



Konjunktúrajelentés

A világgazdaság és a magyar gazdaság helyzete
és kilátásai 2026 őszén

2026/3

Lezárva: 2026. október 21.

A jelentést készítették:

Bogóné Jehoda Rozália
Matheika Zoltán
Nagy Katalin
Oblath Gábor
Palócz Éva
Pénzes Petra
Vakhal Péter

Szerkesztette:

Nagy Katalin
Palócz Éva

Készült a Kopint-Tárki Konjunktúrakutató Intézet Zrt. és a Kopint Konjunktúra Kutatási Alapítvány együttműködésében.

ISSN: 0865-7645

E kiadvány a Kopint-Tárki Konjunktúrakutató Intézet Zrt. engedélye nélkül nem sokszorosítható!

A Kopint-Tárki Zrt. címe: 1024 Budapest, Margit krt. 47-49.

www.kopint-tarki.hu

info@kopint-tarki.hu

Tartalom

Összefoglaló.....	4
Nemzetközi gazdaság.....	4
A magyar gazdaság.....	8
Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa.....	12
I. A világgazdaság	13
1.1. Világkereskedelem	14
1.1. Energiahordozók.....	16
1.2. Nem energiahordozó nyersanyagok.....	17
1.4. Monetáris politika	19
1.5. Az Európai Unió nemzetközi környezete	21
1.6. Az Európai Unió gazdasága	24
1.7. Közép-kelet-európai új EU-tagállamok.....	27
II. Magyar gazdaság	32
2.1. Bevezetés.....	32
2.2. A GDP és komponensei	35
2.3. A GDP termelési oldala.....	37
2.3.1. Ipar	37
2.3.2. Építőipar	38
2.3.3. Lakásépítés	39
2.4. A GDP felhasználási oldala	40
2.4.1. A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai	40
2.4.2. Beruházások	42
2.4.3. Külkereskedelem	43
2.5. Foglalkoztatottság, munkanélküliség.....	44
2.6. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok.....	45
2.6.1. Fiskális folyamatok.....	45
2.6.2. Infláció	48
2.6.3. Jegybanki kamatok	50
2.6.4. Állampapírpiaci hozamok	51
2.6.5. Árfolyam.....	52
2.6.6. Vállalati és lakossági kamatok.....	53
Gazdasági jelzőszámok 2018-2025-re, előrejelzés 2026-ra és 2027-re	56

Összefoglaló

Nemzetközi gazdaság

A **globális növekedés** 2026 első felében mérséklődött ugyan, de számos országban a közel-keleti konfliktus kedvezőtlen hatásai ellenére is erőteljes maradt, s összességében a globális gazdaság ellenállóbbnak bizonyult, mint ahogyan azt korábban gondoltuk. A jelentős olajkészletek, a Perzsa-öblön kívüli olajtermelők kínálata, valamint a kormányok célzott támogatási intézkedései mind hozzájárultak ahhoz, hogy enyhítsék az olajválságnak a globális gazdaságra gyakorolt hatását. A mesterséges intelligencia alkalmazásának terjedése ösztönzőleg hatott a beruházásokra, a termelésre és a kereskedelemre egyaránt, s az egyik legnagyobb növekedési motornak bizonyult. Ugyanakkor az AI vonatkozásában egyre több olyan jelzés érkezik, ami arra utal, hogy az AI-boom fenntarthatósága megkérdőjelezhető. A globális trendek alakulása elsősorban azon múlik, hogy mennyiben lesz sikeres a közel-keleti konfliktus megoldása. A kereskedelempolitikát jellemző folyamatos változások – mind a vámok, mind az exportkorlátozások tekintetében – fokozzák a politikai bizonytalanságot, és hozzájárulnak az ellátási zavarok kialakulásához. Az energiaárak a közelmúltban ismét emelkedtek a Perzsa-öbölbeli gazdaságokban tapasztalható termelési és exportzavarok fokozódása miatt. Az OECD és az IMF idei évre és jövőre vonatkozó előrejelzései 3%-os globális növekedést sejtetnek. Az erősödő árnyomás, a gyengébb reáljövedelem-növekedés és a magasabb kamatlábak visszafogják a rövidtávú növekedési lendületet számos gazdaságban az idén, de a mesterséges intelligenciával kapcsolatos erőteljes gazdasági tevékenység, valamint az energiaárak remélt mérséklődése hozzájárulhat majd a gazdasági tevékenység erősödéséhez 2027-ben.

A **globális kereskedelmi rendszer** jelenleg rendkívüli geopolitikai, logisztikai és protekcionista nyomás alatt áll, miközben az adatok valós képét a mesterséges intelligencia (AI) beruházási boomja mesterségesen eltorzítja. A háborús konfliktus miatt a Hormuzi-szoros konténerhajó forgalma csaknem 94%-kal zuhant. A fuvardíjak a korábbi nyolcszorosára, a biztosítási díjak a tízszeresükre nőttek, a tranzitidők pedig megduplázódtak. Az Egyesült Államokban évtizedek óta nem látott szintre emelkedtek a vámtarifák, és a 800 dolláros de-minimis vámmentesség eltörlése súlyos bürokratikus terhet ró a kisvállalkozásokra. Ezzel párhuzamosan az Európai Unió tervezett „Industrial Accelerator Act” szabályozása feszültséget generál a szövetségeseivel a szigorú helyi tartalomra vonatkozó feltételek miatt. A WTO és az IMF szerint a globális kereskedelmi adatokat erősen szépíti a mesterséges intelligenciához kapcsolódó termékek (félvezetők, szerverek) 42%-os kiugró növekedése. Ez a szektor már a világkereskedelem 19%-át adja, és sikeresen elrejtje a hagyományos áruk mindössze 7%-os, gyenge bővülését, valamint a védővámok valós keresletvisszafogó hatását.

Ez év júliusa óta a **nyersanyagárak** emelkedő trendje jellemző. Mind az energiahordozók, mind a nem-energiahordozó nyersanyagok ára erőteljesen emelkedett. A **Brent nyersolajár** alakulását tekintve továbbra is nagy a bizonytalanság. Az idei éves átlag 95 dollár/hordó, de szeptemberben 130 dollárra is felkúszott a hordónkénti olajár, aztán valamelyest mérséklődött, de október elején újra 125 dollár volt, s jelenleg 105-110 dollár körül mozog. A rövidtávú kilátásokat a geopolitikai feszültségek alakulása és a globális kereslet lanyhuló trendje határozza meg. A közel-keleti konfliktus, és az ennek következtében felmerülő szállítási kockázatok, továbbá az ehhez kapcsolódó

bizonytalanságok magasan tartják a kockázati prémiumot. Az OPEC+ jelenleg leállt a kitermelés fokozatos emelésével, mivel számukra kedvező a magas árszint, s a G7 országok készletfelszabadító akciói is erre ösztönözték őket. Az IMF szerint az idén a nyersolaj ára éves átlagban 96 dollár/hordó körül várható, jövőre pedig 88 dollárra mérséklődhet. Véleményünk szerint azonban a negatív kockázatok jelentősek, s ahogy az árak október eleji emelkedése is jelzi, az idei átlag könnyen felkúszhat 100 dollár fölé. Az erős bizonytalanság miatt jelentős áringadozások várhatók a piacon. Az IEA a **gázolajpiaci feszültségek** fokozódására számít, mivel a globális készletek a téli fűtési szezon előtt kritikusan alacsony szintre csökkentek.

Az európai országok idén nyáron nem töltötték fel **gáztározóikat**, így az európai gáztározók töltöttsége jelenleg 72-75%-on van, ami jóval alacsonyabb, mint az ilyenkor általában szokásos. Ebből következően a közelgő tél folyamán jelentős gázár-emelkedésekre lehet számítani, hiszen az alacsony tartalékok mellett a Hormuzi-szoros lezárása miatt a katarai és az egyesült arab emírségekbeli szállítmányok is kiesnek a globális kínálatból.

A legutóbbi negyedévben a **nem energiahordozó nyersanyagok** globális piacát a súlyosbodó geopolitikai feszültségek és a szélsőséges időjárási sokkok egymást erősítő dinamikája jellemezte. Az iráni konfliktus elhúzódása és a Hormuzi-szoros tengeri zárata miatt a *globális ipari kénkínálat* kritikus mértékben lecsökkent. Az ukrán és orosz összecsapások miatt a tengeri szállítási lehetőségek is beszűkültek, így akár 86 millió tonna *gabonaexport* kerülhet veszélybe. Ez a kockázat a búza határidős jegyzéseit hároméves csúcsra lökte fel, miközben a Duna rekordalacsony vízállása is korlátozta az alternatív szállítási útvonalak áteresztőképességét. A nyári hőhullámok Európában jelentős termeléskiesést eredményeztek, különösen a gabona- és burgonyafélék esetében. Az *élelmiszerek világpiacán* a történelem egyik legerősebb El Niño-jelensége váltott ki drasztikus drágulást. Az *ipari fémek és stratégiai nyersanyagok piacán* a réz ára történelmi csúcsok közelében ingadozott, amit a zöld átmenet és a mesterséges intelligencia által generált kereslet hajtott. A *nemesfémek* piacán a kínai aranyimport megugrása hajtotta fel az árakat. A kilátásokat tekintve a tartósan magas élelmiszer-infláció szinte elkerülhetetlen, a klímasokkok pedig maradandó strukturális eltolódást okoznak a világpiacon.

Az energiaárak emelkedése és a fokozódó ellátási bizonytalanságok következtében az infláció világszerte erősödni kezdett, s így a **monetáris kurzus** szigorodására lehet számítani. Az **amerikai jegybank** 2026. szeptember 16-án három év után először kamatot emelt, s az erősödő inflációs nyomás és a vártnál magasabb szeptemberi inflációs adat miatt a piac további kamatemelésekre számít. Az **EKB** idén júniusban és szeptemberben is 25 bázisponttal emelte az irányadó kamatokat. A kommunikáció szerint az orosz-ukrán háború és a közel-keleti konfliktus miatt megemelkedő energiaárak nagy inflációs kockázatot hordoznak, és a fogyasztói árak szeptemberi emelkedése is megerősíti ezt a feltételezést. Az eurózána nagy országaiból mindenütt emelkedő inflációs adatokat jeleznek, így a piac az EKB részéről is további kamatemeléssel számol.

Az utóbbi időben az **euró** gyengülését tapasztaltuk a dollárral szemben. A kedvezőbb amerikai növekedési kilátások, a várható kamatpálya és az energiapiaci feszültségek egyaránt hozzájárultak a dollár erősödéséhez. A jelenlegi helyzetben éppen a súlyosbodó kockázatok növelik az amerikai deviza vonzerőjét. A legfrissebb becslések alapján 1,15

lehet az euródollárárfolyam éves átlaga, de jelenleg az árfolyam 1,12 EUR/USD szinten mozog.

Az **Európai Unió külső környezetét** tekintve nagyjából a korábbi kép jellemző. Az **amerikai gazdaság** robosztus maradt, s az idén is kicsivel 2% feletti növekedés várható. Az inflációs ráta viszont éves szinten akár 3,6% körül alakulhat, s még jövőre is 2% felett marad. A növekedést a beruházások élénkülése hajtja, ami elsősorban a mesterséges intelligenciához kapcsolódó fejlesztéseknek tudható be. Az amerikai export profitál a Hormuzi-szoros lezárásából, különösen az olajexport bővült jelentősen. A **japán gazdaság** továbbra is nyomott marad. Elsősorban a beruházási tevékenység gyenge, különösen a vállalati beruházások húzzák vissza a növekedést, ugyanakkor a mesterséges intelligenciához kapcsolódó tevékenységek itt is pozitív hatást gyakorolnak. Az **Egyesült Királyságban** folytatódik a lassú, kicsivel 1% fölötti növekedés. A beruházások itt is profitálnak az AI fejlesztésekből. A monetáris és a fiskális politika semleges marad a prognózisidőszakban. A növekvő reáljövedelmek következtében a magánfogyasztás élénkülése várható.

Kína idei GDP növekedését illetően a nemzetközi szervezetek szakértői egyöntetűen 4,5%-kal számolnak, míg 2027-re az OECD csupán 4,2, az UNCTAD 4,5 százalékos bővülést vár. Ennek a nemzetközi összehasonlításban gyors, de kínai viszonylatban lassúnak számító növekedésnek a legfőbb oka, hogy az ingatlanpiaci problémákat még mindig nem sikerült áthidalni, s a lakosság fogyasztási hajlandósága is igencsak visszafogott. A külső piaci és politikai turbulenciák viszont más országokkal összehasonlítva Kínát sokkal kevésbé érintették. Míg a Kínával szabadkereskedelmi megállapodások alapján kereskedő országokkal 30, addig az EU tagállamaival 8,4 és az USA-val csupán 4,1 százalékkal bővült a kétoldalú forgalom értéke. Kína számára az AI világszerte tapasztalható robbanásszerű térnyerése roppant kedvező következményekkel jár. Miközben az USA szigorú exportkorlátozásokkal próbálja elvágni Pekinget a legfejlettebb AI-chipektől, Kína nemhogy kiesett volna a globális körforgásból, de a saját ellátási láncainak kiépítésével és a kevésbé fejlett (ügynevezett „legacy”) chipek tömegtermelésével a globális AI-boom egyik legnagyobb exportörévé vált. Így az ország gazdasága sikeresen pozicionálta át magát a „nyugati tech-cégek összeszerelő üzeméből” egy önálló, zárt AI-ökoszisztémává, amely a globális piacot az AI rendszerek és felhasználók számára szükséges alapvető elektronikai komponensek tömeges és olcsó szállításával látja el, miközben saját fejlesztésű AI technológiáját a hazai projektekben hasznosítja, valamint a nyugati szankcióktól független geopolitikai zónákba exportálja.

Az **euróövezetet** az idén is **csak mérsékelt növekedés** jellemzi majd. A második negyedévben a GDP – évesítetten – 1,2%-kal bővült. Május óta az ESI indikátor elindult felfelé, jelezve, hogy Európában kicsit javul az üzleti hangulat. A feldolgozóipari hangulat indexek alakulása is erre utal. Tekintve a külső környezet alakulását, meg a nagy országokat jellemző belpolitikai feszültségeket, robosztus élénkülésre az idén sem számíthatunk. Az idén a növekvő energiaárak, az erősödő infláció a magánfogyasztást fékezni fogják. A közel-keleti konfliktus, az energiaellátási zavaroktól való félelem, valamint a finanszírozási költségek emelkedése pedig a vállalati beruházásokat fogja visszafogni. Az extrém meleg nyár mindenütt kedvezőtlen hatással volt a mezőgazdasági termelés alakulására, megnövelte a hűtési igényt és befolyásolta a szállítási költségek alakulását. A növekedés alakulása szempontjából támogatólag hat az általában expanzív fiskális politika, illetve a védelmi kiadások emelkedése. Mindebből kifolyólag az idén 0,8-

1% körül alakulhat az euróövezet növekedése, jövőre pedig kicsivel 1% fölé kúszhat ez a mutató. Az **infláció élénkülése**, 2,8%-os fogyasztói áremelkedés várható az idén, ami jövőre is csak kicsit mérséklődik. A fogyasztói árakat az energiaárak emelkedése hajtja felfelé: a júliusi 10,3%-os energiaárindex után augusztusban már 14,3% volt az éves emelkedés, szeptemberben pedig 18,9%. Az augusztusi fogyasztói árindex 3,2%, a szeptemberi 3,7% volt, tehát jóval az EKB célértéke fölött mozgott. A maginfláció szeptemberben 2,5% volt. A munkanélküliségi ráta kicsivel 6% fölött mozog a prognózisidőszakban, a kedvezőtlen makrogazdasági folyamatok **munkaerőpiaci** hatásai egyelőre még nem mutatkoznak.

Az IFO konjunktúrabarométer elmúlt három hónapban tapasztalt javulása arra utal, hogy talán megvan az esélye annak, hogy az elmúlt évek stagnálása után **Németország** újra, ha nem is robosztus, de növekedési pályára lép. Az expanzív fiskális politika hatása csak lassan válik érezhetővé, míg az energiaárak emelkedése fékezi a növekedést. A korábbi években nyilvánvalóvá vált strukturális problémák, demográfiai trendek változatlanul fékezik a növekedést, s megakadályozzák egy dinamikus pálya kialakulását. A fiskális ösztönzők hatásai nehezen becsülhetők meg, mivel a nagyobb állami beruházási projektek esetében gyakran fordulnak elő tervezési és végrehajtási fennakadások. Így az idén kicsivel 1% fölötti növekedés várható, s a jövő évi GDP bővülést is 1% körülire becsüljük.

2026 második negyedévében a **közép-kelet-európai új EU-tagállamok** év/év alapú gazdasági növekedése stabilan 2,2% volt, akárcsak az első negyedévben. A közép-kelet-európai országok is megérzik a bonyolult nemzetközi helyzet következményeit. A régiós bővülés motorja továbbra is Lengyelország, ahol a belső kereslet, különösen a magánfogyasztás hajtja a növekedést. A térség növekedését a második negyedévben Románia húzta vissza, ahol effektív visszaesés következett be, mivel a magas államháztartási hiány és a növekvő adósságráta miatt Románia kénytelen volt drasztikus megszorító intézkedéseket bevezetni az európai uniós kötelezettségekkel összhangban. A kelet-európai tagállamok átlagos fogyasztói árindexe (CPI) az év első 9 hónapjában 3,8% volt. Az egyes tagállamok között azonban jelentős eltérések mutatkoztak. A nehéz külső körülmények ellenére a régió eddig ellenállónak bizonyult ezért a 2026-ban várt 2,2%-os átlagos növekedést követően 2027-ben 2,7%-os gyorsulás valószínűsíthető, feltéve, hogy a globális geopolitikai és nyersanyagpiaci feszültségek nem fokozódnak tovább.

A magyar gazdaság

2026 második negyedévében a **GDP** 1,7%-kal bővült – az első negyedévi 1,8% után. Az előző negyedévhez képest 0,6%-kal emelkedett. Az első félév átlagában mért 1,8%-os növekedési ütem még mindig igen szerény, habár számottevő javulás a 2025. évi 0,7%-hoz képest. A *termelési oldalon* erősödött az ipari növekedés, ám ez az erősödés néhány ágazatra koncentrálódik, és azokon belül is leginkább néhány óriásvállalat új termelőkapacitásainak beüzemeléséhez és felfuttatásához kapcsolódik. A szolgáltatási ágazat, amely az elmúlt években a növekedés egyetlen támaszául szolgált, továbbra is stabil, bár visszafogott ütemben bővült. A mezőgazdaság visszaesése végülis nem volt drámai 2025-ben, az (alacsony bázisról történő és féloldalas) építőipari növekedés pedig gyorsult az év végén. A *felhasználási oldalon* az állóeszköz-felhalmozás, amely huzamos ideje tartó visszaesés után a tavalyi év végére már közelített a stagnáláshoz, a második negyedévben ismét meredeken visszaesett – ezen belül a feldolgozóipari beruházások volumene közel 20%-kal zuhant. A GDP-növekedés fő húzóereje, a *magánfogyasztás* stabilan tovább nőtt a nagyon erős reálkereset-emelkedés közepette, habár a januári fegyverpénz hatásának halványulásával az ütem mérséklődött az első negyedévihez képest. A készletváltozás kivételesen erőteljes mértékben támogatta a növekedést. Eközben viszont a nettó export negatív hozzájárulása a gazdasági növekedéshez jóval erőteljesebbé vált: habár az export növekedésbe fordult, eközben az importnövekedés is érdemben gyorsult.

A második negyedévben a nominális keresetekkel párhuzamosan a nettó reálkeresetek is gyors, 8% körüli ütemben emelkedtek, habár ez értelemszerűen lassulást jelent a fegyverpénzzel megfejelt első negyedévi megugráshoz képest. A *magánfogyasztás* 4%-os emelkedése számottevő, de a reálkereseti dinamikához képest – sőt a szektorszámítások szerint a teljes hozzáférhető jövedelem dinamikájához képest is – óvatosnak mondható. Éves átlagban a magánfogyasztás növekedési üteme jó eséllyel meghaladja majd a 4%-ot. A *beruházások* újabb negatív fordulatához hozzáfűzhető, hogy az EU-pénzek csak később fognak megindulni, és a kormányváltással összefüggő közérzetjavulás nem volt elégséges a beruházási aktivitás beindulásához, miközben a külpiazi kereslet legfeljebb konkrét szegmensekben javult, a geopolitikai konfliktusok nyomán pedig komoly emelkedés indult el az energiaárakban. Az idén már aligha számíthatunk arra, hogy a beruházások támogatni fogják a növekedést. A Kopint-Tárki jelenleg **1,8%-os** GDP-növekedéssel számol 2026-ban, amit kockázatokkal övezett gyorsulás követ 2027-ben.

Az **ipar** újkeletű növekedése erősödött a második negyedévben. E növekedés azonban távolról sem terjed ki az iparvállalatok széles körére: legfőképpen a BMW, a Mercedes és a hazánkban szervereket gyártó Foxconn tevékenysége áll az ipari termelés és exportértékesítés dinamizálódása mögött. Az ipari alágak többségében azonban az egyre feszültebb geopolitikai konfliktusok és a továbbra is hanyatló hazai beruházások árnyékában csupán minimális növekedés vagy zsugorodás figyelhető meg. Ám a hatalmas új kapacitásokat felvonultató gigavállalatok által gerjesztett gyorsulás nyomán – feltételezve az eddigi trend folytatódását – az idei ipari növekedés a 4%-ot is meghaladhatja.

Az **építőipar** kibocsátása az első és második negyedévben is enyhén csökkent, és az ágazatra leginkább az irányzat nélküli ingadozás jellemző. Augusztusban a mélyépítés teljesítménye év/éves alapon megugrott, de ez alapvetően a bázishatással és más egyszeri tényezőkkel magyarázható. Sem az iBuild adatbázis aktivitáskezdesi felmérése, sem pedig

a rendelésállomány alakulása nem jelez küszöbön álló fellendülést. Ezzel együtt az év második felében szerény növekedésbe fordulhat az építőipari kibocsátás, részben az alacsonyabb bázis miatt. Továbbra sem teljesen kizárt, hogy az újra elérhetővé váló EU-források segítségével megindítandó beruházási hullám előszele már az idei év végén is érezteti hatását. Ezért az **építőipar szerény, 2% körüli növekedésével számolunk 2026-ban**.

Ha eltekintünk a januárban kifizetett *fegyverpénz* egyszeri drasztikus hatásától, akkor az idén a **bruttó kereseti** dinamika kicsivel alacsonyabb, mint 2025-ben. Ám az adókedvezmények miatt egyrészt magasabb nettó növekedési ütem, másrészt lényegesen alacsonyabb infláció párosul. Ezért a nettó **reálkereset** és **reálkeresettömeg** dinamikája is jócskán meghaladja a tavalyi évit. Ennek nyomán a **magánfogyasztás** is gyorsult, de a reálkeresetnél kisebb mértékben. A második negyedévben a háztartások fogyasztási kiadásainak növekedési üteme 4,6%-ra, a magánfogyasztás dinamikája 4%-ra lassult a rendre 1%-ponttal erősebb első negyedévi ütemekről. Az MNB adatai szerint a háztartások nettó pénzügyi megtakarításainak összege az első negyedévben látványosan emelkedett, a másodikban már – a bruttó megtakarításoknál gyorsabban növekvő (ingatlan-)hitelek miatt – némileg csökkent, a **GDP-arányos megtakarítási ráta** a 2025-ös 4,7%-ról az első negyedévben 6,1%-ra ugrott fel, majd a második negyedévben 6%-ra mérséklődött.

A nemzetgazdasági **beruházások** az első negyedévben mért névleges csökkenés után a második negyedévben drasztikus ütemben, 9,1%-kal estek vissza. Az állami beruházások a második negyedévben drasztikusan visszaestek; ehhez hozzájárulhatott egy sor kiemelt beruházás felfüggesztése is. A versenyszféra beruházásait pedig a legnagyobb mértékben a feldolgozóipari beruházások zuhanása húzta le. A vállalatok a költségeik jelentős emelkedésével szembesülnek, miközben a keresleti viszonyok nem javulnak széles körben. Így korábbi, viszonylag optimista várakozásunkkal ellentétben jelenleg éves átlagban a nemzetgazdasági beruházások volumenének mintegy **2%-os visszaesésére** számítunk az idén.

A külkereskedelmi mérleg adatai szerint az **áru-külkereskedelem** mérlege az első nyolc hónapban folyamatosan romlott év/éves alapon, gyorsuló ütemben. A január-augusztusi külkereskedelmi többlet 23%-kal maradt el az egy évvel korábbi értéktől. Ehhez a cserearányromlás gyengülése is hozzájárult. Ám a döntő tényező az volt, hogy az export- és import-*volumenindexek* közti negatív olló óriásira nyílt szét az idén, miután a lassú növekedésbe forduló exportot az import gyors ütemű növekedése kísérte. Az újkeletű exportnövekedést a jelek szerint jórészt az új autóiipari kapacitások és a felfutó szervergyártás hajtja. Az év végére az exportnövekedés gyorsulhat. Ezzel együtt a külkereskedelmi többlet kb. 6 Mrd euróra csökkenhet.

A **foglalkoztatottak** száma éves összehasonlításban 0,6%-kal csökkent a második negyedévben, és 0,5%-kal június-augusztusban. Az **elsődleges** hazai munkapiacon foglalkoztatottak számának csökkenése valamivel erőteljesebb volt, miközben a külföldön dolgozók száma markánsan emelkedik. Eközben a **munkanélküliségi ráta** emelkedni kezdett: június-augusztusban 4,8%-ra ugrott fel. Az **idén** a foglalkoztatottak számának 0,7% körüli csökkenésére számítunk, miközben a munkanélküliség éves átlagban 4,7% körül alakulhat.

A 2026. első félévében az **államháztartás eredményszemléletű** (ESA) hiánya (2.809 milliárd forint) a GDP **6,2%-át** tette ki. Az első negyedévi ESA hiánya a GDP 9%-a, a

második negyedévi pedig a 3,3%-a volt. Ezzel szemben az első félévi pénzforgalmi hiány 3.377 milliárd forint volt (a GDP 7,6%-a).

Az új kormány által 2026-ra előrejelzett 7,5%-os ESA hiányhoz az első félévi 6,2%-os hiány után a második félévben 8,8%-os *GDP-arányos hiány* tartozna, amihez a rendelkezésre álló információk kevés támpontot nyújtanak. Fontos kérdőjel, hogy a módosított költségvetés kiadási oldalán betervezett 1.926 milliárd forint tartalékból mennyi kerül felhasználásra, különös tekintettel az 500 milliárdos havaria tartalékra. **6,8%-os GDP-arányos költségvetési hiányt** jelzünk előre **2026-ra**.

Jelentésünk lezárásának napján jelent meg a **2027. évi** költségvetési törvényjavaslat, amely 4,9%-os hiányt tervez, ami teljesíthetőnek tűnik. A törvényjavaslat mind bevételi, mind kiadási oldalon jelentős változásokat irányoz elő, amelyek egy takarékosabb és igazságosabb költségvetési újraelosztás irányába mutatnak: szükséges béremelések, nyugdíj- és családi pótlék-emelés, magasabb egészségügyi kiadások és a minimálbér adójának csökkentése. Ezek fedezetét az adóemelések mellett jórészt az állami kiadások csökkentése teremti meg. Az utóbbihoz fontos adalékot szolgáltat az a tény, hogy 2026 első 4 hónapjában, a választások előtt, a „Költségvetési szervek és a fejezeti kezelésű előirányzatok *nettó* kiadásai 1.800-2.000 milliárd forinttal haladták meg az előző évek szintjét. Ez 2%-os GDP-arányos többletköltekezést jelentett. Ha 2027-ben ez a költekezés nem ismétlődik meg, akkor ez máris 2 százalékponttal csökkenti a jövő évi hiányt.

2026 első 9 hónapját a várakozásoktól jóval elmaradó, 1,7%-os átlagos fogyasztói **árindex** jellemezte. Az élelmiszerárak 5,1%-kal csökkentek, a szabadáras háztartási energiáé pedig 1,3%-kal. A 9 hónap átlagában a legnagyobb mértékben az üzemanyagárak emelkedtek (6,9%-kal), amelyet a piaci szolgáltatások követtek (5,9%), mindkét index jelentős havi ingadozások mellett. **2026-ban 1,8%-os, 2027-ben pedig 2,7%-os áremelkedést** jelzünk előre, ez már tartalmazza az árrésstop megszüntetésének a hatását.

2026 április 12. után az **állampapírok hozama** látványos esést mutatott. A 10 éves referenciahozam a márciusi 7,17%-ról májusra 5,65%-ra majd júniusra 5%-ra csökkent, pár napig 5% alá is esett, ami a pénzpiaci befektetők bizalmának a látványos erősödésére utal. Közép-kelet-európai összehasonlításban figyelemre méltó, hogy júniustól a magyar 10 éves állampapírok hozama alacsonyabb lett, mint a lényegesen jobb hitelminősítési besorolású lengyel hozamok (szeptemberben 5,69, illetve 6,23%).

Az áprilisi választás után a forint euró-**árfolyama** is ugrásszerűen erősödött. A nominális árfolyam 2026 első kilenc hónapjában mintegy 5%-kal erősödött az euróval szemben, és 2026 nyarán pontosan ugyanazon a szinten állt mint 2021 tavaszán. Eközben a fogyasztói ár (CPI) alapú reál effektív árfolyam (REER CPI) 2021. elejétől 53%-kal, a GDP termelői árindex (GDP deflátor) alapú reál alapú effektív árfolyam (REER_PPI) pedig 28%-kal emelkedett. A nominális és a reál-effektív árfolyamok előbb 2022 végén váltak el egymástól, majd 2026-ban nyíltak szét erőteljesen.

Az MNB Monetáris Tanácsa 2026 szeptemberében nem folytatta, az amúgyis akadozó **alapkamat**-csökkentési ciklust és az alapkamatot 5,5%-on tartotta, a jövőbeni infláció bizonytalanságára, a magas energiaárakra és a geostratégiai kockázatokra hivatkozva. Annak ellenére, hogy a visszatekintő infláció kifejezetten kedvezően alakult. A 2026. szeptemberi 1,6%-os év/éves infláció jócskán alatta maradt a jegybank jelenleg érvényes 3% +/-1% inflációs céljának.

A vállalati és lakossági **hitelpiac** 2026 első nyolc hónapjában a kamatok mérséklődése mellett jelentősen eltért az egyes hiteltípusok dinamikája. A vállalati hitelállomány gyorsuló bővülése ellenére az új szerződéskötések a második negyedévben visszaestek, különösen a beruházási hitelek esetében, miközben a rövid lejáratú finanszírozás iránti kereslet élénkült. A háztartási hitelezést továbbra is a személyi kölcsönök és az Otthon Start Program által ösztönzött lakáshitelezés gyors bővülése jellemezte. A támogatott lakáshitelek térnyerésével párhuzamosan a piaci lakáshitelezés jelentősen visszaszorult, miközben a piaci hitelköltségek érdemben nem változtak.

Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa (éves változás, százalék)

	Tényadatok					Előrejelzés		
	2024	2025	2026			2026		2027
			I. né.	II. né.	III. né.	2026 júl.	2026 okt.	2026 okt.
GDP-aggregátumok reálnövekedése								
GDP összesen	0,7	0,7	1,8	1,7		2,0	1,8	2,5
Belföldi felhasználás	-0,2	1,6	6,0	5,3		4,3	4,6	3,2
Magánfogyasztás	6,1	3,1	5,0	4,0		4,0	4,2	2,8
Közösségi fogyasztás	-5,9	2,7	5,7	-1,8		1,6	0,8	0,5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-9,8	-4,1	-0,2	-6,4		3,7	-2,0	5,5
Bruttó felhalmozás összesen	-11,5	-2,9	9,2	13,0		5,7	7,5	5,5
Export	-0,3	0,7	-3,4	1,0		0,3	0,7	2,8
Import	-1,4	1,9	1,5	5,9		3,2	4,6	3,8
Ipari termelés	-4,1	-3,2	1,2	3,5	6,7 ^e	2,3	4,5	4,0
Fogyasztói árindex	3,7	4,4	1,7	1,9	1,4	2,0	1,8	2,7
Foglalkoztatás, jövedelmek								
Foglalkoztatottak számának növekedése ^a	0,0	-0,7	-1,4	-0,6	-0,5 ^f	-0,7	-0,7	0,1
Foglalkoztatási ráta ^a	65,1	65,2	65,0	65,2	65,6 ^f	65,3	65,3	66,0
Munkanélküliségi ráta ^a	4,5	4,4	4,7	4,5	4,8 ^f	4,6	4,7	4,6
Termékegységre jutó bérköltség ^b	10,7	10,1	9,8	12,1		13,6	10,0	
Bruttó nominális keresetek ^c	13,2	9,0	14,9	8,3	8,0 ^g	9,4	9,4	6,0
Nettó reálkeresetek ^c	9,0	4,8	15,0	8,4	8,0 ^g	8,7	9,4	4,0
Megtakarítási ráta a GDP %-ában ^d	6,7	4,7	6,1	6,0		5,2	5,8	5,0
Folyó fizetési és tökemérleg a GDP %-ában	2,1	2,8	1,1 ^g	0,5 ^g		1,5	0,8	1,0
Államháztartás								
Államháztartási egyenleg, a GDP %-ában	-5,1	-4,7	-9,0	-3,3		-6,5	-6,8	-5,0
Bruttó államadósság, a GDP %-ában	73,5	74,4	77,6	75,6		75,5	77,5	76,0
Rövidtávú hozam (3 hó), időszak vége	5,10	6,04	6,39	5,31	5,20	5,2	5,2	4,8
Hosszút. hozam (10 év), időszak vége	6,55	6,79	7,17	5,03	5,78	5,0	5,6	5,2
Nemzetközi feltételek								
Nemzetközi kereskedelem volumene	3,7	5,1				2,8	4,6	4,7
Brent olajár (\$/hordó, időszaki átlag)	80,5	69,1	80,2	103,3	96,3	85,0	98,0	89,0
GDP-változás az eurózónában, %	1,2	1,2	0,6	1,2		0,5	0,8	1,3
GDP-vált. az új EU-tagországokban, %	2,1	2,5	2,2	2,2		2,3	2,2	2,7
Forint/euró, időszaki átlag	395	398	384	360	363	360	368	370
Dollár/euró, időszaki átlag	1,08	1,13	1,17	1,16	1,15	1,14	1,15	1,14

a Munkaerő-felmérés alapján, időszaki átlag, 15-74 éves népesség. A közfoglalkoztatottak a foglalkoztatottakhoz sorolódnak.

b Feldolgozóipar, bruttó hozzáadott érték és (a természetbeni juttatásokat is tartalmazó) havi átlagos munkajövedelem alapján euróban mért egységbérköltség százalékos változása, évkezdettől kumulált adat

c Az összes munkáltató adatai alapján. A nettó reálkereseti index tartalmazza a kedvezmények hatását.

d Háztartások négy negyedéves halmozott nettó finanszírozási képessége a GDP %-ában

e Július-augusztus

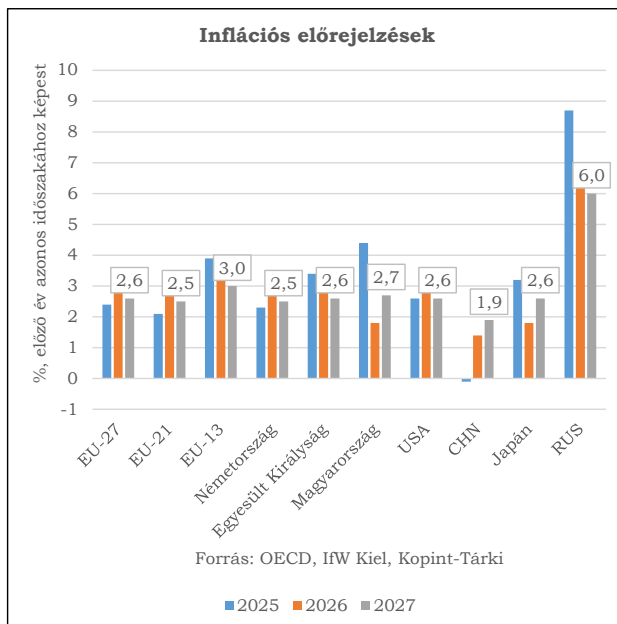
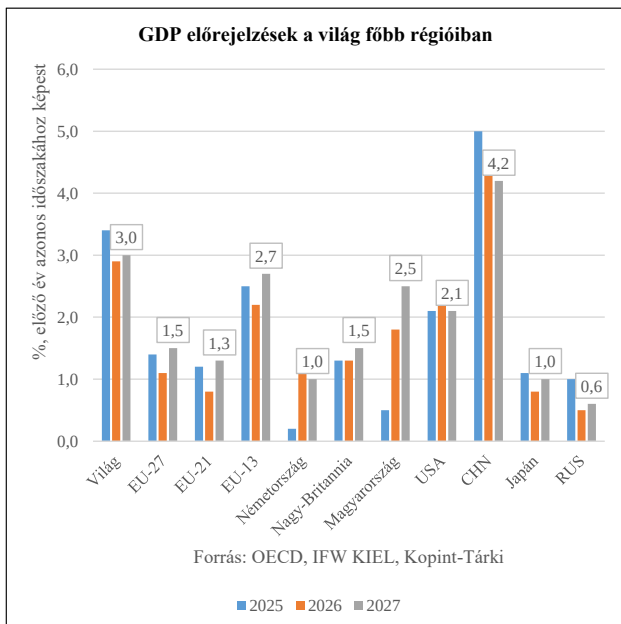
f Júnus-augusztus

g MNB által közölt szezonálisan kiigazított adat

I. A világgazdaság

A globális növekedés 2026 első felében mérséklődött ugyan, de számos országban a közel-keleti konfliktus kedvezőtlen hatásai ellenére is erőteljes maradt. A jelentős olajkészletek, a Perzsa-öblön kívüli kínálat, valamint a kormányok célzott támogatási intézkedései mind hozzájárultak ahhoz, hogy enyhítsék az olajválságnak a globális gazdaságra gyakorolt hatását. A mesterséges intelligencia alkalmazásának terjedése ösztönzőleg hatott a beruházásokra, a termelésre és a kereskedelemre egyaránt, s az egyik legfőbb növekedési motor volt az idén. Ugyanakkor egyre több olyan jelzés érkezik, ami alapján az AI-boom fenntarthatósága megkérdőjeleződik. A globális trendek alakulása elsősorban azon múlik, hogy mennyiben lesz sikeres a közel-keleti konfliktus megoldása. A kereskedelempolitikát jellemző folyamatos változások – mind a vámok, mind az exportkorlátozások tekintetében – fokozzák a politikai bizonytalanságot, és hozzájárulnak az ellátási zavarok kialakulásához. Az energiaárak a közelmúltban ismét emelkedtek a Perzsa-öbölbeli gazdaságokban tapasztalható termelési és exportzavarok fokozódása miatt. A termelési szűk keresztmetszetek miatt megnövekedett finomítói árresek felfelé nyomják a fogyasztói árakat és az üzleti költségeket. Egyes mezőgazdasági nyersanyagok ára is jelentősen emelkedett az elmúlt hónapokban, részben a szélsőséges időjárásnak a kínálatra gyakorolt hatása miatt. Így az infláció erősödésének veszélye újra fenyeget, s a világ vezető jegybankjait monetáris szigorításra kényszerítheti. A fogyasztói árak idei emelkedését majd 2027-ben fokozatos csökkenés válthatja fel, mivel a – reményeink szerint – mérséklődő energiaárak és a szigorúbb monetáris politika hozzájárulnak az általános árnyomás enyhüléséhez.

A globális GDP-növekedés 2026-ban várhatóan 2,9%, 2027-ben pedig 3,0% lesz. Az erősödő árnyomás, a gyengébb reáljövedelem-növekedés és a magasabb kamatlábak az idén mérsékelni fogják a rövidtávú növekedési lendületet számos gazdaságban, de a mesterséges intelligenciával kapcsolatos erőteljes gazdasági tevékenység, valamint az energiaárak remélt mérséklődése hozzájárul majd a gazdasági tevékenység erősödéséhez 2027-ben.



1.1. Világkereskedelem

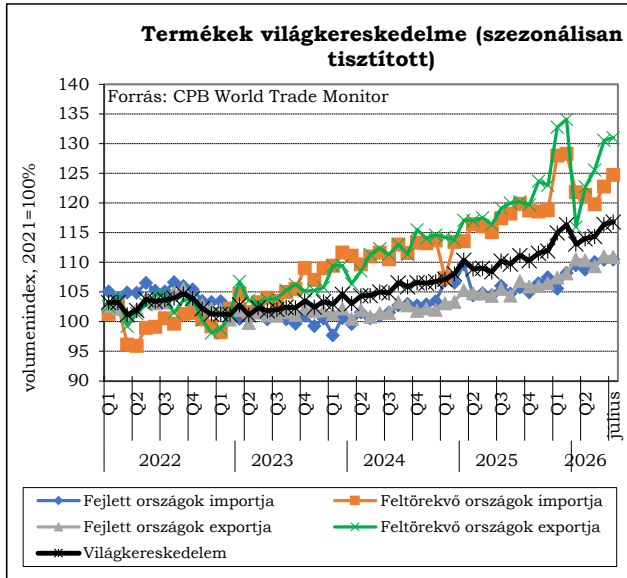
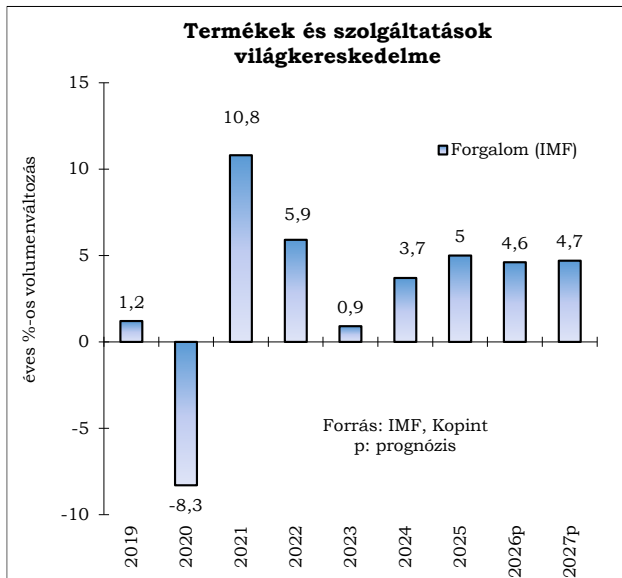
A globális kereskedelmi rendszer az elmúlt negyedévben továbbra is a geopolitika és a logisztikai szűk keresztmetszetek rendkívüli nyomása alatt állt. A Közel-Keleten kiéleződött háborús konfliktus nyomán a Hormuzi-szoros tengeri teherforgalma lényegében ellehetetlenült, és a térség konténerhajó forgalma csaknem 94%-kal zuhant az előző év azonos időszakához képest. A szállítási kapacitások szűkülése és a kockázati prémiumok megugrása miatt a Kína és a Perzsa-öböl közötti konténeres fuvardíjak a korábbi 1 250 dollárról 10 000 dollárra emelkedtek konténerenként, míg a tengeri biztosítási díjak a tizszeresükre ugrottak. A tranzitidők megduplázódtak, elérve a 60 napot, ami a logisztikai szereplőket alternatív megoldásokra kényszerítette. A szállítmányok jelentős része a szárazföldi alternatívák felé terelődött, emiatt pedig Omán kikötőiben a rakományvolumen 69%-kal nőtt, a közúti teherautó-forgalom pedig közel megháromszorozódott. Ugyanakkor ezek a közúti és légi helyettesítő megoldások – mivel egyetlen 20 ezer TEU kapacitású konténerhajó kiváltásához mintegy 10 ezer teherautóra vagy 4 ezer repülőgépre lenne szükség – a szűk keresztmetszetek és a szállítmányozókra háruló, heti több tízmillió dolláros többletköltségek miatt középtávon nem fenntarthatóak.

A logisztikai nehézségekkel párhuzamosan a globális kereskedelempolitikát a protekcionista intézkedések további szigorodása jellemezte. Az Egyesült Államokban a vámtarifák mértéke évtizedek óta nem látott magasságokba emelkedett, miközben a Trump-adminisztráció a bírósági és alkotmányossági jogi kihívások nyomán kénytelen volt átalakítani védővám-rendszerét. A 800 dolláros de-minimis vámmentességi küszöb elnöki rendelettel történő végleges eltörlése súlyos adminisztratív terheket és bürokratikus akadályokat gördített a kisebb importőrök elé. Ezzel szemben a kiterjedt nemzetközi hálózattal rendelkező multinacionális vállalatok rugalmasabban tudtak alkalmazkodni, és áruikat harmadik országokon keresztül átküldték az amerikai piacra. Ezzel egyidejűleg az Európai Unió által tervezett protekcionista jogszabályok, mint például az „Industrial Accelerator Act”, feszültséget generáltak a közeli szövetségesekkel a szigorúbb helyi hozzáadott érték tartalomra vonatkozó, nehezen definiálható feltételek miatt.

A nemzetközi kereskedelmi feszültségek elsődleges katalizátora továbbra is Kína már már agresszívnek tekinthető exportorientált gazdaságpolitikája. Az ország részesedése a globális konténerexportból a legutóbbi negyedévben elérte a rekordot jelentő 40%-ot, miközben a kereskedelmi többlete az év első nyolc hónapjában meghaladta a 805 milliárd dollárt, és jó úton halad a tavalyi 1 200 milliárd dolláros történelmi csúcsmegdöntése felé.

Ezzel párhuzamosan az Európai Bizottság szerint a kínai külkereskedelmi politika napi egy milliárd eurós veszteséget okoz a távol-keleti országgal szembeni kereskedelmi mérlegben, ami cselekvésre késztette az EU-t. Jelenleg a hibrid gépjárművekre vonatkozó importkvótákról tárgyalt és dömpingellenes eljárásokat indított a kínai vegyi anyagok ellen, amire válaszul Peking azonnal vizsgálatot kezdeményezett az európai vegyipari exporttal szemben. A súlyos európai energiaár-drágulás és az amerikai vámok következtében az európai acélexport 20%-kal zuhant, történelmi mélypontra szorítva a kontinens termelését.

Mindemellett a Kereskedelmi Világszervezet (WTO) és az IMF elemzései arra figyelmeztetnek, hogy a globális kereskedelmi adatokat jelenleg erőteljesen torzítja a mesterséges intelligencia (AI) beruházási boomja. Az AI-hoz kapcsolódó termékek (félvezetők, szerverek, adatközponti infrastruktúra) kereskedelme 42%-kal nőtt az előző évhez képest – elérve a globális árukereskedelem közel 19%-át –, ami mesterségesen eltakarja a hagyományos áruk kereskedelmének mindössze 7%-os, gyenge bővülését és a protekcionista vámok valós keresletvisszafogó hatását.



1.1. *Energiahordozók*

Az olajár alakulását tekintve továbbra is nagy a bizonytalanság. Október elején a **Brent nyersolajár** 125 dollár körül mozgott. Az idei éves átlag eddig 95 dollár/hordó, de szeptemberben 130 dollárra is felkúszott a hordónkénti olajár, aztán valamelyest mérséklődött, de október elején újra 125 dollár volt, s jelenleg 105-110 dollár körül ingadozik. A rövidtávú kilátásokat a geopolitikai feszültségek alakulása és a globális kereslet lanyhuló trendje határozza meg. A közel-keleti konfliktusok, az ebből eredő szállítási kockázatok, valamint az ehhez kapcsolódó bizonytalanságok magasan tartják a kockázati prémiumot. Az OPEC+ az év során fokozatosan elkezdte visszaépíteni a korábbi önkéntes termelés csökkentéseket, de most szüneteltetik a kitermelés további emelését, mert nem akarják az árak jelentősebb esését. Ugyanakkor a gyengülő ipari kereslet és Kína lassulása lefelé húzza az árakat. A G7 országok jelentős készleteket akarnak felszabadítani a következő négy hónapban: összehangoltan 100 millió hordó nyersolajat és dízelt szabadítanak fel stratégiai tartalékaikból, hogy megfékezzék a közel-keleti háború miatt megemelkedett üzemanyagárakat. Ez a hír is hozzájárult ahhoz, hogy az OPEC+ nem akarja folytatni a termelési kvóták emelését. A készletfelszabadítást az IEA koordinálja. Az intézkedésre azért volt szükség, mert az USA dízel export-tilalom bevezetésével fenyegetődik, ha az európai országok nem növelik saját kínálatukat. Egy ilyen korlátozás Európát különösen érzékenyen érintené, mivel a kontinens dízel-igényének jelentős részét importból fedezi. Elemzők szerint a 100 millió hordós tartalék felszabadítása nem oldja meg a problémát tartósan, mivel mindössze egyetlen napi globális fogyasztást fedez, s ráadásul csak lassan, négy hónap alatt jelenik meg a piacon, így csak átmeneti árcsökkenést hozhat magával. Az sem világos, hogy mely országok nyitják majd meg tartalékaikat. A készleteket eredetileg nem az üzemanyagárak csökkentésére hozták létre, hanem arra, hogy egy tényleges ellátási válság esetén legyen miből pótolni a kieső importot, így ez az intézkedés még később feszültségekhez is vezethet.

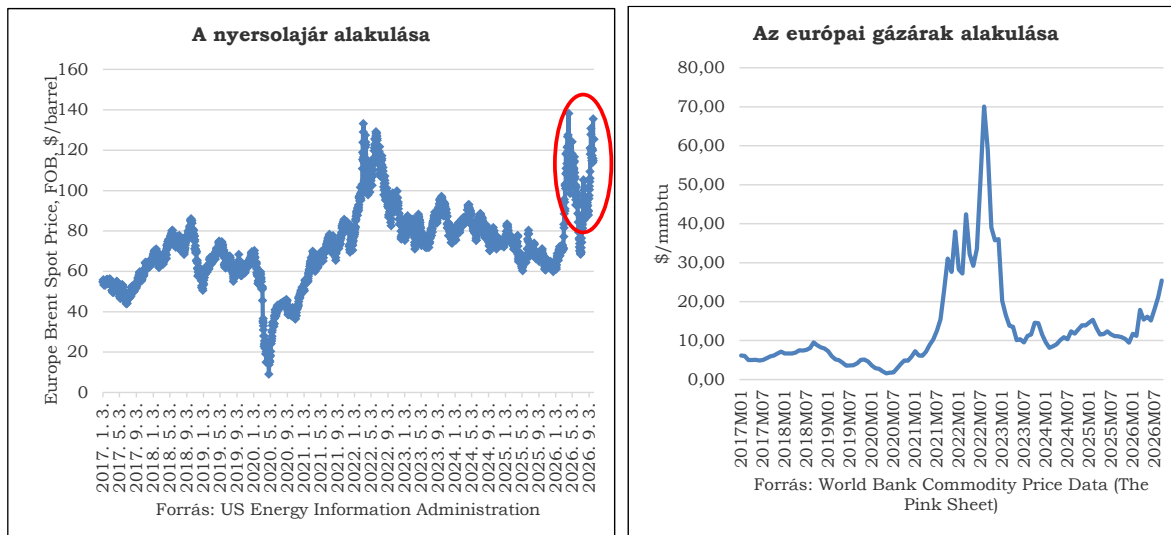
Mindebből látszik, hogy az olajár alakulására vonatkozó prognózist most sokkal nehezebb adni, mint az év elején, mert a bizonytalanság nem csökkent, sőt inkább fokozódott. Miután az év első kilenc hónapjában 90 euró fölött volt az átlagos hordónkénti ár, és a makrogazdasági fundamentumok nem javultak, így az utolsó negyedévre sem számolunk alacsonyabb olajárral. Jövőre az ár annak függvényében csökkenhet, hogy a geopolitikai konfliktusok mennyire mérséklődnek. A jelenlegi helyzet nem sok optimizmusra ad okot. Az IEA előrejelzése szerint a globális olajkínálat az idén napi 5,8 millió hordós csökkenést mutathat, míg a kereslet átlagosan napi 2,6 millióval csökken. Tehát a piacon tapasztalható feszültség, egyensúlyhiány mindenképpen megmarad. A Perzsa-öbölben újra és újra kiújuló támadások bizonytalanná teszik a kilábalást, s a Szaúd-Arábia elleni fokozódó támadások veszélyeztethetik a piaci helyreállást, különösen annak fényében, hogy szeptemberben éppen a szaúdi termelésbővítés adta az OPEC+ kínálat növekedésének fő hajtóerejét.

Az IMF legfrissebb jelentésében 7,2%-kal emelte a nyersolajár idei évre vonatkozó előrejelzését és 11%-kal a jövő évit idén nyári prognózisához képest. Az IMF szerint az idei nyersolajár éves átlagban 96 dollár/hordó körül várható, jövőre pedig 88 dollárra mérséklődhet. Véleményünk szerint azonban a negatív kockázatok jelentősek, s ahogy az árak október eleji emelkedése is jelzi, az idei átlag könnyen felkúszhat 100 dollár fölé.

A készlet szintek már alacsony szinten vannak a világban, a konfliktus nem csillapodik, mindez növeli az elhúzódó olajár-sokk és a váratlan piaci mozgások valószínűségét.

A Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) októberi olajpiaci jelentésében felhívja a figyelmet arra is, hogy a **gázolajpiaci feszültségek** akár 2027 második feléig is elhúzódhatnak, mert a globális készletek a téli fűtési szezon előtt kritikusan alacsony szintre csökkentek. A legfrissebb adatok szerint szeptemberben a dízelexport éves összevetésben napi 700 ezer hordóval esett vissza, a nagykereskedelmi árak pedig Európában és az Egyesült Államokban hordónként 220 dollár körüli rekord szintre kúsztak fel. Az IEA előrejelzése alapján – ahogy korábban utaltunk rá – a teljes olajkereslet 2026-ban várhatóan átlagosan napi 2,6 millió hordóval csökken, amiből a dízelkereslet visszaesése egy-negyednyi részt tesz ki. Ugyanakkor a gázolaj iránti kereslet viszonylag árrugalmatlan maradt, mivel a kormányok a lakosság felé árkompenzációs intézkedésekkel igyekeztek tompítani a drágulás hatásait. Trump és Putyin külön megállapodása, azonkívül, hogy általános felháborodást keltett, nem oldja meg sem az ellátási, sem az árfeszültségeket.

Az európai országok idén nyáron nem töltötték fel **gáztározóikat**, mivel az inverz piaci szerkezet – azaz az, hogy a spot árak meghaladták a határidős jegyzéseket – nem ösztönzött a tározók feltöltésére. Így az európai gáztározók töltöttsége jelenleg 72-75%-on van, ami jóval alacsonyabb, mint az ilyenkor általában szokásos. De például Németországban még ennél is lejjebb, 58%-ra süllyedt a tárolók töltöttsége. Ebből kifolyólag a közelgő tél folyamán jelentős gázáremelkedésekre lehet számítani, hiszen az alacsony tartalékok mellett a Hormuzi-szoros lezárása miatt a katarai és az egyesült arab emírségekbeli szállítmányok is kiesnek a globális kínálatból, ami – szakértői becslések szerint – mintegy 36 millió tonna LNG kiesését jelenti. Ennek hatására az ázsiai spot árak megháromszorozódtak, ami a kereslet mérséklődése irányába hathat.



1.2. Nem energiahordozó nyersanyagok

A legutóbbi negyedévben a nem energiahordozó nyersanyagok globális piacát a súlyosbodó geopolitikai feszültségek és a szélsőséges időjárási sokkok egymást erősítő dinamikája jellemezte. Az iráni konfliktus elhúzódása és a Hormuzi-szoros tengeri zárata miatt a globális ipari kénkínálat kritikus mértékben beszűkült. Mivel a világ kénkereskedelmének mintegy fele ezen a szoroson haladt át, a kén ára a konfliktus előtti szint tízszeresére, közel 1000 dollár/tonnára ugrott. A kénhiányt tovább fokozta, hogy Kína megtiltotta a kénsav exportját.

Ez a szűk keresztmetszet azt eredményezte, hogy a magasabb fémárakból származó bevételeik révén a bányacégek túllicitálták a műtrágyagyártókat a szűkös kénkészletekért, ami egyszerre drágította az ipari fémek kitermelését és veszélyeztette a műtrágyatermelést.

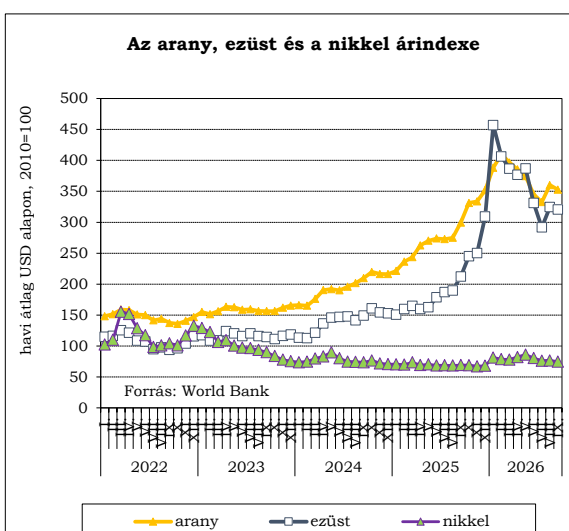
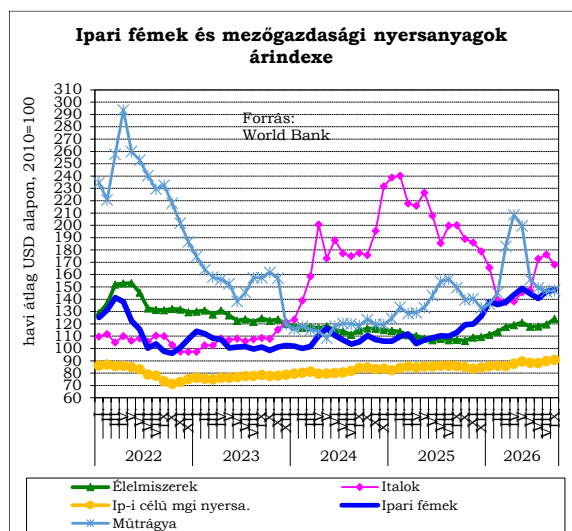
Az ukrán és orosz összecsapások miatt kieső tengeri szállítások következtében akár 86 millió tonna gabonaexport kerülhet veszélybe, aminek hatására a búza határidős jegyzései hároméves csúcsra emelkedtek, miközben a Duna rekordalacsony vízállása korlátozta az alternatív szállítási útvonalak kapacitását.

Az **európai mezőgazdaságot** emellett rendkívüli időjárási csapások is érték. A júniusi európai hóhullám – különösen Franciaországban és Magyarországon – több mint két milliárd eurós termés kiesést okozott a gabonafélékben, közel 9 millió tonnával csökkentve az uniós termés kilátásokat. A burgonyatermesztést is katasztrofálisan érintette az aszály: 3,1 millió tonna burgonya pusztult el (400–620 millió euró értékben), aminek hatására az étkezési burgonya ára 310-ről 520 euró/tonnára, a feldolgozási burgonyáé pedig 30-ről 250 euró/tonnára szökött fel.

Az **élelmiszerek világpiacán** a történelem egyik legerősebb El Niño-jelensége váltott ki drasztikus drágulást. Az Arabica kávé ára mintegy 30%-kal (\$3,12/font), a kakaó határidős ára 63%-kal (\$6455/tonna) emelkedett. India betiltotta a cukor exportját, míg Indonézia és Malajzia pálmaolaj-termelését szárazság veszélyezteti.

Az **ipari fémek és stratégiai nyersanyagok piacán** a réz ára történelmi csúcsok közelében ingadozott, amit a zöld átmenet és a mesterséges intelligencia által generált kereslet hajtott. A ritkaföldfémek piacán Kína augusztusban 13%-kal csökkentette az USA-ba irányuló mágnesexportját. Az Egyesült Államok kormánya állami beavatkozással igyekszik függetlenedni, miközben az Európai Unió elmarad az amerikai tempótól a bürokratikus és tőkehiányos rendszere miatt.

A **nemesfémek** piacán Kína rekordösszeget, közel 159 milliárd dollárt fordított több mint ezer tonna arany importjára az év első 8 hónapjában, mivel a kínai jegybank és a lakossági befektetők az amerikai államkötvényekből és az ingadozó hazai ingatlanpiacról nemesfémbe diverzifikálnak. Számos nyugati állam ezzel párhuzamosan megkezdte aranytartalékainak hazaszállítását a külföldi letétkezelőktől.



A kilátásokat tekintve a tartósan magas élelmiszer-infláció szinte elkerülhetetlen, a klímasokklok pedig maradandó strukturális eltolódást okoznak a világpiacra. Mivel az El Niño hatásai jellemzően 16 hónapos késleltetéssel tetőznek, a mezőgazdasági termények ára tartósan nyomás alatt marad.

1.4. Monetáris politika

Az energiaárak emelkedése és a fokozódó ellátási bizonytalanságok következtében az infláció világszerte erősödni kezdett. Az **amerikai jegybank** 2026. szeptember 16-án három év után először, 25 bázisponttal 3,75–4,00 százalékra emelte az irányadó alapkamatot. A jegybanki kommunikáció szerint a FED frissített előrejelzésében magasabb növekedéssel, csökkenő munkanélküliségi rátával és csak minimálisan emelkedő inflációval számol. Az amerikai gazdaság továbbra is erős, az amerikai és európai konjunktúraadatok kedvező meglepetést okoztak, ugyanakkor a vállalatok növekvő költségekről számoltak be, ami tovább erősítette a jegybanki szigorítással kapcsolatos várakozásokat. Így noha a FED kommunikációja óvatos maradt, mégis kissé elbizonytalanította a piacot, s a befektetők már több további kamatemeléssel számolnak. Az energiaárakkal kapcsolatos bizonytalanságok, illetve az érezhetően erősödő infláció ezt indokolná is. A FED óvatossága is érthető: azért még nem világos, hogy az olaj kockázati felára mennyire tartósan épül be a fogyasztói árakba; a jelenlegi makrogazdasági fundamentumok alapján bekövetkezhet egy törés az amerikai növekedési trendben. Így nem egyértelmű a kép. Az amerikai fogyasztók inflációs várakozásai tovább nőttek, s 2023 óta nem látott csúcsra (3,9%) emelkedtek. A szeptemberi, vártnál erőteljesebb (3,7%) áremelkedés alapján egy októberi kamatemelés nagyban valószínűsíthető.

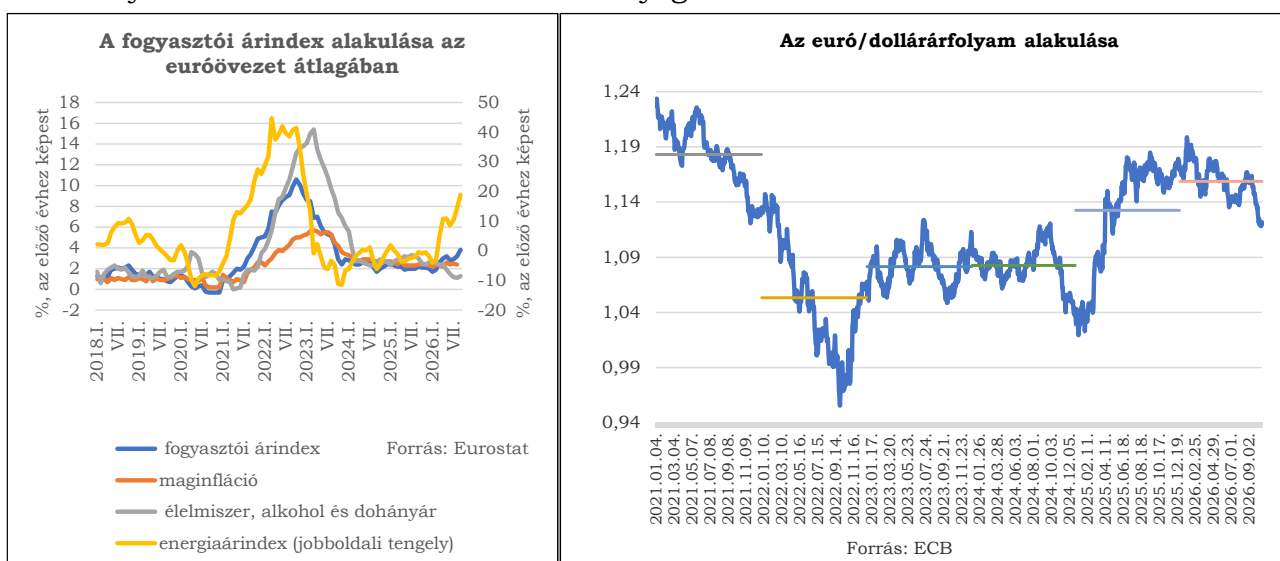
Az **EKB** idén júniusban és szeptemberben is 25 bázisponttal emelte az irányadó kamatokat. A kommunikáció szerint az orosz-ukrán háború és a közel-keleti konfliktus miatt megemelkedő energiaárak nagy inflációs kockázatot hordoznak, és a fogyasztói árak felfelé mutató trendje is megerősíti ezt a feltételezést. Az eurózona nagy országaiból mindenütt emelkedő inflációs adatokat jeleznek. Az EKB döntését a 3,2 százalékos augusztusi inflációs adat előzte meg, amely a júliusi 2,9 százalék után erős emelkedést jelent, és 2023 szeptembere óta a legmagasabb érték. Ahogy arra számítani lehetett, a szeptemberi inflációs adat még magasabb, 3,8% lett. Az EKB idén ugyan már kétszer emelt kamatot, annak érdekében, hogy megakadályozza a gyors áremelkedés tartóssá válását, de a befektetők az elmúlt hetekben jelentősen növelték a további kamatemelésekre vonatkozó várakozásaikat, miután a földgáz, a benzin és a dízel ára egyaránt meredeken emelkedett. Így a piacok a következő egy évben további négy kamatemelést áraztak be, az idén már végrehajtott két emelésen felül.

A **Bank of England** legutóbbi, szeptemberi ülésén változatlanul, 3,75%-on hagyta az irányadó kamatot. A döntés nem volt egyhangú, mivel a 3,1%-os brit inflációs ráta a monetáris tanács tagjainak egy részénél már a kamatemelés szükségére irányította a figyelmet. Amennyiben az infláció nem csillapodik októberben sem, aminek van esélye, nagy a valószínűsége annak, hogy a sokak által szorgalmazott kamatemelésre itt is sor kerül. A jelenlegi kamatszint fenntartását elsősorban az indokolja, ami egyelőre nem történt meg: azaz a bérekben egyelőre még nem jelentkeztek az energiaáremelések másodkörös hatásai. Ennek a kockázata azonban nő, így a kamatemelés esélye is fokozódik.

Az elmúlt három hétben 3 százalékkal gyengült az **euró a dollárral szemben**, a kurzus pedig ezzel közel másféléves mélypontra süllyedt. A fundamentumok ugyan továbbra is az Egyesült Államok és a dollár mellett szólnak, az árfolyam kevésbé tükrözi az euró gyengülését és sokkal inkább a dollár erejét. A növekedési kilátások, a várható kamatpálya és az energiapiaci feszültségek egyaránt hozzájárultak a dollár erősö-

déséhez. A jelenlegi helyzetben éppen a súlyosbodó kockázatok növelik az amerikai deviza vonzerőjét. Az Egyesült Államok eközben az európai országokhoz képest jóval védettebb helyzetben van. Míg 2007-ben még energiaimportőr volt, mára jelentős energiaexportőrré vált. A magas árak ugyan az amerikai fogyasztóknak is okoznak problémát, ellátási zavaroktól azonban alapesetben nem kell tartani. A geopolitikai és energiapiaci bizonytalanság ebben a helyzetben növeli a dollár iránti keresletet. A befektetők számára felértékelődik az a gazdaság, amely egyszerre képes növekedést felmutatni, magas kamatot kínálni és viszonylagos védelmet biztosítani az energiaellátási kockázatokkal szemben. Így egyelőre a dollár továbbra is erős maradhat. Az éves átlag nagyjából 1,15 EUR/USD körül mozog, de jelentésünk írásakor 1,12 EUR/USD -re süllyedt az árfolyam.

Világszerte meredeken emelkednek a **hosszú lejáratú államkötvény-hozamok**, ami a kormányok finanszírozási költségeinek jelentős növekedését okozza. Ugyan október elején átmeneti csökkenés következett be, de alapvetően arra lehet számítani, hogy marad az inkább emelkedő trend, de meglepetéseket nem lehet kizárni. Az USA-ban a 30 éves hozam 2007 óta nem látott szintre emelkedett, miközben Európában és Japánban is többéves csúcsok alakultak ki. Európában Franciaország és Belgium esetében tapasztalható a német államkötvényekhez képest jelentős hozamfeláremelkedés az állampapíroknál. Mindkét országban jellemző a magas állami költség és az alacsony foglalkoztatás, miközben a lejáró olcsó hitelek helyére egyre drágábbak kerülnek, így a kamatkiadások a következő évtizedben a duplájukra nőhetnek. Az állampapírpiacok világszerte komoly nyomás alá kerültek, mivel a közel-keleti háborúhoz köthető magas olajárak tovagyrúznak a világgazdaságban, az inflációs várakozások erősödnek. Ez arra készteti a befektetőket, hogy további jegybanki kamatemelésekre fogadjanak. A jelentős állami hitelfelvétel és a mesterséges intelligencia infrastruktúrájába irányuló erőteljes beruházások tovább növelik a tőke iránti keresletet, ami felfelé hajtja a finanszírozási költségeket. Az IMF legfrissebb jelentésében arra figyelmeztet, hogy a nemzetközi pénzügyi rendszer stabilitását fenyegető kockázatok jelentősen megnöttek, különösen három oldalról: az AI eszközök esetleges árkorrekciója, a kötvényhozamok emelkedése és a kibert fenyegetések oldaláról.

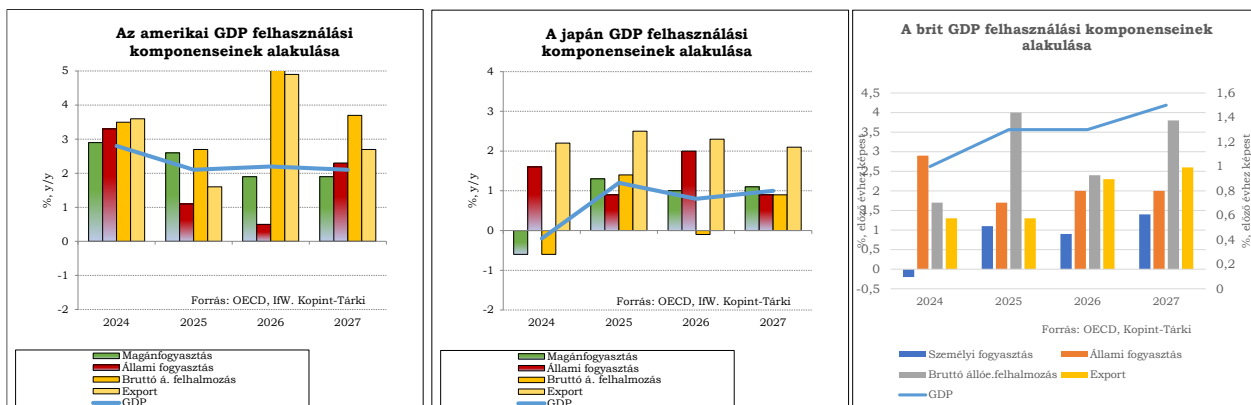


1.5. Az Európai Unió nemzetközi környezete

A korábban becsülnél jóval erősebb növekedést produkált az **amerikai gazdaság** a második negyedévben: a GDP évesítve 2,2 százalékkal bővült, szemben az előzőleg becsült 1,5 százalékkal. A növekedést elsősorban a fogyasztás, a beruházások és az export hajtotta, miközben a FED által elsősorban figyelt inflációs mutató tovább gyorsult. Így augusztusban a havi inflációs ráta 3,4% volt, akárcsak júliusban, míg a maginfláció 2,4%-ra mérséklődött. A szeptemberi adat már 3,7% volt, s a termelői infláció 5,6%-ról 6,3%-ra gyorsult. Az inflációs rátát továbbra is az energiaárak nyomják felfelé. Tekintve, hogy a termelői árak tovább emelkednek, az energiaárak csökkenésére nincs remény, arra lehet számítani, hogy amerikai fogyasztói árindex továbbra is jóval a FED 2%-os célkitűzése fölött maradjon. A GDP idei évre várt növekedése 2,2% lehet, s jövőre is csak minimális lassulás várható. Az inflációs ráta viszont éves szinten akár 3,6% körül alakulhat, s még jövőre is 2% felett marad. A növekedést a beruházások élénkülése hajtja, ami elsősorban a mesterséges intelligenciához kapcsolódó fejlesztéseknek tudható be. Az amerikai export profitál a Hormuzi-szoros lezárásából, különösen az olajexport bővült jelentősen. Az amerikai fiskális politika – az eladósodás ellenére – továbbra is expanzív maradt. Az Iránnal folytatott háború a védelmi kiadásokat jelentősen felfelé nyomta. Június végén a Fehér Ház az idei évre vonatkozóan egy 88 milliárd dolláros plusz költségvetést terjesztett be, aminek nagy része szintén a védelmi kiadásokat fedezné.

Japánban továbbra is nyomott növekedés jellemző. Elsősorban a beruházási tevékenység gyenge, különösen a vállalati beruházások húzzák vissza a növekedést. A kilátások szempontjából fontos, hogy Japán a mesterséges intelligenciához kapcsolódó boomból profitál, különösen a félvezetőgyártás terén. A reálberek emelkedésének köszönhetően az 1% körül bővülő magánfogyasztás szintén támasztja a növekedést. A fiskális politika jelenleg még expanzív kurzust követ, azonban ez a következő években alábbhagy. A monetáris politika enyhén restriktív, noha a kamatkörnyezet nemzetközi összehasonlításban továbbra is nagyon alacsony. Az idén a japán GDP 0,8%-kal bővíülhet, s jövőre is csak 1% körüli növekedés várható.

Az **Egyesült Királyságban** folytatódik a lassú, kicsivel 1% fölötti növekedés. A beruházások itt is profitálnak az AI fejlesztésekből. A monetáris és a fiskális politika semleges marad a prognózisidőszakban. A növekvő reáljövedelmek következtében a magánfogyasztás élénkülése várható. Az EU-val való kapcsolatok javítása folyamatosan napirenden van. Az idén júliusban hivatalba lépett új brit miniszterelnök szerint Nagy-Britannia kilépése az EU-ból több kárt okozott, mint amennyi hasznot hajtott.



A kínai gazdaság

Kína idei GDP növekedését illetően a nemzetközi szervezetek szakértői egyöntetűen 4,5%-kal számolnak, míg 2027-re az OECD csupán 4,2, az UNCTAD 4,5 százalékos bővülést vár. Ennek a nemzetközi összehasonlításban gyors, de kínai viszonylatban lassúnak számító növekedésnek a legfőbb oka, hogy az ingatlanpiaci problémákat még mindig nem sikerült áthidalni, s a lakosság fogyasztási hajlandósága is igencsak visszafogott. A külső piaci és politikai turbulenciák viszont más országokkal összehasonlítva Kínát sokkal kevésbé érintették.

Október közepén megjelent hivatalos kínai adatok szerint 2026 első három negyedévében az előző év azonos időszakához képest Kína exportjának értéke 16,4, importjáé 22,3 százalékkal nőtt. Míg a Kínával szabadkereskedelmi megállapodások alapján kereskedő országokkal 30, addig az EU tagállamaival 8,4 és az USA-val csupán 4,1 százalékkal bővült a kétoldalú forgalom értéke.

Kína vonatkozásában az AI világszerte tapasztalható robbanásszerű térnyerése okozta külkereskedelmi átrendeződés egy rendkívül összetett, kétarcú geopolitikai és gazdasági folyamat. Miközben az USA szigorú exportkorlátozásokkal próbálja elvágni Pekinget a legfejlettebb AI-chipektől, Kína nemhogy kiesett volna a globális körforgásból, de a saját ellátási láncainak kiépítésével és a kevésbé fejlett (ügynevezett „legacy”) chipek tömegtermelésével a globális AI-boom egyik legnagyobb exportörévé vált.¹

A kínai külkereskedelem átrendeződése az alábbi négy fő tengely mentén zajlik:

- **A „Legacy” chipek és elektronikai komponensek exportoffenzívája**

Bár az Nvidia csúcskategóriás AI-chipjeihez Kína csak korlátozottan fér hozzá, a globális AI-ökoszisztémának elképesztő mennyiségű alacsonyabb rendű vagy támogató félvezetőre és elektronikai alkatrészre van szüksége (pl. áramellátás-kezelő chipek, szenzorok, kondenzátorok). Kína ebben a szegmensben brutális kapacitásbővítést hajtott végre: a hivatalos adatok szerint a kínai integrált áramkör (IC) kibocsátás megközelítette a napi 1,5 milliárd darabot. Ennek köszönhetően a kínai chip- és komponensexport elképesztő növekedést mutatott (2026 első nyolc hónapjában például 103,9%-kal ugrott meg az integrált áramkörök exportértéke az előző évhez képest).²

- **Kettészakadó beszállítói láncok (A „Kína + 1” stratégia)**

Az amerikai vámok és az AI-hardverekre kivetett korlátozások miatt a tech-vállalatok igyekeznek diverzifikálni a beszerzéseiket. Ez a külkereskedelmi adatokban úgy csapódik le, hogy Kína közvetlen fogyasztási cikkek helyett egyre több félkész terméket, alaplapot és memóriachipet exportál a délkelet-ázsiai országokba (pl. Vietnamba, Malajziába, Thaiföldre). Az AI-szerverek és hálózati berendezések exportja ezekből, a végső összeszerelésüket végző délkelet-ázsiai országokból történik a nyugati piacok felé, de a háttérben a beszállítói lánc eleje továbbra is Kínához kötődik.

¹ <https://semiconductorsinsight.com/us-china-chip-export-controls-h200-2026/>

² <https://www.globaltimes.cn/page/202609/1370063.shtml>

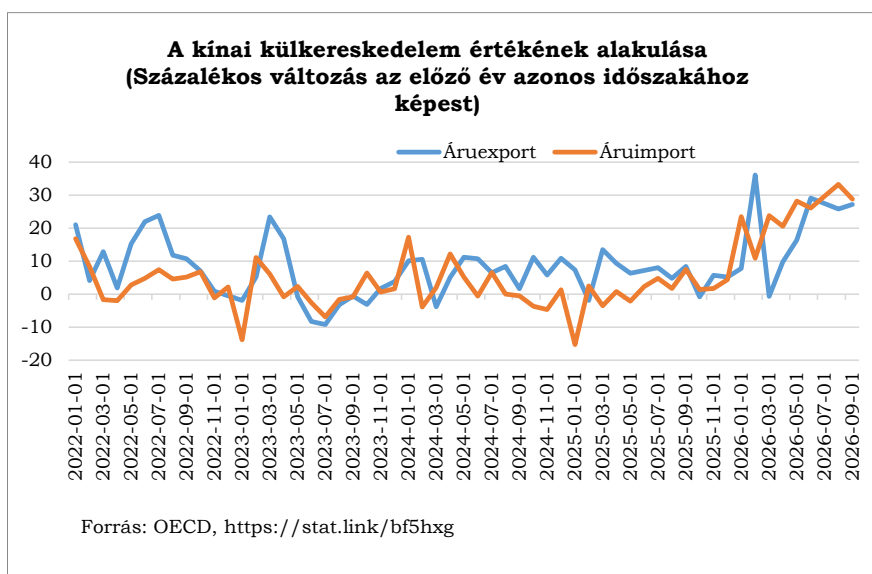
- **Önérvényesítés a hazai piacon és a fejlődő országokban**

Kína radikálisan csökkenti a nyugati technológiától való függőségét, ami átírja az import-statisztikáit is. A pekingi vezetés megtiltotta, hogy az államilag finanszírozott adatközpontok külföldi AI-chipeket (Intel, AMD, Nvidia) használjanak. Ez visszavetette az ilyen jellegű amerikai technológia importját. A kieső importot a hazai gyártók (pl. Huawei, Ascend) chip-sorozatával pótolják, amelyekből immár nemcsak a hatalmas belső piacra építenek gigantikus AI-adatközpontokat (mint például a belső-mongóliai Ulanqab szuper-számítástechnikai parkja), hanem egyre nagyobb volumenben exportálják is azokat a globális Dél országába.

- **Dominancia az AI-szabadalmak terén**

Kína már nem csupán az AI fizikai infrastruktúrájának (kábelek, hűtőrendszerek, alaplapok) gyártásában dominál. A szellemi tulajdon nemzetközi piacán is átrendeződés látható: a Kínából származó AI-szabadalmi bejelentések száma globálisan a legmagasabb (többszörösen felülmúlva az amerikai volument), ami a jövőben a szoftverlicenck és a technológiai szolgáltatások külkereskedelmi áramlását is Kína javára fogja billenteni.³

Összegezve: Kína esetében az átrendeződés azt jelenti, hogy az ország sikeresen pozicionálta át magát a „nyugati tech-cégek összeszerelő üzeméből” egy önálló, zárt AI-ökoszisztémává, amely a globális piacot az AI rendszerek és felhasználók számára szükséges alapvető elektronikai komponensek tömeges és olcsó szállításával látja el, miközben saját fejlesztésű AI technológiáját a hazai projektekben hasznosítja, valamint a nyugati szankcióktól független geopolitikai zónákba exportálja.

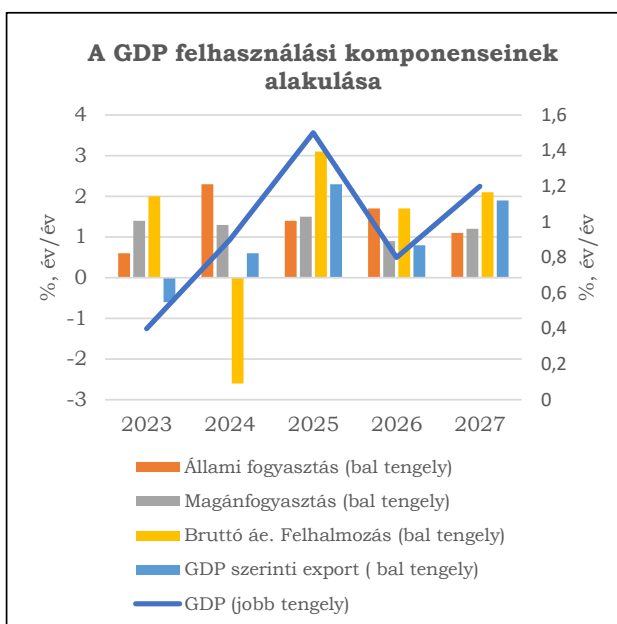
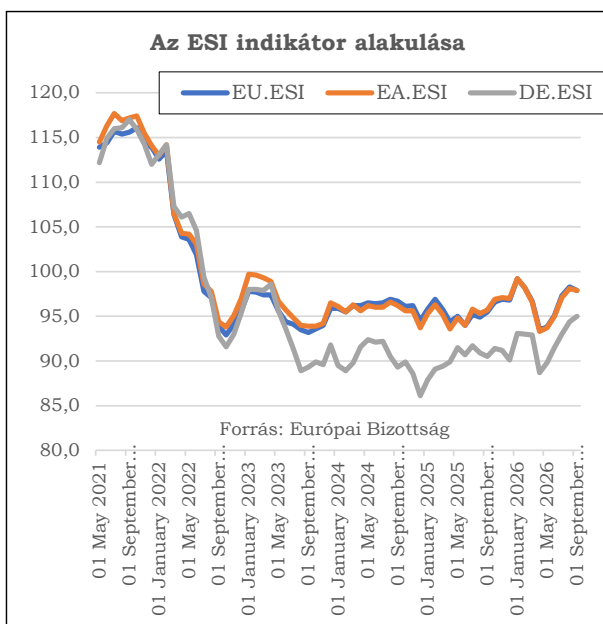


³ <https://kosarertek.hu/technologia/maris-kina-dominálja-a-mesterseges-intelligenciát/>

1.6. Az Európai Unió gazdasága

Az idén is marad a lanyha növekedés az euróövezetben

Az **euróövezetet** az idén is **csak mérsékelt növekedés** jellemzi majd. A második negyedévben a GDP – évesítetten – 1,2%-kal bővült. Az ír gazdasági teljesítmény jelentős ingadozásai továbbra is befolyásolják az euróövezet növekedési rátáit. Tavaly az ír GDP 8%-kal nőtt, az idei előrejelzés -7%, míg jövőre 4%. Az idei első negyedévben 13,2%-kal csökkent az ír GDP, a másodikban 0,4%-kal az előző év azonos időszakához viszonyítva. Május óta az ESI indikátor elindult felfelé, jelezve, hogy Európában kicsit javul az üzleti hangulat. A feldolgozóipari hangulatindexek alakulása is erre utal. Tekintve a külső környezet alakulását, meg a nagy országokat jellemző belpolitikai feszültségeket, robosztus élénkülésre az idén sem számíthatunk. Az egyes országok teljesítménye is jelentős különbségeket mutat. Spanyolországban és Olaszországban sokkal erőteljesebb volt az üzleti hangulat élénkülése, mint Németországban vagy Franciaországban. Németországban az elmúlt évek stagnálása után újra a növekedés élénkülése tapasztalható, ebben azonban a fiskális intézkedések jelentős szerepet játszanak: így nem lehet tudni, hogy mennyire lesz tartós a növekedés, a fiskális expanzió mérséklődésével nem tér-e vissza a stagnálásszerű állapot. Különösen a gépjárműipar válsága aggasztó, ahol az IFO intézet által megkérdezett vállalatok továbbra is nagyon negatívan látják helyzetüket, illetve kilátásaikat, s úgy ítélik meg, hogy az ágazatban a válság tovább tart. Franciaországban a felhalmozódott adósságállomány kezelése a legnagyobb kihívás: a finanszírozás növekvő költségei, az egyéb strukturális problémák, mint az idősödő lakosság, termelészerkezeti gondok mind egy lassú növekedési pályát sejtetnek.



Az idén a növekvő energiaárak, az erősödő infláció a *magánfogyasztást* fékezni fogják. A közel-keleti konfliktus, az energiaellátási zavaroktól való félelem, valamint a finanszírozási költségek emelkedése pedig a vállalati beruházásokat fogja visszafogni. Az extrém meleg nyár mindenütt kedvezőtlen hatással volt a mezőgazdasági termelés alakulására, megnövelte a hűtési igényt és befolyásolta a szállítási költségek alakulását. A növekedés alakulása szempontjából támogatólag hat az általában expanzív fiskális poli-

tika, illetve a védelmi kiadások emelkedése. Mindebből kifolyólag az idén **0,8-1% körül alakulhat az euróövezet növekedése**, jövőre pedig kicsivel 1% fölé kúszhat ez a mutató.

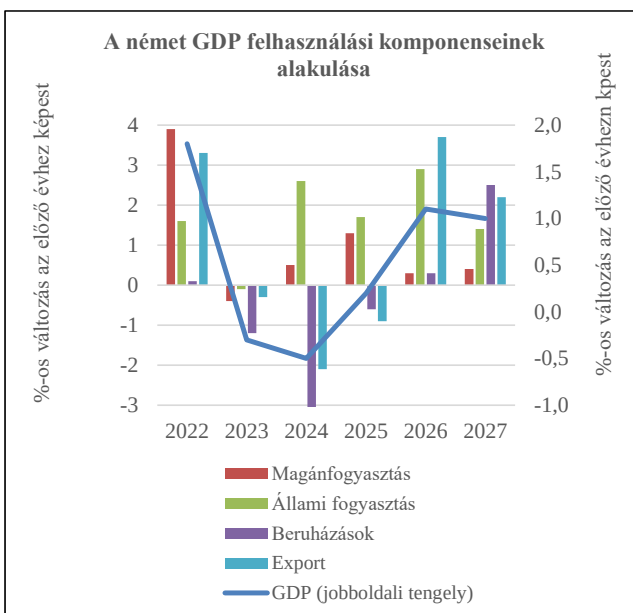
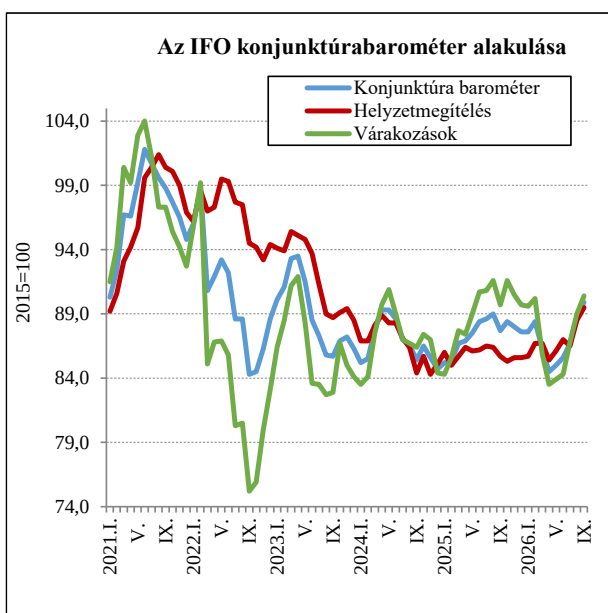
Az európai ipar versenyképességi problémáira az EKB elnöke is felhívta a figyelmet, kihangsúlyozva, hogy az AI-val kapcsolatos fejlesztések terén Európa nem támaszkodhat csak az USA-ra, hanem saját kapacitásait is ki kell fejlesztenie. Ugyanakkor, ahogy a különböző elemzések utalnak rá, a mesterséges intelligencia térhódítása kétélű fegyver. A mesterséges intelligencia technológiáinak folyamatos fejlesztése és elterjedése egyaránt pozitív és negatív kockázatokat jelent Európa, de az egész világgazdaság számára. A mesterséges intelligenciával kapcsolatos beruházások és a technológiai termelés országok közötti tovább terjedése rövidtávon lendületet adhat a gazdasági növekedésnek, az AI-hoz kapcsolódó technológiák jelentős termelékenységnövekedést is hozhatnak a gazdaságok számára, ha azokat hatékonyan beépítik a termelési folyamatokba. Ugyanakkor fennáll a kockázata annak, hogy az AI-ba történő beruházások hozama elmarad a várakozásoktól, vagy a vártnál hosszabb időbe telik, amíg azok megvalósulnak, különösen akkor, ha olyan inputoknál szűk keresztmetszetek alakulnak ki, mint például fejlett, bonyolult félvezetők. A mesterséges intelligenciával kapcsolatos egyre növekvő biztonsági aggodalmak szintén lassíthatják a technológia fejlesztését vagy a felhasználók általi elterjedését. A mesterséges intelligenciával foglalkozó vállalatok növekvő tőkeigénye és egyre összetettebb finanszírozási struktúrái, valamint a növekvő hitelkockázat jelei a befektetői hangulat hirtelen irányváltozását is hozhatják magukkal. A várakozásoktól elmaradó nyereségnövekedés jelentősen lelassíthatja a szektorba irányuló beruházásokat, ami átterjedhet más kapcsolódó iparágakra is, például a mérnöki és az építőiparra.

Az európai ipar, de különösen az autógyártás talpra állása, versenyképességének javítása szempontjából két fontos tényező kezelése van napirenden. Egyrészt az energiaárak, amelyek Európában magasabbak, mint az USA-ban vagy Kínában. S az ukrajnai meg az iráni háború csak tovább növelte ezeket a költségeket. A másik a kínai verseny: a kínai iparpolitika és a megindult minőségi fejlődés felpörgette a termelést, s a megnövekedett kínai piac a külföldi piacokon keres vevőt. Eközben az európai cégek egyre nehezebben tudnak eladni Kínában. Kína korábban az európai autógyártók számára jelentős profitforrás volt, ma azonban a kínai gyártók új – és jó, versenyképes – autókat sokkal gyorsabban és olcsóbban dobnak piacra, mint az európaiak. Így az európai autógyártók túlkapacitásait kínaiaknak adják bérbe. A versenyképességi problémák, piacvesztések következtében kevesebb pénz jut beruházásra, ami tovább növeli annak kockázatát, hogy az uniós cégek még jobban lemaradnak a versenyben. Az európai versenyképesség javítását szolgáló Industrial Accelerator Act (IAA) javaslat, amelyet a Bizottság idén márciusban tett közzé, olyan eszközöket kíván bevezetni, amelyek egyszerre ösztönözhetik a beruházásokat, gyorsíthatják az ipari fejlesztéseket és támogatják az európai gyártókapacitások bővítését. A „Made in Europe” törekvés az Európai Unió gazdasági szuverenitásának és ipari versenyképességének megerősítését célozza az amerikai állami támogatásokkal és az olcsó kínai importtal szemben.

Az **infláció élénkülése**, átlagosan mintegy 2,8%-os fogyasztói áremelkedés várható az idén, ami jövőre is csak kicsit mérséklődik. A fogyasztói árakat az energiaárak emelkedése hajtja felfelé: a júliusi 10,3%-os energiaárindex után augusztusban már 14,3%, szeptemberben 18,9% volt az éves emelkedés. A maginfláció 2,5%. A munkanélküliségi ráta kicsivel 6% fölött mozog a prognózisidőszakban, a kedvezőtlen makrogazdasági folyamatok **munkaerőpiaci** hatásai egyelőre még nem mutatkoznak.

Németország

Az IFO konjunktúrabarométer elmúlt három hónapban tapasztalt javulása arra utal, hogy talán megvan az esélye annak, hogy az elmúlt évek stagnálása után Németország újra, ha nem is robosztus, de növekedési pályára lépjen. A gazdasági teljesítmény az elmúlt három negyedévben – egy többéves konjunkturális visszaesés után – növekedésnek indult, és most először haladja meg újra azt a szintet, amely 2022 folyamán, az akkori gázár-válság kitörése előtt volt jellemző. Az expanzív fiskális politika hatása csak lassan válik érezhetővé, míg az energiaárak emelkedése fékezi a növekedést. A korábbi években nyilvánvalóvá vált strukturális problémák, demográfiai trendek változatlanul fékezik a növekedést, s megakadályozzák egy dinamikus pálya kialakulását. A fiskális ösztönzők hatásai nehezen becsülhetők meg, mivel a nagyobb állami beruházási projektek esetében gyakran fordulnak elő tervezési és végrehajtási fennakadások. Így az idén kicsivel 1% fölötti növekedés várható, s a jövő évi GDP bővülést is 1% körültre becsüljük. A magánfogyasztás mind az idén, mind jövőre alig bővül, az energiaárak növekedése egyre inkább érezhetővé válik a fogyasztói árak alakulásában, míg a magánháztartások nettó jövedelmei alig változnak. Az állami fogyasztás erőteljesebben bővíthet a prognózisidőszakban, mivel a fiskális expanzió lehetősége nagyobb mozgásteret biztosít a kormányzati kiadásoknak. A beruházási tevékenység vonatkozásában továbbra is vegyes a kép: míg az állami beruházásoknál bővülés tapasztalható a korábban említett okok miatt, addig a magánberuházások esetében ez nem mondható el. Az autóipar válsága erősen érezteti hatását, a védelmi iparba irányuló források beruházást élénkítő hatásai egyelőre még nehezen mutathatók ki. Az export vonatkozásában a prognózisok optimistábbak, ami elsősorban az első félévi, a vártnál kedvezőbb exporteredményeknek tudható be. A növekedés a szolgáltatásexportban volt tapasztalható, az áruexport visszaesett. Itt azonban jelentős regionális különbségek voltak tapasztalhatók: míg az Európa többi országába irányuló áruexport bővült, addig a Kínába irányuló export visszaesett, az USA-ba irányuló export, amely tavaly – a vámintézkedések hatására – visszaesett, az idén élénkülni látszott. A nemzetközi környezet bizonytalanságai miatt az exportkilátások kapcsán is jelentős lefelé mutató kockázatok jellemzők. A Perzsa-öbölben kialakult bizonytalan helyzet, valamint az országban rendelkezésre álló alacsony gázkészletek jelentős árkockázatokat rejtenek magukban, így az infláció erősödésére lehet számítani.



1.7. Közép-kelet-európai új EU-tagállamok

2026 második negyedévében a közép-kelet-európai új EU-tagállamok év/év alapú gazdasági növekedése stabilan 2,2% volt, akárcsak az első negyedévben. Így 2026-ra vonatkozóan szintén 2,2%-os átlagos bővülést várunk a térségben, majd 2027-ben a növekedés üteme 2,7%-ra gyorsulhat.

A térség gazdaságai továbbra is meglehetősen nehéz és összetett nemzetközi környezetben működnek. A közel-keleti háborús feszültségek és a Hormuzi-szoros tengeri teherforgalmának ellehetetlenülése miatt a globális logisztikai útvonalak és a fuvardíjak drasztikusan megrágultak, ami súlyos szűk keresztmetszeteket okoz az ipari alapanyagok – például a kén és a műtrágyák – ellátásában, és drámai áremelkedéseket hozott a termelői árakban. Mindezt tovább nehezíti az elhúzódó ukrán-orosz konfliktus, valamint az európai mezőgazdaságot ért rendkívüli klímasokkók (a nyári hőhullámok, az aszályok és az El Niño-jelenség késleltetett hatásai), amelyek tartós nyomás alatt tartják az élelmiszeripari nyersanyagárakat, a mezőgazdasági termelést pedig lényegében egész évre, sőt jövő év elejére is szinte ellehetetlenítették. Emellett az amerikai és európai protekcionista vámpolitikák szigorodása, a növekvő vámterhek, valamint a nyugat-európai magországok gazdasági lassulása visszafogják a külső keresletet és a hagyományos ipari áruk exportját.

A régiós bővülés motorja továbbra is *Lengyelország*, amely 3,8%-os év/év alapú növekedésével messze a legnagyobb mértékben járult hozzá a régió növekedéséhez, hiszen egymaga 1,4 százalékpontot tett hozzá a régió 2,2%-os teljesítményéhez. Mindezt döntően a belső kereslet, különösen a lakossági fogyasztás tartja mozgásban, mivel a csökkenő infláció és a lendületes bérnövekedés hatására a háztartások reáljövedelme és vásárlóereje érdemben emelkedett. Ugyanakkor a szeptemberi fogyasztói árindex itt is az infláció erősödésére utal. A helyreállítási alap és a kohéziós támogatások intenzív lehívása erőteljes beruházási hullámot indított el mind az infrastruktúrában, mind a zöldátállásban és a megújuló energiaprojektekben, ami szintén támasztja a növekedést.

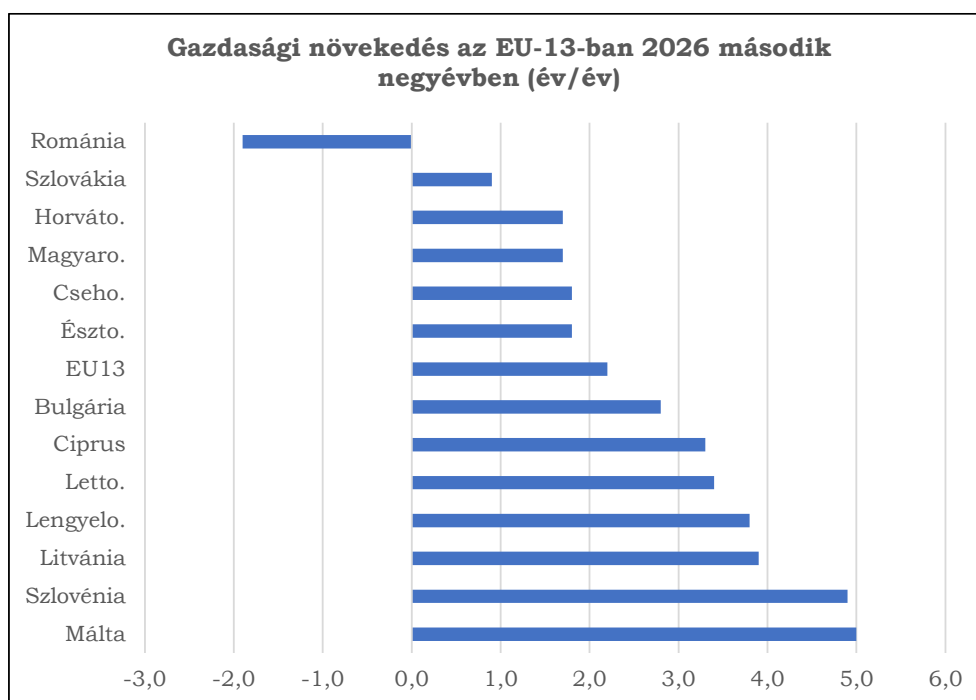
A növekedési élmezőnyben találjuk még *Máltát* (5,0%), *Szlovéniát* (4,9%), *Litvániát* (3,9%), *Lettországot* (3,4%) és *Ciprust* (3,3%), valamint az euróövezethez frissen csatlakozott *Bulgáriát* (2,8%) is. Ezzel szemben a régió más gazdaságai a vártnál mérsékeltbb dinamikát mutattak. *Csehország* és *Észtország* egyaránt 1,8%-os, *Magyarország* és *Horvátország* 1,7%-os, míg *Szlovákia* mindössze 0,9%-os bővülést ért el a második negyedévben, így a növekedési hozzájárulásuk a régió teljesítményéhez is csekély mértékű.

A térség növekedését egyedül *Románia* húzta vissza, ahol a GDP év/év alapon 1,9%-kal zsugorodott, így 0,3 százalékponttal csökkentette a régiós növekedést. A magas államháztartási hiány és a növekvő adósságráta miatt Románia kénytelen volt drasztikus megszorító intézkedéseket bevezetni az európai uniós kötelezettségekkel összhangban. Az áfakulcs emelése, a közszféra béreinek és a nyugdíjaknak a befagyasztása közvetlenül visszavetette a háztartások vásárlóerejét. Ennek következménye, hogy Romániában a legmagasabb az inflációs ráta a térségben, a jegybanki alapkamat pedig már 6,5%, ami nem csak a fogyasztást, hanem a magánberuházásokat is visszahúzta.

A kelet-európai tagállamok átlagos fogyasztói árindexe (CPI) az év első 9 hónapjában 3,8% volt. Az egyes tagállamok között azonban jelentős eltérések mutatkoztak. Románia küzd a legmagasabb áremelkedéssel (8,4%), ahol az eleve magas maginfláció (8,4%)

mellett a kiugró energiaárak (16%) és a dráguló élelmiszerek (6%) egyaránt terhelik a háztartásokat. Magas és gyorsuló az árindex Litvániában (4,8%, amit a 17,4%-os energiaáremelkedés hajtott), Bulgáriában (4,4%) és Horvátországban (4,2%). Szeptemberben Lettország és Szlovákia kivételével mindenütt megugró inflációt jeleztek az adatok.

A nehéz külső körülmények ellenére a régió eddig ellenállónak bizonyult, ezért a 2026-ban várt 2,2%-os átlagos növekedést követően 2027-ben 2,7%-os gyorsulás valószínűsíthető. A belső kereslet fokozatos élénkülése és a reálbérek emelkedése ellensúlyozhatja a nyugat-európai magországok lassulását, feltéve, hogy a globális geopolitikai és nyersanyagpiaci feszültségek nem fokozódnak tovább, s következményeik nem válnak még erősebbé.



I/1. sz. táblázat

Gazdasági növekedés az Európai Unió tagországaiban

(A GDP százalékos változása az előző évhez viszonyítva)

	Súly	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026*	2027*
Németország	23,8	-4,1	3,9	1,8	-0,9	-0,5	0,2	1,1	1,0
Franciaország	15,8	-7,4	6,9	2,7	1,4	1,5	0,8	0,4	0,8
Olaszország	12,0	-8,9	8,9	4,8	0,5	0,8	0,6	0,9	0,8
Hollandia	6,3	-3,9	6,3	5,0	-0,6	1,1	1,6	1,4	1,4
Belgium	3,4	-4,8	6,3	4,0	1,7	1,1	1,0	0,6	0,9
Luxemburg	0,5	-0,5	6,9	-1,1	0,1	0,4	0,6	1,1	1,4
Írország	3,4	7,2	16,3	7,5	-2,5	3,6	8,0	-7,0	4,0
Görögország	1,3	-9,2	8,7	5,5	2,1	2,1	2,1	1,8	1,8
Spanyolország	9,0	-10,9	6,7	6,4	2,5	3,5	2,6	2,5	1,8
Portugália	1,6	-8,2	5,6	7,0	3,1	2,1	1,9	1,9	1,9
Ausztria	2,7	-6,3	4,9	5,5	-0,7	-0,3	0,7	0,9	1,3
Finnország	1,5	-2,5	2,7	0,8	-1,3	0,4	0,8	1,6	1,5
Észtország	0,2	-2,9	8,3	-1,2	-2,7	-0,1	1,3	2,1	2,4
Szlovákia	0,7	-2,6	5,7	0,5	2,1	1,9	0,8	0,9	1,5
Szlovénia	0,4	-4,1	8,4	2,7	2,4	1,7	1,5	3,1	2,6
Ciprus	0,2	-3,2	11,4	8,3	3,6	3,9	3,8	2,5	2,3
Málta	0,1	-3,5	13,3	2,6	10,6	7,0	4,7	4,7	4,5
Lettország	0,2	-3,5	6,9	1,9	-0,9	0,0	2,4	2,1	2,2
Litvánia	0,4	0,0	6,4	2,5	0,7	3,0	3,0	2,8	2,5
Horvátország	0,5	-8,3	12,6	7,3	3,8	3,8	3,4	2,2	2,3
Bulgária	0,6	-3,1	7,8	4,1	1,7	3,4	3,1	2,7	2,6
Euróöna	84,7	-6,0	6,4	3,6	0,4	0,9	1,2	0,8	1,3
Dánia	2,2	-1,8	6,5	0,4	0,6	3,5	3,5	3,9	1,7
Svédország	3,2	-1,9	5,2	1,3	-0,2	2,0	1,4	2,8	2,4
Magyarország	1,2	-4,3	7,2	4,1	-0,3	0,7	0,7	1,8	2,5
Csehország	1,8	-5,3	4,0	2,8	0,0	1,3	2,6	2,2	2,4
Lengyelország	4,9	-2,0	6,9	5,3	0,2	3,0	3,8	3,4	3,2
Románia	2,0	-3,6	5,6	4,2	2,3	0,9	0,7	-0,3	2,4
EU-14	86,7	-5,7	6,4	3,5	0,4	0,9	1,3	0,9	1,3
Új EU-13	13,3	-3,3	6,7	4,1	0,9	2,1	2,5	2,2	2,7
EU-27	100,0	-5,6	6,4	3,5	0,4	1,1	1,4	1,1	1,5
Emlékeztető tételek									
USA		-2,2	5,8	2,5	2,9	2,8	2,1	2,2	2,1
Japán		-4,3	2,6	0,9	1,4	-0,2	1,1	0,8	1,0
Egyesült Királyság		-11,0	8,7	4,8	0,3	1,1	1,3	1,3	1,5
Kína		2,0	8,4	3,1	5,4	5,0	5,0	4,5	4,2
Oroszország		-3,0	5,6	-1,2	3,6	4,1	1,0	0,5	0,6
Délkelet-Európa									
Szerbia		-0,9	6,7	2,7	3,7	4,0	2,2	2,8	3,8
Törökország		1,8	9,0	5,4	5,0	3,3	3,6	2,8	4,0

* A Kopint-Tárki előrejelzése.

EU-14 = A 2004 előtt csatlakozott („rég”) EU-tagországek

Új EU-13 = A 2004-ben, 2007-ben és 2013-ban csatlakozott új tagországek.

Források: Eurostat-, Nemzeti Statisztikai Hivatalok-, OECD-, Kopint-Tárki-adatbázisok

I/2. sz. táblázat

Az infláció alakulása az Európai Unió tagországaiban

(Harmonizált fogyasztói-árindexek, százalékos változás az előző évhez viszonyítva)

	Súly	2020	2021	2022	2023	2024	2025*	2026*	2027*
Németország	24,0	0,4	3,2	8,7	6,0	2,5	2,3	2,8	2,5
Franciaország	16,0	0,5	2,1	5,9	5,7	2,3	0,9	2,3	2,2
Olaszország	13,4	-0,2	2,0	8,7	5,9	1,1	1,6	2,7	2,5
Hollandia	5,2	1,1	2,8	11,6	4,1	3,2	3,0	2,7	2,4
Belgium	3,4	0,4	3,2	10,3	2,3	4,3	3,0	3,2	2,2
Luxemburg	0,3	0,0	3,5	8,2	2,9	2,3	2,5	3,1	2,0
Írország	1,6	-0,5	2,4	8,1	5,2	1,3	2,1	3,2	2,6
Görögország	1,7	-1,3	0,6	9,3	4,2	3,0	2,9	3,7	2,8
Spanyolország	9,5	-0,3	3,0	8,3	3,4	2,9	2,7	3,6	3,4
Portugália	1,9	-0,1	0,9	8,1	5,3	2,7	2,2	2,8	2,3
Ausztria	2,6	1,4	2,8	8,6	7,8	2,9	3,6	3,3	2,6
Finnország	1,4	0,4	2,1	7,2	4,3	1,0	1,8	2,5	2,1
Észtország	0,2	-0,6	4,5	19,4	9,1	3,7	4,8	3,3	2,7
Szlovákia	0,8	2,0	2,8	12,1	11,0	3,2	4,2	3,8	3,0
Szlovénia	0,4	-0,3	2,0	9,3	7,2	2,0	2,5	3,3	2,6
Ciprus	0,2	-1,1	2,3	8,1	3,9	2,3	0,8	3,0	2,3
Málta	0,1	0,8	0,7	6,1	5,6	2,4	2,4	2,7	2,2
Lettország	0,3	0,1	3,2	17,2	9,1	1,3	3,8	3,6	3,0
Litvánia	0,5	1,1	4,6	18,9	8,7	0,9	3,4	4,0	2,5
Horvátország	0,5	0,0	2,7	10,7	8,4	4,0	4,4	4,6	2,7
Bulgária	0,7	1,2	2,8	13,0	8,6	2,6	3,5	5,0	3,5
Euróözone	84,8	0,3	2,6	8,4	5,5	2,4	2,1	2,8	2,5
Dánia	1,8	0,3	1,9	8,6	3,4	1,3	1,8	2,1	2,7
Svédország	2,8	0,7	2,7	8,1	5,9	2,0	2,6	1,7	2,1
Magyarország	1,1	3,4	5,2	15,3	17,6	3,7	4,4	1,8	2,7
Csehország	1,7	3,3	3,3	14,8	12,0	2,7	2,3	2,2	2,7
Lengyelország	5,4	3,6	5,2	13,2	10,8	3,7	3,3	2,9	2,8
Románia	2,4	2,3	4,1	12,0	9,7	5,8	6,8	8,0	4,0
EU-14	85,7	0,4	2,6	7,8	5,3	2,3	2,1	2,8	2,5
Új EU-13	14,3	2,7	4,4	13,9	10,8	3,5	3,9	3,9	3,0
EU-27	100,0	0,7	2,9	9,2	6,4	2,6	2,4	2,9	2,6
Emlékeztető tételek^a									
USA		1,4	4,7	6,6	3,8	2,6	2,6	3,6	2,6
Japán		0,0	-0,3	2,5	3,3	2,7	3,2	1,8	2,6
Egyesült Királyság		0,8	2,6	9,1	7,3	3,7	3,4	3,6	2,6
Kína		2,5	0,8	1,9	0,3	0,2	-0,1	1,4	1,9
Oroszország ^b		2,6	5,9	13,8	5,9	8,4	8,7	6,5	6,0
Délkelet-Európa									
Szerbia		1,7	3,6	11,7	12,0	4,8	4,0	4,1	3,7
Törökország		12,3	17,8	72,3	53,9	58,5	34,9	28,0	20,0

a Nem harmonizált árindexek

b December/december

* A Kopint-Tárki előrejelzése

EU-14 = A 2004 előtt csatlakozott („rég”) EU-tagországok

Új EU-13 = A 2004-ben, 2007-ben és 2013-ban csatlakozott új tagországok.

Források: Eurostat-, Nemzeti Statisztikai Hivatalok-, OECD-, Kopint-Tárki-adatbázisok

Munkanélküliség az Európai Unió tagországaiban

(a munkanélküliek aránya a teljes 15-74 éves munkaerő százalékában, Eurostat-féle harmonizált ráták)

	Súly	2020	2021	2022	2023	2024	2025*	2026*	2027*
Németország	19,8	3,6	3,6	3,1	3,1	3,4	3,7	3,9	3,7
Franciaország	14,3	8,0	7,9	7,3	7,3	7,4	7,6	8,2	8,0
Olaszország	11,6	9,3	9,5	8,1	7,7	6,5	6,1	5,8	5,7
Hollandia	4,6	4,9	4,2	3,5	3,6	3,7	3,9	4,0	3,8
Belgium	2,5	5,8	6,3	5,6	5,5	5,7	6,2	6,2	6,0
Luxemburg	0,2	6,8	5,3	4,6	5,2	6,4	6,6	6,9	6,5
Írország	1,3	5,9	6,2	4,5	4,3	4,3	4,7	5,0	4,7
Görögország	2,2	17,6	14,7	12,5	11,1	10,1	8,9	8,7	8,0
Spanyolország	11,3	15,5	14,9	13,0	12,2	11,4	10,6	10,2	9,5
Portugália	2,4	7,1	6,7	6,2	6,5	6,5	6,1	5,9	5,4
Ausztria	2,2	6,0	6,2	4,8	5,1	5,2	5,7	5,7	5,5
Finnország	1,3	7,7	7,7	6,8	7,2	8,4	9,7	10,5	10,3
Észtország	0,3	6,9	6,2	5,6	6,4	7,6	7,5	7,1	6,8
Szlovákia	1,3	6,7	6,8	6,1	5,8	5,3	5,5	5,7	5,7
Szlovénia	0,5	5,0	4,8	4,0	3,7	3,7	3,4	3,8	3,8
Ciprus	0,2	7,6	7,2	6,3	5,8	4,9	4,7	4,2	4,2
Málta	0,2	4,9	3,8	3,5	3,5	3,2	2,9	3,0	3,1
Lettország	0,4	8,1	7,6	6,9	6,5	6,9	6,8	6,8	6,7
Litvánia	0,7	8,5	7,1	6,0	6,9	7,1	7,1	6,7	6,7
Horvátország	0,8	7,4	7,5	6,8	6,1	5,0	4,7	4,8	4,8
Bulgária	1,4	6,1	5,2	4,2	4,3	4,2	3,5	3,7	3,9
Eurózóna^c	78,0	7,9	7,7	6,7	6,5	6,3	6,4	6,5	6,2
Dánia	1,5	5,6	5,1	4,5	5,1	6,2	6,3	6,4	6,0
Svédország	2,6	8,5	8,9	7,5	7,7	8,4	8,9	8,6	8,0
Magyarország	2,2	4,1	4,0	3,6	4,1	4,5	4,4	4,7	4,6
Csehország	2,4	2,6	2,8	2,2	2,6	2,6	2,7	3,1	3,2
Lengyelország	8,1	3,2	3,4	2,9	2,8	2,9	3,1	3,1	3,0
Románia	3,8	6,1	5,6	5,6	5,6	5,4	6,1	5,8	5,6
EU-14	77,6	7,9	7,8	6,7	6,6	6,5	6,5	6,6	6,3
Új EU-13	22,4	4,4	4,6	4,1	4,1	4,2	4,3	4,3	4,3
EU-27	100,0	7,2	7,1	6,2	6,1	5,9	6,0	6,1	5,8
Emlékeztető tételek^a									
USA		8,1	5,4	3,6	3,6	4,0	4,3	4,2	4,1
Japán		2,8	2,8	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,4
Egyesült Királyság		4,5	4,6	3,9	4,0	4,3	4,3	4,8	5,0
Kína ^b		3,6	4,0	4,2	4,2	5,2	5,2	5,2	5,1
Oroszország ^d		6,0	5,9	3,9	3,2	2,4	2,2	2,2	2,5
Délkelet-Európa									
Szerbia ^e		9,0	10,7	9,5	9,4	8,6	8,9	8,8	8,4
Törökország		13,2	12,8	12,9	10,1	9,3	8,5	8,5	8,4

a nem harmonizált munkanélküliségi ráták

b városi munkanélküliség

c ILO, munkaerő-felmérés

d OECD statisztika, munkanélküliek aránya a 15-64 éves munkaerő százalékában

e Szerb Statisztikai Hivatal, munkanélküliek aránya a 15-64 éves munkaerő százalékában

* A Kopint-Tárki előrejelzése

EU-14 = A 2004 előtt csatlakozott („rég”) EU-tagországok

Új EU-13 = A 2004-ben, 2007-ben és 2013-ban csatlakozott új tagországok.

Források: Eurostat-, Nemzeti Statisztikai Hivatalok-, OECD-, Kopint-Tárki adatbázis

II. Magyar gazdaság

2.1. Bevezetés

Az idei második negyedévben a GDP-növekedés az első negyedévi 1,8%-kal majdnem megegyező, 1,7%-os ütemben folytatódott. Ez valamelyest elmaradt az elemzői várakozásoktól, ugyanakkor megerősíti azt a képet, hogy a gazdaság szerény, de immár stabil gazdasági növekedési pályára lépett. A *növekedés szerkezetét* illetően biztató és aggasztó vonásokat egyaránt felfedezhetünk.

A *termelési oldalon* mindenekelőtt megemlítendő az **ipar** dinamikájának a számottevő erősödése: az első negyedévben még jóformán jelképes növekedés a második negyedévben 3% fölé emelkedett, és még tovább gyorsult a rákövetkező két hónap folyamán. Az éves ipari növekedés a korábban vártnál lényegesen kedvezőbben alakulhat az idén. Vagyis az elmúlt évekkel ellentétben most már a szolgáltatásokon felül még egy pillére van a növekedésnek a termelési oldalon. A kedvezőtlen fejlemény ezzel szemben a **mezőgazdaság** teljesítményének két számjegyű visszaesése, amely a harmadik negyedévben – az aszályhoz párosuló ismétlődő hőhullámok nyomán – feltehetően tovább súlyosbodott. Elemzések szerint a 2022-es évit is meghaladják az idei aszálykárok.

Ráadásul az ipar örvendetes fellendülése sem problémamentes: az újsütetű növekedést lényegében néhány nagyvolumenű új kapacitás belépése, illetve felfutása nyomán megugró exportértékesítés táplálja. A mélyponton vergődő belföldi értékesítés jóformán meg se rezzent a második negyedévben, és a növekedést lényegében az autóipar és az elektronikai ipar teljesítményének erőteljes bővülése hajtja. Eközben az ipari ágak többségében a jelképes növekedés, a stagnálás és a visszaesés váltakozik. Vagyis a mostanáig tapasztalt ipari élénkülés nem jelenti, hogy *az ipar egésze – és különösen a hazai iparvállalati szegmens – számára kedvezőbbé váltak a feltételek, beleértve a nemzetközi keresleti feltételeket*, még ha az EU-ban nőnek is az autóeladások, illetve még tart az AI-boomhoz kapcsolódó nemzetközi áruforgalom bővülése.

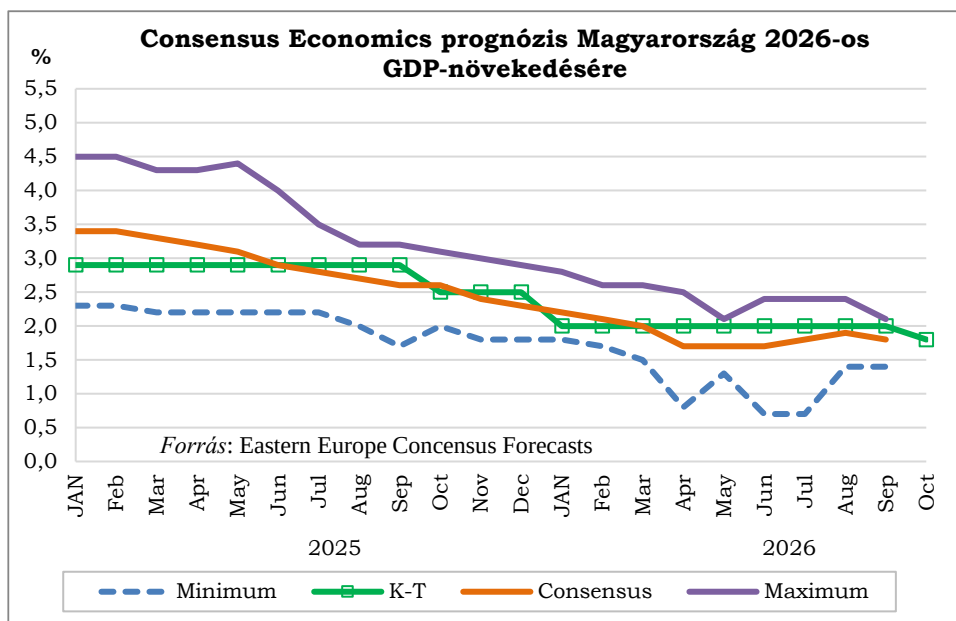
A *felhasználási oldalon* a kedvező hír az, hogy a megelőző két negyedév során zsugorodó export a második negyedévben szerény növekedésbe fordult. Ez összefügghet az ipari exportértékesítés említett élénkülésével. Ám eközben az import is alaposan erőre kapott, és ennek következtében a **nettó export** növekedési hozzájárulása továbbra is erősen negatív maradt, tehát a gazdasági növekedés folytatódása továbbra is a **belföldi felhasználás** alakulásán múlott. Ez utóbbit illetően a **magánfogyasztás** számottevő bővülése folytatódott – ami a gyors reálkereset-emelkedés körülményei közepette nem meglepő – habár a fegyverpénz egyszeri hatásának halványulásával a fogyasztás dinamikája mérséklődött az első negyedévihez képest.

A második negyedévhez kapcsolódó talán legkomolyabb csatlódás a **bruttó állóeszköz-felhalmozás** folytatódó, sőt gyorsuló ütemű visszaesése volt. A beruházás-statisztikai adatok szerint a vállalati szektor beruházásai, és különösen a feldolgozóipari beruházások volumene valósággal zuhant. A jelek szerint a növekvő energiaköltségek nagyobb befolyással bírtak a feldolgozóipari cégek beruházási hajlandóságára, mint a választásokat követő szubjektív vállalati helyzetértékelés hirtelen javulása. A második negyedévi adattal lényegében búcsút mondhatunk annak a reménynek, hogy a beruházások már az idén hozzájárulnak a belföldi kereslet, illetőleg a GDP növekedéshez.

Figyelemre méltó módon az állóeszköz-felhalmozás visszaesésének növekedési hatását ellensúlyozta a *készletváltozásnak* az eddiginél is kiugróbb pozitív növekedési hozzájárulása. Így a belföldi felhasználás bővülésének lassulása végülis nem a beruházások kedvezőtlen alakulásához, hanem a fogyasztási dinamika említett mérséklődéséhez köthető.

Nem kizárt, hogy a nagyarányú készletbeáramlásnak köze van a második negyedévi kellemetlenül gyors importbeáramláshoz, vagy másik metszetben a BMW-hez, illetőleg az akkoriban az új termelőkapacitások júliusi beindítására készülődő Mercedeshez. Így lehetséges, hogy a későbbiekben a bejövő készletek hozzájárulnak majd a most még nagyon visszafogott exportnövekedés gyorsulásához, s így a nettó exportpozíció bizonyos fokú javulásához.

Az **év fennmaradó részében** a féloldalas ipari élénkülés folytatódását várjuk – ez utóbbira rásegíthet a CATL debreceni gyárában az akkumulátorcellák sorozatgyártásának az októberi megkezdése is – ezzel szemben a mezőgazdasági visszaesés valódi mértéke is ezt követően válik majd világossá. A vonatkozó kilátásokat illetően az egyik fő tényező a jelenlegi fő növekedési húzóerőt, a *magánfogyasztást* támogató tényezők alakulása és hatásuk mértéke. A felhasználási oldalon a nettó exportpozíció némileg javulhat a második félévben, valamint az év végére a beruházások visszaesése is véget érhet. Ezzel szemben az extrém mértékű készletfelhalmozás is mérséklődni fog. Így összességében nem várunk érdemi növekedésgyorsulást a második félév egészét tekintve. Korábbi, a beruházásokat illetően optimistább előrejelzésünket revideálva **jelenleg a GDP 1,8%-os növekedését várjuk 2026-ban**. Ez az előrejelzés összhangban van az elemzői konszenzussal.



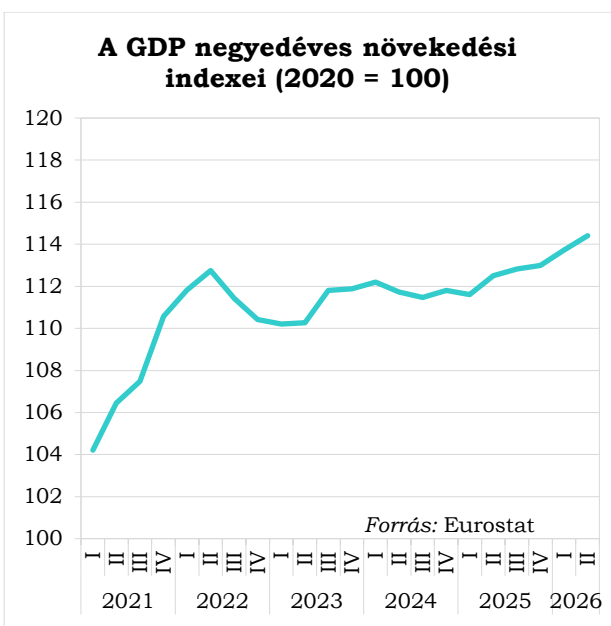
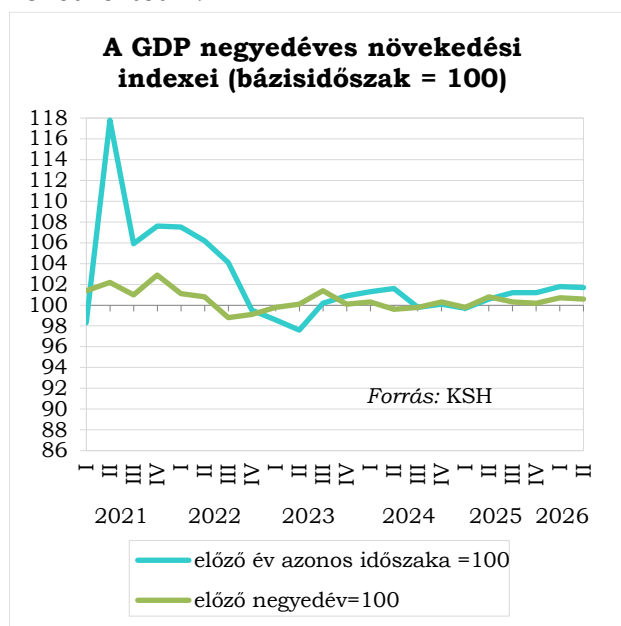
A **2027-es évet** illetően biztos pontnak tűnik, hogy jövőre az uniós projektek nyomán végre-valahára növekedésnek indulnak a beruházások – ez az egyik tényező, amely alapján jövőre a GDP-növekedés bizonyos fokú gyorsulását várjuk. Másrészt az ideinél valamivel gyorsabb export- és visszafogottabb importnövekedés nyomán javulhat a külkereskedelmi pozíció. A visszafogottabb importot segíti pl. az ideinél visszafogottabb fogyasztásnövekedés – miután várhatóan a reálkeresetek dinamikája mérséklődik 2027-

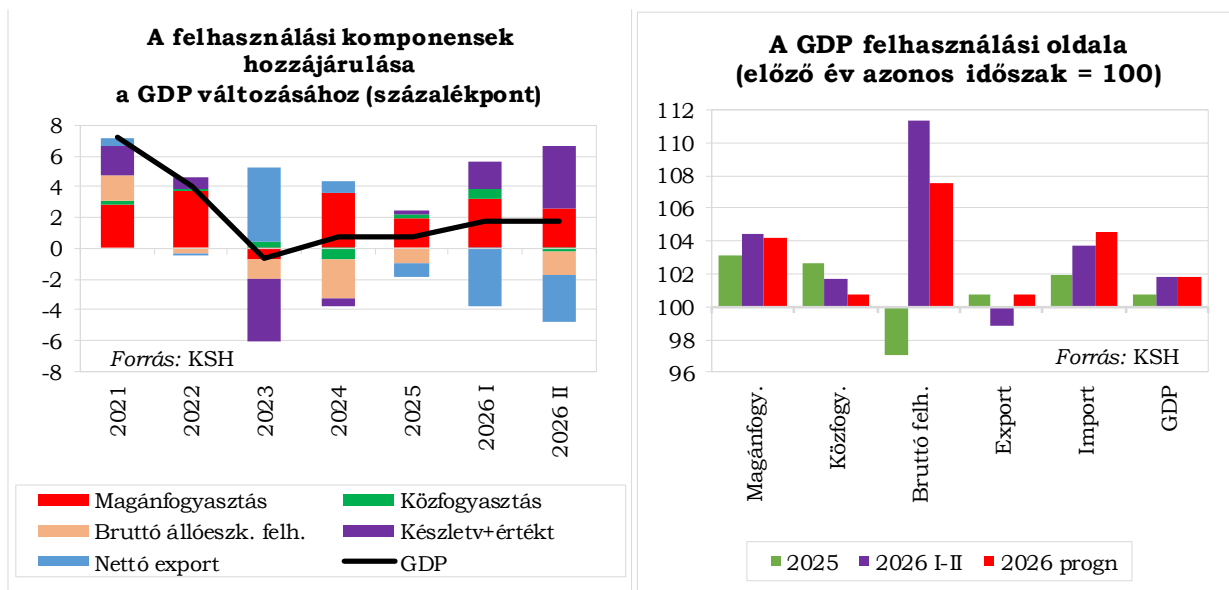
ben – illetőleg a készletalakulás. Az ipari növekedés várhatóan folytatódni fog, de ezzel kapcsolatban vannak bizonytalanságok: a Nemzetközi Energiaügynökség előrejelzése szerint a jövő év közepére a már egy ideje fennálló és mélyülő dízelársokk **globális dízelhiánnyá** alakul át. Ha ez bekövetkezik, akkor felülírhatja az ipari (és általános gazdasági) növekedéssel kapcsolatos forgatókönyveket, habár feltehető, hogy az EU-országok képesek lesznek hozzájutni dízelhez, csak nagyon kedvezőtlen árakon.

2.2. A GDP és komponensei

2026 második negyedében a GDP év/éves alapon 1,7%-kal bővült – vagyis a revideált adatok szerint a növekedési ütem minimálisan lassult az első negyedéhez képest. E növekedési ütemmel Magyarország az uniós középmezőnyben foglal helyet. Az előző negyedéhez képest a GDP dinamikája szintén minimálisan, 0,6%-ra lassult a második negyedében. Összességében **az idei első félév** halmozott növekedési üteme 1,8%-os volt, vagyis érezhetően javult a tavalyi évhez képest. Ahogy azt a jobb oldali – fixbázisú – ábra mutatja, a negyedéves GDP-volumen immár kb. egy éve lassan, de állandóan emelkedő pályán van.

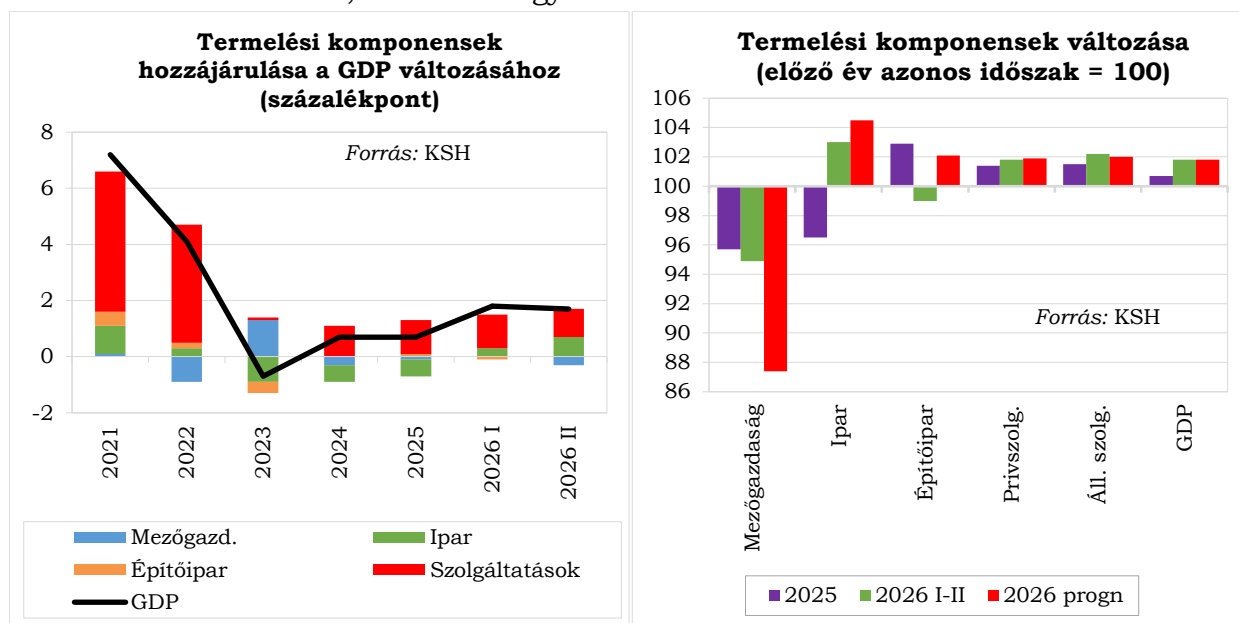
A **felhasználási oldalon** a **belföldi felhasználás** valamelyest lassuló bővülése volt a gazdasági növekedés húzóereje – noha közben az **állóeszköz-felhalmozás** gyorsuló ütemben visszaesett. A belső kereslet bővülését a **magánfogyasztás** még mindig erőteljes növekedése, valamint a **készletváltozás** rendkívüli mértékű növekedési hozzájárulása tartotta fenn. A fogyasztási dinamika mérséklődése nem meglepő tekintettel arra, hogy a választásokat megelőző egyszeri kifizetés (fegyverpénz) drasztikus, ám szűk kört érintő hatása gyengül. Eközben a **nettó áru- és szolgáltatásexport** növekedéshez való negatív hozzájárulása erőteljes maradt: noha az áruexport csökkenésből enyhe növekedésbe váltott, az áruimport egy éve tartó növekedése is felgyorsult. A külkereskedelmi statisztika szerint az export bővülése mögött a gép- és szállítóeszköz kivitel felpörgése húzódik meg, ami többek között a BMW-gyár beüzemelését tükrözheti. Ezen túlmenően azonban valószínűleg korai lenne a külpiazi viszonyok általános javulására következtetni.





A **termelési oldalon** az egyik fontos fejlemény, hogy a három éven keresztül visszaeső ipar a második negyedévben már számottevően bővült, így – a stabil szolgáltatások mellett – immár két pillére van a növekedésnek. Ugyanakkor az iparstatisztika szerint a növekedés alapvetően az autóiiparra és az elektronikai iparra terjed ki, miközben a többi ipari ág továbbra is küszködik. A másik lényeges újdonság viszont a 2024 óta zsugorodó mezőgazdaság drasztikus visszaesése, a történelmi léptékű aszály következtében. A kisebb súlyú építőipar a második negyedévben is stagnált.

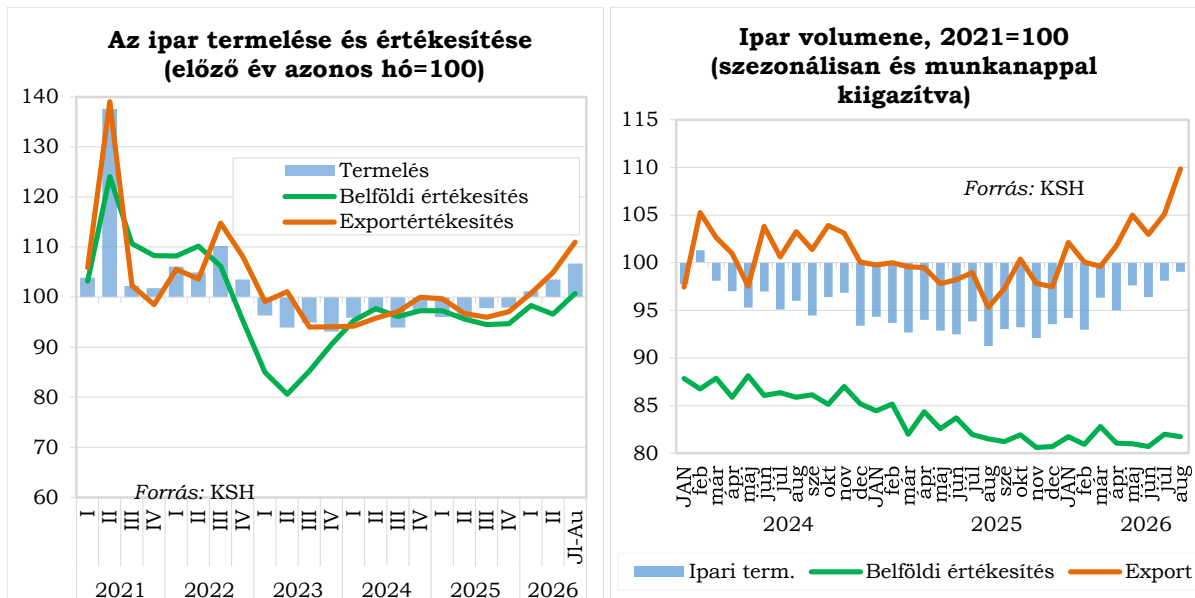
Az év további részében egyrészt folytatódhat az autóiipari élénkülés. Másrészt viszont kérdéses, hogy a Hormuzi-szoros ismételt lezárása és az éleződő üzemanyagár-emelkedés nem válik-e a mainál komolyabb fékező erővé. A második negyedévi meredek visszaesés után a *beruházásoknak* az általunk korábban várt fellendülése kétségesse vált, legalábbis az egész évi alakulást illetően. A külgazdasági keresleti viszonyok egészében továbbra sem különösebben biztatóak. Így a Kopint-Tárki a korábban várt 2% helyett jelenleg **1,8%-os GDP-növekedésre számít** 2026-ban. 2027-ben a növekedési ütem kedvező esetben 2,5% körülire gyorsulhat.



2.3. A GDP termelési oldala

2.3.1. Ipar

A tavalyi év folyamán az ipar év/éves visszaesése folytatódott, idén azonban *gyorsuló ütemű növekedést* mér a KSH, 2023 óta először. Július-augusztusban az ütem már közelített a 7%-hoz. Ez a növekedés azonban távolról sem terjed ki az ipari ágazat egészére. A *belföldi értékesítés* az első félévben még zavartalanul zsugorodott – és július-augusztusban csak a bázishatás miatt fordult minimális növekedésbe – miközben az *exportértékesítés* kilőtt.



Ágazati bontásban is nagyon lehatárolt a növekedés hatóköre: a BMW (és az év közepétől az új kapacitásokat üzembe helyező Mercedes) által húzott autóipar, a nagyrészt az AI-szervereket gyártó Foxconn által húzott elektronikai ipar, valamint a kisebb méretű gépipar és (hó/hó alapon) a gyógyszeripar kibocsátásának a trendje emelkedő. Az akkumulátorgyártást is magában foglaló *villamosgépipar* teljesítménye ugyanakkor áprilistól kezdve ismét csökkenő – noha ebben fordulatot hozhat a CATL-nél októberben meginduló akkumulátorcella-gyártás. Összességében a feldolgozóipari alágak mintegy felében csökken a kibocsátás, néhányban pedig gyenge és bizonytalan (trend nélküli ingadozásból kvázi véletlenszerűen adódó) növekedés figyelhető meg január-augusztusban.

Az idei évre vonatkozó kilátásokat illetően továbbra is nagy a bizonytalanság. A felfutó autóipari kapacitásokhoz jelenleg növekvő európai autók kereslet párosul, ugyanakkor összességében az európai konjunktúra kilátásai legfeljebb kismértékben javultak. Ráadásul a közel-keleti háború okozta globális nyersanyagpiaci sokk súlyosbodni látszik, amit súlyosbít októberben a Hormuzi-szoros forgalmának ismételt drasztikus csökkenése. A jelenlegi trendek folytatódása mellett a féloldalas ipari expanzió is meglehetősen dinamikus, **4%-ot meghaladó** éves növekedési ütemet eredményezhet, de a geopolitikai eszkaláció felboríthatja a folyamatokat.

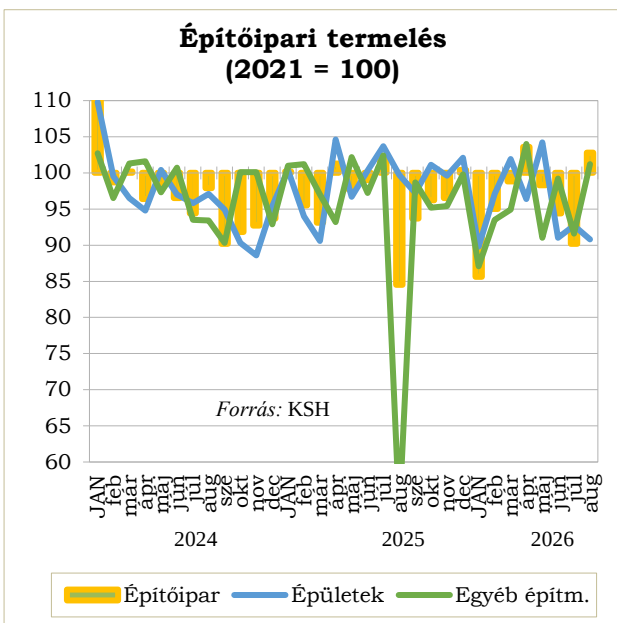
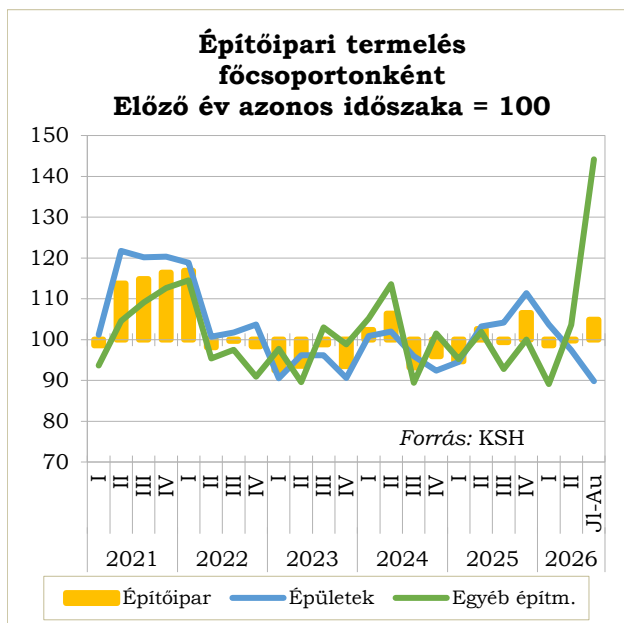
2.3.2. Építőipar

Az építőipar teljesítményét iránytalan ingadozás jellemzi az idén: az első nyolc hónap átlagában a kibocsátás 0,1%-kal nőtt, azaz stagnált. Ezen belül a magasépítés kibocsátása – az erősebb első negyedévi teljesítmény ellenére – csökkent, miközben a mélyépítés 5%-kal bővült. Ám a mélyépítés idei növekedése korántsem stabil, és az első nyolchavi 5%-os ütem alapvetően az augusztusi kiugró, 102%-os év/éves megugrásnak köszönhető. Ez a megugrás alapvetően egyszeri tényezőknek tudható be – mindenekelőtt az alacsony bázisnak, de ilyen egyszeri tényező volt például a paksi fenékküszöb építése is.

Eközben a *rendelésállomány* korábban meredek növekedése az idén először jelentősen lassult, majd augusztusban 11%-os csökkenésbe váltott. Ez a trendváltás lényegében a *mélyépítés* rendelésállomány növekedési pályájának változását tükrözi: a tavaly júniusi 95%-os növekedéstől jutott el idén augusztusra a 17%-os visszaesésig. Tehát a jelenleg erősebben teljesítő építőipari főcsoport jövője tűnik borúsabbnak, miközben az elmúlt nyolc hónap átlagában hanyatló főcsoport rendelésállománya éppen augusztusban fordult növekedésbe. Nem először fordul elő, hogy a rendelésállományok és az aktuális kibocsátás trendjei széttartanak.

Az *iBuild* adatbázis szerint az idei első negyedévben meglehetősen erős, a második negyedévben viszont kifejezetten gyenge volt a *projektkezdési* aktivitás. Így összességében az egész első félév aktivitáskezdetése alacsony volt a megelőző évekhez viszonyítva. A második negyedévi óvatos aktivitáskezdetéshez részben a kormányváltás, illetőleg bizonyos, korábban kiemeltnek minősített projekteknek az új kormány általi felfüggesztése is hozzájárulhatott. Az ágazat változatlanul keresleti problémákkal néz szembe.

Mindezek alapján az idei év fennmaradó részében aligha számíthatunk látványos építőipari fellendülésre. Ezzel együtt bizonyos mértékű növekedésre jó eséllyel sor kerül. A növekedést segíteni fogja az eddiginél valamivel alacsonyabb bázis, ezenfelül továbbra sem teljesen kizárt, hogy az újra elérhetővé váló EU-források segítségével megindítandó beruházási hullám előszele már az idei év végén is érezteti hatását. Ezért az építőipar szerény, **2% körüli növekedésével** számolunk 2026-ban.

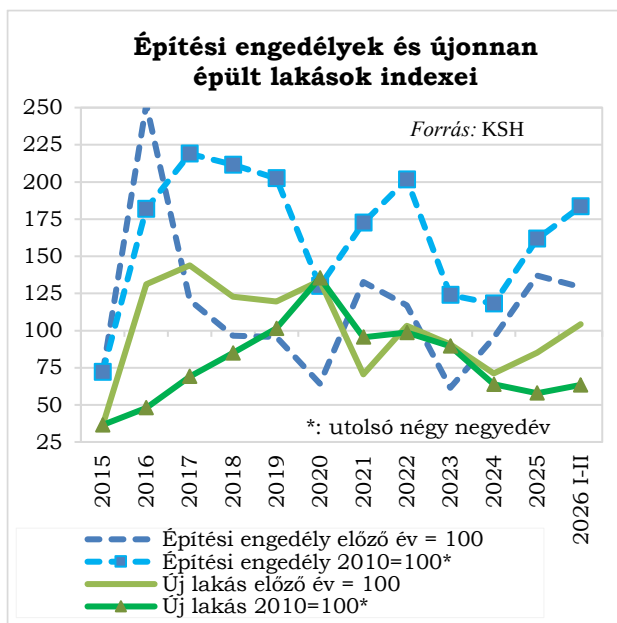


2.3.3. Lakásépítés

A 2024-2025-ben megfigyelt visszaesés után 2026 első negyedévében az *újonnan épült lakások* száma még csak 4%-kal, de a második negyedévben már 43%-kal nőtt. Az adatok szerint a természetes személyek által épített lakások száma 21%-kal, a vállalkozások által átadott lakások száma viszont mintegy 52%-kal emelkedett a második negyedévben, az első negyedévi enyhe növekedést követően. Ezzel összhangban az átadott családi házak száma szerényebb mértékben emelkedett, mint a társasházi és lakóparki lakások együttes száma.

Mindeközben az *építési bejelentések/engedélykérelmek* száma tovább emelkedett az idén, bár a második negyedévben az emelkedés mértéke csupán közel 2% volt. A növekedést az év folyamán nagyjából a *többlakásos épületekben* létesítendő lakásokra kiadott engedélyek számának emelkedése hajtotta, de az egylakásos épületekre kiadott engedélyek száma is 25%-kal nőtt az egész első félévben.

Az iBuild adatbázis adatai szerint a *társasházi lakásépítkezés* területén a kifejezetten erős első negyedévet igen gyenge második negyedév követte, de az első félév egészét tekintve az *újonnan* indított építkezések volumene nem mondható rossznak. Az év további részében hűtő hatású lehet, kivárássra ösztönözhet az Otthon Start kiemelt – de építési engedélyt még nem kapott – beruházásainak a felfüggesztése.



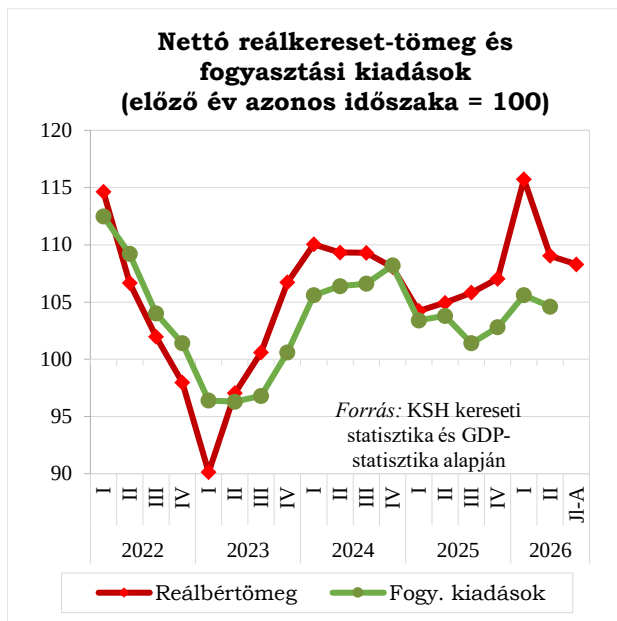
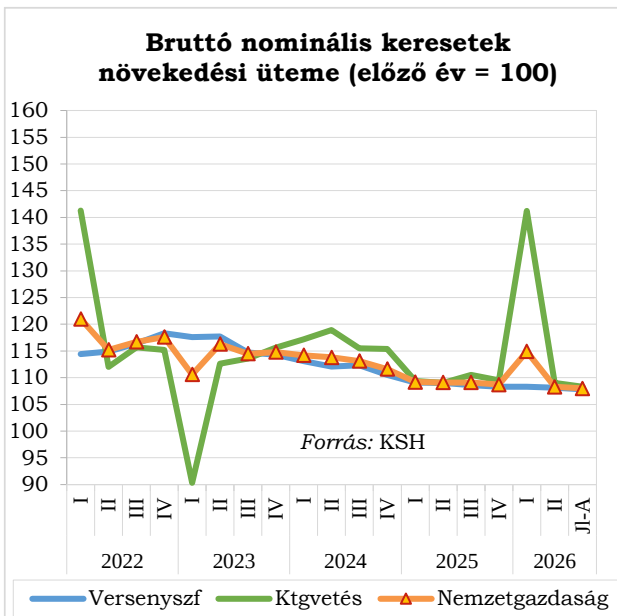
2.4. A GDP felhasználási oldala

2.4.1. A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai

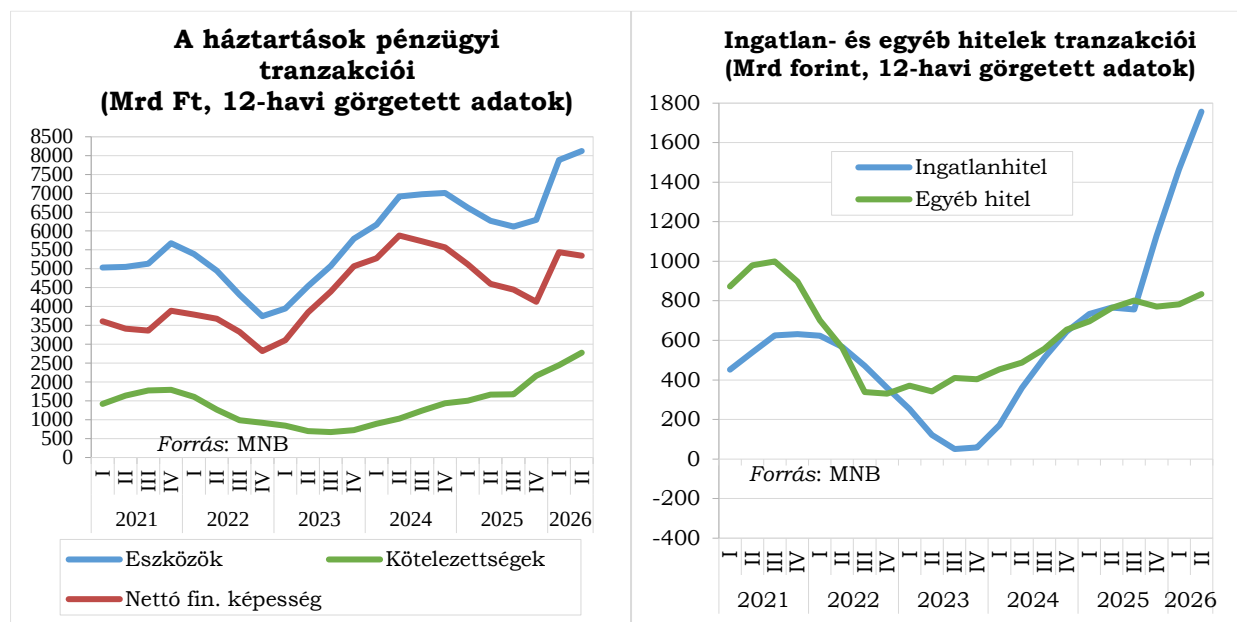
A **nominális bruttó átlagkereset** 2026 első nyolc hónapjában 10,6%-kal, a mediánkereset pedig 9,7%-kal nőtt, mindössze 1,7%-os átlagos infláció mellett. Az átlagos nettó reálkeresetek nagyon erőteljesen, 10,8%-kal emelkedtek. A tavalyi év folyamán, illetőleg az idei év elején *újonnan bevezetett adókedvezmények* felfelé lökték a *nettó nominális keresetnövekedési ütemet*. Fontos megjegyezni, hogy a halmozott bruttó kereseti dinamikát megdobja egy egyszeri esemény, a fegyverpénz januári kifizetése – enélkül a növekedési ütem 9% alatt maradhatott volna, a nettó reálkereseti ütemhez hasonlóan. Ám ez a reálkereset-növekedés is *jócskán felülmúlná a tavaly mért ütemet*. Mivel a *bérstatisztika szerinti alkalmazotti létszám* az idén is kissé tovább nő (ellentétben a *munkaerő-felmérés* által becsült alkalmazotti létszámmal), a **nettó reálkereset-tömeg** 11,4%-kal volt magasabb idén január-augusztusban, mint 2025 azonos időszakában.

A reálkeresetek gyorsulására a **háztartások fogyasztási kiadásainak** bővülése erőteljesen reagált: a tavalyi 2,9%-ról az idei első félévben 5,1%-ra emelkedett a kiadások növekedési üteme. Az 1%-pontos lassulást a második negyedévben jelentős mértékben magyarázza a fegyverpénz fogyasztást gerjesztő hatásának tompulása.

Az MNB statisztikája szerinti **nettó finanszírozási képesség** megugrott az első negyedévben – a bruttó megtakarítások még nagyobb mértékű ugrása és a hitelfelvételi egyenleg folytatódó bővülése mellett. A második negyedévben viszont a bruttó megtakarítások értéke ugyan valamelyest tovább emelkedett (év/éves alapon), de ezt a szerényebb emelkedést már semlegesítette a hitelfelvételi egyenleg folytatódó ütemes növekedése. A fegyverpénz által okozott pénzkirámlási sokk fényében a megtakarítások első negyedévi megugrása – majd az ütem második negyedévi lanyhulása – érthető. A háztartások *négy negyedéves görgetett GDP-arányos megtakarítási rátája* a 2025 végi 4,7%-ról az első negyedévben 6,1%-ra ugrott fel, majd a második negyedévben 6%-ra mérséklődött. A hitelfelvételi egyenlegen belül az *ingatlanhitelek* egyenlege drasztikusan emelkedett, az egyéb hitelek



egyenlegének hozzávetőleges stagnálása mellett. Vagyis az Otthon Start program lakáshitel-felhajtó hatása továbbra is kizorító hatással járhatott a fogyasztási hitelekre



nézve.

A szektorszámlel-adatok azt sugallják, hogy az idei első negyedévben a háztartások pénzjöveldmének reálértéke 10%-ot meghaladó ütemben, a második negyedévben pedig közel 7%-kal bővülhetett, vagyis a vásárolt fogyasztás 5% körüli emelkedése konzervatívnak mondható. Ennek fényében nem meglepő a pénzügyi megtakarítások első negyedévi megugrása. A második negyedévben a szektorszámlel-adatok alapján a **háztartások beruházásai** növekedésnek indulhattak.

Az **idei év fennmaradó részében** a jövedelmi folyamatokra ható leginkább közvetlen hatás a **keresetek vélhetően folytatódó dinamikus bővülése**. A versenyszférában a keresetek dinamikája mérsékeltebb, mint az akár a fegyverpénz nélkül számított közszférában, ám még a versenyszférában is 8% körüli ütemben nőttek a reálkeresetek. E téren enyhe lassulásra kerülhet sor az év utolsó harmadában, ami az összképen nem változtat. A háztartások fogyasztási kiadása közel 5%-kal, a teljes **magánfogyasztás 4,2% körüli** ütemben nőhet **2026-ban**, miközben a lakásberuházások is bővülhetnek.

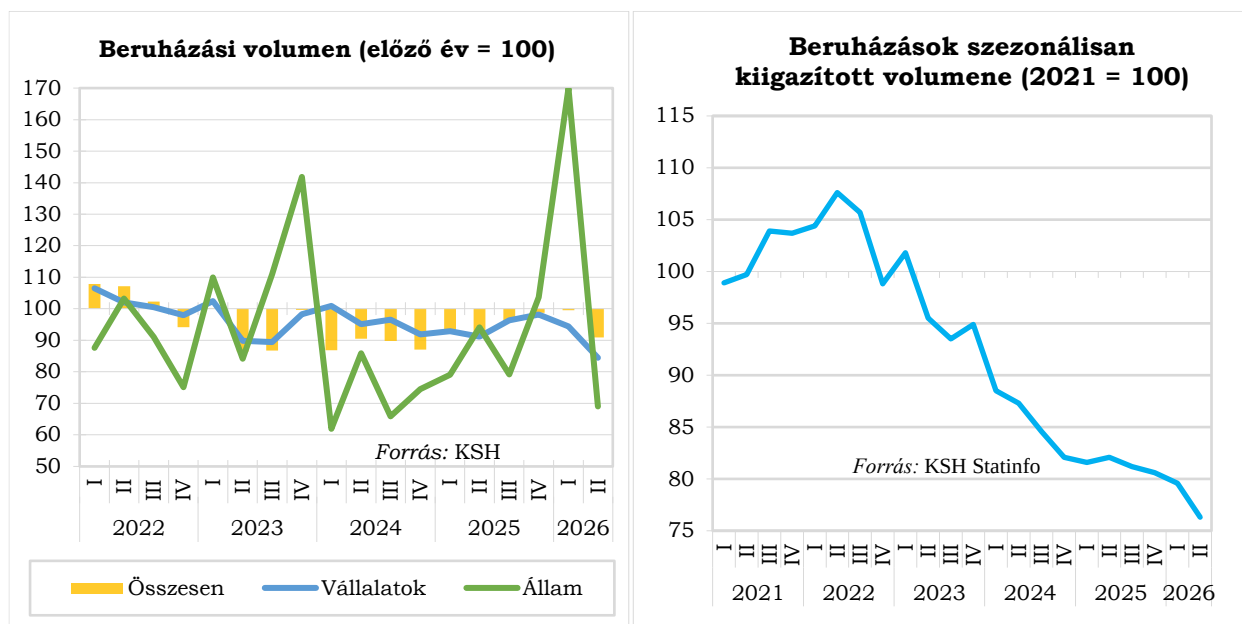
2.4.2. Beruházások

A nemzetgazdasági beruházások volumenének visszaesése 2026 második negyedévében is folytatódott, méghozzá az első negyedévben mért névleges csökkenéshez képest drasztikus ütemben, 9,1%-kal. Ez komoly csalódás: ahogy a fixbázisú idősor mutatja, a beruházások volumene jelentős negyedév/negyedéves esést követően újabb mélypontot ért el a második negyedévben.

A közép- és nagyvállalati szegmensben az év/éves visszaesés a második negyedévben közel 15%-os volt. Eközben az első negyedévben mintegy 70%-kal megugró *költségvetési* beruházások a második negyedévben közel 30%-kal visszaestek. A közölt adatokból sejthetően a kisvállalati-háztartási szektor beruházásainak korábbi csökkenése növekedésbe fordult a második negyedévben.

A versenyszféra beruházásainak gyorsuló ütemű zsugorodásáért a legnagyobb mértékben egyrészt a *feldolgozóipari* beruházások visszaesésének közel 20%-ra gyorsulása, másrészt a *szállítás-raktározás* ágazat első negyedévben még meredeken növekvő beruházásainak 39%-os zuhanásba fordulása felelős. Noha a kormányváltás után a feldolgozóipari vállalatok szubjektív helyzetmegítélése hirtelen javult, ez a második negyedévben egyáltalán nem tükröződött a beruházási hajlandóságban – a közérzetnél nagyobb hatást gyakorolhatott az energiaárak emelkedése. Összességében a nemzetgazdasági ágak mintegy kétharmadában csökkentek a beruházások éves összevetésben.

Az **idei év fennmaradó részét** illetően a látványos dinamizálódás esélye meglehetősen halvány. A külgazdasági keresleti viszonyokban nincs átfogó javulás, és a Hormuzi-szoros ismételt lezárásából adódó járulékos költségsokk még ronthat a helyzeten. Így korábbi, viszonylag optimista várakozásunkkal ellentétben jelenleg **éves átlagban a nemzetgazdasági beruházások volumenének mintegy 2%-os visszaesésére számítunk**. Jövőre ugyanakkor megindulhat a beruházások növekedése, hacsak újabb drasztikus külső sokkok nem teremtenek a jelenleginél is rosszabb helyzetet.

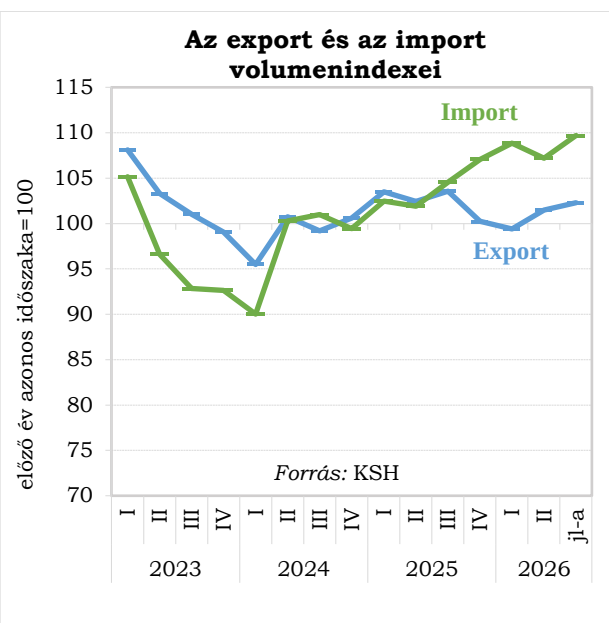
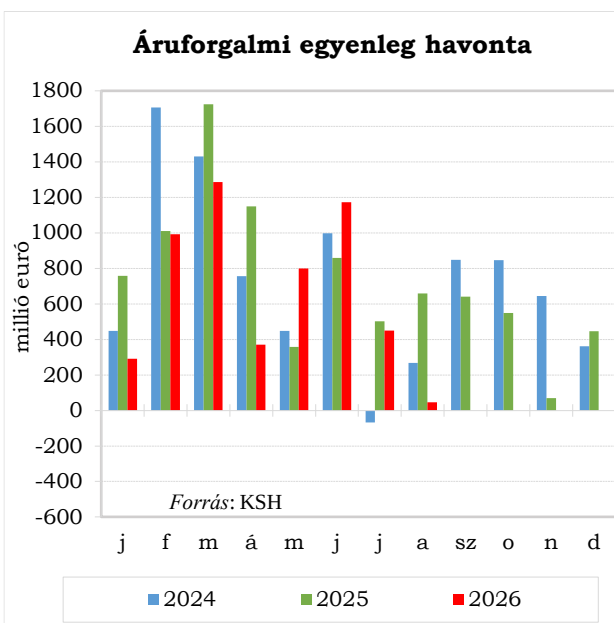


2.4.3. Külkereskedelem

Az idei év folyamán a nettó export havi euróértéke folyamatosan elmaradt az egy évvel korábbi értékektől, ráadásul az év/éves csökkenés mértéke trendszerűen nő. Összességében a január-augusztusi külkereskedelmi többlet – 5,4 Mrd euró – 23%-kal maradt el az egy évvel korábbi 7 Mrd-tól. Az euróban mért értékek csökkenésének a mértékét ugyan továbbra is tompította a jelentős *cserearány-javulás*, de ez utóbbinak a hatása jelentősen gyengült, mindenekelőtt az áprilistól kezdve megugró energiainport-árak miatt. Az áru-külkereskedelmi *volumenek* alakulása még kedvezőtlenebb képet mutat, habár pozitív mozzanatok is felfedezhetők.

A kedvező fejlemény az, hogy a tavalyi negyedik negyedévben stagnáló, majd az idei első negyedévben csökkenő *áruexport-volumen* követően a második negyedévben 1%-ot meghaladó, július-augusztus átlagában pedig 2%-ot meghaladó ütemű bővülés követte. A növekedésbe fordulás egyértelműen a gépek és szállítóeszközök exportjának élénkülésével magyarázható, miközben a második legnagyobb árufőcsoport, a feldolgozott termékek exportja továbbra is csökken. Ám mindeközben az *importvolumen* gyors, a tavalyi év bármelyik negyedévet meghaladó ütemben bővül – nagyjából szintén a gépek-járművek viharos ütemű behozatalának betudhatóan. Idén az export-és importdinamika közti negatív olló szinte példátlanul szélesre nyílt.

Az idei év fennmaradó részére vonatkozó kilátások továbbra is borúsak. A jelek szerint az exportnövekedés szűk bázisú, jórészt az új autóiipari kapacitások és a felfutó szervergyártás hajtja, miközben a külgazdasági környezet általános javulásából nem sok látszik, a folytatódó iráni háború gazdasági hatásai pedig még kibontakozóban vannak. Mivel a jelek szerint az importbővülés jelentős részben szintén az új exportkapacitásokhoz kapcsolódik, idővel lehet, hogy gyorsabb exportnövekedést eredményez. Egyelőre azonban a külkereskedelmi többlet további zsugorodása várható – a tavalyi 8,7 milliárd után a többlet az idén mintegy 6 milliárd euróra csökkenhet.

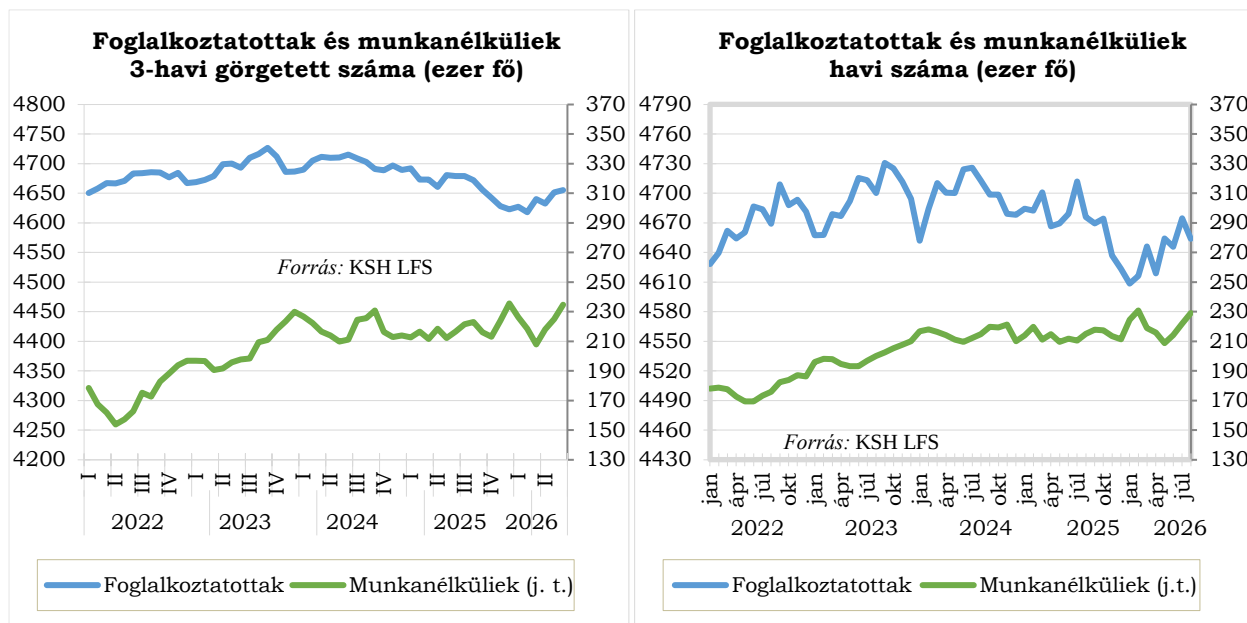


2.5. Foglalkoztatottság, munkanélküliség

A munkaerő-felmérés (KSH-LFS) adatai szerint a foglalkoztatás közel másfél éve tartó zsugorodása egyelőre zavartalanul folytatódik. A csökkenés üteme ugyanakkor mérséklődött: az első negyedévi 1,4% után a második negyedévben 0,6%-kal, június-augusztusban 0,5%-kal volt alacsonyabb a foglalkoztatás, mint egy évvel korábban. Az *elsődleges munkapiacon* dolgozók száma kedvezőtlenebbül alakult, mint az összes foglalkoztatott: a második negyedévben 1,1%-os, június-augusztusban 0,8%-os visszaesést mutatnak az adatok. A *közfoglalkoztatásban dolgozók* számának gyors ütemű bővülése a jelek szerint az idén nyáron véget ért – egyelőre – viszont a külföldön dolgozók száma tovább emelkedik. Az LFS-adatok szerint a csökkenés kiterjed az iparra, az építőiparra és a kereskedelemre. A *versenyszférában* az üres álláshelyek aránya a tavalyi 1,7%-ról emelkedett valamelyest, a második negyedévben elérte az 1,9%-ot.

A háromhavi görgetett *munkanélküliségi ráta* a tavalyi év végéig stabil maradt – az utolsó negyedévben 4,4%-on állt – ám az első negyedévben 4,7%-ra ugrott fel, majd a második negyedévi 4,5% után június-augusztusban ismét 4,8%-ra emelkedett, a munkanélküliek *abszolút számának* trendszerű emelkedése mellett. A nyilvántartott álláskeresőek száma ugyanakkor egészen augusztusig bezárólag csökkent, ám szeptemberben enyhe növekedésbe fordult.

A szerény gazdasági növekedés egyelőre nem vezetett a foglalkoztatás bővüléséhez, így a feljövőben lévő ipar foglalkoztatottsági szintje erőteljesen csökken. **Az idei év egészét tekintve a foglalkoztatottság csökkenésére számítunk**, miközben a munkanélküliségi ráta 4,7%-os lehet. A jövőre jó esetben bekövetkező – a még nem végleg elvesztett EU-források felszabadulásához köthető – gazdasági élénkülés nyomán megkezdődhet a foglalkoztatottság óvatos bővülése.



2.6. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok

2.6.1. Fiskális folyamatok

2026. évi költségvetési folyamatok

A 2026. első félévében az államháztartás *eredményeszemléletű* (ESA) hiánya (2.809 milliárd forint) a GDP **6,2-át** tette ki. Az első negyedévi ESA hiány a GDP 9%-a, a második negyedévi pedig a 3,3%-a volt. Ezzel szemben a pénzforgalmi hiány az első félévben 3.382 milliárd forintot tett ki, ezen belül az első negyedévi hiány 3.419 milliárd forint volt, a második negyedév azonban 41 ezer milliárd forintos többletet ért el. Az első félévi pénzforgalmi hiány 3.377 milliárd forint volt. Az ESA hid különösen nagy volt 2026 első félévében: az eredményeszemléletű kiadások 2.175, a bevételek 1.599 milliárd forinttal voltak alacsonyabbak, mint a pénzforgalmiak.

2026 szeptemberében a kormány módosította azt az eredeti költségvetési törvényt, amely már az elfogadását követő hónapokban, 2025 nyarán érvényét veszítette. A kormány megváltoztatta, a realitásokhoz igazította a makrogazdasági peremfeltételeket, és a 4.218 ezer milliárd forintról 7.110 ezer milliárd forintra emelte a hiányt, a GDP 7,5%-ára.

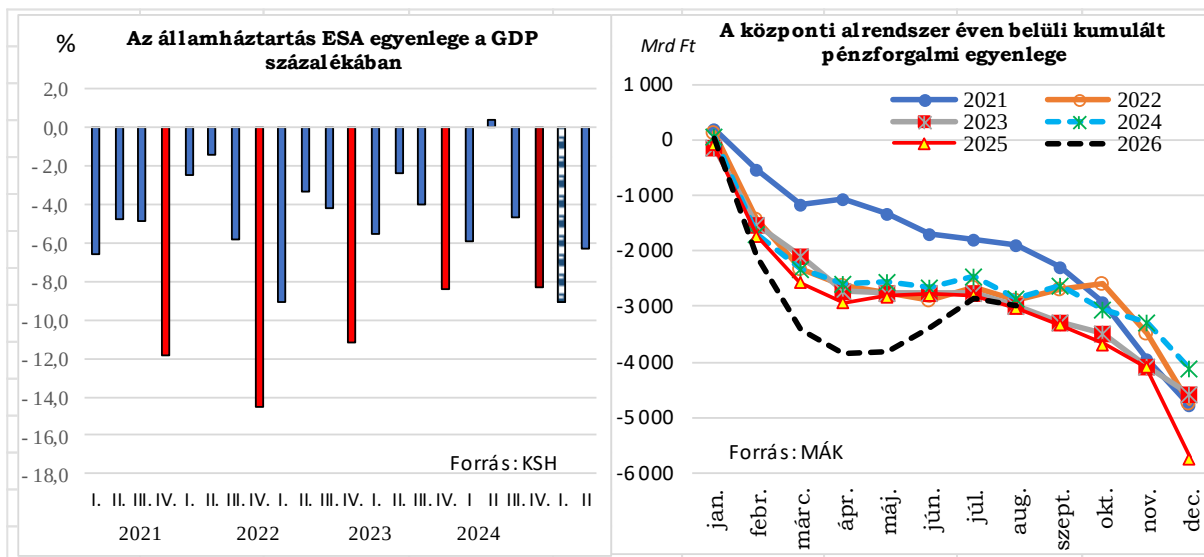
Pénzforgalmi szemléletben az első 9 havi előzetes adatok is rendelkezésre állnak, amelyek 5.162 milliárd forint hiányt mutatnak. Ez azonban tartalmazza az RRF európai támogatású programok 2.187 milliárd forintos előfinanszírozását, amely az ESA hiányban csak részben fog megjelenni, mivel ennek nagyobbik részét az EU utólag visszafizeti. Az európai uniós támogatások felszabadítása, valamint a Kohéziós támogatások keretében megvalósított beruházások utólagos átcsoportosítása következtében a pénzügyi és az eredményeszemléletű egyenleget összekötő ESA hid számítása különösen bonyolulttá válik idén.

Az első kilenchravi költségvetési deficit 5.261,9 milliárd forint volt, ami a módosított hiányterv 74%-a lenne. Ez azonban tartalmazza a Helyreállítási és Ellenállóképességi Eszköz (RRF) felhasználásából fakadó 2.186,9 milliárd forintos előfinanszírozási (technikai) költséget augusztusban. Enélkül az első kilenchravi hiány 3.075 milliárd forint, ami az egész évre tervezett deficit mindössze 43%-a.

A költségvetés bevételei az első 9 hónapban a módosított költségvetésnek megfelelően alakultak, a tervezett adóbevételek tehát időarányosan befolytak (72-73% körüli szinten), különös tekintettel arra, hogy az év utolsó hónapjaiban a befizetések jellemzően emelkednek. A költségvetési módosítás az adóbevételi tételeket viszonylag kevésbé érintette. A kiadási tételek között a legnagyobb túllépés a költségvetési szervek és a szakmai fejezeti kezelésű tételek (állami beruházások és egyéb, ismeretlen tételek) soron történt. E téren az első 4 hónapban a kiadások már elérték a teljes évre tervezett összeg (13.550 ezer milliárd forint) 52%-át. Azóta a kiadások jelentősen visszaestek.

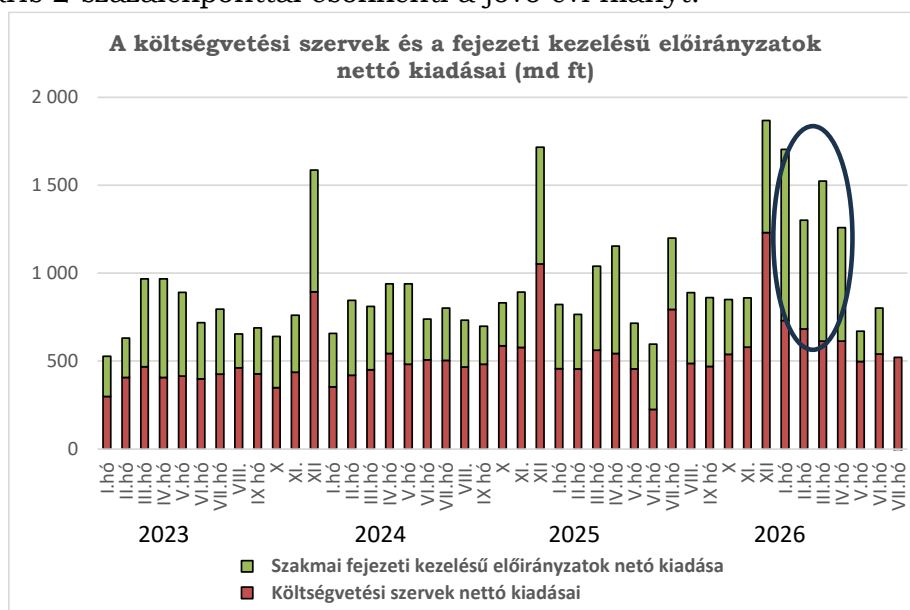
A kormány által előrejelzett 7,5%-os ESA hiányhoz az első félévi 6,2%-os hiány után a második félévben 8,8%-os *GDP-arányos hiány* tartozna, amihez a rendelkezésre álló információk kevés támpontot nyújtanak. Fontos kérdőjel, hogy a módosított költségvetés kiadási oldalán betervezett 1.926 milliárd forint tartalékból mennyi kerül felhasználásra, különös tekintettel az 500 milliárdos havaria tartalékra.

Jelentésünkben **6,8%-os GDP-arányos költségvetési hiányt** jelzünk előre. A fenti információk hiányában ezzel csupán azt jelezzük, hogy van esélye annak, hogy a költségvetési hiány végül kedvezőbb lesz, mint a kormány által jelenleg előrejelzett.



Jelentésünk lezárásának napján jelent meg a 2027. évi költségvetési törvényjavaslat, amely 4,9%-os hiányt tervez, ami teljesíthetőnek tűnik. A törvényjavaslat mind bevételi, mind kiadási oldalon jelentős változásokat irányoz elő, amelyek egy ésszerűbb, takarékosabb és igazságosabb költségvetési újraelosztás irányába mutatnak: szükséges béremelések, nyugdíj- és családi pótlék-emelés, magasabb egészségügyi kiadások és a minimálbér adójának csökkentése. Ezek fedezetét az adóemelések mellett jórészt az állami kiadások csökkentése teremti meg.

Az utóbbihoz fontos adalékot szolgáltat az alábbi ábra, amely azt jelzi, hogy 2026 első 4 hónapjában, a választások előtt, a „Költségvetési szervek és a fejezeti kezelésű előirányzatok *nettó* kiadásai” 1.800-2.000 milliárd forinttal haladták meg az előző évek szintjét (amelyet már amúgyis túlköltekezés és pazarlás jellemezett). Ez 2%-os GDP-arányos többletköltekezést jelentett. Ha 2027-ben ez a költekezés nem ismétlődik meg, akkor ez máris 2 százalékponttal csökkenti a jövő évi hiányt.

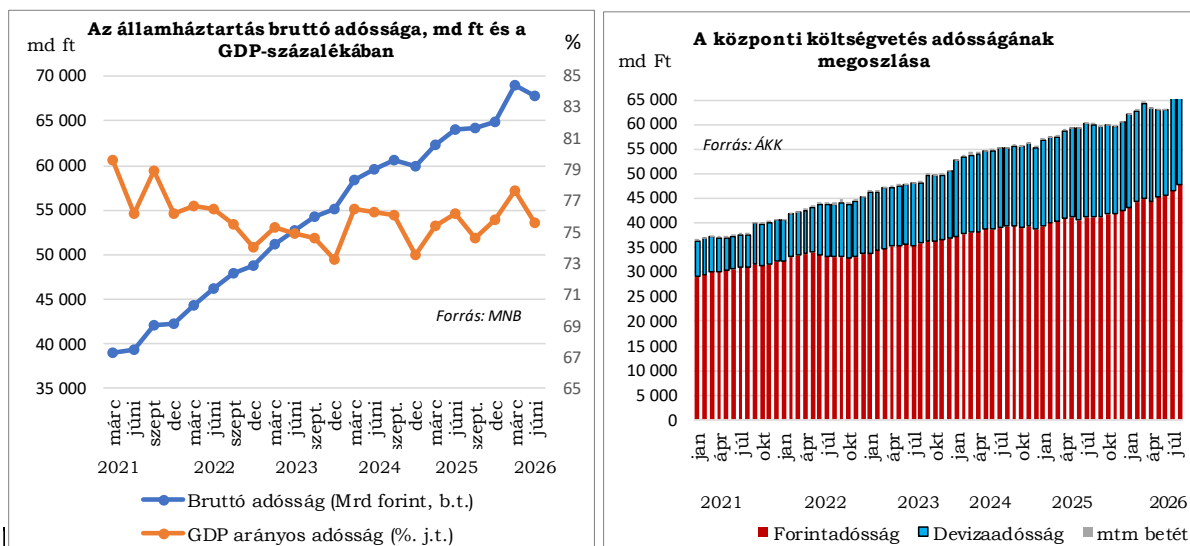


Államadósság

Az MNB adatai szerint 2026 június végén a bruttó államadósság 67.815 milliárd forintot tett ki, 2025 végéhez képest 2,9 ezer milliárd forinttal emelkedett. Ez a GDP 75,6%-a.

A kormány év végére 77,5%-os GDP-arányos államadósságot jelez előre. Ezt az európai uniós támogatások megérkezésének időzítése és elszámolhatósága egyaránt befolyásolhatja. A PM várakozása szerint a több ezer milliárd forintnyi uniós támogatás csak 2026 utolsó napjaiban érkezik, amit a magyar költségvetésnek meg kell előlegeznie, ami átmenetileg növeli az adósságot. Így az idő rövidsége miatt az év végéig nem tudja csökkenteni az adósságot. Ezért a tényleges év végi szám érzékeny lehet arra, mikor folynak be az uniós források, és hogyan alakul az ÁKK év végi adósságkezelése (például a betétállomány leépítése).

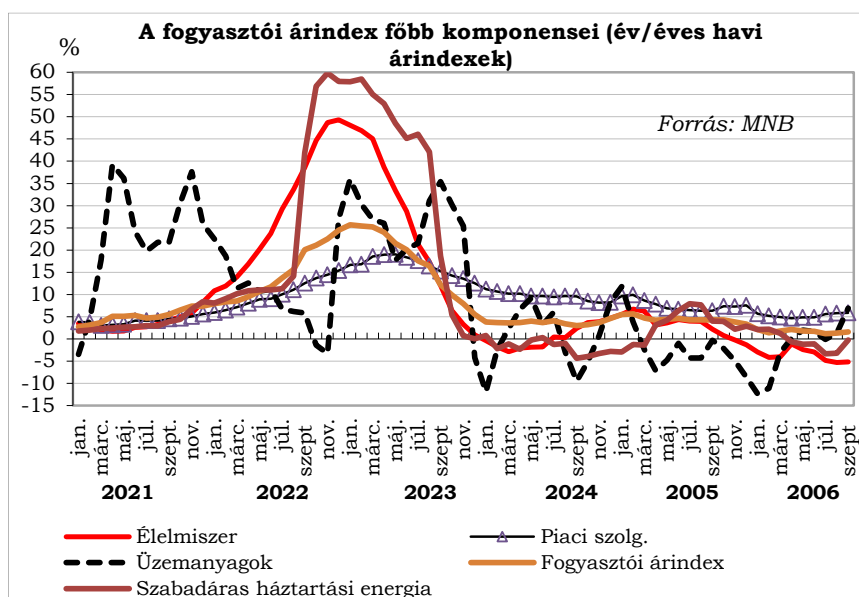
Az idei elszámolásokat tehát számos technikai bizonytalanság övezi. Az információk hiányában elfogadjuk a kormány **77,5%-os előrejelzését** az államadósság 2026. végi GDP-arányos rátájáról.



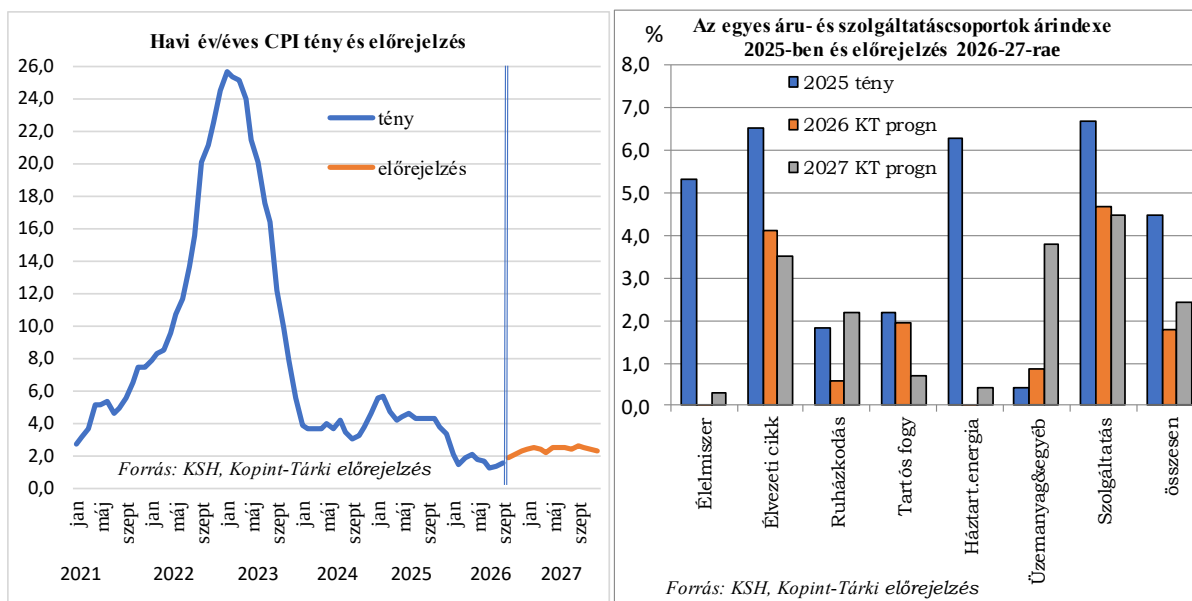
2.6.2. Infláció

2026 első 9 hónapját a várakozásoktól jóval elmaradó, 1,7%-os átlagos fogyasztói árindex jellemezte. Az élelmiszerárak az első háromnegyedében átlagosan nem változtak: az első félévben év/év alapon még 0,6%-kal emelkedtek, a harmadik negyedévében pedig 1,3%-kal csökkentek. Hő/hő alapon az élelmiszerárak az év folyamán majdnem töretlenül mérséklődtek.

A 9 hónap átlagában a legnagyobb mértékben az üzemanyagárak emelkedtek (6,9%-kal), amelyet a piaci szolgáltatások követtek (5,9%), mindkét index jelentős havi ingadozások mellett. Az élelmiszerárak összességében 5,1%-kal csökkentek, a szabadáras háztartási energiáé pedig 1,3%-kal.



Kedvező, hogy a maginfláció egyre kisebb mértékben haladta meg a tényleges inflációt. Az első 9 hónapban az átlagos maginfláció 2,1% volt (a ténylegesen mért 1,7%-kal



szemben), a különbség a két index között a januári 0,6 százalékponttól 0,3 százalékpontra csökkent.

Az árindex radikális csökkenéséhez jelentős mértékben hozzájárult a forint erős árfolyama. A választások óta az euróárfolyam tartósan 370 forint alatt van és a magas alapkamat miatt a közeljövőben nem várható gyengülés, augusztus-szeptemberben meglehetősen stabilan 360-370 forint között tartózkodott. Az árfolyam stagnálása ugyan nem ad új impulzust az árak csökkenéséhez, de mindenképpen kordában tartja az inflációt.

Az év hátralévő részében enyhén emelkedő havi árindex várható, jórészt az előző évi alacsony bázis miatt. 0,2%-kal emeli az éves árindexet a dohánytermékek jövedéki adójának, termékektől függő 9-26%-os emelése november 1-től.

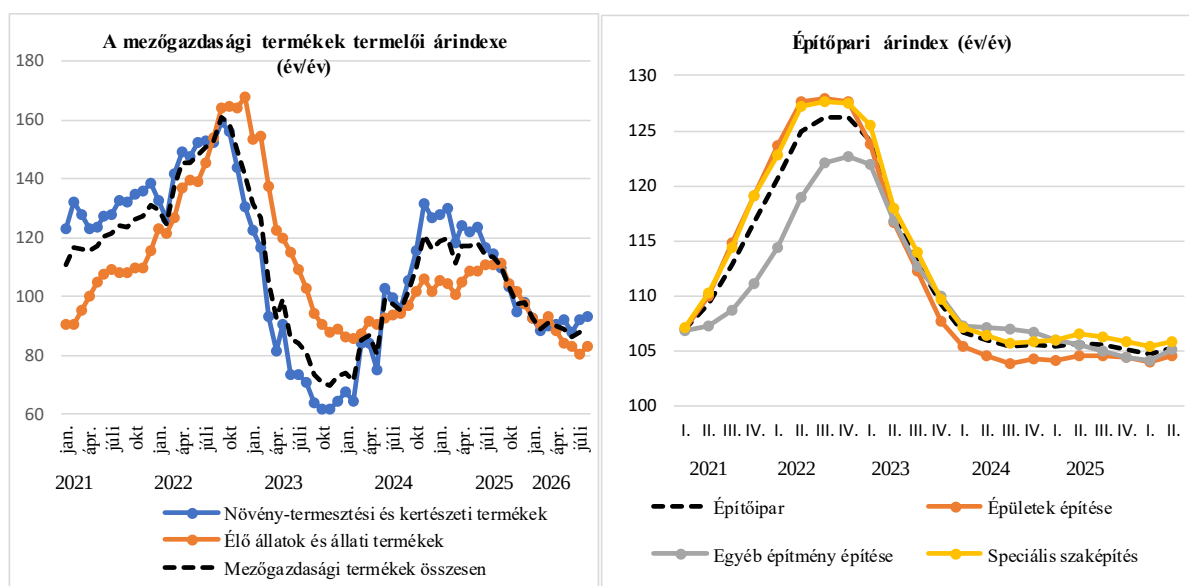
Összességében 2026-ra **1,8%-os fogyasztói árindexet** jelzünk előre.

A **2027.** évi árindex előrejelzését egyrészt az árrésstop (ÁRS) kivezetésének időpontja és annak hatása teszi bizonytalaná. A kivezetés ugyan nem okozna jelentős árlökést, az időzítésétől függően 0,2-0,4%-kal emelné az árindexet. 2025 eleje óta a mezőgazdasági termelői árak, amelyeket 14-16 hónapos periódusú ingadozások jellemeznek, éppenséggel még a csökkenő szakaszban vannak, de a 2026 nyári hónapokban már némi visszakapaszkodás indult meg, elsősorban a növényi termékek terén. Ha ez a tendencia folytatódik, és az ÁRS kivezetése sokáig halasztódik, az növeli az esélyét annak, hogy az áremelő hatás nagyobb lesz.

További bizonytalanságot okoz a világpiaci olajárak alakulása. Az amerikai-iráni háború kimenetele és annak olajpiaci hatásai megjósolhatatlanok. A Brent hordónkénti ára már jó ideje 100 dollár felett van, ami valamennyi termék árába begyűrűződik.

A szolgáltatások árában további bizonytalanságot okoz a jövő évi béremelés mértéke, amelyet a minimálbér és a garantált bérminimum emelése nagyban befolyásol.

Mindent egybevetve, 2027-ben az ideinél magasabb, **2,6-2,7% körüli árindexet** jelzünk előre.



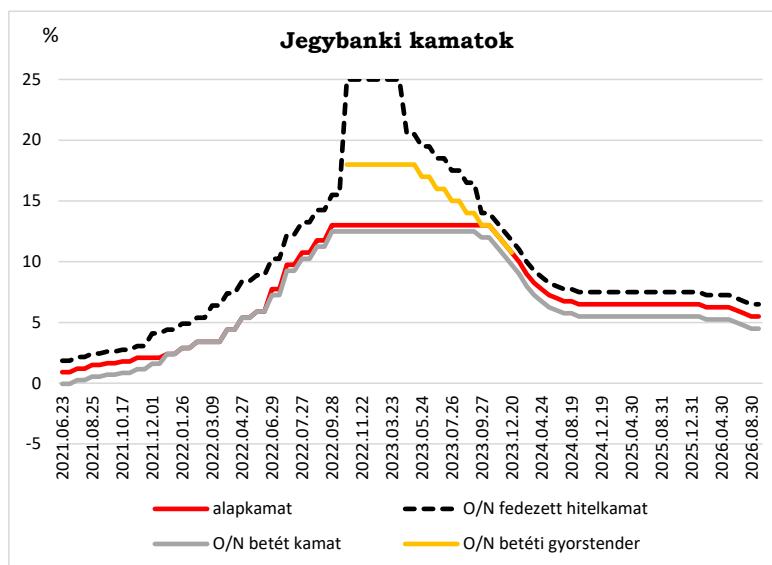
2.6.3. Jegybanki kamatok

Az MNB Monetáris Tanácsa 2026 szeptemberében nem folytatta az amúgyis akadozó alapkamat-csökkentési ciklust, és az alapkamatot 5,5%-on tartotta a jövőbeni infláció bizonytalanságára, a magas energiaárakra és a geostratégiai kockázatokra a bizonytalan világgazdasági és pénzügyi piaci környezetre hivatkozva, amelyek óvatos monetáris politikai megközelítést indokolnak.

Ugyanakkor a visszatekintő infláció kifejezetten kedvezően alakult. A 2026 szeptemberi 1,6%-os magyar év/éves infláció jócskán alatta maradt a jegybank jelenleg érvényes 3% +/-1% inflációs céljának.

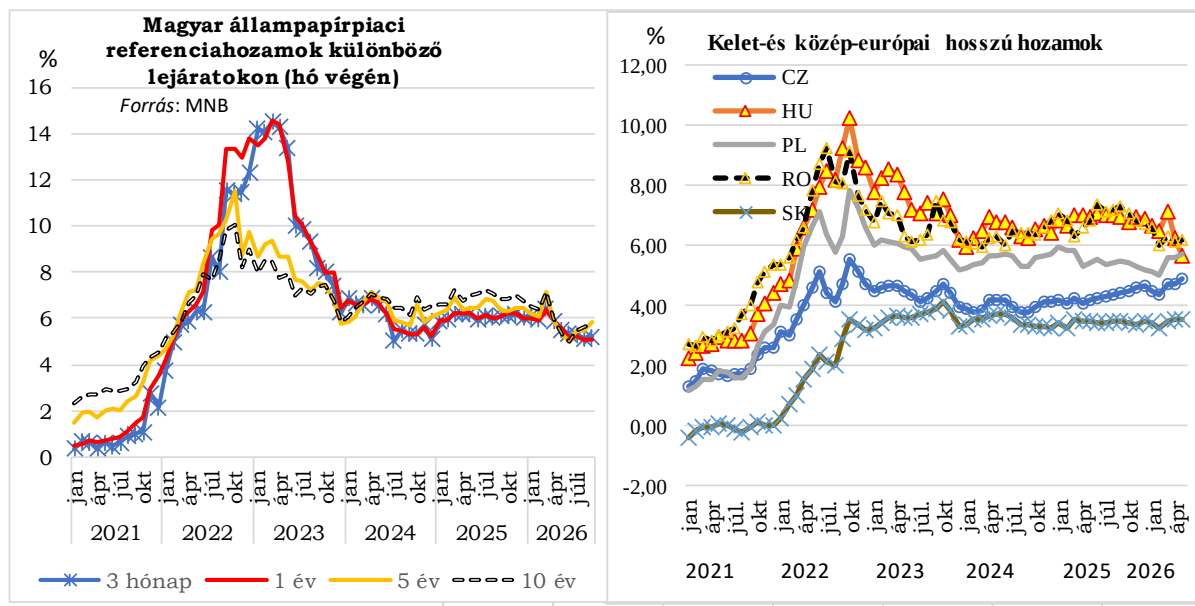
Emellett a 12 havi átlagos áremelkedés, az ún. „referencia árindex”, amely az eurózónához való csatlakozás mérőszáma, szeptemberben 2,5% volt, ami megfelel a maastrichti inflációs feltételnek. Ugyanis a három legalacsonyabb inflációs ráta átlaga 1,5% volt [1,4% (Svédország), 1,5% (Dánia) és 1,6% (Csehország)]. Ehhez hozzáadva az 1,5%-os különbséget, 3% adódik, amelytől a 2,5%-os adat jócskán elmarad. 2026. augusztusban-szeptemberben a 12 havi magyar infláció a 8. legalacsonyabb volt az Unióban.

Nem készítünk alapkamat előrejelzést, mivel a kamatcsökkentés feltételei, mint láttuk, adottak, de az nem jelezhető előre, hogy a Monetáris Tanács milyen döntést hoz.

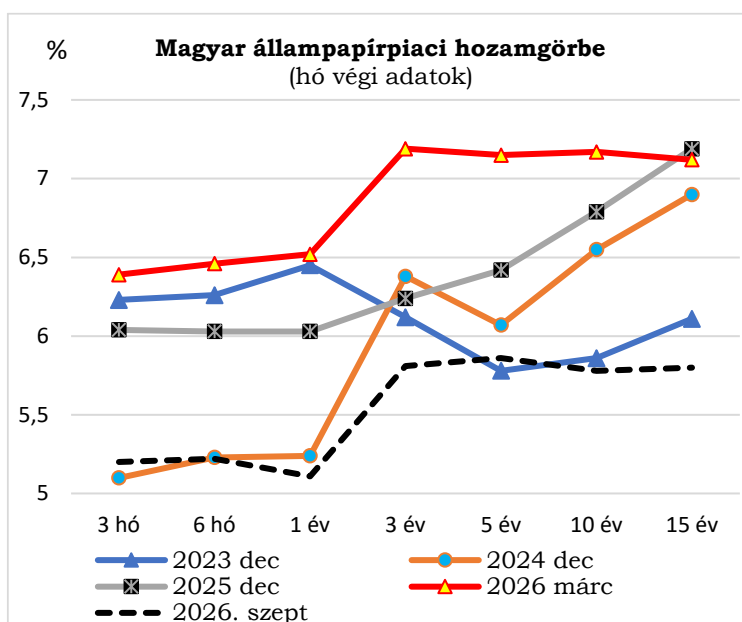


2.6.4. Állampapírpiazi hozamok

2026 április 12. után az állampapírok hozama látványos esést mutatott. A 10 éves referenciahozam a márciusi 7,17%-ról májusra 5,65%-ra majd júniusra 5%-ra csökkent, pár napig 5% alá is esett, ami a pénzpiaci befektetők bizalmának a látványos erősödésére utal. Májusra az a paradox helyzet alakult ki, hogy a 10 éves állampapírok hozama lényegesen alatta maradt a jegybanki alapkamatnak. Közép-kelet-európai összehasonlításban figyelemre méltó, hogy júniustól a magyar 10 éves állampapírok hozama alacsonyabb lett, mint a lényegesen jobb hitelminősítési besorolású lengyel hozamok (szeptemberben 5,69, illetve 6,23%).



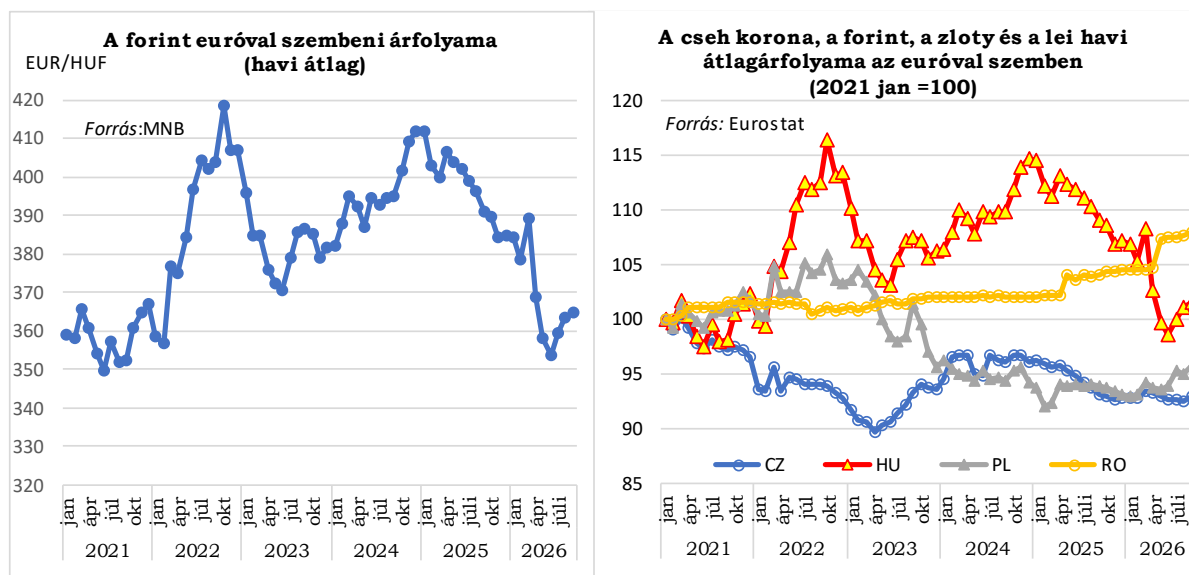
A hozamcsökkenés április óta valamennyi lejáraton általános volt. 2026. március és szeptember között mind a rövid, mind a hosszú hozamok majdnem egységesen, 1,2-1,4 százalékponttal mérséklődtek.



2.6.5. Árfolyam

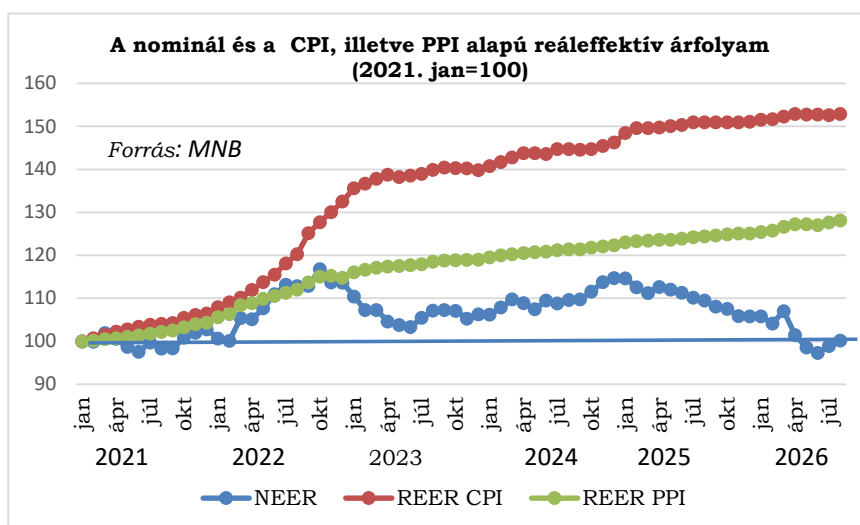
A forint euró-árfolyama az áprilisi választás után ugrásszerűen erősödött, a márciusi 389 forintról, áprilisban 368 forintra, majd május-július között 360 forint alá süllyedt. Július vége óta ismét 360 forint felett tartózkodik, viszonylag stabilnak mutatkozik.

A régió többi valutájának árfolyamával összehasonlítva megállapítható, hogy a forint erősödése egyedi, kizárólag belföldi tényezőkkel, azaz a külföldi befektetők bizalmának a választások utáni megerősödésével magyarázható.



A forint nominális árfolyama 2026 első kilenc hónapjában mintegy 5%-kal erősödött az euróval szemben, és 2026 nyarán pontosan ugyanazon a szinten állt, mint 2021 tavaszán.

Eközben a fogyasztói ár (CPI) alapú reál effektív árfolyam (REER CPI) 2021 elejétől 53%-kal, a GDP termelői árindex (GDP deflátor) alapú reál effektív árfolyam (REER_PPI) pedig 28%-kal emelkedett. A nominális és a reál-effektív árfolyamok előbb 2022 végén váltak el egymástól, majd 2026-ban nyíltak szét erőteljesen.

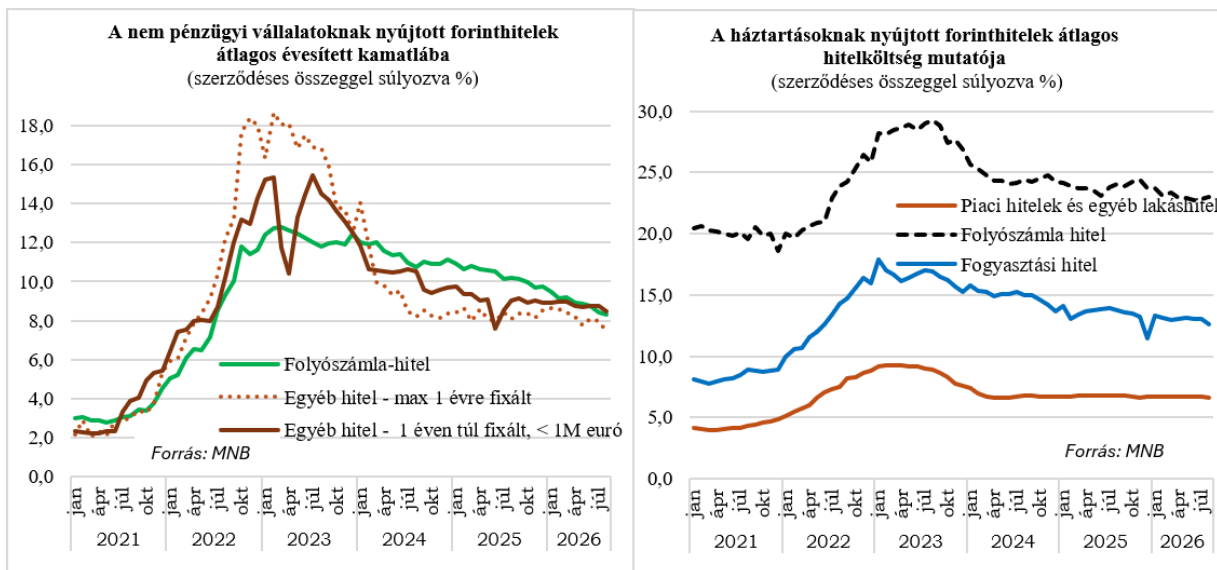


2.6.6. Vállalati és lakossági kamatok

A vállalati és lakossági hitelkamatok 2026 első nyolc hónapjában többnyire mérséklődtek, de az új szerződések alakulása jelentős különbségeket mutatott a hiteltípusok között. A vállalati hitelállomány bővülése mellett az új szerződéskötések a második negyedévben visszaestek, míg a háztartási hitelezésben a támogatott lakáshitelek és a személyi kölcsönök tartották fenn a magas aktivitást.

A legfeljebb egyéves kamatfixálású vállalati forintbitelek évesített átlagos kamata augusztusban az 1 millió euró alatti kategóriában 7,44%, az ezt meghaladó ügyleteknél 7,18% volt, mindkét esetben több mint 0,6 százalékponttal alacsonyabb az egy évvel korábbinál. A nem pénzügyi vállalatok hitelállományának tranzakcióalapú éves növekedése a második negyedévben 11,5%-ra gyorsult, miközben az új, nem folyószámla-jellegű hitelszerződések 1056 milliárd forintos összege 27,6%-kal elmaradt a 2025. második negyedévitől. A kkv-k új beruházási hiteleinek értéke 23,7%-kal, forgóeszközhiteleié 15,2%-kal csökkent éves összevetésben, az első negyedévi 77,2, illetve 55,8%-os növekedést követően. Az új hitelszerződések visszaesésében jelentős szerepet játszhatott a magas bázis: 2025 második negyedévében egyedi nagyügyletek és a Demján Sándor Program is növelték a szerződéskötések volumenét, míg 2026 második negyedévében viszonylag kevés nagyösszegű hitelszerződés jött létre. Az MNB Hitelezési felmérése szerint a rövid lejáratú, főként készlet- és követelésfinanszírozási hitelek iránt élénkült, a hosszú lejáratú hitelek iránt viszont csökkent a kereslet. A beruházási hitelezésben tapasztalható kivárást részben az új, kedvezményes finanszírozási lehetőségekkel kapcsolatos várakozások magyarázhatják. A kkv-hitelezés korábbi bővülését a Széchenyi Kártya Program kedvezményes kamatozása is támogatta, a konstrukciók 2026. júliusi átárazása és a hiteligények egy részének korábbi kielégítése mérsékelheti a további keresletet.

A háztartási hitelállomány tranzakcióalapú éves növekedése 2026 második negyedévében 19,6% volt, főként a lakáshitelezés és a személyihitel-kibocsátás kiemelkedő bővülésének köszönhetően. A személyi kölcsönök új szerződéses összege január–augusztusban 995 milliárd forintot tett ki, 36%-kal meghaladva a 2025. azonos időszakit. Augusztusban 137 milliárd forintnyi új szerződés született, az átlagos THM



pedig éves összevetésben 1,76 százalékponttal, 13,82%-ra mérséklődött. A bankvezetői interjúk szerint a személyi hitelezés várakozásokat meghaladó bővülését a csökkenő kamatokkal összefüggő, erősödő hitelkiváltási szándék is támogatta. A nagyszámú személyi kölcsönök felhasználási céljai között a hitelkiváltás mellett a lakáscélok, az autóvásárlás és a tartós fogyasztási cikkek beszerzése is megjelenik. A személyi kölcsönök dinamikus bővülésével szemben az áruvásárlási hitelek új szerződéses összege az első nyolc hónapban közel 1,7%-kal csökkent éves összevetésben, amiben a szabad felhasználású személyi hitelek rugalmasabb felhasználhatósága és gyors online igényelhetősége is szerepet játszhatott.

Lakáshitelek

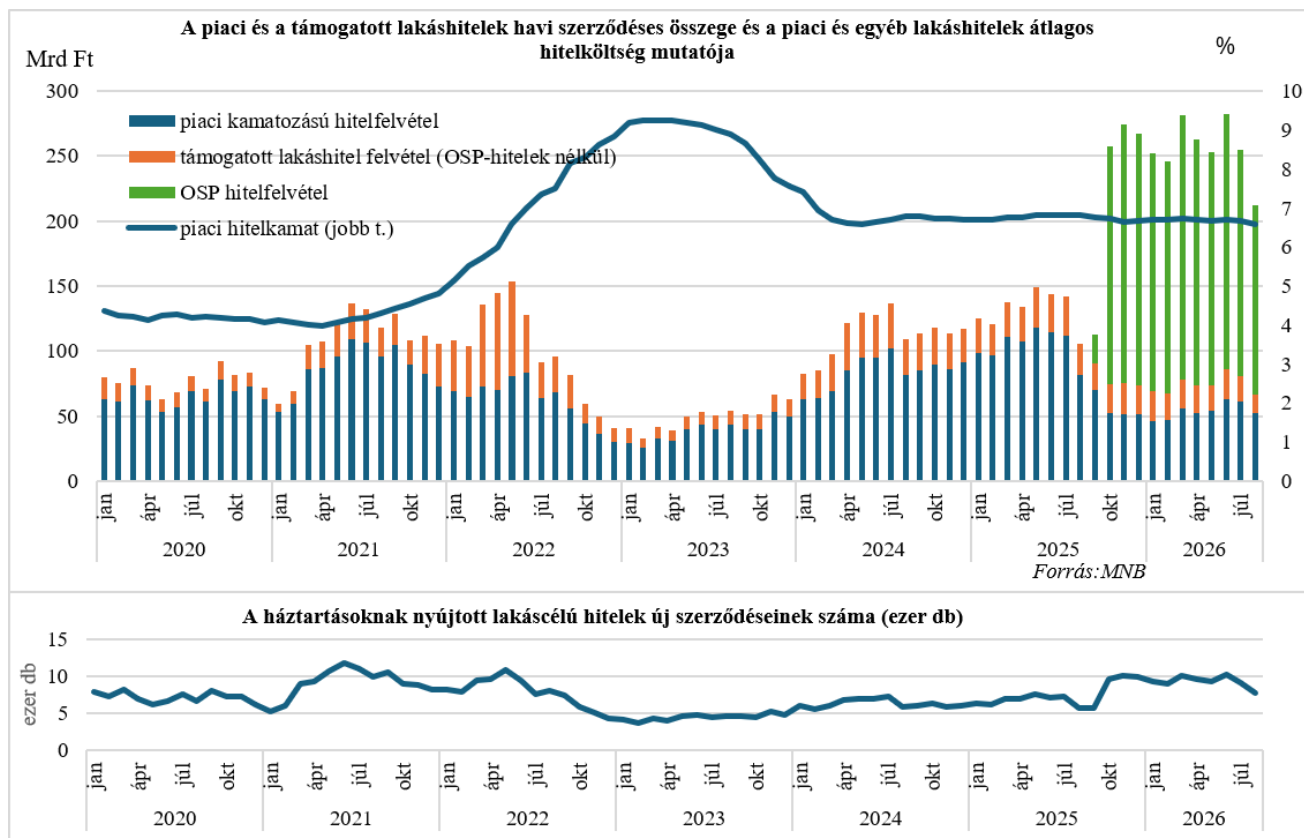
A lakáshitelezés 2025 ősztől rendkívüli mértékben élénkült. A bankok 2025 szeptembere és 2026 augusztusa között közel 2.954 milliárd forint értékben kötöttek új lakáshitel-szerződéseket, ebből 2026 első nyolc hónapjára 2.043 milliárd forint jutott, ami 93%-kal haladta meg az előző év azonos időszakának értékét. A kibocsátás bővülését a szerződésszám növekedése mellett az átlagos hitelösszeg jelentős emelkedése is magyarázza. Az egy szerződésre jutó összeg a 2025. augusztusi 18,7 millió forintról egy év alatt 27,4 millió forintra nőtt, miközben a havi szerződésszám 5,7 ezerről 7,7 ezerre emelkedett. A hitelből finanszírozott lakásvásárlások aránya 2026 első negyedévében már meghaladta a 60%-ot, szemben az Otthon Start Program (OSP) bevezetése előtti 36% körüli szinttel. A kezdeti felfutást követően a havi szerződéses volumen 2026 nyarán mérséklődött, a júniusi 282 milliárdról augusztusra 212 milliárd forintra csökkent, de még így is kétszerese volt az egy évvel korábbinak.

A lakáshitelezés bővülését a támogatott konstrukciók határozták meg, amelyek új szerződéses összege 2026 első nyolc hónapjában 1.612 milliárd forintot ért el, az összes lakáshitel közel 79%-át adva. Ezen belül az OSP vált meghatározóvá: a program 2025. szeptemberi indulásától 2026 augusztusáig mintegy 2045 milliárd forint értékben kötöttek szerződéseket, ami az időszak teljes lakáshitel-kibocsátásának 69%-át jelentette. Az OSP keretében az ügyfelek legfeljebb 3%-os kamatot fizetnek, miközben az állam kamattámogatással fedezi a banki ügyleti kamat jelentős részét, amelynek mértéke az állampapírhozámokhoz kötődik. A program felfutása így hosszabb távon jelentős költségvetési kötelezettséggel is jár. A gyors felfutást követően a havi OSP-szerződéskötések értéke a 2026. márciusi 203 milliárdról augusztusra 145 milliárd forintra mérséklődött. A támogatott konstrukciók dominanciája azonban fennmaradt, részarányuk augusztusban is meghaladta a 75%-ot.

Az OSP-hitelek mintegy 90%-a használt lakások vásárlását finanszírozta, az átlagos hitelösszeg pedig 35 millió forint körül alakult. A kereslet élénkülése így elsősorban a meglévő lakásállomány piacán jelentkezett, miközben az új lakások kínálatára gyakorolt közvetlen hatása korlátozott maradt. Az MNB korcsoportos jelzáloghitel-statisztikája alapján a 40 éves vagy fiatalabb hitelfelvevőkhöz kapcsolódó szerződések országos részaránya az OSP elindulása előtti, 2025. augusztusi 51,9%-ról október–novemberre 67% körüli szintre emelkedett. Az arány 2026 első felében fokozatosan mérséklődött, júniusban 62% volt. A korcsoportos statisztika nem kizárólag az OSP-hitelekre vonatkozik, ezért az arányok változása nem tekinthető a program közvetlen hatásának. Az OSP kedvezőbb finanszírozási feltételeket kínál az első lakást vásárló jogosultaknak, köztük a fiatalabb háztartásoknak, a lakásárak 2025. évi gyors emelkedése azonban

részben ellensúlyozhatta a kedvezményes kamatozás előnyeit, mivel növelte a lakásvásárláshoz szükséges hitelösszeget és önerőt. A programhoz való hozzáférést emellett továbbra is meghatározza a megfelelő jövedelem és a hitelképesség.

A támogatott konstrukciók térnyerésével párhuzamosan a piaci és egyéb lakáshitelek új szerződéses összege 2026 első nyolc hónapjában 431 milliárd forintba csökkent az előző év azonos időszakában mért 839 milliárdról, ami közel 49%-os visszaesést jelent. Ebben szerepet játszhatott, hogy az OSP lényegesen kedvezőbb feltételeket kínált a jogosult hitelfelvevőknek. A piaci lakáshitelek átlagos hitelköltsége ugyanakkor már 2024 óta lényegében stagnál, és 2026 januárja és augusztusa között is csak 6,70%-ról 6,59%-ra mérséklődött.



Gazdasági jelzőszámok 2018-2025-re, előrejelzés 2026-ra és 2027-re
(százalékos változás)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026*	2027*
GDP-AGGREGÁTUMOK										
ÉVES REÁLNOVEKEDESE										
GDP összesen	5,6	5,1	-4,3	7,2	4,1	-0,3	0,7	0,7	1,8	2,5
Belföldi felhasználás	7,3	7,3	-2,2	6,8	4,3	-5,2	-0,2	1,6	4,6	3,2
Magánfogyasztás	4,1	4,6	-0,7	4,7	6,3	-1,2	6,1	3,1	4,2	2,8
Közösségi fogyasztás	4,3	9,5	3,7	2,5	0,6	3,9	-5,9	2,7	0,8	0,5
Bruttó felhalmozás	17,1	12,3	-7,7	13,0	1,7	-15,2	-11,5	-2,9	7,5	5,5
ebből: állóeszköz- felhalmozás	16,4	12,9	-7,3	6,3	-1,2	-4,7	-9,8	-4,1	-2,0	5,5
Export ^a	5,0	5,5	-6,1	8,2	10,7	1,8	-0,3	0,7	0,7	2,8
Import ^a	7,0	8,2	-3,6	7,7	10,8	-3,4	-1,4	1,9	4,6	3,8
TERMELÉSI INDEXEK										
Mezőgazdasági kibocsátás (bruttó)	2,6	-0,1	-2,4	-1,1	-16,5	25,6	-4,3	-0,4	-16,0	8,0
Ipari termelés	3,5	5,6	-6,0	9,5	6,1	-5,5	-4,1	-3,2	4,5	4,0
Kiskereskedelmi forgalom volumene	6,7	6,3	-0,1	3,7	5,0	-7,7	2,9	2,9	4,0	2,9
FOGLALKOZTATÁS, JÖVEDELMEK										
Foglalkoztatottak száma	1,3	0,8	-0,9	0,7	1,3	0,6	0,0	-0,7	-0,7	0,1
Munkanélküliségi ráta (15-74 éves népesség)	3,6	3,3	4,1	4,0	3,6	4,1	4,5	4,4	4,7	4,6
Bruttó nominális keresetek ^b	11,3	11,9	9,0	8,7	17,6	14,0	13,2	9,0	9,4	6,0
Nettó reálkeresetek ^b	8,3	8,4	5,7	3,1	3,2	-3,1	9,0	4,8	9,4	4,0
ÁRAK, ÁRFOLYAMOK, KAMATOK										
Fogyasztói árindex	2,8	3,4	3,3	5,1	14,5	17,6	3,7	4,4	1,8	2,7
Forint/euró árfolyam (éves átlag)	319	325	351	359	391	382	395	398	368	370
Dollár/euró árfolyam (éves átlag)	1,18	1,12	1,14	1,18	1,05	1,08	1,08	1,13	1,15	1,14
Rövidtávú kamatok (3 hó), időszak vége	0,00	-0,01	0,28	2,16	12,32	6,23	5,10	6,04	5,2	4,8
Hosszútávú kamatok (10 év), időszak vége	3,01	2,01	2,08	4,51	8,98	5,86	6,55	6,79	5,6	5,2
FIZETÉSI MÉRLEG										
Folyó fizetési és tökemérleg a GDP %-ában	2,5	1,2	0,9	-2,0	-7,4	1,0	2,1	2,8	0,8	1,0
ÁLLAMHÁZTARTÁS										
Államháztartás egyenlege, a GDP %-ában	-2,0	-2,0	-7,5	-7,1	-6,2	-7,0	-5,1	-4,7	-6,8	-5,0
Bruttó államadósság, a GDP %-ában ^c	68,8	65,0	78,7	76,2	74,1	73,2	73,5	74,4	77,5	76,0

a A GDP-statisztika szerinti áru- és szolgáltatásexport és -import

b 2019-től az adatok a munkáltatók teljes körére vonatkoznak, az idősor korábbi adatai a legalább öt főt foglalkoztató vállalkozások, valamennyi költségvetési intézmény és foglalkoztatás szempontjából jelentős nonprofit szervezetekre vonatkoznak.

c Az államháztartás az Eximbankkal együtt

* A Kopint-Tárki előrejelzése

Forrás: KSH, MNB