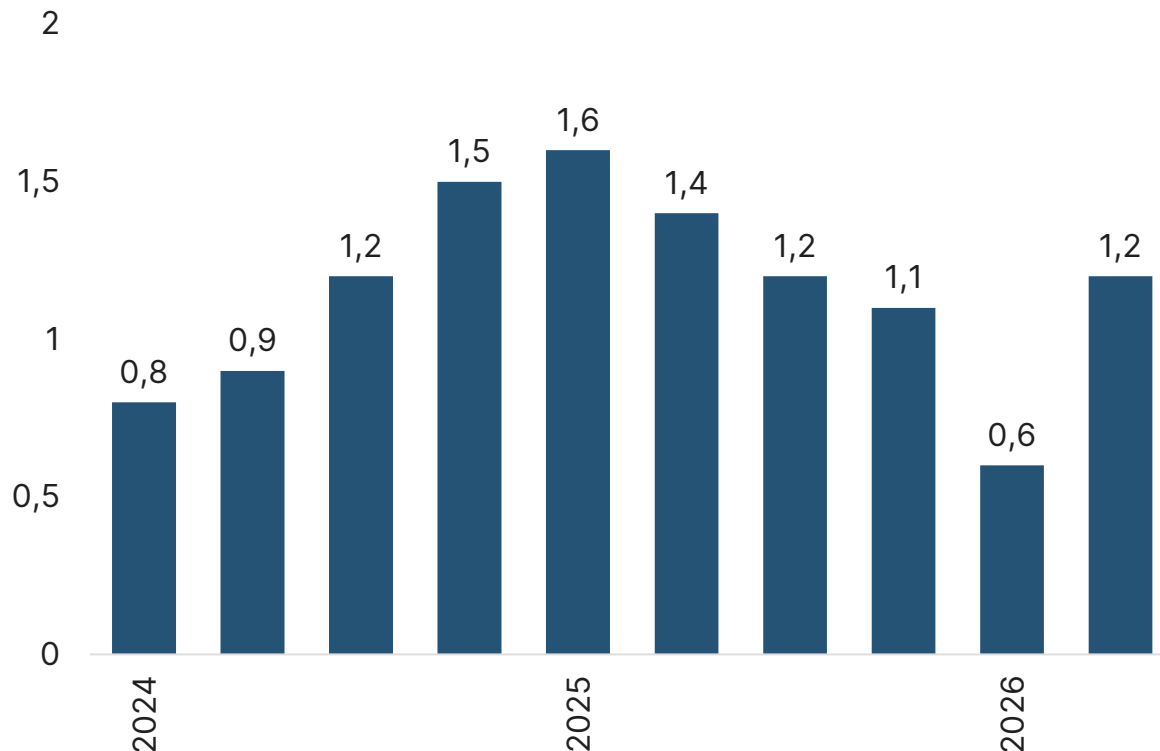
Az export, a készletváltozások, valamint kisebb mértékben a kormányzati kiadások ugyanakkor visszafogták a növekedést.

A következő negyedévekben a magánfogyasztás összességében mérsékelt bővülése várható. A fogyasztást a viszonylag problémamentes munkaerőpiac támogatja, azonban a magas infláció korlátozza. Az „AI-boom” várhatóan továbbra is ösztönzi a beruházásokat, míg a gazdaság többi szegmense változékonyan alakulhat.

Az idei USA-beli GDP növekedésre vonatkozó előrejelzések 2 százalék körül alakulnak, és hasonló növekedési teljesítményt várnak az elkövetkező években is.

Eurózóna: meglepő módon gyorsult a növekedés a második negyedévben

Az eurózóna éves növekedési ütemei
(százalék)



Az euróövezet gazdasága a második negyedévben negyedéves szinten 0,6 százalékkal bővült, azaz az év eleji stagnálást követően gyorsulás látszott. Az éves GDP növekedés így 1,2 százalékos volt.

Az ír gazdaság ugrásszerű bővülése és a déli országok erős teljesítménye voltak a legfontosabb tényezők az övezetben.

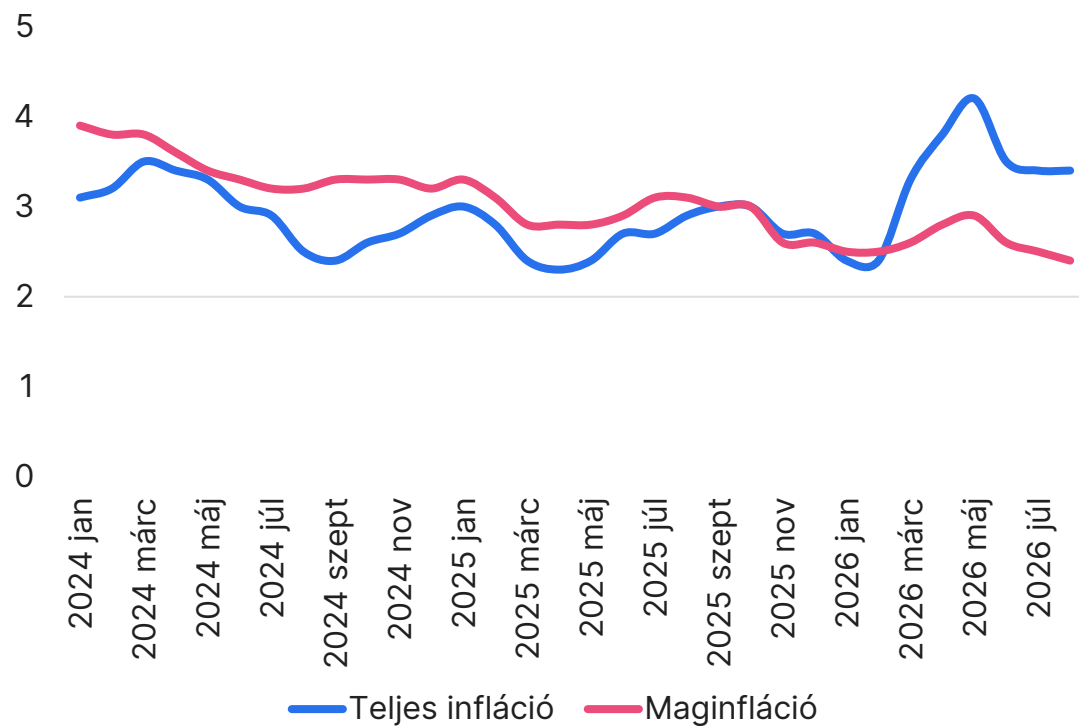
Kedvező emellett, hogy a magországok sem húzták vissza a GDP-t, hiszen Németország, Franciaország és Olaszország egyaránt 0,2 százalékos növekedést ért el negyedéves szinten.

A pozitív nettó exportok támogatták a GDP-t, miközben a fogyasztás valamelyest lassult, és a beruházások is inkább gyengélkedtek. Németország esetében a kormányzati beruházások növekedése is fontos szerepet játszott, miután a kormány - programjának megfelelően - igyekszik korszerűsíteni az infrastruktúráját és a hadiipart. A magánberuházók azonban továbbra is inkább kívárnak.

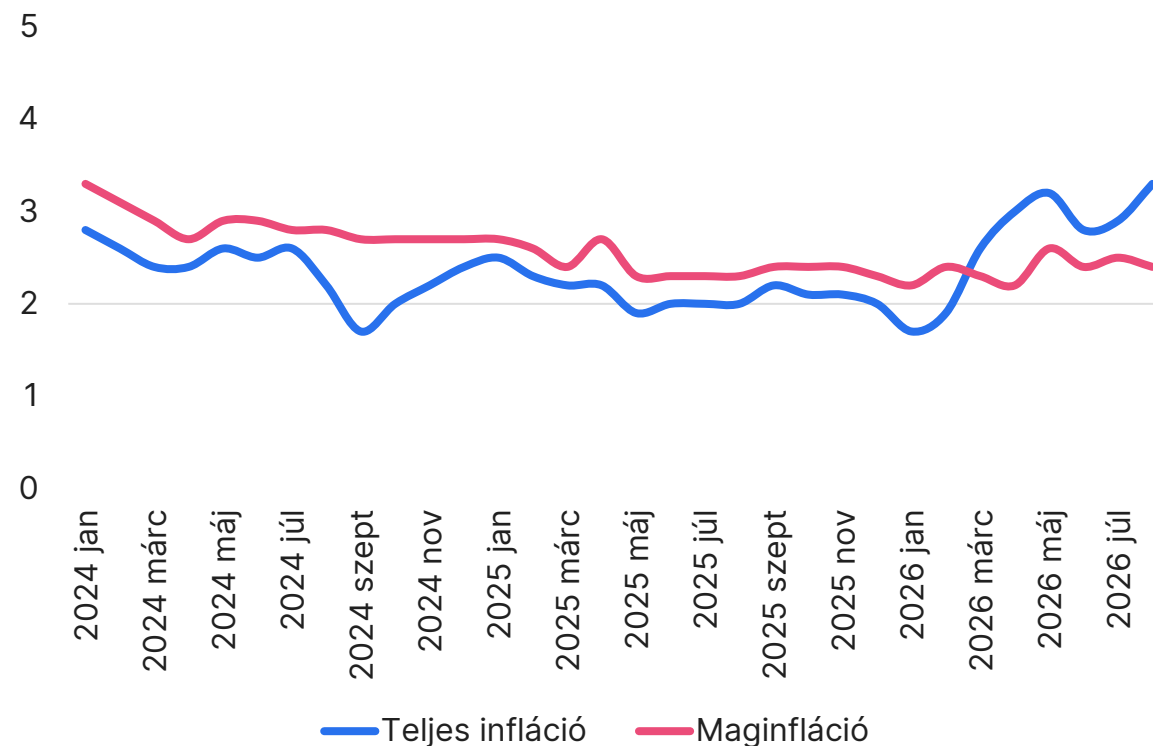
A legfrissebb PMI-felmérések alapján mind a szolgáltató szektor, mind a feldolgozóipar a növekedési tartományban maradt, ami kedvező jel a kilátásokra nézve.

A magasabb energiaárak egyelőre visszafogottan emelték a fogyasztói árakat

A fogyasztói infláció alakulása az USA-ban
(százalék, év/év)

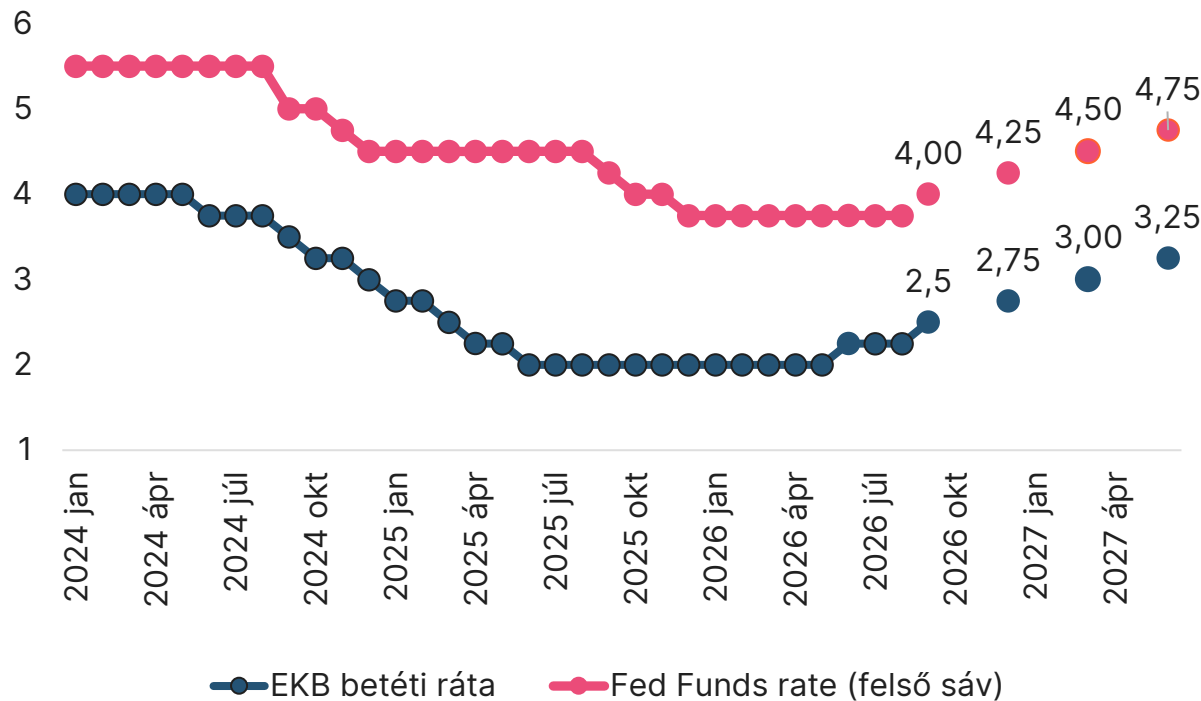


A fogyasztói infláció alakulása az eurózónában
(százalék, év/év)



A Jackson Hole-i beszéd után nőtt a Fed szigorítások esélye, miközben az EKB a másodlagos inflációs hatásokra fókuszál

A vezető jegybankok várható kamatpályája
(piaci árazás, százalék)



Az elmúlt időszakban a két nagy jegybank (Fed, EKB) monetáris politikájával kapcsolatos várakozások a szokásosnál is nagyobb volatilitást mutattak.

A Fed esetében Kevin Warsh elnök inflációs kockázatokat hangsúlyozó Jackson Hole-i beszéde hozott a kamatemelés irányába mutató jelentősebb átárazódást a nyár végén. A tartósan magas maginfláció, a növekvő inflációs várakozások, az energiaárak emelkedéséből fakadó felfelé mutató kockázatok, valamint az erős munkaerőpiaci adatok fényében egyre nehezebb lenne ugyanis indokolni a kiváró magatartást.

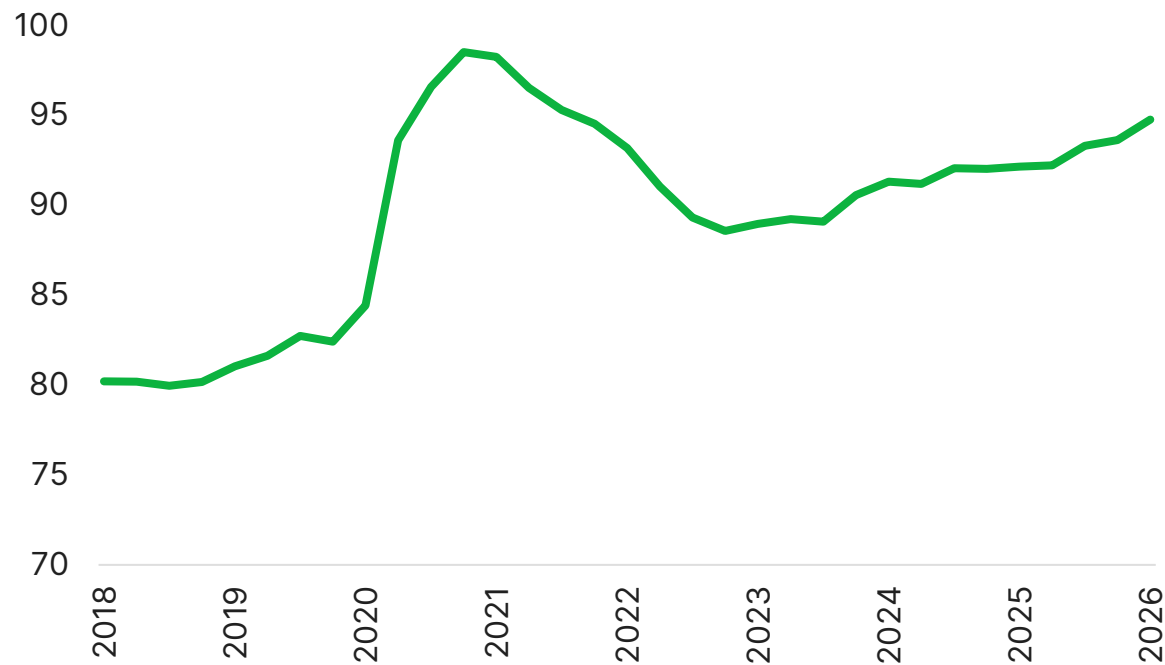
Az EKB a júliusi szünet után szeptemberben 2,50 százalékra emelte az irányadó betéti rátát.

A közel-keleti konfliktus azonnali megoldása nem látszik, az olajárak tovább emelkednek. Így megnőtt az inflációs nyomás energiaszektoron túlra való áttérjedésének kockázata.

A piaci árazások emiatt – mint az ábrán látszik – meglehetősen határozott kamatemelési ciklust várnak mindkét jegybanktól, a makroelemzők azonban óvatosabbak.

Hosszú évek, évtizedek adóssághalmozását követően fogy a piac türelme

A globális kormányzati adósságok alakulása a globális GDP százalékában



A globális kötvénypiacok az elmúlt időszakban nyomás alá kerültek. Az emelkedő olajárak fokozták az inflációs kockázatokat, így a piacok hozamelvárásai megugrottak.

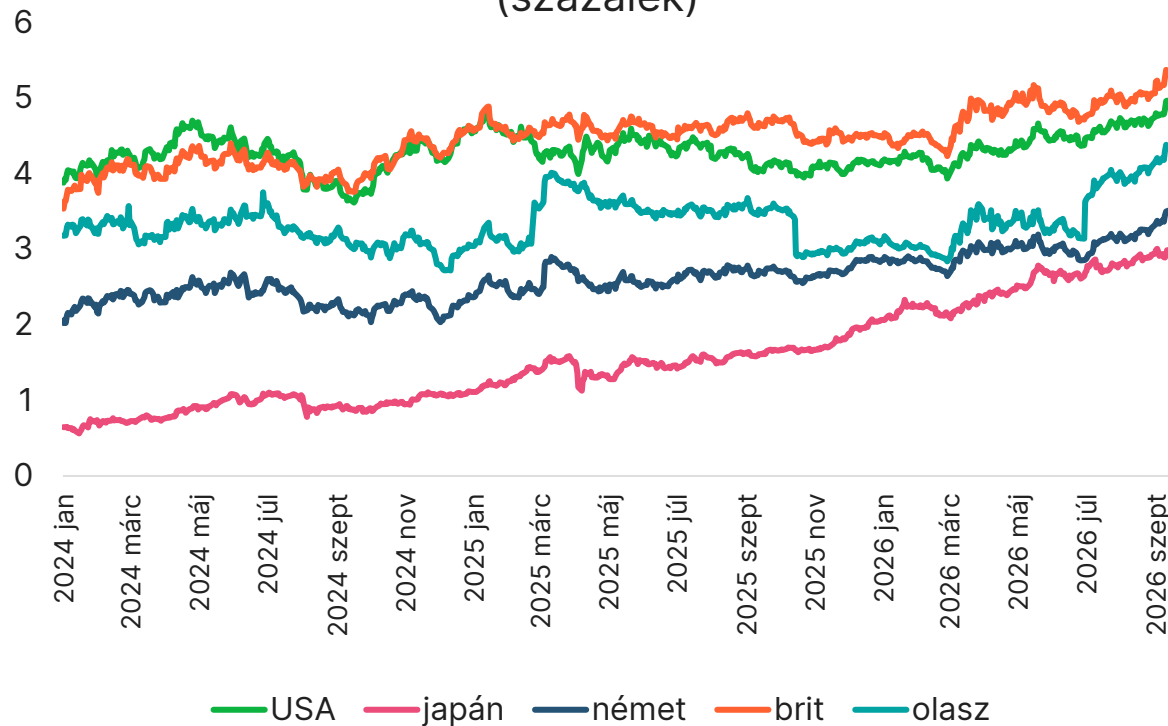
Az USA pénzügyminisztériuma hosszú kötvények saját vásárlásába kezdett a hozamok fékezése érdekében – egyelőre mérsékelt sikerrel. Az USA mellett Európában és Japánban is csúcsokra kerültek finanszírozási költségek.

A piacok egyre érzékenyebben reagálnak nemcsak az emelkedő inflációra, hanem a kormányok növekvő finanszírozási igényére, ami tovább növeli az államadósságokat.

Ráadásul a már felépült adósságok egyre magasabb kamatkörnyezetben árazódnak újra, miközben az eladósodás növelésére továbbra is nagy az igény a permanens geopolitikai feszültségek, az energiabiztonsági problémák, a védelmi kiadások növelésére való igény és az aktívabb iparpolitikák miatt. Ehhez adódik hozzá – már a magánszektor részéről – az AI beruházások magas finanszírozási igénye.

Várhatóan az USA hosszú hozamszintje dominálja majd az európai piaci folyamatokat is

Fontosabb 10 éves állampapírhozamok alakulása (százalék)



Az USA esetében fokozta a kockázatokat a Fed új elnökének megjelenésével a jövőbeli monetáris politikával kapcsolatos bizonytalanság is.

A fő kérdés, hogy mennyi időre lesz szükség az amerikai infláció érdemi mérséklődéséhez, illetve hány további kamatemelésre lehet szüksége a Fed-nek ehhez.

Az USA-beli hosszú hozamok az energiaárakkal párhuzamosan mozognak majd. Tartósan magas energiaárak esetében ugyanis egy Fed kamatemelés nem biztos, hogy elég lesz, és az inflációs kockázatok emelkedése miatt tovább nőhetnek a hozamok. A hosszú hozamok megnyugváshoz tehát a szigorúbb Fed járulhatna hozzá leginkább.

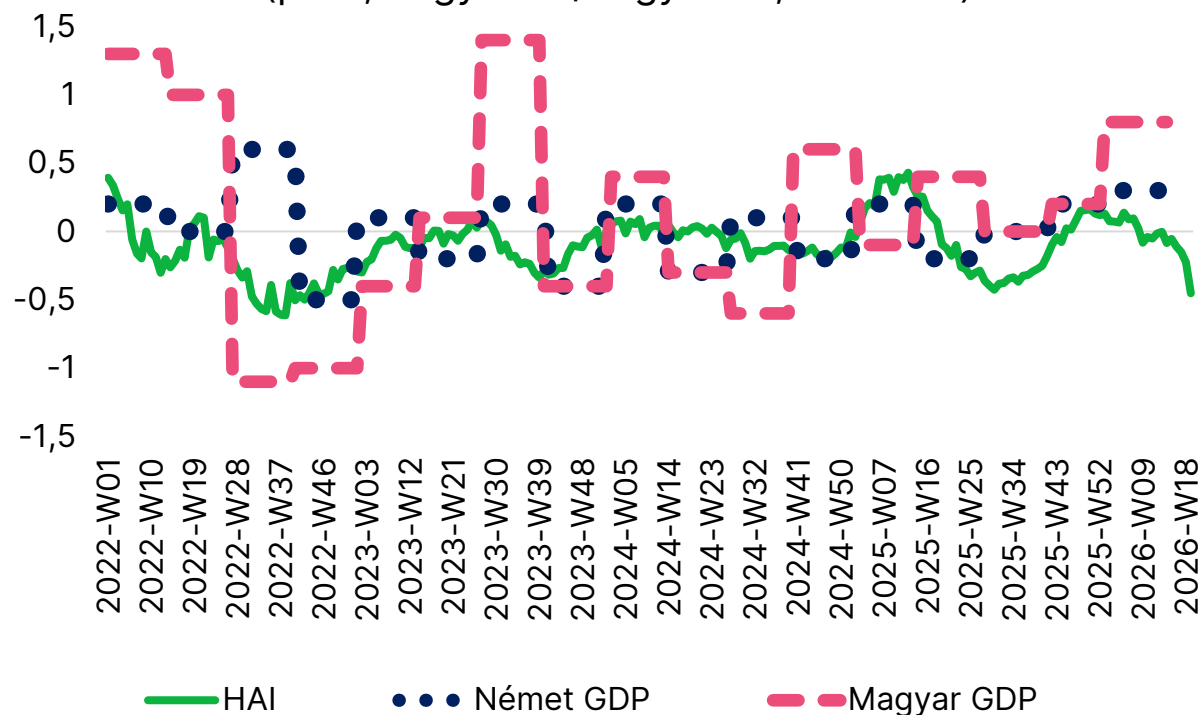
A német hozamok várhatóan az USA hozamokat követik, a növekvő finanszírozási igények azonban még az iráni helyzet rendeződése esetén sem indukálnak gyors hozamcsökkenést. Az elkövetkező negyedévekben a német 10 éves hozamszint várhatóan 3 százalék felett marad majd.



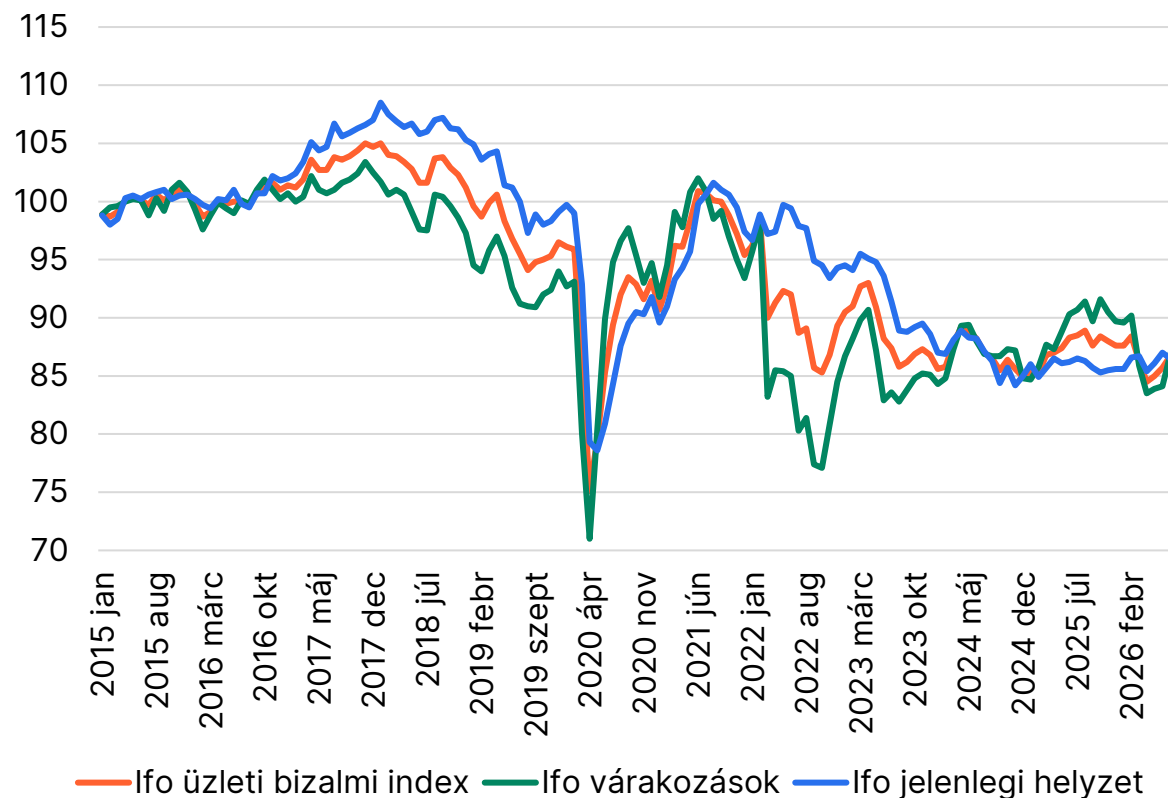
Hazai gazdasági folyamatok

Ellentmondásos a helyzetkép a német gazdaságról

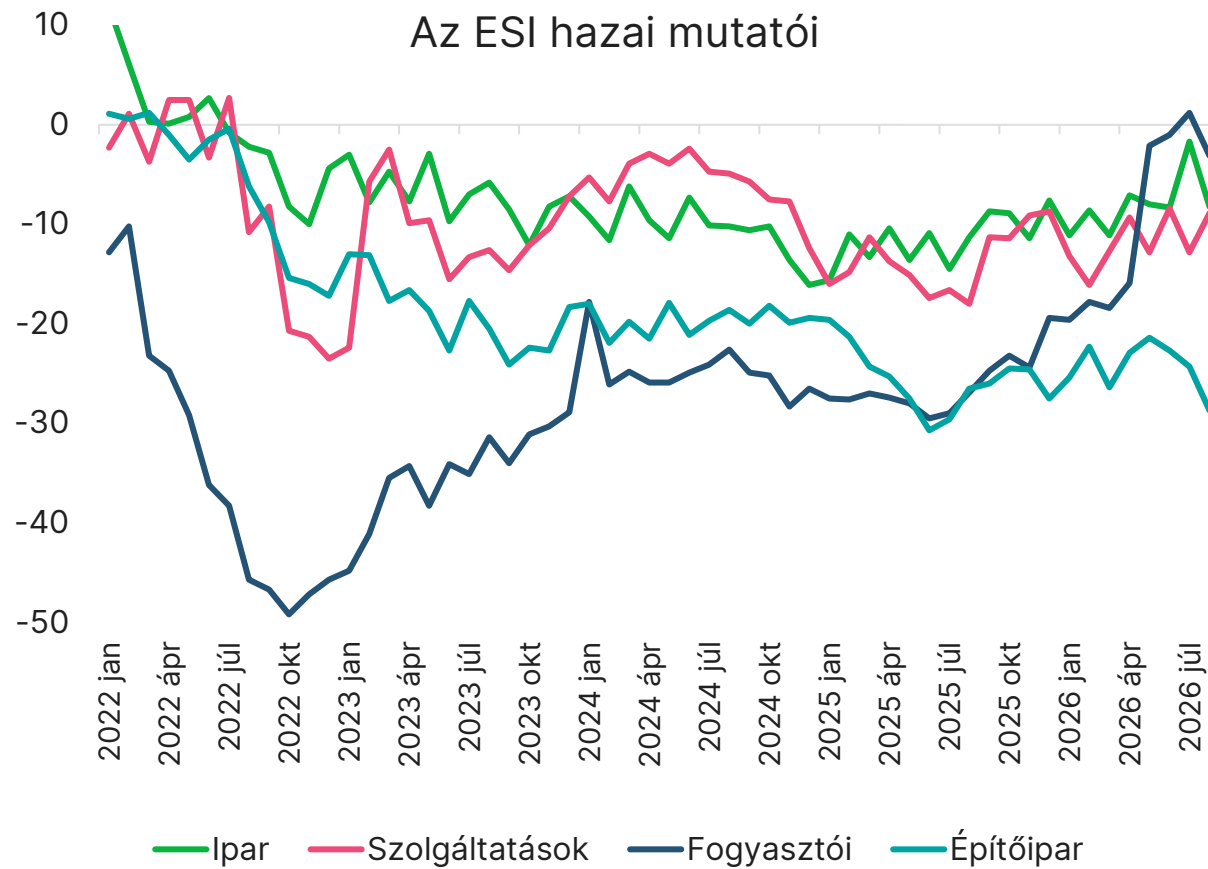
Heti aktivitás index (HAI) és a német GDP alakulása
(pont; negyedév/negyedév, százalék)



A müncheni Ifo index alakulása

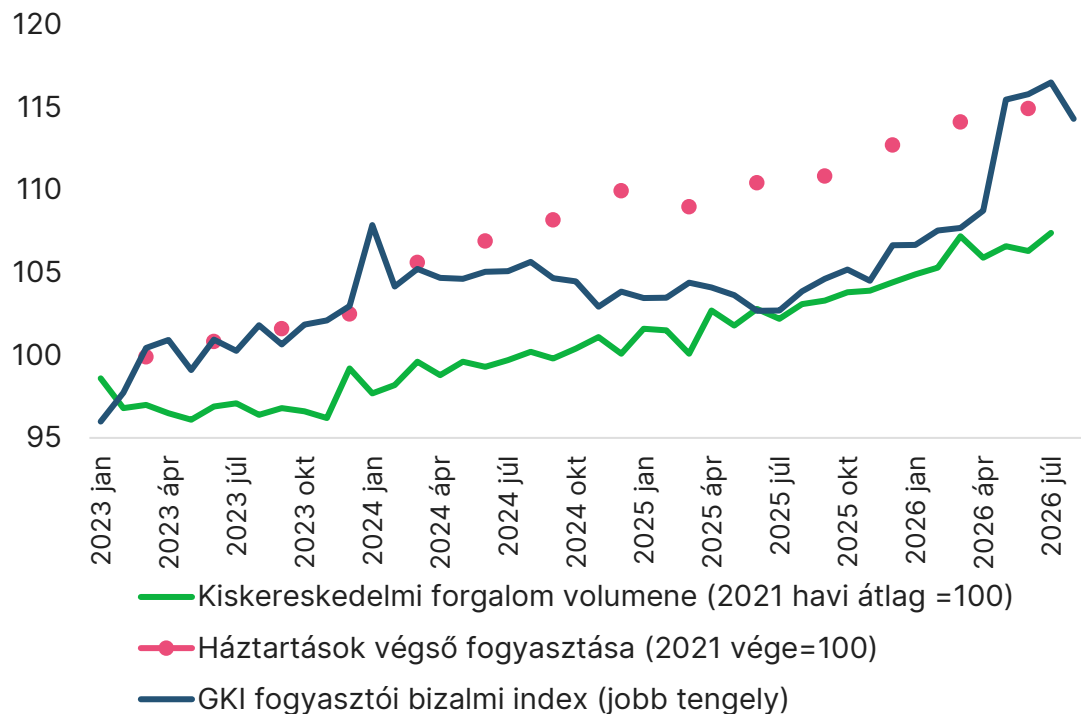


A paksi kiesés következményei megfogták a javuló fogyasztói bizalmat; az üzleti nem is tudott nagyon sokat javulni idén

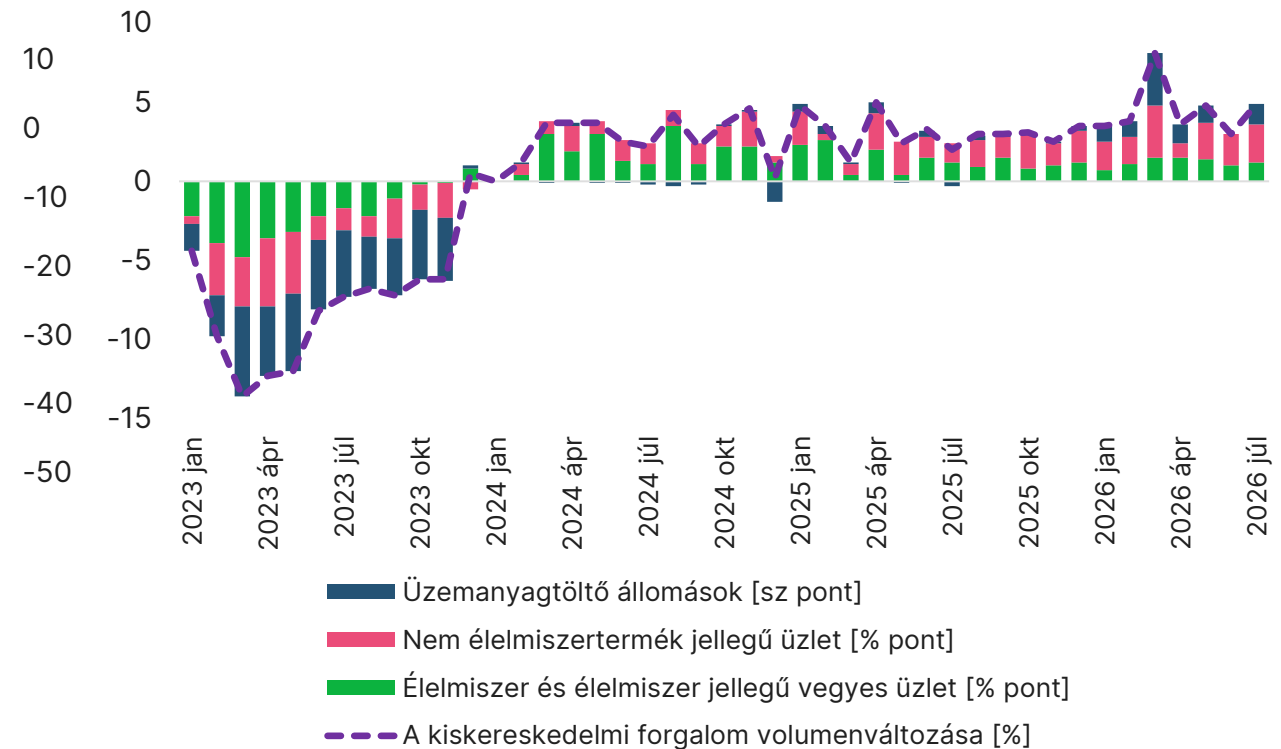


A kiskereskedelmi forgalom volumene emelkedik a fogyasztói bizalom javulásával párhuzamosan, ami az év egészében stabil alapot adhat a növekedésnek

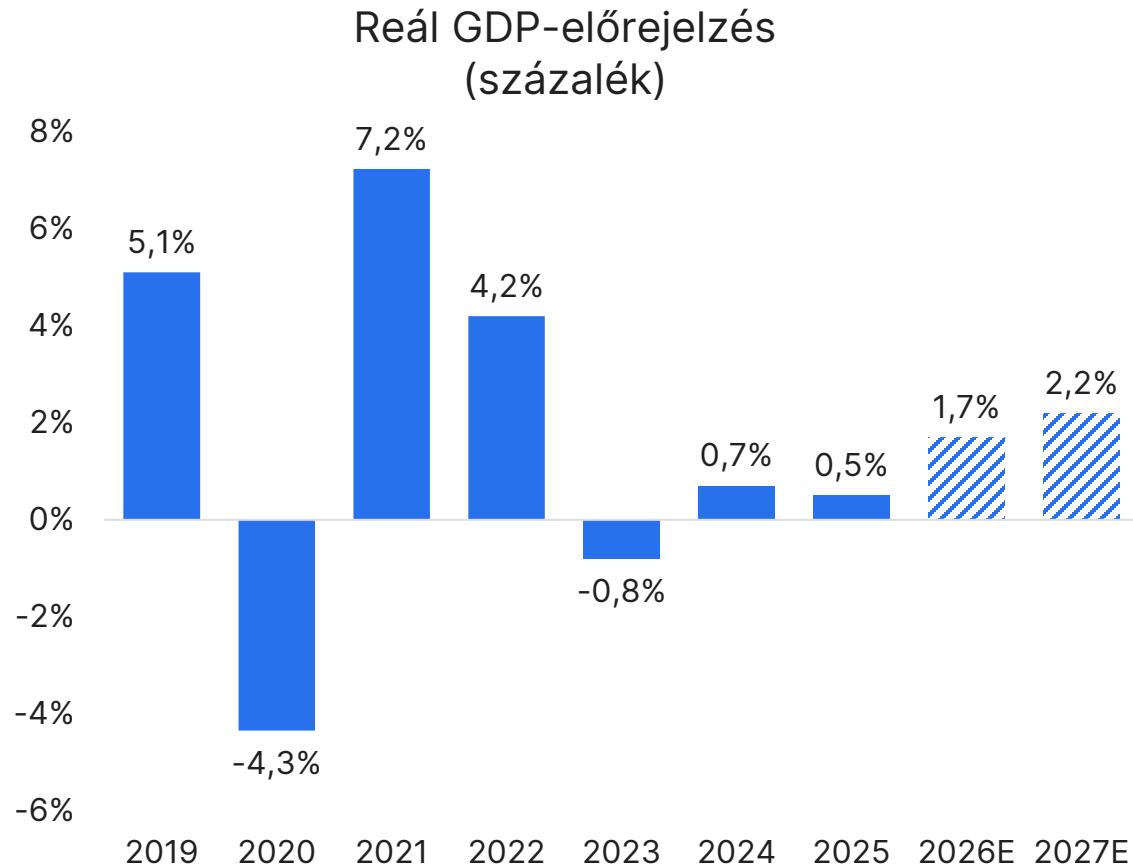
Kiskereskedelmi forgalom, fogyasztás és fogyasztói bizalom



A kiskereskedelmi üzletek forgalmának volumenváltozáshoz való hozzájárulása



A fogyasztás maradt az egyetlen valódi motor a tavasszal is



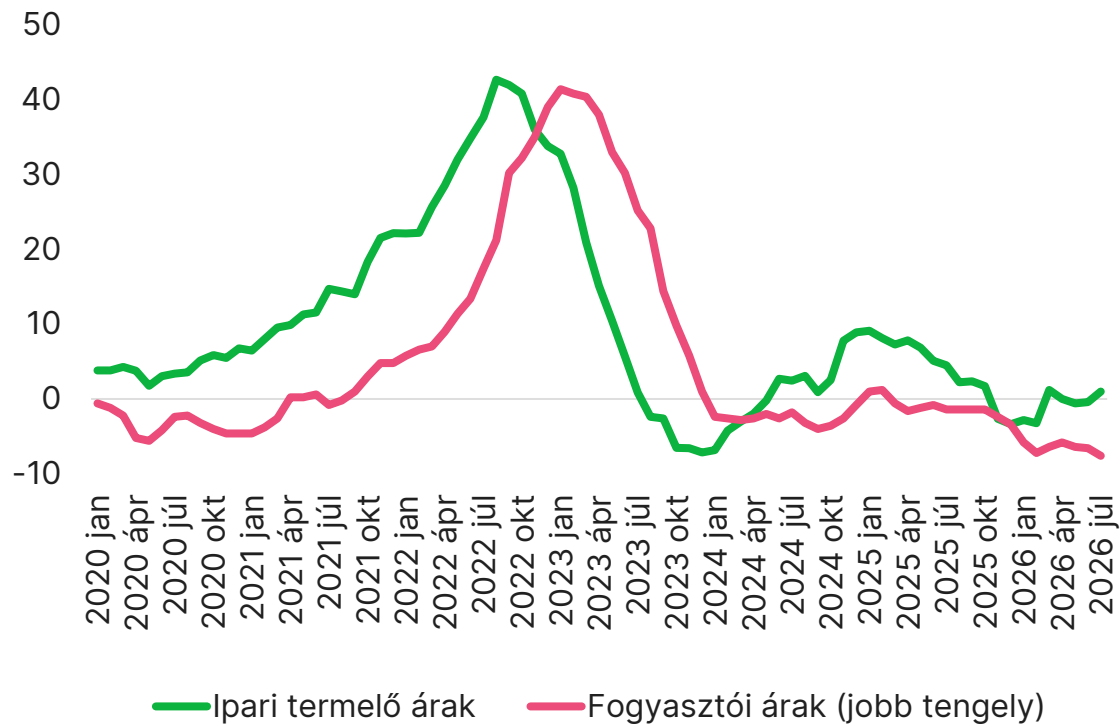
Három évnyi hullámzó, megtorpanásokkal tarkított teljesítményt követően a gazdasági növekedés 2026-ban némi lendületet vett. Az első negyedévben a GDP éves alapon 1,7 százalékkal, negyedéves alapon pedig 0,8 százalékkal nőtt. A második negyedévben a negyedéves növekedési ütem 0,5 százalékra lassult, miközben az éves növekedési ráta 1,7 százalékon maradt.

A közel-keleti konfliktus elhúzódása, az ismét megjelenő vámháborús feszültségek, a várható jelentős aszálykárók és a nyári energiaválság lefelé irányuló növekedési kockázatot jelentenek az év második felére. Ugyanakkor pozitív tényező, hogy az export kilátásai fokozatosan javulnak, ami ipari termelés korábban vártnál valamivel gyorsabb növekedését indukálhatja.

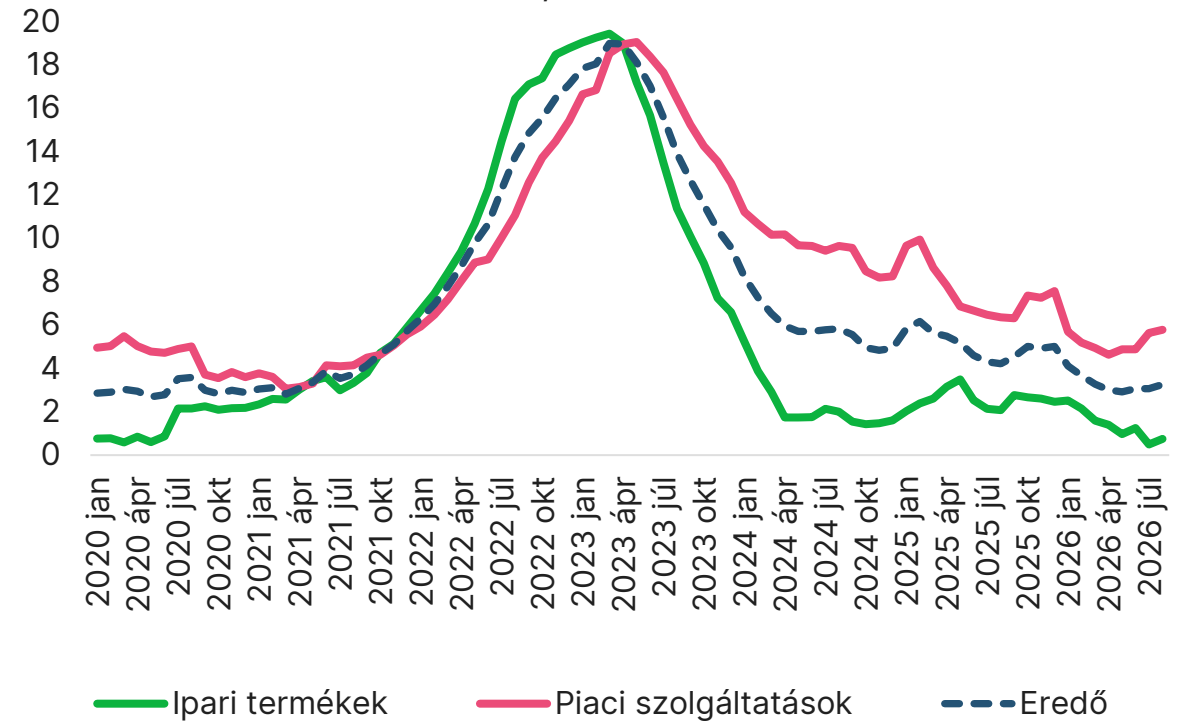
Összességében 2026-ban várhatóan továbbra is a háztartások fogyasztása marad a gazdasági növekedés fő motorja, amit leginkább a pozitív reálbérnövekedés magyaráz. Emellett a beruházási aktivitás is némileg élénkülhet az elmúlt évek mélypontjai után. A következő években fontos támogató szerepe lehet a korábban befagyasztott európai uniós források várható felszabadításának. A már állandónak tűnő geopolitikai és vámháborús feszültségek azonban az alapvetően exportorientált magyar gazdaság számára középtávon komoly gazdasági kihívásokat is hozhatnak.

Elindultak felfelé a termelői árak, ami pár hónapon belül hatással lehet a fogyasztói árakra is

Az ipari termelői és fogyasztói árak alakulása
(év/év, százalék)

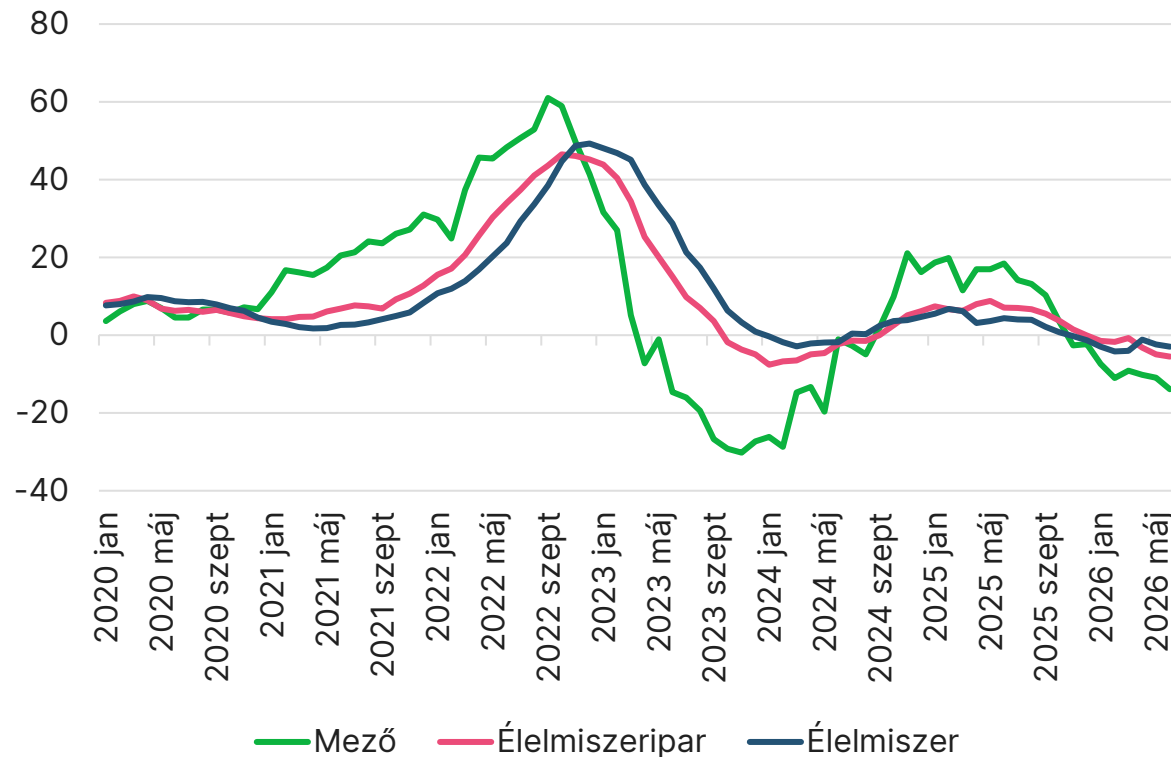


A kvázi külföldi és belföldi infláció
alakulása
(év/év, százalék)

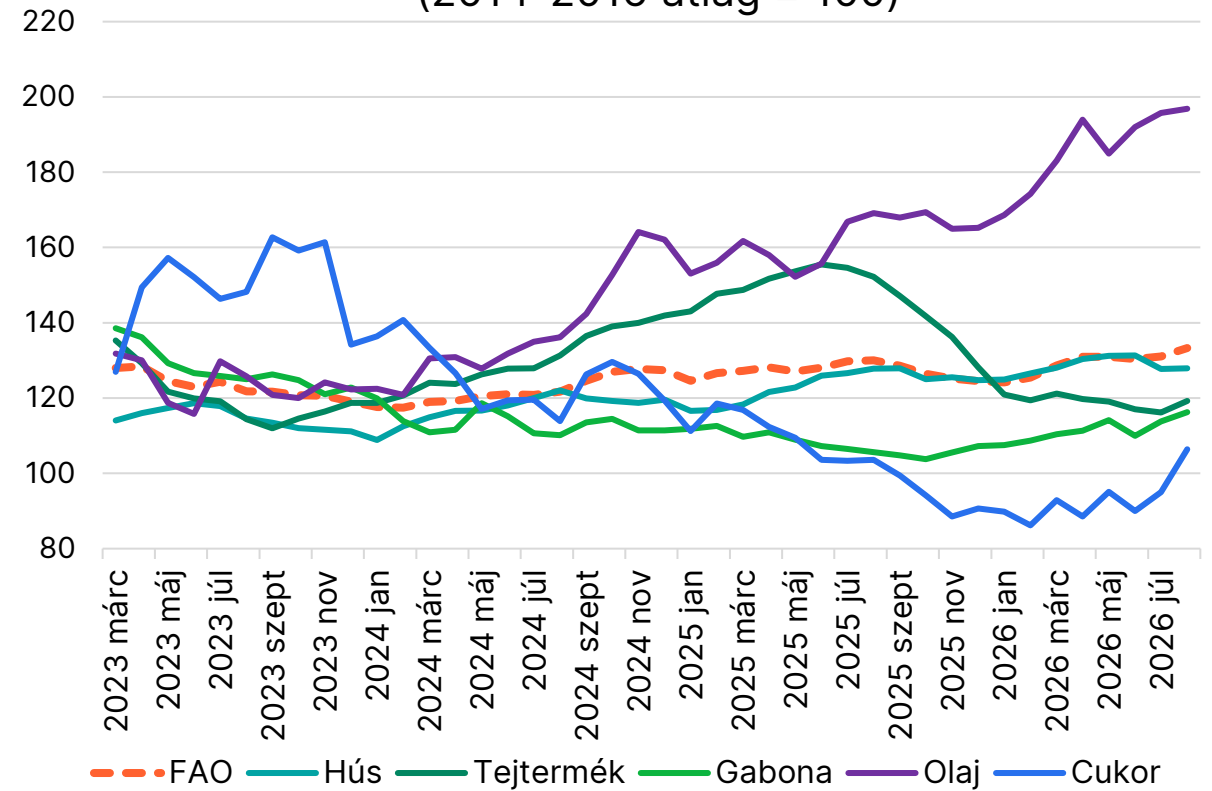


Az aszály és az energiaárak egyelőre nem eredményeztek megugrást, de a horizonton már látszik a fordulat

Az élelmiszer terméklánc főbb árindexei
(százalék, év/év)

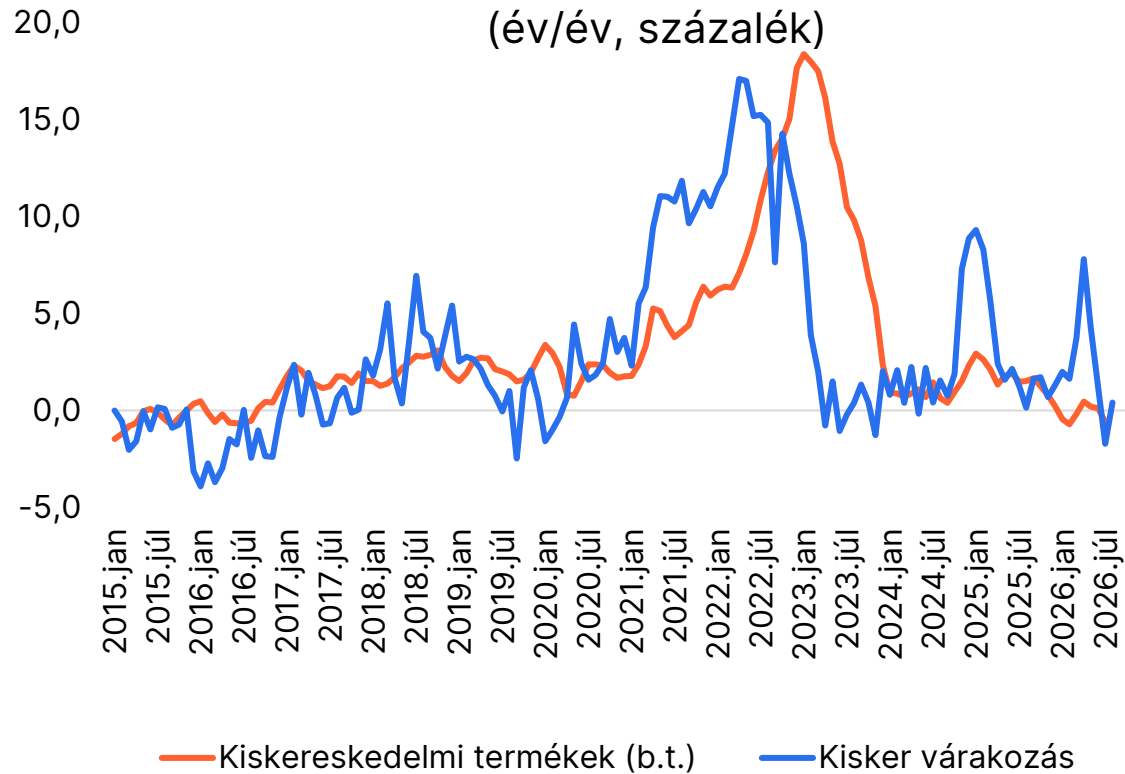


A globális élelmiszerárak alakulása
(2014-2016 átlag = 100)

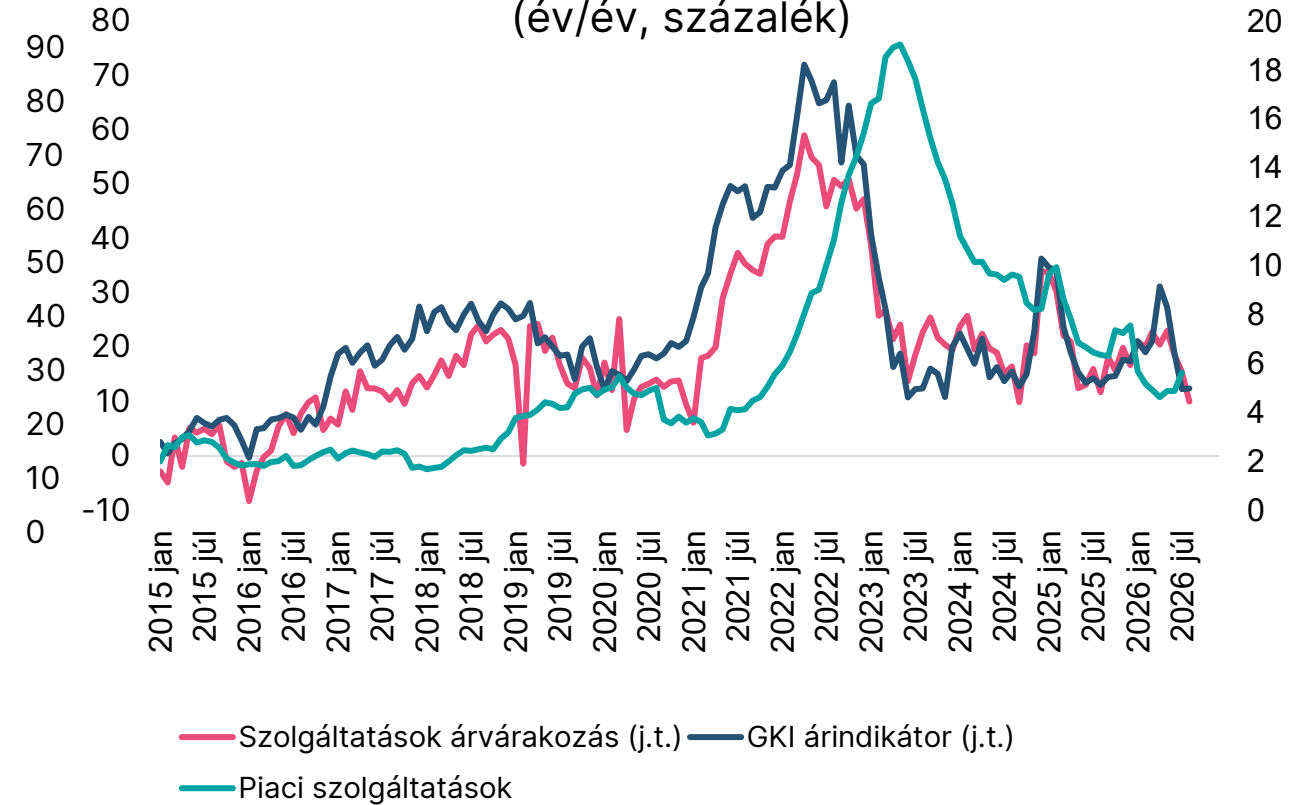


A nyáron érdeemben csökkentek a vállalati áremelési szándékok és az inflációs várakozások is

A kiskereskedelmi termékek inflációja és a várakozások
(év/év, százalék)

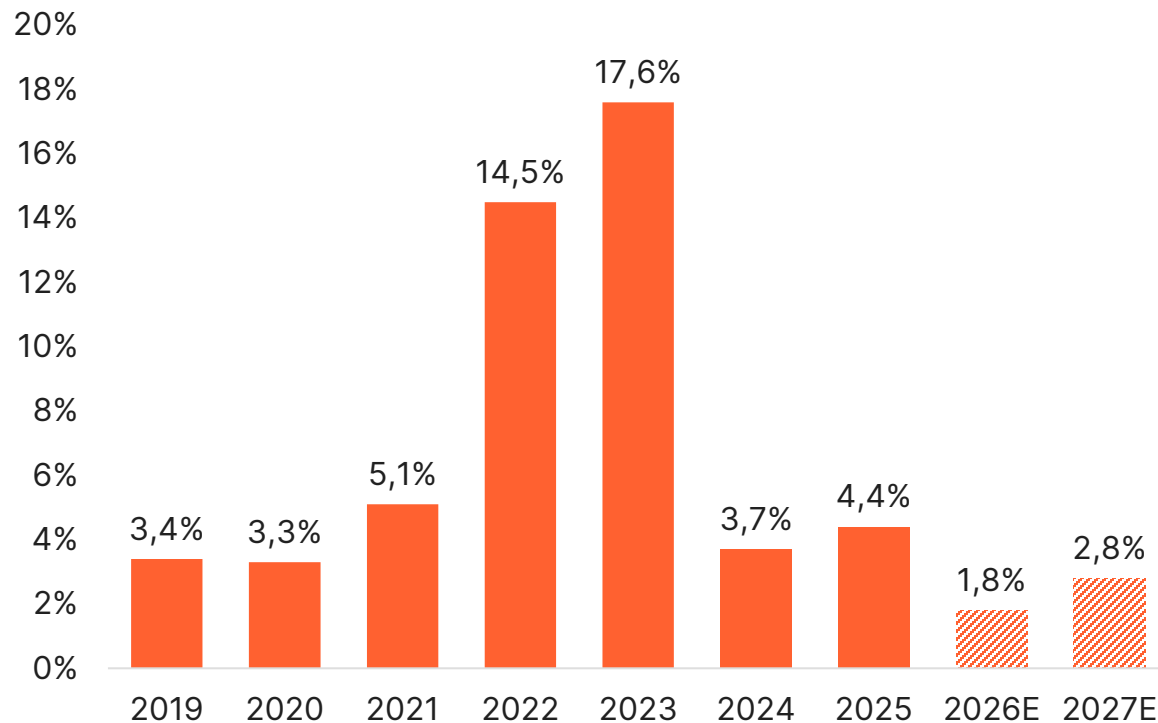


A piaci szolgáltatások és a várakozások
(év/év, százalék)



Infláció: kedvező folyamatok, egyre lejjebb kerülő előrejelzések, de vannak kockázatok

Éves átlagos inflációs előrejelzésünk
(százalék)



Az infláció 2026 első nyolc hónapjában összességében tovább mérséklődött: az éves fogyasztóiár-index a januári 2,1 százalékról augusztusra 1,3 százalékra csökkent, ami közel tízéves mélypontnak felel meg. Az alapfolyamatok is kedvezően alakultak, a maginfláció augusztusban 2 százalék volt.

Az adminisztratív árkorlátozások mellett az erős forint is jelentős szerepet játszott a dezinflációban, támogatva a külkereskedelmi forgalomban versengő termékek és az élelmiszerek folyamatos dezinflációját.

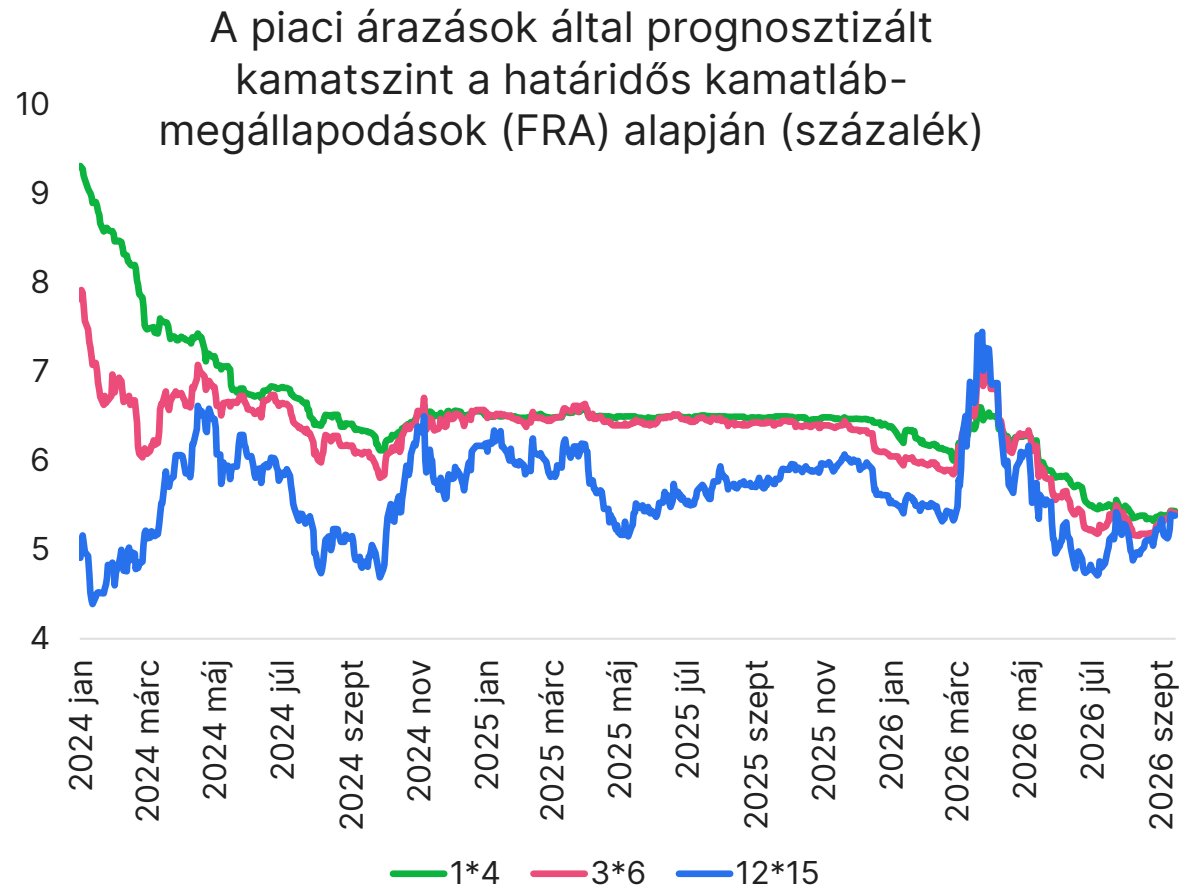
Az adatok markáns dezinflációs képet mutatnak, amit a mérséklődő lakossági és vállalati árvárakozások is támogatnak, ugyanakkor a szolgáltatások magasabb árdinamikája továbbra is a fenntartható árstabilitás legfontosabb kockázata.

Az infláció fokozatosan emelkedik a következő hónapokban. Az éves ráta várhatóan decemberre valamivel 2 százalék fölé nő.

A bázishatások és a gazdasági ciklus várható élénkülése 2027-ben a valamivel magasabb átlagos infláció irányába mutat, de az éves ráták várhatóan továbbra is a jegybanki toleranciasávbán maradhatnak.

A bérnyomás, a magasabb energiaárak és az élelmiszerár-ciklus esetleges megfordulása jelentik a középtávú áralakulások fő kockázatait.

Mennyi tér maradt a kamatcsökkentésre rövidtávon?



Júniusban az MNB 25 bázisponttal 6 százalékra csökkentette az alapkamatot, miután az áprilisi választásokat követően jelentősen erősödött a forint és érdemi javulás következett be a ország kockázati megítélésében.

Az inflációs kilátások is sokat javultak, és a júniusi Inflációs Jelentésben a jegybank márciusához képest jelentősen visszavágta mind a 2026-ra, mind a 2027-re vonatkozó inflációs előrejelzéseit.

Júliusban és augusztusban is folytatódott a monetáris enyhítés folyamata 25-25 bázispontos lépésekkel, a nyár végére így az alapkamat mértéke 5,50 százalék lett.

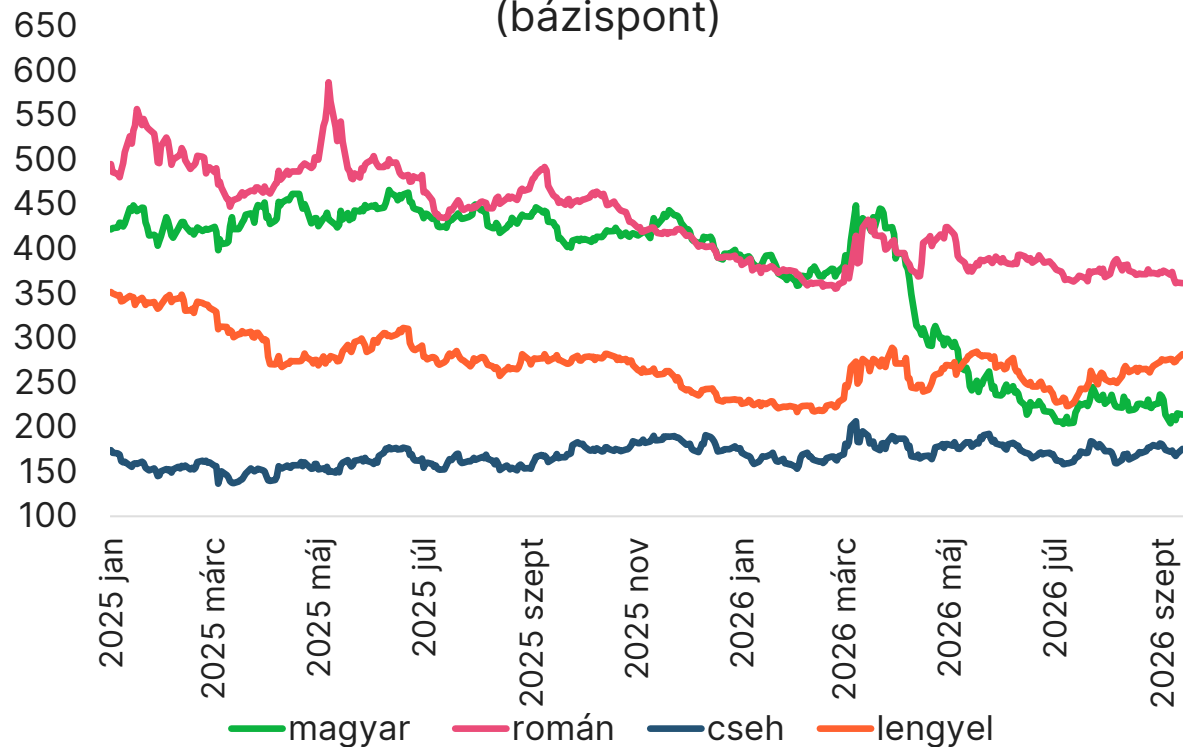
A nyári „mini kamatvágási ciklus” után a továbbiakban a Monetáris Tanács döntéseit az inflációs kilátások mellett a kockázati megítélés, illetve a költségvetési pályára és az euróbevezetésre vonatkozó várakozások alakulása, valamint a külső piaci környezet befolyásolja leginkább.

Alapelőrejelzésünkben még két kamatcsökkentést várunk az idénre, hiszen az alacsony infláció a pozitív reálkamat veszélyeztetése nélkül is lehetővé teszi a monetáris enyhítések folytatását.

A geopolitikai feszültségek újabb erősödése nyomán ismét bizonytalanabbá váló inflációs kockázatok és a volatilisabbé váló piaci környezet azonban felfelé irányuló kockázatot jelent az 5 százalékos év végi jegybanki alapkamatszint- előrejelzésünkre nézve.

Hosszú idő után a lengyel alatt a magyar hozamfelár; a további javulás a hiteles költségvetési konszolidáció kérdése

A régiós országok 10 éves hozamainak és a 10 éves német Bund hozamának a különbsége (bázispont)



Az elmúlt időszakban összességében jelentősen javult Magyarország piaci kockázati megítélése: a tízéves forint állampapír átlagos hozama a 2026 első negyedév 6,76 százalékról a második negyedévben 5,73 százalékra csökkent, augusztus végén pedig 5,6 százalék körül alakult a hozamszint.

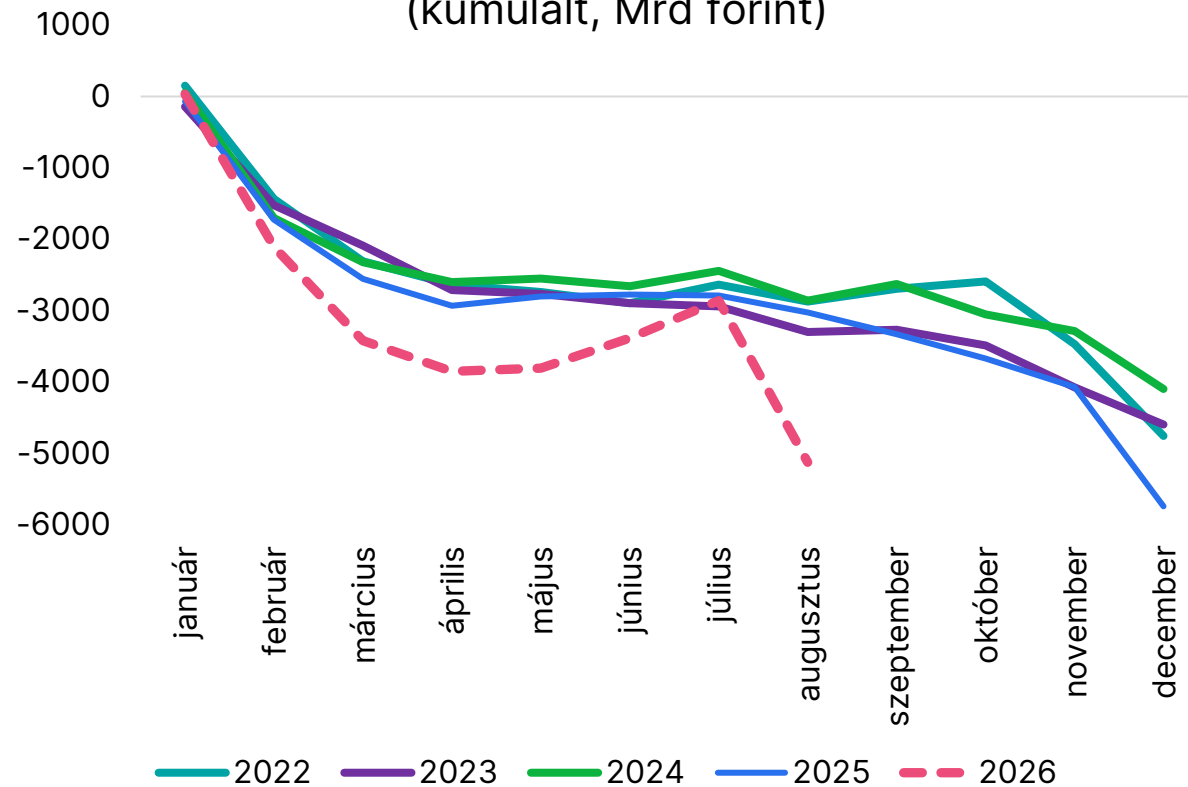
A német tízéves kötvényhez viszonyított felár visszatért a Covid válság előtt jellemző 200-250 bázispontos sávba, hat hónap alatt több mint 150 bázisponttal szűkülve.

A nyár folyamán a magyar hosszú hozamok is felfelé korrigáltak, azonban a piac viszonylag jól viselte a globális kötvénypiaci turbulenciákat és a geopolitikai feszültségek fokozódását. A magyar hozamfelár ugyanis lényegében stabil maradt.

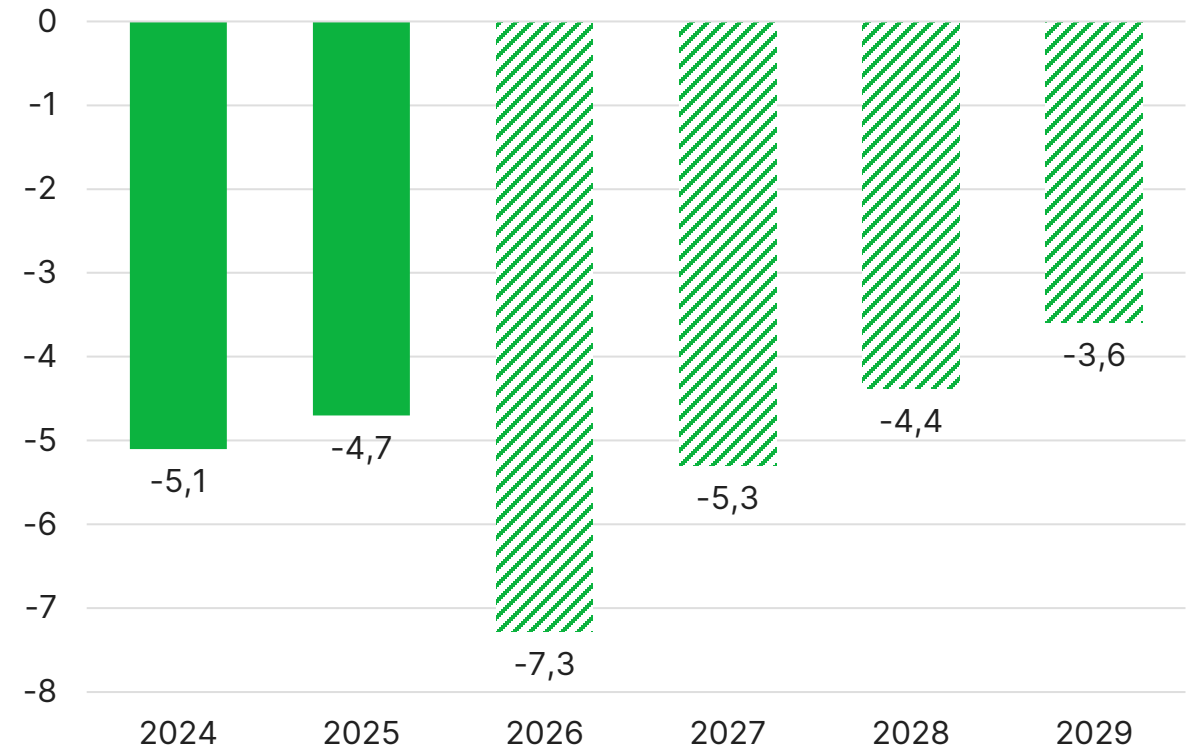
Összességében a magyar kockázati prémium az év elejéhez képest látványosan csökkent, de a további felárszűküléshez hiteles költségvetési konszolidációra, az uniós források tényleges beáramlására és az euróbevezetési stratégia konkrétabbá válására lenne szükség, miközben a közel-keleti konfliktus és a magas globális kötvényhozamok további kihívásokat jelentenek.

Egyelőre csak átmeneti a költség egyenleggel kapcsolatos megnyugvás: az októberi középtávú tervre vár mindenki

A költségvetés pénzforgalmi hiánya
(kumulált, Mrd forint)



A költségvetési ESA-hiánya és a várakozásunk
(GDP százalékában)



A kockázati megítélés javulása esetén jöhet a további forintérsődés

EURHUF árfolyam
(tényadatok és előrejelzés)



Az EURHUF az elmúlt hónapokban két jól elkülöníthető szakaszt mutatott: a márciusi geopolitikai feszültségek idején az árfolyam 397 közelébe emelkedett, majd június közepére 350 alá süllyedt, ami a márciusi EURHUF csúcshoz képest közel 12 százalékos forintérsődést jelentett. A forint szempontjából kedvező volt a geopolitikai kockázatkerülés enyhülése, illetve a költségvetési pályával, az uniós forrásokkal és az euróbevezetéssel kapcsolatos várakozások javulása.

Júliustól ugyanakkor korrekció indult, és az EUR/HUF fokozatosan visszatért a 360–365-ös tartományba, miközben az MNB június és augusztus között összesen 75 bázisponttal, 6,25 százalékról 5,50 százalékra csökkentette az alapkamatot, mérsékelve a forint kamatelőnyét.

Augusztusban az árfolyam már viszonylag szűk, mintegy 361–366 közötti sávban mozgott, tehát a forint a nyári korrekció ellenére is számottevően erősebb maradt a márciusi mélypontjához képest. Az energiaárakkal, főként a gázárakkal kapcsolatos várakozások a leginkább meghatározók a hazai deviza kereskedésében.

Összefoglaló táblázat

Fontosabb előrejelzéseink:

	2024	2025	2026E	2027E
GDP (év/év, százalék)	0,7	0,5	1,7	2,2
Háztartások fogyasztása (év/év, százalék)	6,4	2,9	4,0	3,3
Beruházások (év/év, százalék)	-8,6	-2,8	1,5	3,5
Infláció (év/év, százalék)	3,7	4,4	1,8	2,8
Munkanélküliség (százalék)	4,4	4,4	4,5	4,3
3 hónapos BUBOR kamat (százalék, év vége)	6,5	6,5	5,0	4,5
10 éves államkötvény hozam (százalék, év vége)	6,6	6,8	5,5	5,3
Államháztartási egyenleg (GDP százaléka)	-5,1	-4,7	-7,3	-5,3
EURHUF (év vége)	410,1	385,4	360,0	355,0



Nyeste Orsolya
vezető makrogazdasági elemző
orsolya.nyeste@erstebank.hu



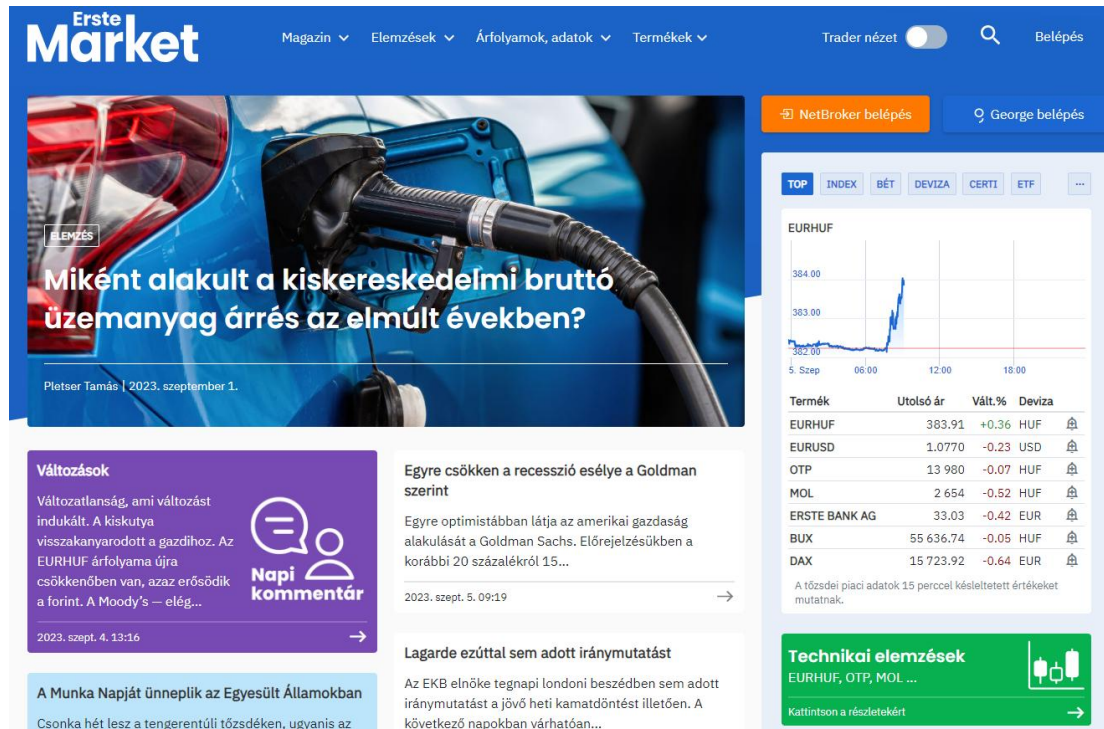
For the exclusive use of Erste Group Client

Nagy János
makrogazdasági elemző
janos.nagy@erstebank.hu



Magyar nyelvű makrogazdasági és részvénypiaci elemzések az erstemarket.hu-n olvashatóak

Böngészőn:



Mobil applikáción:



QR kód:



Keresse fel oldalunkat:
erstemarket.hu

Disclaimer

„A kiadványban foglalt információk az Erste Bank Hungary Zrt. - 1138 Budapest, Népfürdő u. 24-26., tev. eng. szám: I-2061/2004 (továbbiakban: Társaság) által hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azokért a Társaság szavatosságot vagy felelősséget nem vállal. A kiadványban foglaltak nem minősíthetők befektetésre való ösztönzésnek, befektetési tanácsadásnak, értékpapír jegyzésére, vételére, eladására vonatkozó felhívásnak vagy ajánlatnak. A tőkepiaci és makrogazdasági helyzetet, a befektetések és azok hozamai alakulását olyan tényezők alakítják, melyre a Társaságnak nincs befolyása, a befektető által hozott döntés következményei a Társaságra nem háríthatók át. A kiadványban foglaltak – teljes vagy részleges – felhasználása, többszörözése, publikálása, átdolgozása, terjesztése kizárólag a Társaság előzetes írásos engedélyével lehetséges. A kiadvány kiadása időpontjában érvényes. A kiadvány nem a befektetési elemzések függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült, nem vonatkozik rá a befektetési elemzések terjesztését, közzétételét megelőző ügyletkötésre vonatkozó tilalom.”