



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2026
SZEPTEMBER



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2026
SZEPTEMBER

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Farkas Milán

1054 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

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

A jegybank az inflációs célkövetés rendszerében a 2028. januártól hatályos 2,5 százalékos középtávú cél körüli infláció biztosításával törekszik az árstabilitás megvalósítására. A Magyar Nemzeti Bank legfontosabb döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács negyedévente tekinti át teljeskörűen az infláció várható alakulását, és határozza meg az inflációs célkitűzéssel összhangban álló monetáris kondíciókat. A Monetáris Tanács döntéseit a jegybanktörvényben kitűzött célok alapján és azokkal összhangban hozza meg. Ennek megfelelően döntései során mérlegeli többek között a gazdasági helyzet várható alakulását, az inflációs kilátásokat, a pénz- és tőkepiaci folyamatokat és a stabilitási kockázatokat.

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

A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2026. szeptember 17-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

Tartalom

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez	7
1. Makrogazdasági előrejelzés.....	11
1.1. Infláció.....	11
1.2. Reálgazdaság.....	16
1.3. Munkaerőpiac	24
1.4. Külső egyensúly	31
1.5. Költségvetés	33
2. Az előrejelzést befolyásoló legfontosabb nemzetközi tényezők	38
3. Alternatív forgatókönyvek hatása az előrejelzésre	43
4. Kiemelt téma	47
4.1. Az inflációs cél csökkentésének háttere.....	47
Ábrák és táblázatok jegyzéke	58

Keretes írások jegyzéke

1-1. keretes írás: Az árfolyambegyűrzés szerepe a várakozásoknál mérsékeltebb inflációban	13
1-2. keretes írás: A szélsőséges nyári időjárás gazdasági hatásai.....	20
1-3. keretes írás: A magas reálbér-dinamika mögötti tényezők vizsgálata	26
4-1. Keretes írás: Tapasztalatok a dél-afrikai inflációs cél csökkentéséről	54

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. A jegybank elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi stabilitás fenntartását és a Kormány gazdaság-, illetve környezeti fenntarthatósággal kapcsolatos politikáját.

A globális gazdasági kilátásokra továbbra is bizonytalanságot jelent a változékony geopolitikai környezet.

Az Európai Unió GDP-je 2026 második negyedévében 1,4 százalékkal bővült éves alapon, az Egyesült Államokban 2,1 százalékkal nőtt a GDP. Hazánk legfontosabb külkereskedelmi partnere, Németország gazdasági teljesítménye 1,0 százalékkal emelkedett. A nemzetközi gazdasági környezetet továbbra is érdemben meghatározzák a közel-keleti események. Emellett a kereskedelmi feszültségek változatlanul kockázatot jelentenek a nemzetközi ellátási láncokra és kiemelten az európai, és ezen belül a hazai, exportorientált iparra.

Az iráni konfliktus újbóli kiéleződése következtében a globális inflációs kockázatok felerősödtek.

Az eurózóna inflációja augusztusban 3,2 százalékon alakult, ami nem jelent elmozdulást májushoz képest. A tagországok áremelkedési rátái 6 százalékpont széles sávban szóródtak. Az adatokat már publikáló OECD tagországok közel kétharmadában a jegybanki cél feletti inflációs rátákat regisztráltak. Az Egyesült Államokban augusztusban 3,4 százalékkal emelkedtek a fogyasztói árak éves összevetésben. A régiós országok körében augusztusban a harmonizált fogyasztóiár-index éves bázison Romániában 6,3, míg Lengyelországban 3,5, Szlovákiában 3,1, Csehországban 1,5 százalékon alakult.

Az Európai Központi Bank (EKB) és a Federal Reserve (Fed) 25 bázispontos kamatemelést hajtott végre szeptemberben.

Az EKB szeptemberben 25 bázisponttal 2,50 százalékra emelte az irányadó betéti rátáját. A jegybank kommunikációja alapján a közel-keleti konfliktus továbbra is inflációs nyomást okoz, és az áremelkedés hosszabb ideig maradhat jelentősen a 2 százalékos cél felett.

A Fed szeptemberben 25 bázisponttal 3,75-4,00 százalékra emelte az irányadó rátájának célsávját. A jegybank közleménye szerint az infláció továbbra is magas, és a friss előrejelzés alapján a döntéshozók már csak 2029-re várják az infláció 2 százalékos jegybanki célra való visszatérését. A jegybankelnök ugyanakkor jelezte, hogy a Fed továbbra is elkötelezett a 2 százalékos inflációs cél elérése mellett.

A régiós jegybankok nem változtattak a monetáris kondíciókon az elmúlt hónapokban. A lengyel és a cseh jegybank irányadó rátája így változatlanul 3,75 százalék, míg a román jegybanki alapkamat mértéke továbbra is 6,5 százalékos szinten alakul.

A nemzetközi piaci hangulatot továbbra is az iráni konfliktus és a Hormuzi-szorossal kapcsolatos fejlemények, valamint ennek következtében a nyersanyagpiacok reakciói határozzák meg. Emellett a fejlett országok hosszú állampapírpiazi hozamai évtizedes csúcsokra, vagy azok közelébe emelkedtek.

A volatilitást mérő mutatók a június végi szintjükhöz képest – bár nagy változékonyságot mutattak – összességében csökkentek. A nyersanyagok árai is volatilisen alakulnak, a Brent olaj ára szeptember közepén újra a hordónkénti 105 dollár környékén alakul, míg a WTI 100 dollár fölélt van. Az európai gáz ára a holland tőzsdén a június végén megfigyelt szintekhez képest érdemben emelkedett, szeptember közepén 80 euró/MWh. Az emelkedés mögött a korlátozott LNG kapacitások, valamint az európai gáztárolók alacsony töltöttségi szintje áll. Az amerikai 10 éves hozamok 5 százalék, míg a német hozamok 3,5 százalék közelébe emelkedtek.

A forint a negyedév során gyengült az euróval szemben, a hazai állampapírhozamok kis mértékben emelkedtek, de a hazai eszközök kockázati felárai nem változtak érdemben.

A régiós devizák közül a lengyel zloty 1,6, a román lej 0,3, míg a cseh korona 0,4 százalékkal gyengült az időszak során az euróval szemben. A forint 2,5 százalékos leértékelődése mögött elsősorban nemzetközi tényezők húzódtak meg. A magyar

állampapírhozamok a globális trendekkel párhuzamosan kis mértékben emelkedtek, de feláraink nem változtak jelentősen az időszak során.

Az infláció augusztusban 1,3 százalékon alakult. Az árfolyam tavaszi erősödésének gyors begyűrűzése jelentősen tompítja a külső költségkörnyezet emelkedéséből fakadó inflációs hatásokat.

Augusztusban az infláció 1,3 százalékon, a maginfláció 2,0 százalékon alakult, ami enyhe emelkedés a júliusi értékekhez képest. Az augusztusi átárazás 2017 és 2020 közötti időszak átlaga felett alakult, de többhavi viszonylatban az átárazások összességében továbbra is mérsékeltek. A lakossági és a vállalati inflációs várakozások továbbra is visszafogottan alakulnak.

A forintárfolyam tavaszi hónapokban megfigyelt erősödésének hatása, illetve annak a korábban vártnál gyorsabb begyűrűzése az idei és jövő évben is befolyásolja a fogyasztói árak alakulását. A gyors begyűrűzésből származó dezinflációs hatást azonban ellensúlyozzák az iráni konfliktus miatt újra megemelkedő olaj- és földgázárak, illetve a dohánytermékeket érintő jövedékiadó-emelés. A külső költségtényezők fokozatos begyűrűzésének hatására 2027 közepére az infláció átmenetileg enyhén 3 százalék fölé emelkedik, majd az energiaárak feltételezett normalizálódásának is köszönhetően 2028 második felében mérséklődik a módosított 2,5 százalékos inflációs célra. Éves átlagban idén 1,8, 2027-ben 3,1 százalékon alakul az infláció.

2026 második negyedévében 1,7 százalékos volt a hazai gazdaság éves alapú növekedési üteme, az idei év végétől kezdve további élénkülést várunk.

A magyar GDP bővülését felhasználási oldalról elsősorban a lakossági fogyasztás növekedése támogatja, miközben a nettó export és a beruházások fékeztek a bővülést. Az elmúlt években a munkaerőpiac feszessége enyhült, jelenleg az elmúlt 10 év viszonylatában alacsony szinten stagnál, de a munkanélküliségi ráta historikus összevetésben továbbra is mérsékelt. A versenyszféra bérdinamikája a korábbi évekhez képest lassabb, de a reálbérek emelkedése élénk.

Az idei évben tapasztalt szélsőségesen száraz és meleg idő hatására a mezőgazdaság csökkenti a GDP bővülését, ami a júniusban vártnál visszafogottabb idei növekedést eredményez. A tavalyi évhez hasonlóan a 2026-os növekedés fő támasza a háztartások fogyasztása lesz. A pozitív reálbérdinamika eredményeként a fogyasztás bővülése erőteljes marad. A megugró energiaárak felvevőpiacaink növekedését is mérséklék, azonban az elmúlt évek kapacitásbővítő beruházási projektjei segítik az ipari export növekedését. A beruházási aktivitás az idei évben visszafogott maradhat, a jövő évtől kezdve ugyanakkor a magán és az állami szektorban egyaránt bővíthet a beruházások volumene. A magyar GDP 2026-ban 1,8 százalékkal, 2027-ben 2,9 százalékkal, 2028-ban pedig 2,8 százalékkal emelkedhet.

2026 második negyedévében erősödött a vállalati és a háztartási hitelezés.

A vállalatok hitelállománya 10,5 százalékkal emelkedett a 2026 júniusáig eltelt egy évben. A bankok szerint a rövid távú hitelek iránti kereslet élénkült a második negyedévben, míg a hosszú lejáratú, beruházási hitelek kereslete továbbra sem fokozódott. A teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállománya előrejelzésünk szerint 2026-ban és 2027-ben 8-9 százalékkal emelkedik. A háztartási szektor hitelállománya 18 százalékkal bővült, az új hitelek kibocsátása másfélszeresére nőtt éves összevetésben. Ehhez az Otthon Start Program nagymértékben hozzájárult, de a második negyedévben a fogyasztási hitelezés is élénkült. A teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya előrejelzésünk szerint 2026-ban 19 százalékkal, 2027-ben pedig 13 százalékkal emelkedik.

A folyó fizetési mérleg egyenlege – a tavalyi jelentős többlet után – idén egyensúly közelében alakul, majd a következő két évben enyhe többletet mutat.

2026-ban a folyó fizetési mérleg egyenlege egyensúly közelébe kerül, mivel a belső kereslet növekedésének, az aszálynak és az energiaárak emelkedésének a külkereskedelmi egyenlegre gyakorolt hatását az export második félévben várható élénkülése csak részben ellensúlyozza. Jövőre az exportpiaci részesedés és a beruházások emelkedése mellett a folyó fizetési mérleg enyhe többletbe fordul, és 2028-ban – az energiaegyenleg várható javulásával – tovább emelkedik.

2026-ban a GDP 6,9 százaléka emelkedhet a költségvetési hiány.

A jegybank előrejelzése szerint 2026-ban 6,9 százalék lehet a GDP-arányos költségvetési deficit. 2027-től az egyszeri hiánynövelő tételek elmaradásának és a mérséklődő kamatkiadásoknak köszönhetően ismét csökkenő pályára állhat a hiány, ugyanakkor a 2027. évi költségvetési törvénytervezet elkészítése és Magyarország középtávú költségvetési-

strukturális tervének benyújtása a szeptemberi Inflációs jelentés publikálását követően várható, és az azokba foglalt kormányzati tervek érdemben átrajzolhatják a fiskális és a makrogazdasági előrejelzési pályát. A jegybanki előrejelzés szerint a GDP-arányos bruttó államadósság a júniusban vártnál magasabb hiány, illetve az állami likvid betétek év végére várható állománynövekedése miatt 2026-ban 77,7 százalékra emelkedhet, majd 2027-ben és 2028-ban csökkenhet.

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

A Monetáris Tanács a szeptemberi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül négy alternatív kockázati forgatókönyvet emelt ki. Az alappályánál magasabb inflációs pályával számoló két alternatív scenárió szigorúbb, míg az alacsonyabb árdinamikát feltételező kettő forgatókönyv lazább monetáris kondíciókat indokol. A geopolitikai feszültségek és a klímaváltozás következtében tartósan emelkedő energia- és élelmiszerárakat feltételező alternatív pálya magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával van összhangban. A tartósan magas bérdinamikával és szolgáltatásinflációval számoló forgatókönyv magasabb inflációs és növekedési pályával konzisztens. A geopolitikai feszültségek gyors rendeződése miatt alacsonyabb kockázati prémiumot és energiaárakat valószínűsítő forgatókönyv alacsonyabb inflációs és magasabb növekedési pályával van összhangban. A vártnál lassabban javuló nemzetközi konjunktúra következtében gyengébb hazai exporttal számoló forgatókönyv alacsonyabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával konzisztens. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scenárióként a feltörekvő gazdaságokból történő tőkekivonást és a kockázati prémium emelkedését, valamint a vállalatok körében visszafogottabb átárazási hajlandóságot feltételező forgatókönyveket tárgyalta.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

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

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

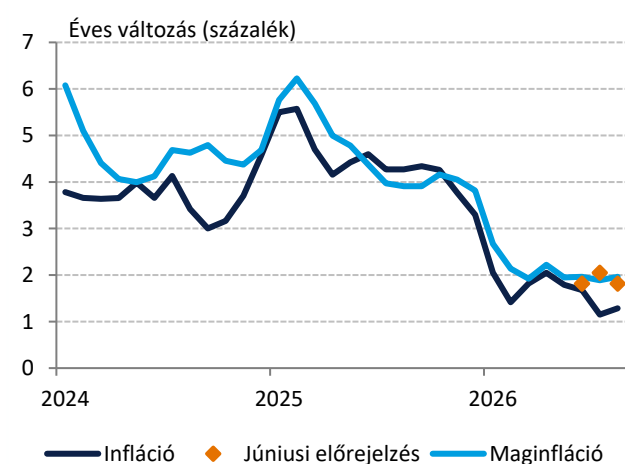
¹ Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a nonprofit intézmények által nyújtott transfereket.² Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.³ A GDP arányában.⁴ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.⁵ MNB-becslés.

1. Makrogazdasági előrejelzés

1.1. Infláció

Augusztusban az infláció 1,3, a maginfláció pedig 2,0 százalék volt. Az áremelkedés üteme a júniusi várakozásainknál mérsékeltebben alakult, és jelenleg az infláció és a maginfláció is érdemben elmarad az inflációs céltól. Az éves bázisú indexek május óta tovább csökkentek, amit elsősorban a tavaszi hónapokban erősödő forint hatásainak gyors begyűrűzése és ebből fakadóan az élelmiszerek és az iparcikkek alacsonyabb árdinamikája magyaráz. Ezt azonban a magasabb világpiaci energiaárak fogyasztói árakra gyakorolt hatása ellensúlyozza az év hátralévő részében. Ezek következtében változatlanul, 1,8 százalékon tartottuk az idei évre vonatkozó inflációs előrejelzésünket. A 2027-es évben a magasabb olaj- és földgázárak közvetett hatásainak év közepéig folytatódó fokozatos megjelenése, valamint a dohánytermékek megemelésre kerülő jövedéki adója következtében 3,1 százalékra emelkedett az inflációs prognózisunk. A 2,5 százalékra módosított jegybanki cél várhatóan 2028 közepétől érhető el fenntarthatóan.

1-1. ábra: Az infláció alakulása



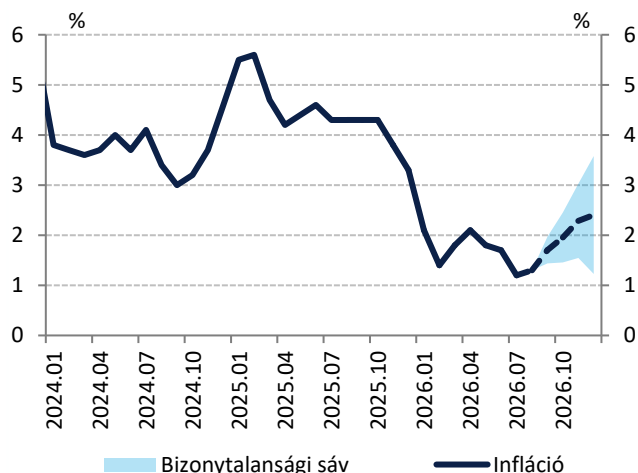
Forrás: KSH, MNB

Az infláció május óta 0,5 százalékponttal mérséklődött, és idén augusztusban 1,3 százalék volt (1-1. ábra). Az éves bázisú indexek május és augusztus közötti csökkenését elsősorban a tavaszi hónapok árfolyamerősödésének gyors begyűrűzése magyarázta (az árfolyambegyűrűzés hatásával részletesebben foglalkozik az 1-1 keretes írás). A bejövő augusztusi adat alacsonyabb volt a júniusi Inflációs jelentésben szereplő előrejelzésnél.

Az élelmiszerek és az iparcikkek esetén az elmúlt hónapokban árcsökkenés volt megfigyelhető, míg a piaci szolgáltatások áremelkedése az önkéntes árkorlátozások végét követő átárzásokkal leszámítva visszafogottan, az árstabilitás éveire jellemző szinten alakult. Az élelmiszerek árának májushoz képesti csökkenéséhez a világpiaci élelmiszerárak alakulása mellett az erősebb forint dezinflációs hatása is hozzájárult. A tavalyi szintekhez képest erősebb forint az inflációs alapfolyamatok mérsékelt alakulásában is fontos szerepet játszik.

Az infláció az idei év hátralévő részében fokozatosan emelkedhet, az év végére megközelítheti a 2,5 százalékot (1-2. ábra). Az infláció emelkedése 2027 közepéig folytatódhat, az áremelkedési ütem enyhén 3 százalék felett tetőzhet. A 2,5 százalékra módosított jegybanki cél 2028 közepétől érhető el fenntartható módon. Az iráni konfliktus kiéleződése következtében ismételt megemelkedett energiaárak a tőzsdei határidős jegyzésárak alapján az olaj esetében az idei év végétől, míg a gáz esetében jövő év tavaszától mérséklődhetnek. Az olaj- és gázárak 2027 második felében a konfliktus kitörése előtti szint felett normalizálódhatnak. A fegyelmezett monetáris politika, az árfolyamstabilitás, az energiaárak jövő évi csökkenése, valamint az idei és a jövő évre áthúzódó áremelkedés hatásának bázisba kerülése együttesen támogatják a dezinflációt 2028-ban. Éves

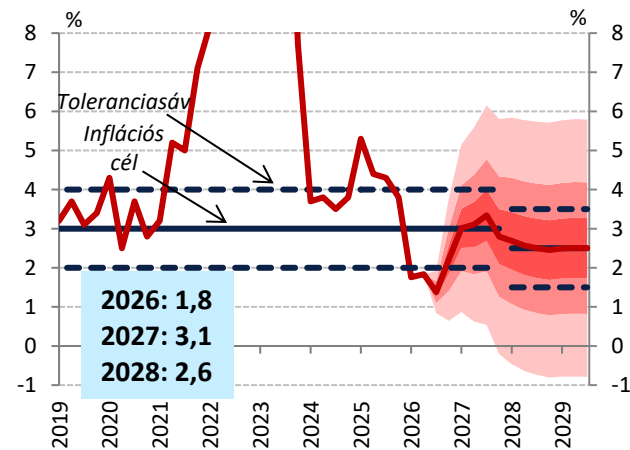
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása



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

Forrás: KSH, MNB

1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

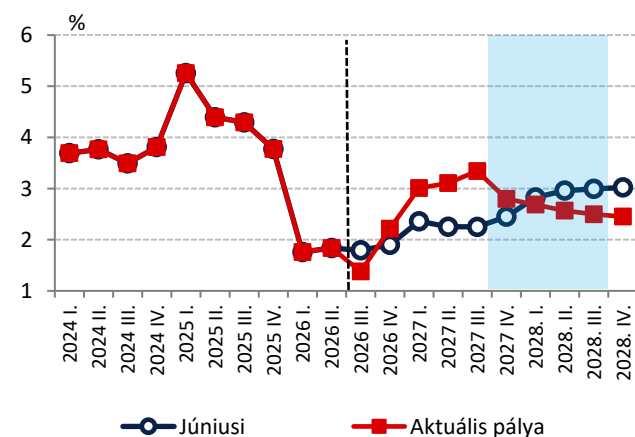
1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

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

Megjegyzés: Százalék.

Forrás: MNB

1-4. ábra: Inflációs előrejelzésünk alakulása



Megjegyzés: A kézzel kiemelt rész a monetáris politikai horizontot jelzi.

Forrás: MNB-előrejelzés

átlagban az infláció 2026-ban 1,8, 2027-ben 3,1, 2028-ban pedig 2,6 százalékon alakulhat (1-3. ábra).

A júniusi prognózishoz képest az idei inflációra vonatkozó várakozásunk érdemben nem változott, 2027-re vonatkozóan 0,8 százalékponttal emelkedett, 2028-ra pedig 0,4 százalékponttal mérséklődött (1-4. ábra). Az idei évre vonatkozó inflációs pályát egyik oldalról az árfolyam gyorsabb begyűrűzése miatt alacsonyabb tényadatok, míg másik oldalról a korábban vártnál magasabb világpiaci olaj- és gázárak indokolják. 2027-ben a magasabb energiaárak, illetve az idén novembertől megemelt, dohánytermékekre vonatkozó jövedéki adó következtében emeltünk prognózisunkon. A 2,5 százalékra módosított jegybanki cél várhatóan 2028 közepétől érhető el fenntarthatóan (Az inflációs cél felülvizsgálatáról és a célsökkentés makrogazdasági hatásairól a 4-1. kiemelt témában írunk részletesen).

Az alapfolyamatokat megragadó, indirekt adóktól szűrt maginfláció 2026-ban 2,1, 2027-ben 3,0, 2028-ban pedig 2,8 százalékon alakulhat. Az alapfolyamatok jelenlegi alakulása alapján az idei évben továbbra is mérsékelt átárazási hajlandóságra számítunk. A magasabb energiaárak átmeneti, közvetett hatása a jövő év első felétől jelentkezhet. 2028-tól azonban felerősödnek a dezinflációs hatások, amit a csökkentett inflációs cél várakozásokra gyakorolt hatása is támogat.

Az élelmiszerek esetében a világpiaci árdinamika továbbra is mérsékelt, azonban előzetekintve emelkedtek a tőzsdei jegyzések. A beérkező adatok és az erősebb árfolyam következtében a termékcsoport hazai fogyasztói árai idén alacsonyabban alakulhatnak a júniusi várakozásainknál, míg 2027-ben és 2028-ban a korábban vártnál magasabb lehet az élelmiszerinfláció. A feldolgozatlan élelmiszerek esetében az idei évben 4,1 százalékkal mérséklődhetnek az árak, míg jövőre és 2028-ban historikus átlag feletti, 5,8, illetve 5,9 százalékos lehet az áremelkedés (1-1. táblázat).

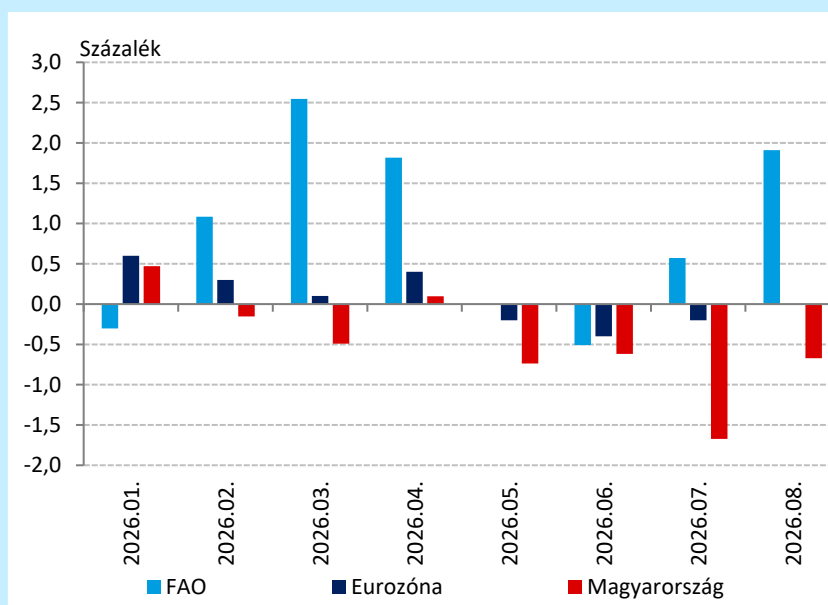
A járműüzemanyag és piaci energia termékkör ára éves átlagban idén 0,9 százalékkal emelkedhet, jövőre 2,3 százalékkal, 2028-ban pedig 2,4 százalékkal csökkenhet. A világpiaci olajárak megemelkedése miatt az idei és jövő évre vonatkozóan a júniusi előrejelzésünkénél magasabb árdinamikára számítunk. A szabályozott árú termékek és szolgáltatások ára 2026-ban átlagosan várhatóan 2,4 százalékkal emelkedik. Prognózisunkban azzal a feltevéssel éltünk, hogy a lakossági energiaárakra vonatkozó intézkedések a teljes előrejelzési horizonton változatlan formában érvényben maradnak.

1-1. keretes írás: Az árfolyambegyűrűzés szerepe a várakozásoknál mérsékeltebb inflációban

Az infláció az elmúlt hónapokban jelentősen mérséklődött. A június és augusztus közötti adatok elmaradtak mind az MNB júniusi Inflációs jelentésében várttól, mind az elemzői várakozásoktól. A hazai infláció év eleje óta bekövetkezett csökkenése nemzetközi összevetésben is figyelemre méltó, mivel az európai országok többségében elsősorban a geopolitikai konfliktusok következtében gyorsult az árak emelkedési üteme. A hazai és nemzetközi inflációs folyamatok közötti eltérés arra utal, hogy a magyar infláció elmúlt hónapokban megfigyelt mérséklődését a külső környezet alakulásán túlmenően hazai tényezők is érdemben befolyásolták.

Az infláció vártnál nagyobb csökkenésében a legnagyobb szerepet a leginkább árfolyamérzékeny termékcsoporthoz játszották, ami a korábbi forinterősödés várakozásoknál gyorsabb begyűrűzésére utal. Az európai piacok magas integráltsága miatt nagyfokú begyűrűzéssel jellemezhető élelmiszerek éves bázison számított inflációja április és augusztus között 4,2 százalékponttal csökkent. A szintén árfolyamérzékeny iparcikkek inflációja ugyanebben az időszakban 0,7 százalékponttal mérséklődött. Így a tételek fogyasztói kosárban szereplő súlyával számolva az élelmiszerek és az iparcikkek együttesen 1,0 százalékpontos hozzájárulása az árváltozások csökkenéséhez teljes mértékben megmagyarázza az elmúlt 4 hónap dezinflációját.

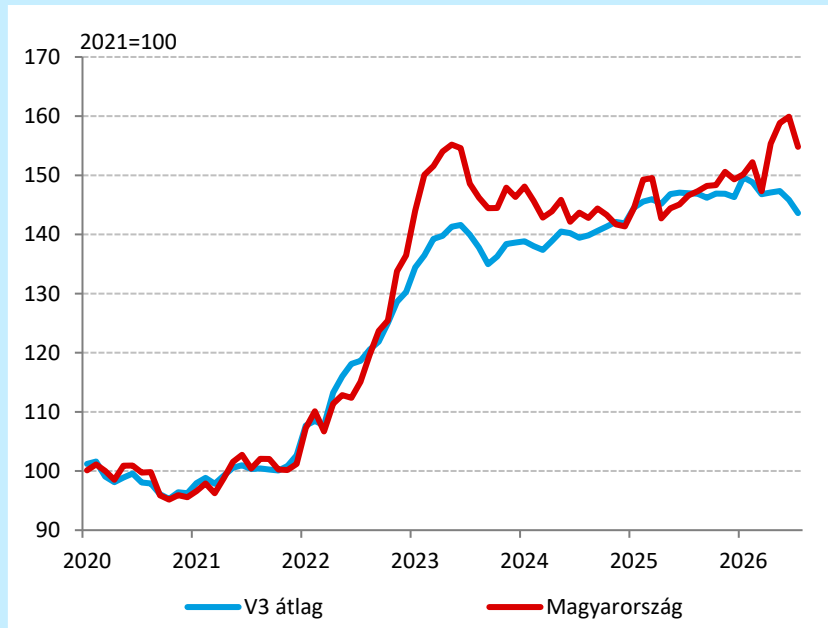
1-5. ábra: Az élelmiszer árak hó/hó változása



Forrás: KSH, FAO, Eurostat

A hazai élelmiszerárak csökkenése nagyobb mértékű, mint amit pusztán a nemzetközi élelmiszerár-ciklus indokolna, vagyis hazai hatások is megjelentek a termékcsoporthoz dezinflációjában. Júliusban a hazai élelmiszerárak havi alapon 1,7, augusztusban 0,7 százalékkal csökkentek, szemben az eurózónában megfigyelt júliusi 0,2 százalékos mérséklődéssel, illetve az augusztusi stagálással (1-5. ábra). A hazai árcsökkenésben jelentős szereppel bír a szezonális élelmiszerek árának alakulása, viszont az árfolyamerősödés hatásának megjelenésére utal, hogy a feldolgozott élelmiszerek esetében a termékek széles körére kiterjedő árcsökkenés volt tapasztalható. Azonban az euróban számított magyar és régiós árakat összevetve feltételezhető, hogy van még tér a hazai árak további korrekciójára, mert az árfolyamerősödés még nem épült be teljes mértékben az árakba (1-6. ábra).

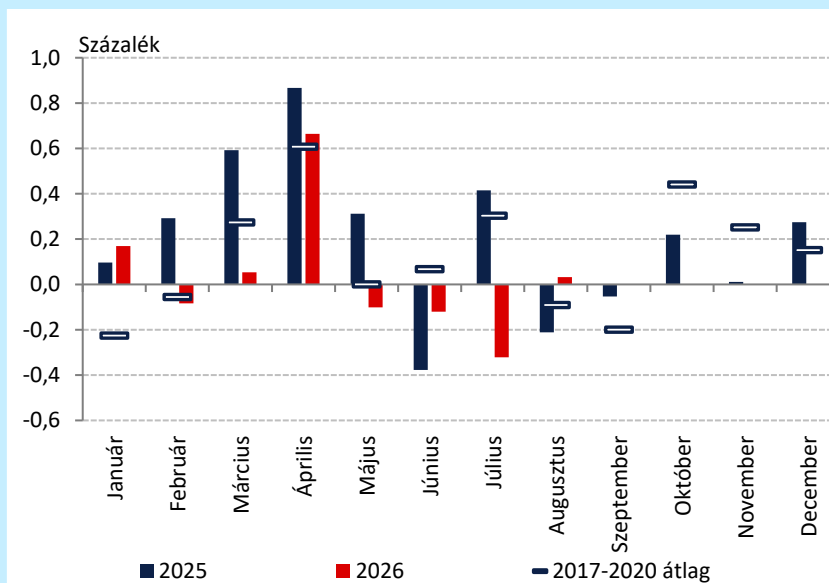
1-6. ábra: A HICP élelmiszerinfláció alakulása euróban számítva



Megjegyzés: A 2021-es bázison vett HICP adatok az élelmiszerek esetében a hazai és régiós árszint közvetlen összehasonlítására is alkalmasak, mert abban az évben a hazai és régiós élelmiszerárak szintje közötti eltérés 1 százalék alatti volt a vásárlóerő-paritás adatok alapján. Forrás: Eurostat, MNB

A nemzetközi inflációs folyamatoktól való hazai elválás az iparcikkek esetében is megfigyelhető, a termékkör áremelkedési ütemének mérséklődése lényegében stagnáló európai és régiós iparcikk árak mellett valósult meg. A hazai havi átárazások üteme május óta átlagosan 0,2 százalékponttal alacsonyabb volt az árstabilitás időszakának (2017-2020) átlagánál (1-7. ábra). Mivel az uniós átlagnál nagyobb árcsökkenés az iparcikkekben belüli termékek széles körét jellemzi, ezért az árak alakulásában feltehetően fontos szerepet játszik a közös tényezőnek tekinthető árfolyamerősödés.

1-7. ábra: Az iparcikkek árának hó/hó változása



Forrás: KSH

Az árfolyam fogyasztói árakban való vártnál gyorsabb megjelenésében szerepet játszhat a jelentős erősödés, ami intenzívebb áralkalmazkodást is elindíthatott. Korábbi vizsgálataink alapján nem volt kimutatható, hogy az árfolyamváltozás nagysága érdemben befolyásolná az árfolyambegyűrűzés mértékét vagy annak sebességét. A jelenlegi folyamatok alapján ezért felmerül, hogy az árfolyam begyűrűzésének gyorsulásához az árfolyam elmozdulásának nagyságán

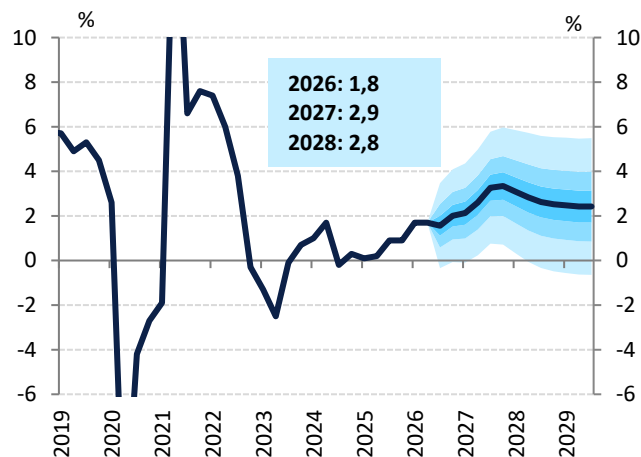
túl újabb tényezők is hozzájárulhattak. Az élelmiszerek esetében a korábbi forinterősödés következtében kialakult magasabb (euróban számolt) hazai árszint fokozhatta az árak korrekciójára irányuló alkalmazkodást, míg az iparcikkek esetében az online értékesítési csatornák térnyerésével fokozódó verseny járulhatott hozzá a gyorsabb árazási alkalmazkodáshoz. Emellett az erős forint fennmaradásába vetett bizalom növekedése is hozzájárulhatott a gyorsabb alkalmazkodáshoz. Amennyiben a vállalatok tartósnak ítélik meg az árfolyam erősebb szintjét, az importköltségek mérséklődését kevésbé tekintik átmenetinek, ami gyorsabb alkalmazkodást eredményezhetett.

Össességében a nyári inflációs adatok alapján az árfolyamerősödés a korábban vártnál gyorsabban jelenhetett meg a fogyasztói árakban. A legnagyobb inflációs meglepetés azoknál a termékeknél – az iparcikkekénél és az élelmiszereknél – jelentkezett, amelyeknél az árfolyam begyűrzése eleve is intenzívebb. Az ebben a körben tapasztalt széleskörű árcsökkenés így gyorsabb árfolyambegyűrzésre utal, amely fokozottabb mértékben járulhat hozzá az infláció ideji mérséklődéséhez.

1.2. Reálgazdaság

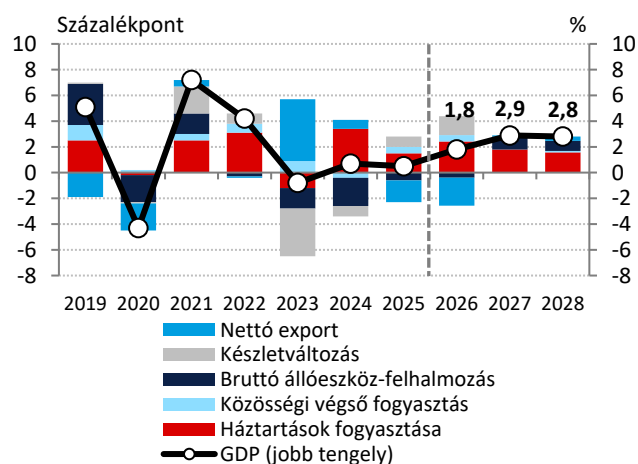
A hazai GDP volumene 2026 második negyedévében éves összevetésben 1,7 százalékkal bővült. A harmadik negyedévben éves bázison 1,5 százalék körüli növekedésre számítunk, míg az idei évben összességében 1,8 százalékkal emelkedhet a magyar gazdaság teljesítménye. Idén a GDP növekedését az ipar és a szolgáltatások támogatják, míg a mezőgazdaság jelentősen visszafogja. A GDP bővülése 2027-ben 2,9, 2028-ban pedig 2,8 százalékos ütemben folytatódhat. A reálberek emelkedéséhez köthető erős fogyasztási dinamika a teljes előrejelzési horizonton támogatja a növekedést. A beruházási aktivitás az idei évben visszafogott maradhat, a jövő évtől azonban mindhárom szektor hozzájárul a bővüléshez. A külső konjunktúrát övező bizonytalanságok ellenére az idei évtől nő a hazai kivitel, amit a felfutó nagy termelőkapacitások jelentősen támogatnak, így 2027-ben újra emelkedhet az exportpiaci részesedésünk. Becslésünk alapján a GDP a potenciális szintje alatt alakult, azaz a reálgazdasági teljesítmény továbbra is deflációs hatású. Ezt támasztja alá, hogy bár a kapacitáskihasználtság a feldolgozóipar és a szolgáltatások esetében is közeledett hosszú távú átlagához, a munkaerő-tartalékolás következtében a munkaórák száma historikusan alacsony a versenyszférában és a munkatényezőt a vállalatok historikusan alacsony aránya tekinti a termelést korlátozó tényezőnek.

1-8. ábra: A GDP előrejelzés legyezőábrája



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

1-9. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése



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

A hazai GDP volumene 2026 második negyedévében éves összevetésben 1,7 százalékkal bővült. A fő nemzetgazdasági ágak közül legnagyobb mértékben a szolgáltatások és az ipar növelték éves alapon a GDP-t, míg a mezőgazdaság jelentősen visszafogta azt. A bejövő adat kis mértékben meghaladta a júniusi előrejelzést.

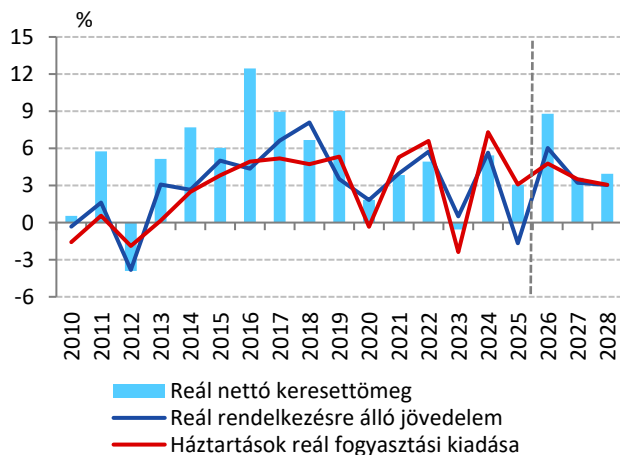
Az idei évben 1,8 százalékkal bővülhet a magyar gazdaság, ami 0,2 százalékponttal alacsonyabb, mint a júniusi várakozás (1-8. ábra). A harmadik negyedévben éves bázison 1,5 százalék körüli növekedésre számítunk, amit élénkülés követhet az év végén.

A GDP ideai növekedését az ipar és a szolgáltatások támogatják. 2026 első hét hónapjában az ipari termelés a nyers adatok szerint 2,7 százalékkal növekedett éves alapon. A bővülést elsősorban néhány nagy ipari szereplő támogatja, amely tendencia várakozásunk szerint a második félévben is fennmaradhat. Az ipar mellett a szolgáltatások növekedési hozzájárulása is jelentős marad az év hátralévő részében. Az építőipar a második negyedévben sem tudott bővülni, az idei évben összességében negatív lehet az ágazat növekedési hozzájárulása.

A júniusi előrejelzésünkénél alacsonyabb ideai növekedést elsősorban a súlyos aszály miatt visszaeső mezőgazdaság magyarázza. A kiugróan száraz és meleg idő miatt a fontosabb szántóföldi növények közül a búza és a kukorica termésmennyisége a rendkívül aszályos 2022-es évnél is alacsonyabb lehet (a szélsőséges nyári időjárás gazdasági hatásaival részletesen foglalkozunk az 1-2. keretes írásban). Az ágazat teljesítménye az idei évben közel 15 százalékkal eshet vissza, ami mintegy 0,4 százalékponttal foghatja vissza a GDP növekedését.

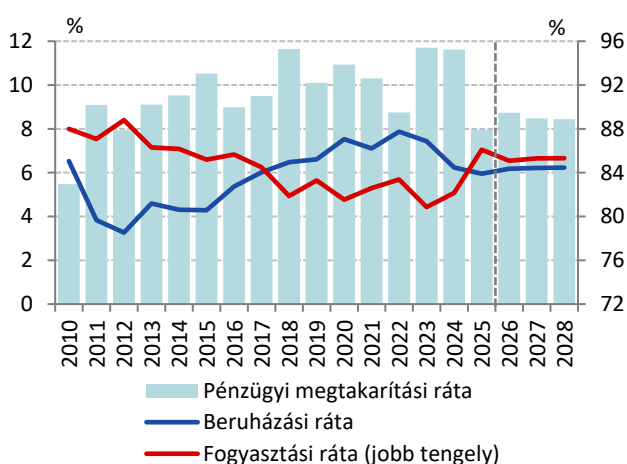
A GDP bővülése 2027-ben 2,9, 2028-ban 2,8 százalékos ütemben folytatódhat. A háztartások fogyasztásának erős dinamikája a teljes horizonton a növekedés fontos

1-10. ábra: A nettó keresettömeg, a rendelkezésre álló jövedelem és a háztartások fogyasztási kiadásainak éves változása reálértéken



Forrás: KSH, MNB

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



Megjegyzés: Nominális adatok alapján. Forrás: KSH, MNB

1-2. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása

	2025	2026	2027	2028
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-2,8	-1,8	4,8	3,6
Állami beruházás	-12,0	-4,8	11,2	0,9
Privát beruházás	-0,6	-1,1	3,5	4,2
Beruházási ráta	21,9	20,9	21,5	21,8
Reál beruházási ráta	21,6	20,8	21,2	21,4

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

Forrás: KSH, MNB

tényezője marad. A beruházások a jövő évtől támogatják a GDP növekedését (1-9. ábra).

A lakosság rendelkezésre álló reáljövedelme az idei év során 6,0 százalékkal bővíthet éves alapon (1-10. ábra). 2026-ban az alacsony inflációs környezet és a minimálbér 11 százalékos emelése mellett a nettó jövedelmek növekedését fiskális lépések (például a hon- és rendvédelmi dolgozók részére kifizetett fegyverpénz, közszolgáltatási otthontámogatási program, ágazati béremelések, iskolakezdési támogatás) is segítik. 2027-ben a magasabb fogyasztóiár-index dinamikát részben ellensúlyozza a nyugdíjszerű transzferek (minimálnyugdíj, rokkantsági és rehabilitációs ellátás) emelése, így a rendelkezésre álló reáljövedelem 3,2 százalékkal növekedhet, majd 2028-ban 3,0 százalékkal bővíthet.

A GDP növekedését felhasználási oldalon továbbra is a fogyasztás élénkülése támogatja legnagyobb mértékben.

Előrejelzésünk az idei évre vonatkozóan a beérkező tényadatok fényében enyhén mérséklődött, ugyanakkor a fogyasztás bővülése továbbra is erőteljes marad a reálberek emelkedése, a fogyasztói bizalom idei évben megfigyelt javulása, valamint a jövedelemnövelő költségvetési lépések hatására. A prognózis alapján a lakossági fogyasztás 2026-ban 4,8, 2027-ben 3,5, 2028-ban pedig 3,1 százalékkal bővíthet (1-10. ábra). A rendelkezésre álló jövedelem arányában számított megtakarítási ráta 8-9 százalék között stabilizálódhat, míg a beruházások várhatóan 6 százalék feletti arányt érhetnek el. A fogyasztási ráta meghaladhatja a 85 százalékot a következő években (1-11. ábra).

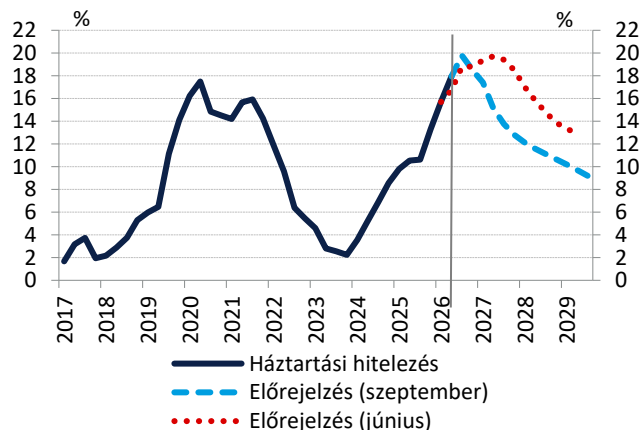
A beruházások 2026-ban 1,8 százalékkal mérséklődhetnek, míg 2027-ben 4,8, 2028-ban 3,6 százalékkal bővíthetnek (1-2. táblázat). A júniusi előrejelzéshez képest mérsékeltebb beruházási teljesítményt prognosztizálunk, az alacsony, -6,3 százalékos második negyedéves tényadathoz köthetően.

A júniusi előrejelzésünkhöz képest mérséklődött az állami beruházások idei évi alakulására vonatkozó várakozásunk.

Az Európai Bizottság és a kormány megállapodásának köszönhetően mintegy 16,4 millárd euró uniós forrás vált ismét elérhetővé hazánk számára, ugyanakkor a saját forrásból történő állami beruházások visszafogottabban alakulhatnak az idén a korábbi várakozásainkhoz képest.

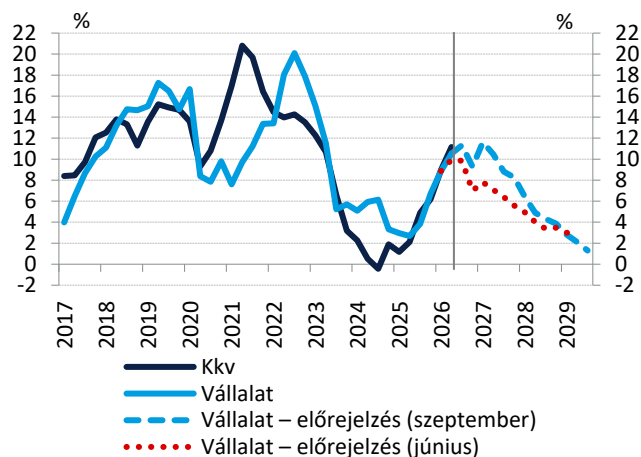
A lakosság beruházásai várhatóan nőnek az idei évtől, amit támogat, hogy a háztartási hitelállomány az előrejelzési horizonton markánsan emelkedik. A háztartási szektor hitelállománya 18 százalékkal bővült éves alapon 2026. június végéig, és az új hitelek kibocsátása is historikus csúcsra emelkedett az elmúlt év során. A hitelezés élénküléséhez az Otthon Start Program is hozzájárul, amely

1-12. ábra: A háztartási hitelezés előrejelzése



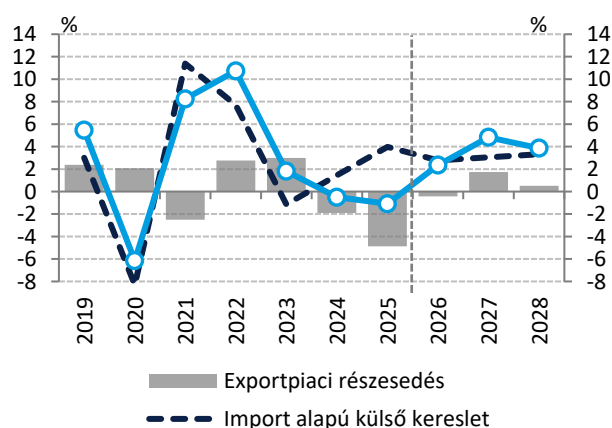
Megjegyzés: Tranzakció alapú éves növekedési ütem a pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló háztartási hitelállomány alapján. Forrás: MNB

1-13. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



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

1-14. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Forrás: KSH, MNB

a maximálisan elérhető hitelösszeg nagysága és a jogosultak széles köre miatt jelentősen fokozta a lakáshitelek iránti keresletet. A teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya előrejelzésünk szerint 2026-ban 19 százalékkal emelkedik. Bár az éves dinamika ezt követően mérséklődik, a háztartások adóssága továbbra is dinamikus, 2027-ben 13 százalékkal, 2028-ban 11 százalékkal emelkedhet (1-12. ábra).

A vállalati beruházások a jövő évtől nőhetnek. Az első féléves ágazati adatok alapján jelentős, 16 százalékos visszaesés látszik a feldolgozóipari beruházásokban. A romló külső konjunktúra, valamint emelkedő energiaárak mellett a vártnál lassabban állhat helyre a beruházási aktivitás az ágazatban, így a júniusi várakozásunknál visszafogottabb lehet a vállalati beruházások alakulása. A vállalatok hitelállománya ennek ellenére 10,5 százalékkal emelkedett a 2026 júniusáig eltelt egy évben, és az alapfolyamatokat jobban tükröző éves kkv-hiteldinamika is 11 százalékra nőtt. Összességében a teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállománya előrejelzésünk szerint 2026–2027-ben évente 8–9 százalékkal emelkedik (1-13. ábra).

A hazai kivitel két év visszaesés után idén 2,4 százalékkal bővülhet. Az áruexport növekedése meghaladta a júniusi várakozásainkat, ami mögött az exportra termelő új ipari kapacitások vártnál gyorsabb felfutása áll. A külső konjunktúrát övező bizonytalanságok azonban továbbra is fennállnak. Külkereskedelmi partnereink többsége hazánkhoz hasonlóan energiaimportőr, így az energiaárak emelkedése felvevőpiacaink növekedését is érdemben mérsékelheti. Emiatt a vártnál kedvezőbb második negyedéves növekedési adatok ellenére a külső keresletünkre vonatkozó előrejelzésünk az idei és a jövő évre is enyhén csökkent. A visszafogott külső keresleti alapfolyamatokat ugyanakkor ellensúlyozza a hazai, elektromos járműveket, valamint a mesterséges intelligenciához felhasznált hálózati eszközöket gyártó vállalatokhoz köthető export. A kivitel felfutásával 2027-ben újra nőhet az exportpiaci részesedésünk is (1-14. ábra). **Prognózisunk szerint 2027-ben 4,8, míg 2028-ban 3,9 százalékkal növekedhet a kivitel.**

Várakozásunk szerint a behozatal 2026-ban 5,8 százalékkal emelkedik. Idén az élénkülő export és a bővülő lakossági fogyasztás gyorsítja az import bővülését. A nettó export idén 2,2 százalékponttal visszafogja a GDP növekedését, ugyanakkor a kivitel dinamizálódásával 2027-től kis mértékben támogathatja azt. **A behozatal 2027-ben 4,9, míg 2028-ban 3,5 százalékkal nőhet.**

1-15. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv, valamint a szolgáltatások és az ipar kapacitáskihasználtsága



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

Forrás: ESI, KSH, MNB-becslés

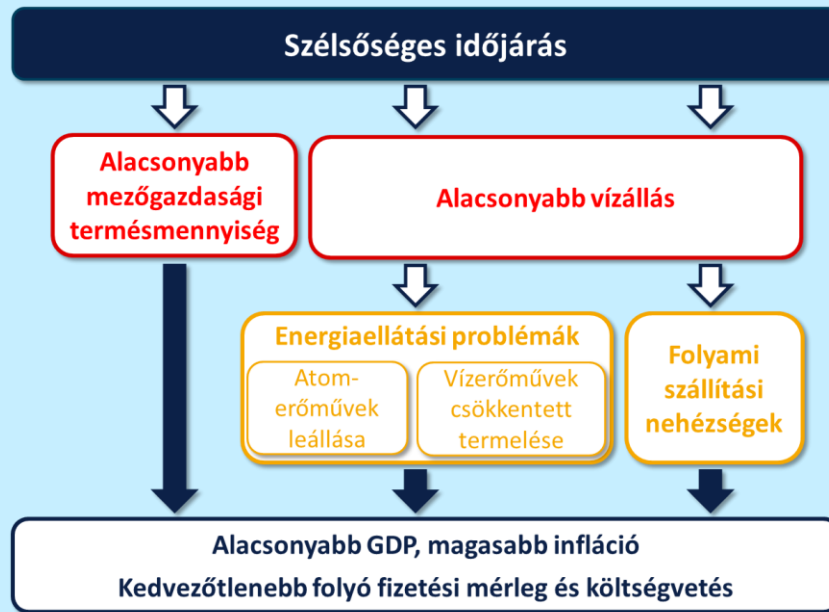
Becslésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója 2023-tól negatív előjelű. A mezőgazdaság teljesítményétől szűrt kibocsátási rés továbbra is negatív tartományban tartózkodik (1-15. ábra). A hazai ciklikus pozícióra ható külső kibocsátási rés szintén negatív tartományban alakult idén. Kérdőíves felmérések alapján a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága az elmúlt évben közeledett historikus átlagához. A kapacitáskihasználtság a szolgáltatások esetében továbbra is a historikus átlag alatt alakul. A negatív kibocsátási rést támasztja alá, hogy a munkaórák száma historikusan alacsony a versenyszférában a munkaerő-tartalékolás következtében. A megkérdezett vállalatok kevesebb mint egyharmada tekinti a munkaerőt a termelést korlátozó tényezőnek az iparban, az építőiparban és a szolgáltatásokban is.

A középtávú növekedésről alkotott képünk a visszafogottabb beruházási ráta és a demográfiai korlátok egyre effektívebbé válása miatt enyhén lefelé módosult.

1-2. keretes írás: A szélsőséges nyári időjárás gazdasági hatásai

Idén nyáron Európában az átlagosnál jóval melegebb és aszályosabb volt az időjárás, ami számos csatornán keresztül foghatja vissza a gazdasági teljesítményt (1-16. ábra). Egyfelől csökkenti a mezőgazdasági terméseredményeket és az ágazat hozzáadott értékét. Másfelől alacsonyabb vízállást eredményez, ami az atomerőműveknél és a vízerőműveknél csökkentett termelést vagy leállást okozhat, emellett megnehezíti a folyami szállítást is.

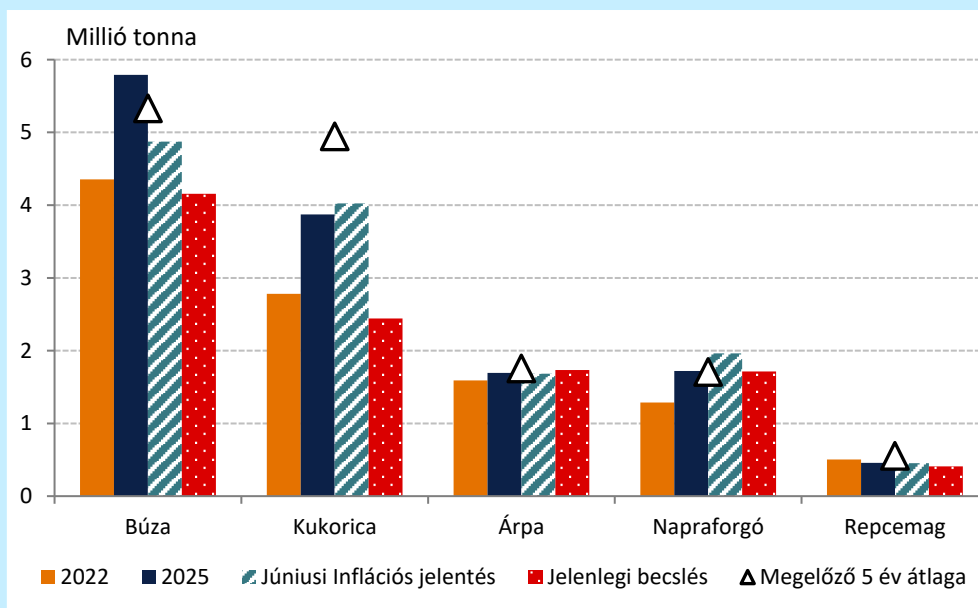
1-16. ábra: A szélsőséges időjárás makrogazdasági hatásai



Forrás: MNB

Magyarországon az átlagosnál magasabb középhőmérséklet és érdemben alacsonyabb csapadékmennyiség jellemezte a nyári hónapokat, így a szántóföldi növények termésmennyisége historikus összevetésben is alacsony lehet az idei évben (1-17. ábra). A búza termésmennyisége közel 22, a kukoricáé 51, a repcemagé 26 százalékkal lehet alacsonyabb a megelőző 5 év átlagánál becslésünk szerint, és mindhárom szántóföldi növény esetében elmaradhat a 2022-es aszályos év eredményétől is. A mezőgazdaság hozzáadott értéke előrejelzésünk szerint akár 15 százalékkal visszaeshet az idei évben, 0,4 százalékponttal mérsékelve a GDP növekedését.

1-17. ábra: Az öt legfontosabb szántóföldi növény várható termésmennyisége

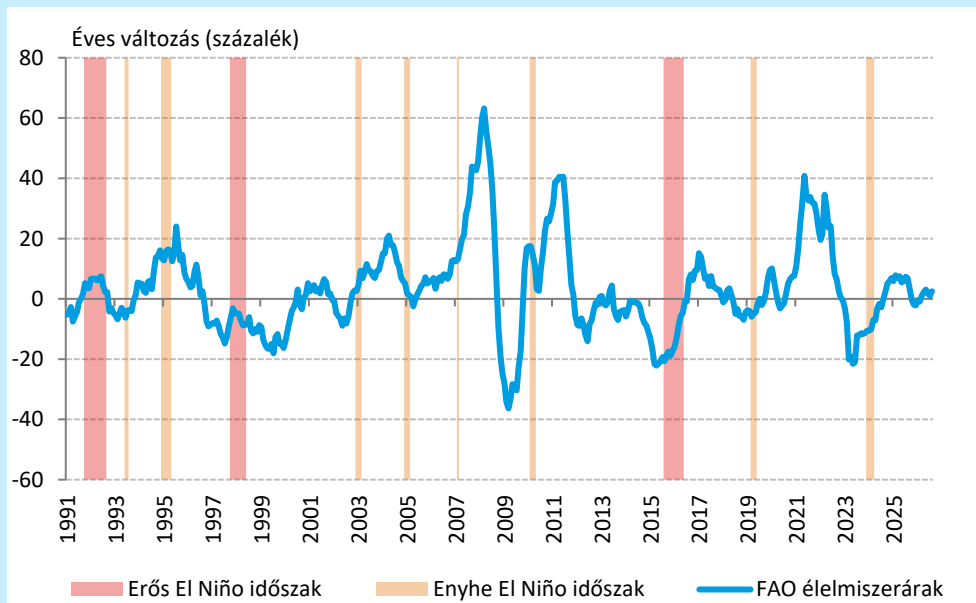


Forrás: KSH, AKI, Datelite, MNB

Az idei aszály kisebb területet érinthet Európában mint 2022-ben, ezért a mezőgazdasági árak emelkedése is visszafogottabb lehet a 2022-ben megfigyeltnél. A műholdfelvételek alapján európai szinten az aszály mértéke enyhébb a 2022-ben tapasztaltnál, illetve koncentráltabban a Kárpát-medencét és Franciaországot érintette. Az Európai Bizottság hozambecslése alapján a búza és kukorica esetében is a hazai termés maradhat el legnagyobb mértékben az elmúlt öt év termésátlagától. Uniós szinten a búza esetében a 2021-2025-ös átlaghoz hasonló, míg a kukorica esetében 7 százalékkal alacsonyabb hozamok várhatók. A határidős jegyzések alapján a búzára és a kukoricára vonatkozó 2027-es árvárakozások 17,0, illetve 15,9 százalékkal magasabbak az ideinél. Ez az áremelkedés elmarad a 2022-ben megfigyelt áremelkedéstől, amelyben akkor az aszályos időjárás mellett szerepet játszott a globális energiaválság hatása is.

Az élelmiszerek világpiaci árának alakulását az idei aszály mellett más felfelé mutató kockázatok is övezik. Az időjárás-előrejelző modellek alapján 69 százalék az esélye annak, hogy az idei úgynevezett El Niño jelenség az 1950 óta megfigyelt legerősebbike lesz. A historikus tapasztalatok alapján az El Niño az élelmiszerek világpiaci árát 9-15 hónapos késleltetéssel átlagosan 1-2 százalékkal emelte (1-18. ábra). További kockázatot jelentenek a közel-keleti feszültségek miatt a műtrágya-alapanyagok árának alakulása, amelyek az év eleji számottevő emelkedés után nagyrészt visszamérséklődtek az év eleji árszintre, de a konfliktus eszkalálódásának hatására újra emelkedhetnek. **Ugyanakkor a 2026 során az Európai Unió által a Mercosurral és Indiával kötött szabadkereskedelmi egyezmények az élelmiszerpiacok globalizációjával mérsékelhetik a klímaváltozás lokális hatásait.**

1-18. ábra: A világgpiaci élelmiszerárak alakulása 1990 óta



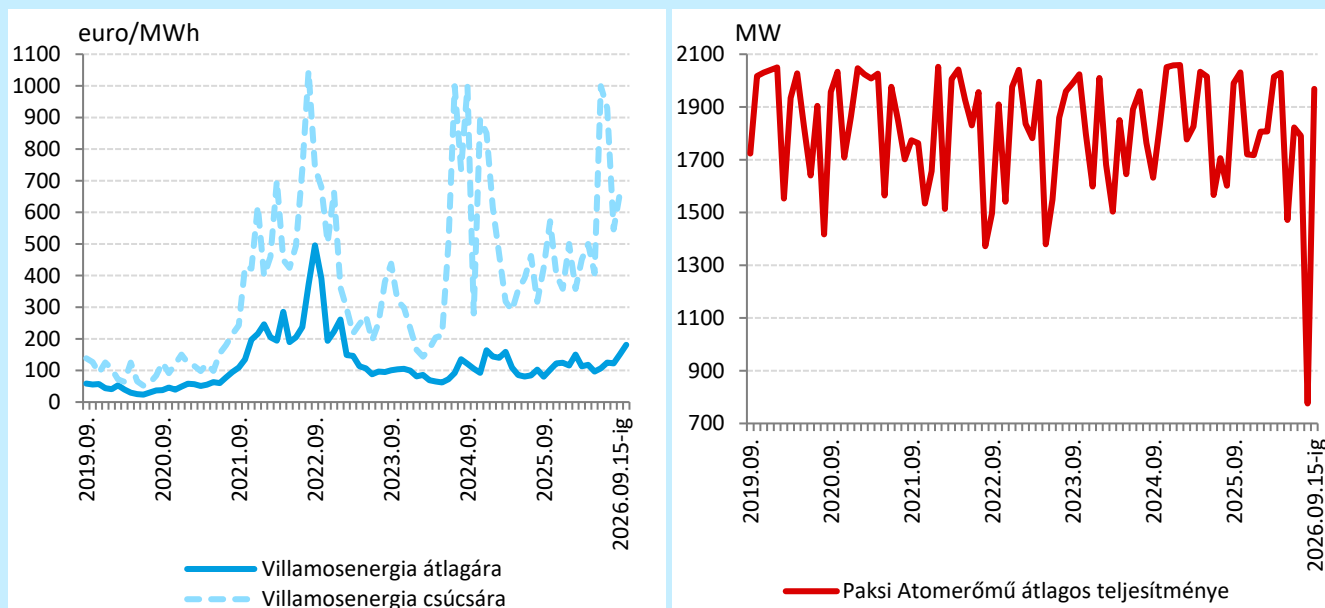
Megjegyzés: Egy adott hónap El Niño időszaknak minősül, ha a Csendes-óceán egyenlítői térségében a relatív vízhőmérséklet 3 hónapos mozgóátlaga legalább 5 hónapja minimum 0,5 fokkal magasabb a historikus átlagnál. Egy El Niño időszakot erősnek nevezünk, ha az eltérés meghaladja a 1,5 fokot.

Forrás: FAO, National Centers for Environmental Information

Az európai villamosenergia-rendszer magas szintű integrációja miatt a Paksi Atomerőmű termelésének kiesése nem okozott kiugró emelkedést a hazai elektromosenergia-árakban (1-19. ábra). A Paksi Atomerőmű hűtését a Duna biztosítja, így az alacsony vízállás következtében a közel 2000 MW névleges kapacitású erőmű teljesítményét fokozatosan csökkenteni kellett, és augusztus elejére a termelés 224 MW-ra, a névleges kapacitás 11–12 százalékára esett vissza. A kieső nukleáris termelést augusztus elején elsősorban a nettó behozatal növelése váltotta ki. Az európai villamosenergia-rendszer magas szintű integrációjának köszönhetően a Paksi Atomerőmű kiesése nem jelentett ellátásbiztonsági kockázatot, és nem okozott kiugró emelkedést a villamos energia árában sem a korábbi villamosenergia-piacot érintő események során tapasztalt megugrásokhoz képest. Az atomerőmű termelés kiesése várhatóan kevesebb mint 0,1 százalékkal mérsékelheti a GDP-t, illetve a GDP kevesebb mint 0,1 százalékaival ronthatja a külkereskedelmi egyenleg hiányát. Hazánk mellett a szélsőséges időjárás többek között Franciaország energiatermelését is érintette, ahol júniusban és júliusban rekordmértékű volt a hőség miatti termelés kiesés az atomerőművekben.

A hőhullámok és a száraz időjárás az alacsonyabb vízálláson keresztül logisztikai nehézségeket is eredményez. Az alacsony vízállás miatt a teherhajók csak részben megrakodva tudtak közlekedni a Rajnán, illetve késtek a szállítmányok is, így veszélybe került az ipari szektorok ellátása legnagyobb külkereskedelmi partnerünk, Németország egyes régióiban.

1-19. ábra: A Paksi Atomerőmű teljesítményének (balra), valamint a hazai villamosenergia-árak (jobbra) átlagos havi alakulása



Megjegyzés: Az ábrán bemutatott villamosenergia-árak a hazai szervezett piacon jegyzett másnapi árak alakulását tükrözik.

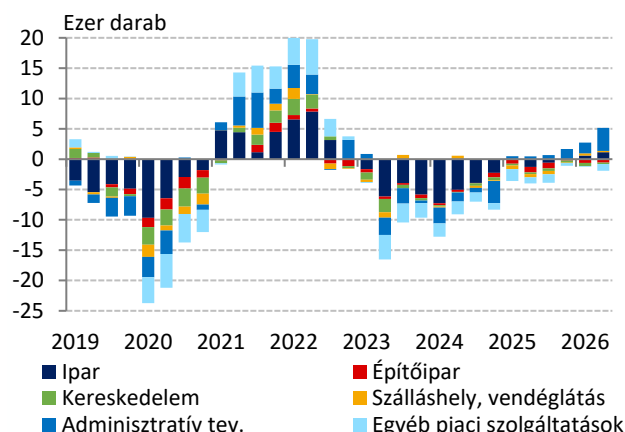
Forrás: Entso-e, MAVIR, MNB számítás

Az ideai aszály mérsékelheti a hazai növekedést, azonban az árakra visszafogottabb lehet a hatása, mint 2022-ben. A szélsőséges időjárás miatt a hazai mezőgazdaság kedvezőtlen teljesítménye akár 0,4 százalékponttal foghatja vissza az ideai növekedést. Mivel európai szinten az aszály mértéke enyhébb a 2022-ben tapasztaltnál, így az élelmiszer-áremelkedés egyelőre elmarad a 2022-ben megfigyelt áremelkedéstől. Ugyanakkor az El Niño jelenség és a közel-keleti feszültségek miatt a műtrágya-alapanyagok esetleges újabb emelkedése kockázatot jelent az élelmiszerárak alakulására. És bár a Paksi Atomerőmű termelése az alacsony vízállás következtében a névleges kapacitás 11–12 százalékára esett vissza augusztus elején, ez a villamosenergia-rendszer magas szintű integrációjának köszönhetően nem okozott kiugró emelkedést a villamos energia árában, így nem eredményezett számottevő költségoldali árnyomást.

1.3. Munkaerőpiac

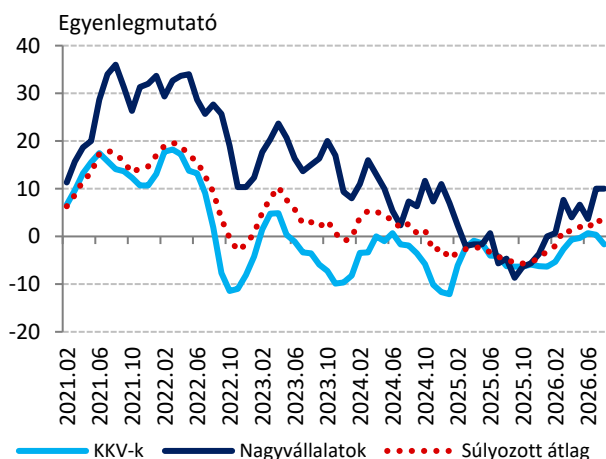
A várt felett alakuló GDP-növekedés ellenére visszafogott maradt a munkakereslet az első félévben. Az élénkülő gazdasági növekedés következtében 2026 második felétől a foglalkoztatottság emelkedésére számítunk, azonban ez a folyamat erősödő demográfiai korlátokba ütközik. Az idei és a jövő évi bérdinamikát a laza munkaerőpiaci kondíciók, a minimálbér-emelések és az inflációs várakozások alakítják. Előrejelzésünkben a versenyszférában a bruttó átlagkereset idén 7,7 százalékkal, 2027-ben 6,9 százalékkal, 2028-ban 6,3 százalékkal nőhet.

1-20. ábra: Az üres álláshelyek számának éves változása a versenyszférában



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

1-21. ábra: A foglalkoztatással kapcsolatos várakozások vállalatméret szerint



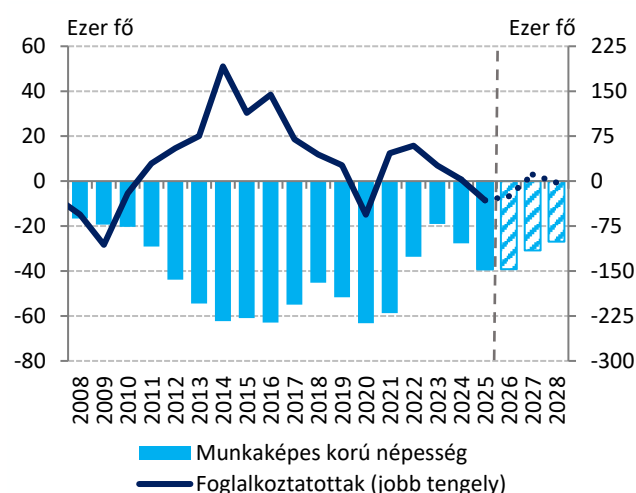
Megjegyzés: Az egyenlegmutató a pozitív és negatív válaszok arányainak különbsége. Három havi mozgóátlagok.
Forrás: MNB-MKIK vállalati konjunktúrafelmérés

A foglalkoztatottság a szezonálisan igazított adatok alapján stabilizálódott az utóbbi hónapokban. A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma a gyenge konjunktúrához való extenzív oldali alkalmazkodás és az egyre erősebben jelentkező demográfiai korlátok következtében 2024 közepe óta csökkent. 2026. május – július átlagában a 15-74 éves foglalkoztatottak száma 29 ezer fővel volt alacsonyabb az előző év azonos időszakához képest, ami 0,6 százalékos mérséklődés éves alapon. Az éves csökkenés mértéke enyhébb az év elején tapasztaltnál (1,4-1,5 százalék), míg a szezonálisan igazított adatok az utóbbi három hónapban inkább stagnálásra utalnak a foglalkoztatottság szintjében.

A versenyszféra üres álláshelyek számának alakulása a munkaerő-kereslet stabilizálódását mutatja, de a munkaerőpiac feszessége nem változott érdemben. 2026 második negyedévében a versenyszféra üres álláshelyeinek száma 7,4 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, míg a szezonálisan igazított adatok alapján nem változott az előző negyedévhez képest (1-20. ábra). 2026 második negyedévében a versenyszféra üres álláshelyek és a munkanélküliek arányával leírható munkaerőpiaci feszesség stagnált, a munkaerőpiac az elmúlt években jelentős mértékben lazult. Az MNB-MKIK augusztusi vállalati konjunktúrafelmérés alapján a vállalatok körében enyhe többségben vannak azok, akik a foglalkoztatottak számának növekedésére számítanak; vállalatméret szerint inkább a nagyvállalatok terveznek létszámbővítést (1-21. ábra).

Előrejelzésünk szerint 2026 második felében újra emelkedhet a foglalkoztatás szintje, ám éves átlagban még 0,5 százalékkal mérséklődhet a foglalkoztatottak száma. Tekintettel az elmúlt években megfigyelhető munkaerő-tartalékolásra, a vállalatoknál még jelentős mozgástér van a meglévő munkaerő intenzívebb felhasználására. Ennek jele lehet a heti átlagos ledolgozott munkaórák alacsony szintje. A munkaerő tartalékolása miatt a foglalkoztatottak számának növekedése a konjunktúra fellendülése mellett is visszafogott maradhat. Emellett a demográfiai adottságok is útját állják a foglalkoztatás érdemi bővülésének (1-22. ábra). 2027-ben 0,2 százalékkal emelkedhet, míg 2028-ban 0,1 százalékkal mérséklődhet a foglalkoztatottság. A 2026. május – júliusi adatok alapján a munkaerőpiaci aktivitás

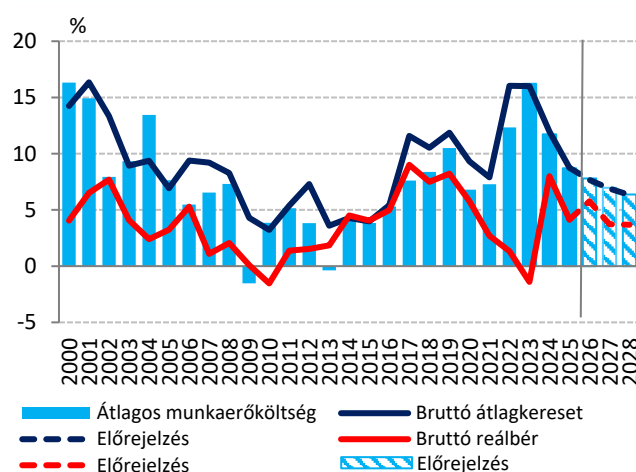
1-22. ábra: A munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása



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

Forrás: Eurostat, KSH, MNB

1-23. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása



Forrás: KSH, MNB

tovább csökkent, a gazdaságilag aktívak száma 0,3 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához képest. Mivel az aktivitás a munkaképes korú népesség csökkenésével párhuzamosan mérséklődik, az aktivitási ráta továbbra is historikusan magas. Az előrejelzési horizonton a demográfiai tényezőkből adódóan folytatódik az aktívak számának csökkenése.

A munkanélküliségi ráta a foglalkoztatás bővülésével párhuzamosan várhatóan mérséklődik. A ráta értéke a szezonálisan igazított adatok alapján 2026. május – július átlagában 4,7 százalék volt. Ez az érték nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony. **Előrejelzésünk szerint a munkanélküliségi ráta idén 4,5 százalék lesz, majd 2027-ben 4,2 százalékra, 2028-ban 4,1 százalékra mérséklődhet.**

A munkaerőpiaci feszesség enyhülésével a bruttó átlagkereset éves dinamikája 2023 óta trendszerűen lassult a versenyszférában. 2026 júliusában a bruttó átlagkereset a versenyszférában 7,4 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, a rendszeres (prémium nélkül számított) bruttó átlagkereset pedig 6,8 százalékkal emelkedett éves alapon. A reálkereset 6,2 százalékkal volt magasabb júliusban az előző év azonos hónapjához képest.

A minimálbér 2026-ban 11 százalékkal (a garantált bérminimum 7 százalékkal) növekedett. A 2024. november 25-én megkötött hároméves minimálbér-megállapodás az aláírása idején előrevetített makrogazdasági paraméterek mentén 2027-re 14 százalékos minimálbéremelést irányzott elő. Tekintettel arra, hogy az előirányzott minimálbéremelés a megállapodás szerint a gazdasági folyamatok tényleges alakulásának függvényében újratárgyalható, így az alapfolyamatokból következő alacsonyabb minimálbér-emeléssel számoltunk. A magas reálbérnövekedés okairól és a minimálbéremelés ebben betöltött szerepéről részletesen írunk az 1-3. keretes írásban. A bérhányad 2024 óta emelkedik, a munkaerőköltségek növekedése a közeljövőben is meghaladhatja a nominális hozzáadott érték növekedését.

A mérsékelt konjunktúrára, a vállalati költségek emelkedésére és az előző évek gyors bérkiáramlására tekintettel a vállalatok a tavalyinál visszafogottabb bérfejlesztéseket valósítottak meg. Előrejelzésünk szerint a mérsékelt bérézési alapfolyamatból és inflációs várakozásokból adódóan a versenyszféra bruttó átlagkereset idén 7,7 százalékkal, 2027-ben 6,9 százalékkal, 2028-ban 6,3 százalékkal nő, ami idén 5,8, 2027-ben és 2028-ban egyaránt 3,7 százalékos reálbér-emelkedést jelent (1-23. ábra). A vállalatok átlagos

munkaerőkölsége 2026-ban 7,8, 2027-ben 7,0, 2028-ban pedig 6,4 százalékkal emelkedhet.

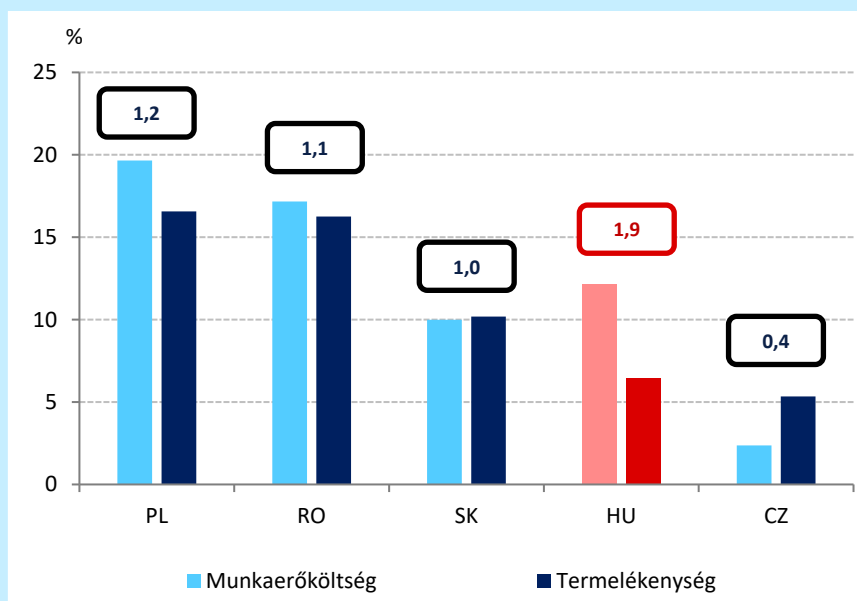
A nemzetgazdasági bérdinamika idei alakulását számottevően befolyásolja a hon- és rendvédelmi dolgozók részére januárban kifizetett hathavi fegyverpénz, valamint az államháztartási szférában végrehajtott ágazati béremelések (pl. pedagógusok, szociális és kulturális szféra, kormánytisztviselők, bíróságok, ügyészségek stb.), amelyek következtében idén a versenyszféránál érdemben magasabb lesz az állami szféra bérdinamikája, 2027-ben pedig a fegyverpénz bázishatása miatt jóval mérsékeltebb. Várakozásunk szerint a nemzetgazdasági bérdinamika idén 9,3 százalékon, 2027-ben 5,8 százalékon, 2028-ban 6,0 százalékon alakulhat, míg a keresetek reálértéke az idei évben 7,3, 2027-ben 2,6, 2028-ban 3,3 százalékkal emelkedhet.

1-3. keretes írás: A magas reálbér-dinamika mögötti tényezők vizsgálata

Az idei év első felében visszafogottabb ütemben folytatódott a bérdinamika lassulása a versenyszférában. A versenyszféra bruttó átlagkereset január és július között 8,1 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, szemben a tavalyi évi 8,8 százalékos, illetve a 2025 második felét jellemző 8,5 százalékos dinamikával. A reálbérek az első hét hónapban 6,3 százalékkal nőttek, ami mintegy másfélszerese a historikus átlagnak.

Az élénk bérdinamikát a gazdasági fundamentumok nem támasztják alá. Az elmúlt években a hazai munkaerőkölség emelkedése elszakadt a termelékenység növekedésétől; a munkaerőkölség növekedési üteme csaknem kétszerese volt a termelékenységének 2020 és 2025 között. Ez meghaladta az uniós átlagot és a régiós országoknál mért arányokat is (1-24. ábra). A munkaerőpiacon jelenleg egyszerre vannak jelen a bérdinamika erősödését és lassulását támogató tényezők, amelyek a keresetek jövő évi alakulására is hatással lehetnek. Ezeket vesszük sorra a keretes írásban, különös tekintettel a minimálberek szerepére.

1-24. ábra: Az egy főre jutó munkaerőköltség és a termelékenység változása, illetve a változás aránya a régiós országok körében 2020 és 2025 között



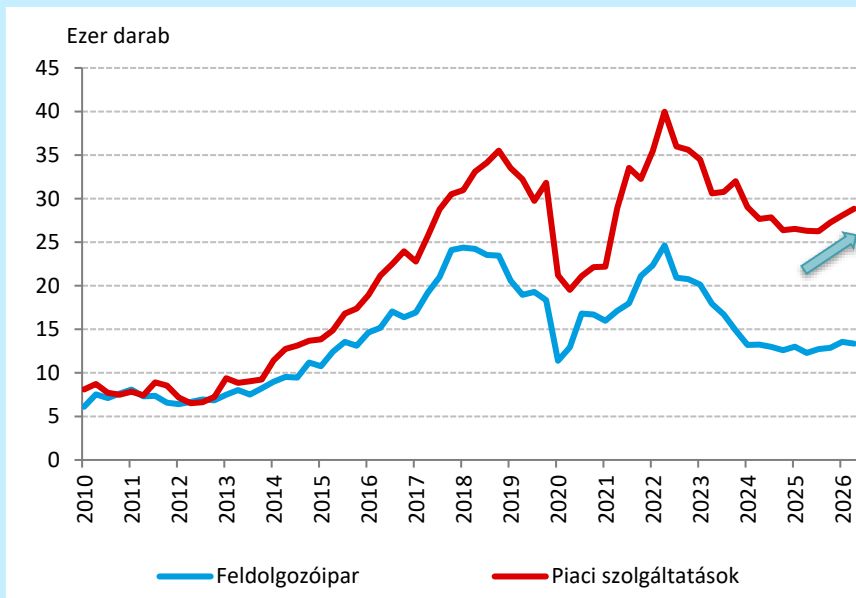
Megjegyzés: Nemzeti számlás adatok, reál mutatók. Az oszlopok felett a munkaerőköltség és a termelékenységnövekedés aránya szerepel.

Forrás: Eurostat, KSH, MNB

A munkaerőpiac ciklikus pozíciója a koronavírus-járványt megelőző időszakhoz képest lazább, ami önmagában visszafogja a keresetek emelkedésének ütemét. A visszafogott reálgazdasági teljesítménnyel összhangban a feszességi mutató 2022. második negyedévi csúcsa óta három éven keresztül csökkent, az utóbbi negyedévekben pedig stagnál. Az üres álláshelyek és a munkanélküliek arányszámaként kifejezett feszesség csökkenéséhez az addicionális munkaerő-kereslet (üres álláshelyek) visszaesése és a munkaerő-kínálat (munkanélküliek száma) emelkedése is hozzájárult, rontva a munkavállalók béralku-pozícióját.

Bár a munkaerőpiac ciklikus pozíciója jelenleg dezinflációs, a gazdasági ciklus fellendülő szakaszában a vállalatok egyre határozottabban fognak a munkaerő kínálati korlátaival szembesülni. A munkaképes korú, 15-74 éves népesség az Eurostat becslései szerint 2030-ig nagyjából évi 55-60 ezer fővel csökken. A kormány által kilátásba helyezett, részben már hatályban lévő intézkedések a Magyarországon alkalmazásban álló külföldiek számának lassú eróziójához vezethetnek, ami középtávon akár 70 ezer főt is kivonhat a magyar munkaerőpiacról. A munkanélküliek száma ugyan 2023 óta 200 ezer fő felett alakul, a munkakeresők egy nagy részének elhelyezkedését a kereslet és a kínálat földrajzi vagy képzettségbeli eltérései (mismatch) akadályozzák. A feszesség növekedésével egyre nagyobb lehet a fluktuáció hatása a bérdinamikára, amikor a munkavállalók magasabb bér reményében váltanak munkahelyet. Az újonnan belépőknek fizetett magasabb bérek a már állományban lévő keresetére is hathatnak. **A fluktuációból eredő bérnyomást felerősítheti az uniós bértranszparenencia-irányelv is, amely a munkavállalók számára megismerhetővé teszi az egyenlő értékű munkát végző munkatársaik kereseti sávját.** A ciklikus pozíció lassú változására utal, hogy a piaci szolgáltatások terén ugyanakkor már az üres álláshelyek enyhe emelkedése tapasztalható (1-25. ábra). A trend tartóssá válása esetén a feszesség újra tényező lehet a bérdinamika erősödésében a piaci szolgáltatások területén.

1-25. ábra: Az üres álláshelyek száma

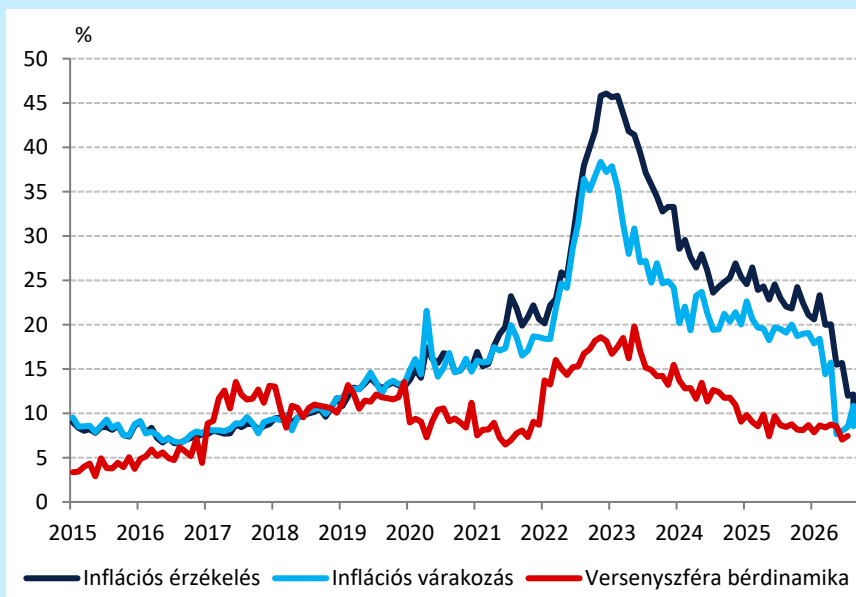


Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH, MNB

A bérdinamikára mérséklőleg hathat az inflációs várakozások tartós csökkenése. A munkavállalók béremelési elvárásaiban az a törekvés is meghatározó, hogy kompenzálják reálkeresetüknek korábban elszenvedett vagy a jövőben várt csökkenését. A lakossági inflációs várakozások az idei béremelésekre vonatkozó tárgyalások időszakában még magasak voltak, ám ez év tavaszán mindkét mutató jelentősen mérséklődött (1-26. ábra). Az inflációs várakozásokban az adatok rendelkezésre állása óta nem volt akkora csökkenés, mint idén májusban, míg az inflációs érzékelés a 2020 előtti, az árstabilitás időszakára jellemző szintre csökkent. A béremeléssel kapcsolatos munkavállalói elvárásokat mérsékelheti, ha az inflációra vonatkozó, előreutató és retrospektív érzékelés is a jelenlegi alacsony szinten stabilizálódik.

1-26. ábra: A lakossági inflációs érzékelés és várakozás alakulása

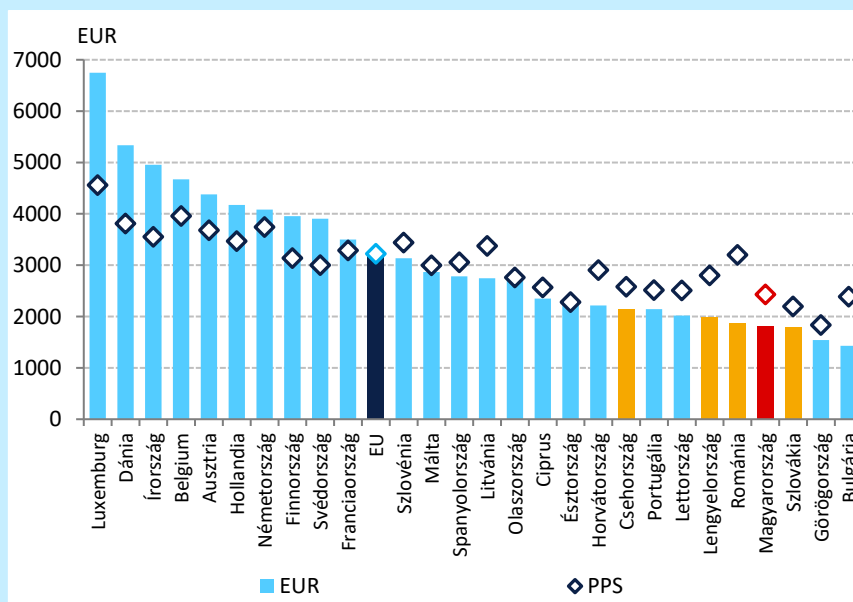


Forrás: GKI, KSH

A munkavállalók béremelési elvárásait továbbra is felfelé hajtja a nemzetközi összehasonlításban még mindig alacsony hazai bérszínvonal. A magyarországi bérek euróban kifejezett értéke még mindig az egyik legalacsonyabb az Európai Unió tagállamai között, Szlovákia kivételével a környező tagállamokétól is elmarad, és vásárlóerő-paritáson is csak két helyezéssel kerül előbbre (1-27. ábra). A bérszint különbségei mellett egyre erősebbé válhat a külföld elszívó hatása a környező

munkaerőpiacokon is jelentkező demográfiai korlátok miatt, illetve az európai konjunktúra várt fellendülésével, ami a magyarországi munkáltatókat is érzékenyvé teszi a munkavállalók bérelvárásaira.

1-27. ábra: Az átlagbérek az uniós tagállamokban



Megjegyzés: Nemzeti számlás adatok, a 2025. III. név. – 2026. II. név. közötti egy évre vonatkozóan, 2025. évi, a háztartások tényleges fogyasztására vonatkozó PPS-súlyokkal kalkulálva. Luxemburg és Hollandia esetén 2025. II. név. – 2026. I. név. közötti adatok.
Forrás: Eurostat, KSH

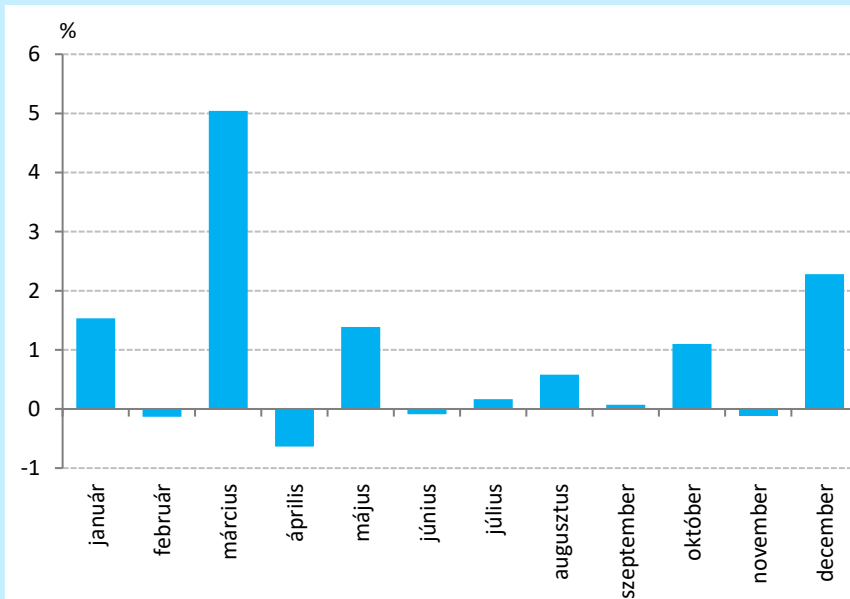
Egy ilyen környezetben kiemelt jelentőséggel bír, hogy a minimálbér és a garantált bérminimum emelése ne szakadjon el az aktuális gazdasági folyamatoktól, és összhangban legyen a termelékenység változásával. A szabályozott bérek a munkavállalók mintegy 15 százalékát érintik közvetlenül. Minimálbért a teljes munkaidőben alkalmazottak mintegy 4, garantált bérminimumot 7 százaléka keres, a kettő között keresőket is figyelembe véve teljes arányuk 15 százalékot tesz ki. A kötelező legkisebb bérek emelése a bértorlódás (a szabályozott béreket keresők keresete megközelítené a nagyobb szaktudással, tapasztalattal rendelkezők bérét) elkerülése miatt a magasabb keresetűeket is érinti, becslésünk szerint az átlagbérig fejthet ki hatást.

A minimálbérről vonatkozó empirikus kutatások szerint a legalacsonyabb kötelező bér emelése hatással lehet a foglalkoztatottságra is. Az 1990-es évekig az alacsony minimálbér volt a gazdaságpolitikai fősodor által kívánatosnak tartott állapot. A közgazdasági gondolkodás bízott a piacok önszabályozó képességében, és ellenezte az állami beavatkozásokat, így a minimálbért is. Utóbbi ugyanis eltérítheti a béreket a piaci egyensúlytól, csökkentve a munkaerőkeresletet, ami alacsonyabb foglalkoztatáshoz, magasabb munkanélküliséghez vezethet. Ahogy halmozódtak az új empirikus eredmények, amelyek nem találtak érdemi negatív, aggregált foglalkoztatási hatást, a szakpolitikai ajánlások is fokozatosan megváltoztak a 2000-es évektől. A javaslatok országonként árnyaltabbá váltak, mivel az újabb álláspont szerint a foglalkoztatási hatás a minimálbér szintjétől és az érintett munkavállalói csoportoktól függ. Ugyanakkor a nemzetközi ajánlások mindvégig hangsúlyozták, hogy a túl magas minimálbér esetén a további emelések növekvő foglalkoztatási kockázatokat hordoznak, különösen az alacsony termelékenységű munkavállalók körében. Nemzetközi becslések szerint ezek a hatások akkor léphetnek fel, ha a minimálbér meghaladja a medián bér 50-60 százalékát. A minimál- és mediánbérek arányát jelző Kaitz-index 2025-ben 53,1, 2026 első hét hónapjában 54,7 százalék volt a hazai versenyszférában (az idei év egészében becslésünk szerint 54 százalék körül alakulhat).

A bérezési alapfolyamatot befolyásoló tényezők hatásáról, azok irányáról és mértékéről csak a jövő év elején nyerhetünk átfogó képet. Az átbérezések Magyarországon erős szezonaritást mutatnak (1-28. ábra). A bérrendezések szempontjából a március tekinthető a legfontosabb hónapnak, amikor a vállalati átbérezések a legjellemzőbbek. Ez főleg az előző üzleti év lezárásához köthető, mivel annak eredménye befolyásolja a vállalat átbérezési mozgásterét. A januári átbérezést főleg a minimálbér és garantált bérminimum emelésének átvezetése határozza meg, míg decemberben nem beütemezett

béremelések okoznak nagyobb átbérezést (bár erre is láthattunk példát 2023-ban a minimálbér-emelés december 1-jei időzítése miatt), hanem inkább az év végéhez kapcsolódó megnövekedett túlóra- és műszakpótlékok és mozgóbérek jelennek meg a rendszeres keresetekben.

1-28. ábra: A rendszeres keresetek átlagos havi változása a versenyszférában



Megjegyzés: A 2017-2025 közötti havi átbérezések átlaga.

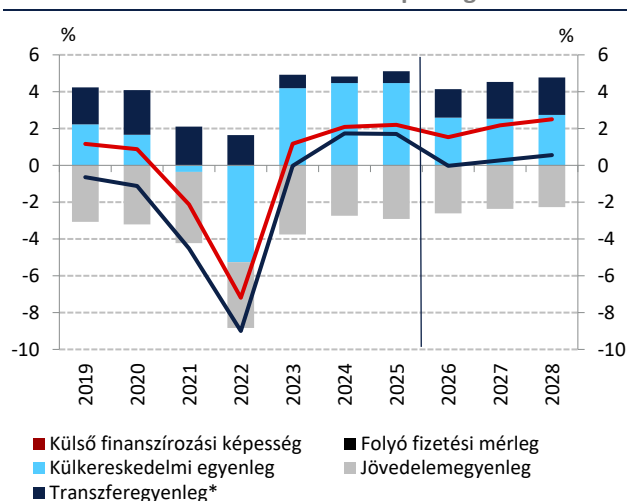
Forrás: KSH, MNB

Össességében a munkaerőpiacon jelenleg egyszerre vannak jelen a bérdinamika erősödését és lassulását támogató tényezők. A tartósan magas bérdinamika irányába mutat a bérelvárások ragadóssága, a környező országokétól elmaradó bérszint, illetve a munkaerőpiac kínálati korlátai és súrlódások. Mérsékeltebb bérnövekedést támogat az inflációs várakozások tartós mérséklődése, illetve az, ha a munkaerőpiaci feszesség alacsonyabb szinten marad. Fontos, hogy a nemzetgazdasági bérdinamikára jelentősen ható minimálbér emelése ne szakadjon el az aktuális gazdasági folyamatoktól, és összhangban legyen a termelékenység változásával.

1.4. Külső egyensúly

2026 júniusára az előzetes havi adatok alapján a folyó fizetési mérleg éves többlete a GDP 0,7 százalékára mérséklődött. Az idei évben a belső kereslet növekedése, az energiaárak emelkedése és az aszály kedvezőtlenül hat a külkereskedelmi mérlegre, így a folyó fizetési mérleg egyenlege a tavalyi többlethez képest mérséklődik, és egyensúlyi szint közelébe kerül. A külkereskedelmi egyenleg 2027-ben nem változik érdemben, majd 2028-ban az energiaárak mérséklődéséhez köthetően emelkedik. A kamategyenleg passzívuma a következő években mérséklődik, így a folyó fizetési mérleg egyenlege 2027-2028-ban enyhe többletet mutat. A külső finanszírozási képesség az előrejelzési horizont végére – az uniós források gyorsabb beáramlása mellett – a GDP 2,5 százaléka körüli szintre emelkedik. A szektorok finanszírozási folyamatai felől, az államháztartási hiány idén átmenetileg megnő, majd jövő évtől mérséklődik, míg a magánszektor megtakarítása továbbra is magasan alakul.

1-29. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



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

Forrás: MNB

1-3. táblázat: A GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg alakulása

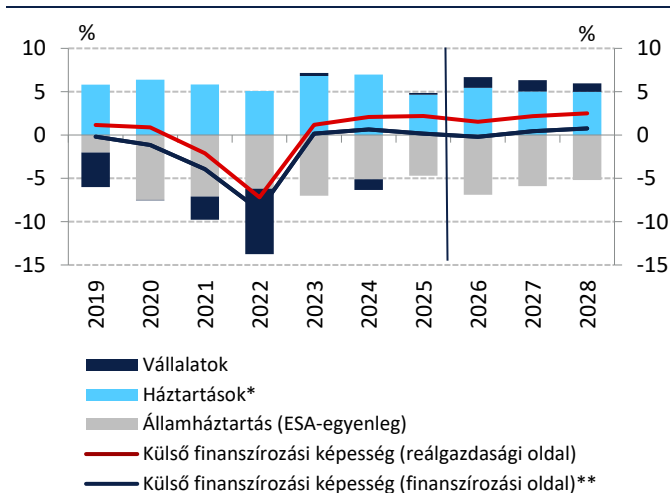
	2025	2026	2027	2028
Áruegyenleg	-0,9	-2,4	-2,6	-2,5
Energiaegyenleg	-2,9	-3,7	-3,9	-3,4
Egyéb	2,1	1,3	1,3	1,0
Szolgáltatasegyenleg	5,3	5,0	5,1	5,2
Külkereskedelmi egyenleg	4,5	2,6	2,5	2,7

Forrás: KSH, MNB

A folyó fizetési mérleg egyenlege idén egyensúly közelében alakulhat, majd 2027-2028-ban enyhe többlet várható (1-29. ábra). A korábbi évek jelentős többlete után 2026-ban az élenkülő fogyasztás, a magas energiaárak és az aszály mellett a folyó fizetési mérleg egyensúly körüli szintre mérséklődik. Az új gyárak termelésének felfutásával az idei első féltől emelkedik az ipari termelés, de az export növekedésének az energián kívüli áruegyenlegre gyakorolt kedvező hatását a következő években ellensúlyozza a növekvő fogyasztás és az élenkülő beruházás importnövelő hatása. Az energiabehozatal értéke idén elsősorban a háborús konfliktusokkal összefüggésben megnő, és a magas energiaárak hatására jövőre is számottevően rontja a külkereskedelmi mérleget (1-3. táblázat). A szolgáltatasegyenleg GDP-arányos többlete az előrejelzési horizonton a turizmusnak köszönhetően enyhén növekedhet. Összességében idén és jövőre a külkereskedelmi többlet csökken, majd 2028-ban az energiaegyenleg hiányának csökkenése révén újra emelkedik. A jövedelemegyenleg passzívuma a hazai hozamfelárak csökkenéséhez kapcsolódó alacsonyabb nettó kamatkidadások miatt idén és a következő években is mérséklődik. Így a folyó fizetési mérleg egyenlege idén egyensúly közelében alakulhat, míg a következő két évben enyhén emelkedő többletet mutat. Az uniós források felhasználásának a növekedése mellett a külső finanszírozási képesség az idén várható GDP-arányos 1,5 százalékról 2028-ra 2,5 százalékra emelkedhet.

A szektorok finanszírozási folyamatai szerint az államháztartás hiánya 2026-ban átmenetileg megnő, miközben a magánszektor nettó pénzügyi megtakarítása emelkedik, és a következő években is magas maradhat (1-30. ábra). Az első negyedévi egyszeri intézkedések, az aszályhoz és az energiakrízishez kapcsolódó kiadások (Havária Alap) és az RRF-hitelmegállapodás eredményszemléletű hiányt növelő nagyobb hatása miatt a költségvetési hiány 2026-ban a GDP 6,9 százalékára emelkedhet, majd 2027-től csökkenő pályára áll. A

1-30. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása



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

Forrás: MNB

háztartások nettó pénzügyi megtakarítása a jelentős állami jövedelemtranszferek és a versenyszféra bruttó átlagkereset közel 8 százalékos emelkedése mellett idén a számottevő mértékű fogyasztásnövekedés ellenére is emelkedik, majd 2027-ben visszatér a 2025-ös szint közelébe. A vállalati szektor finanszírozási pozíciója az előrejelzési horizonton a beruházások gyorsuló növekedése miatt mérséklődhet, de az EU-források felhasználásával összefüggésben továbbra is fennmaradhat.

1.5. Költségvetés

Előrejelzésünk szerint a költségvetési hiány 2026-ban a GDP 6,9 százalékára emelkedhet, majd 2027-től ismét mérséklődő pályára állhat, és 2027-ben 5,9 százalék, 2028-ban pedig 5,2 százalék lehet. Az idei évre a júniusi Inflációs jelentésben publikált 0,4 százalékponttal magasabb hiány főként a Helyreállítási és Ellenállóképességi Eszköz (RRF) hitelforrással finanszírozott programjaihoz köthető. 2027-ben és 2028-ban a minimálnyugdíj összeg 2027 januárjától történő emelésének hatása növeli, a dohánytermékek jövedéki adójának 2026. novemberi emelése csökkenti a hiányprognózist. A 2027. évi költségvetési törvénytervezet elkészítése és Magyarország középtávú költségvetési-strukturális tervének benyújtása a szeptemberi Inflációs jelentés publikálását követően várható, és az azokba foglalt kormányzati tervek érdemben átrajzolhatják a fiskális és a makrogazdasági előrejelzési pályát. Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos bruttó államadósság 2026-ban 77,7 százalékra emelkedhet, majd 2027-től újra csökkenő pályára állhat.

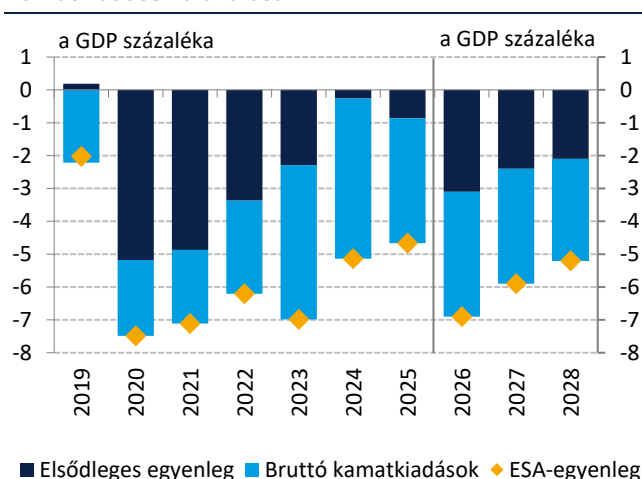
1-4. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

	2025	2026	2027	2028
ESA-egyenleg	-4,7	-6,9	-5,9	-5,2
Elsődleges ESA-egyenleg	-0,9	-3,1	-2,4	-2,1
Bruttó kamatkiadás	3,8	3,8	3,5	3,1

Megjegyzés: A GDP százalékában.

Forrás: KSH, MNB

1-31. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása



Forrás: KSH, MNB

1.5.1. A főbb egyenlegmutatók

Előrejelzésünk szerint a kormányzati szektor eredményszemléletű (ESA) egyenlege 2026-ban 6,9 százalékos, 2027-ben 5,9 százalékos, míg 2028-ban 5,2 százalékos hiányt mutathat a GDP arányában (1-4. táblázat). A tavaly elfogadott 2026. évi költségvetési törvény a GDP 3,7 százalékát elérő hiánycélt tartalmazott. A hiánycél – összhangban az új európai gazdasági kormányzási keretrendszer előírásaival, különös tekintettel az ún. nemzeti mentesítési záradék aktiválására – 2025 novemberében 5 százalékra emelkedett. Az újonnan felálló kormányzat 2026. júliusi várakozása szerint a 2026-ra várható ESA-hiány a GDP 7,5 százalékát érte el, döntően az év eleji magas hiány következtében. Az augusztusban benyújtott költségvetési törvény módosítás a júliusi várakozással egyező, 7,5 százalékos hiánycélt tűzött ki 2026-ra.

Prognózisunkban számolunk a benyújtott 2026. évi költségvetési törvénymódosításban szereplő intézkedésekkel, amelyek idei egyenleghatása közel semleges. 2027-től az idei egyszeri tételek (fegyverpénz, uniós bírósági ítéletek, közszolgálati dolgozók otthontámogatása, védett üzemanyagárhoz kapcsolódó intézkedések, RRF-hitel igénybevétele miatt felmerülő kiadások) GDP 1,6 százalékát elérő kiesésének és a mérséklődő kamatkiadásoknak köszönhetően – szabály alapú kivetítésünk szerint – ismét csökkenő pályára állhat a költségvetési hiány.

Előrejelzésünkben a dohánytermékek jövedéki adójának 2026. novemberi emelésével, a legkisebb nyugdíjak, valamint a megváltozott munkaképességűek ellátásának 2027 januárjától történő megemelésének hatásán felül – az eddig követett gyakorlattal összhangban – csak a már jogszabályokba, kormányhatározatokba foglalt döntésekkel számoltunk, ami mellett a konkrétabb, de még határidővel nem rendelkező intézkedésekkel, valamint a nem konkretizált vállalások költségvetési hatásával egyelőre nem számoltunk.

1-5. táblázat: A júniusi előrejelzéshez viszonyított eltérések

	eltérés a GDP százalékában		
	2026	2027	2028
2026. júniusi előrejelzés	-6,5	-5,4	-4,7
A 2026. évi költségvetési törvénymódosítás intézkedései	0,1	-0,1	-0,1
Szociális intézkedések (iskolakezdési támogatás, vényköteles gyógyszer áfacsökkentés, tüzfát érintő intézkedések)	-0,1	-0,1	-0,1
Kormányzati döntés alapján megvalósult kiadáscsökkentés	0,4	0,0	0,0
Költségvetési szervek befizetési kötelezettsége	0,3	0,0	0,0
Havária Alap felállítása	-0,5	0,0	0,0
Makrogazdasági és egyéb hatások	-0,5	-0,4	-0,4
RRF-hitelforrásból finanszírozott programok nagyobb ESA-hatása	-0,4	0,0	0,0
Dohánytermékek jövedéki adójának emelése	0,0	0,1	0,1
Legkisebb öregségi nyugdíj és megváltozott munkaképességűek ellátásának emelése	0,0	-0,2	-0,2
Kamatkiadás	0,0	-0,2	-0,2
Egyéb (pl. dízeltámogatás, energiakiadás)	-0,1	-0,1	-0,1
Összes egyenleghatás	-0,4	-0,5	-0,5
2026. szeptemberi előrejelzés	-6,9	-5,9	-5,2

Megjegyzés: A pozitív értékek hiánycsökkentő, a negatív értékek hiánynövelő hatást jelentenek, az előző előrejelzéshez képest.

Forrás: MNB számítás

1.5.2. A 2026. évi egyenleg

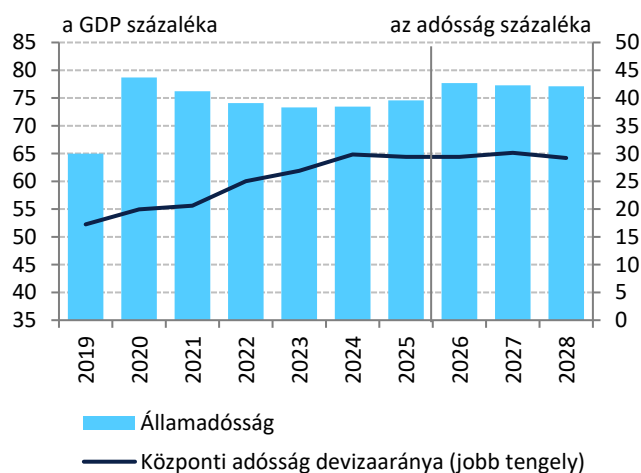
Előrejelzésünk szerint az eredményszámla hiány 2026-ban a GDP 6,9 százalékára emelkedhet (1-31. ábra). A költségvetés központi alrendszerének augusztus végéig halmozott pénzforgalmi hiánya 5169 milliárd forint volt, amely a módosított költségvetésben szereplő 7110 milliárd forintos pénzforgalmi hiánycél 73 százalékát teszi ki. A havi hiányfutas szokásosnál is erősebb év eleji szezonálisához hozzájárultak az állami béremelések, egyszeri bérkiegészítések és nyugdíjkifizetések, a fegyverpénz, valamint a közszolgálati dolgozók otthontámogatása. A május-júliusi időszakban a pénzforgalmi hiány mérséklődését láthattuk. Augusztus hónapban főként az RRF-források megelőlegezésével összefüggésben 2300 milliárd forintot meghaladó pénzforgalmi hiány keletkezett.

Az idei évre a júniusi Inflációs jelentésben publikálnál 0,4 százalékponttal magasabb hiány főként a Helyreállítási és Ellenállóképességi Eszköz (RRF) hitelforrással finanszírozott programjaihoz köthető. Előrejelzésünk számol a 2026. évi költségvetési törvénymódosítás alapján a szociálpolitikai célokat szolgáló intézkedéseknek (iskolakezdési támogatás, vényköteles gyógyszerek áfamentessége, valamint a szociális tüzifaprogram keretösszegének emelése és a tüzifára vonatkozó áfakulcs csökkentés), a költségvetési fejezetek 2026. évi kiadásmegtakarításának és tervezett befizetési kötelezettségének, a Havária Alap felállításának, valamint a dízeltámogatás bevezetésének hatásával. A prognózis figyelembe veszi a dohánytermékek jövedéki adójának 2026. novemberi emelését.

Augusztus folyamán az RRF mérföldkövek teljesítésének érdekében 2187 milliárd forint helyreállítási célú uniós forrás került megelőlegezésre a költségvetésből. Ennek következtében szeptemberben kiküldésre kerülhetnek a kifizetési kérelmek és december folyamán teljesülhet a közel 10 milliárd eurónyi RRF forrás lehívása. A helyreállítási keret feltételeként szabott 27 szupermérföldkő jogállamisággal kapcsolatos részének teljesítésével megnyílik az út a kondicionalitási eljárás keretében zárolt kohéziós források felszabadításának irányába is. Az RRF hitelforrásból finanszírozott programok kiadása júniusi prognózisunkban feltételezethez képest 0,4 százalékponttal nagyobb mértékben, a GDP 0,6 százalékával növelheti a 2026-os eredményszámla hiányt. A kormányzati közlések szerint az ESA-hiányt az MFB részére RRF hitelprogram keretében juttatott tőkeemelés, valamint az IRIS² és az AI Gigafactory finanszírozása összesen közel 600 milliárd forinttal emelik.

Az előző jelentés publikálása óta az idei évre becsült kamatkiadások nem változtak, azaz 3,8 százalékos GDP-arányos kamatkiadás várható 2026-ban.

1-32. ábra: Az államadósság várható alakulása



Forrás: MNB, ÁKK

1.5.3. A 2027. és 2028. évi egyenlegek és az alappályát övező kockázatok

Szabály alapú kivetítésünk alapján 2027-ben 5,9 százalékos, 2028-ban pedig 5,2 százalékos lehet a hiány. Eszerint a kamatkidadások fokozatos csökkenése mellett az elsődleges egyenleg javuló pályára áll. A korábbi évektől eltérően a 2027. évi költségvetési törvénytervezet elkészítése csak a szeptemberi Inflációs jelentés publikálását követően várható, így a következő évre továbbra is szabály alapú kivetítést készítettünk. Jelenleg tehát nem állnak rendelkezésre a jövő évi költségvetési törvény készítésével párhuzamosan bejelentésre kerülő intézkedések és ezek részletei, ezért kivetítésünket bizonytalanságok övezik. A részleteiben kidolgozás alatt álló kormányzati intézkedések más hiánycsökkentési pályát eredményezhetnek, mint a jelenlegi technikai feltételezésünk, és ez érdemben hat a hazai makrogazdasági környezetre is. Emellett a jövő évi költségvetésben majd megvalósításra kerülő intézkedések összetétele szintén érdemi hatással lehet a makrogazdasági folyamatokra. Az adóbevételek és a kiadások dinamikáját a makrogazdasági környezet alakulása számottevően befolyásolja a kitekintési horizonton. Előrejelzésünkben a dohánytermékek jövedéki adójának 2026. novemberi emelésével, a legkisebb nyugdíjak, valamint a megváltozott munkaképességűek ellátásának 2027. januárjától történő megemelésének hatásával számolunk.

1.5.4. Az adósságpálya várható alakulása

Az előzetes adatok alapján 2026 második negyedévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 75,1 százalékos volt. Az adósságráta így 0,5 százalékponttal lett magasabb a 2025. év végi 74,6 százaléknál, ugyanakkor 2,6 százalékponttal alacsonyabb a 2026. első negyedévi 77,7 százalékos értéknél. Az államadósság-ráta második negyedévi csökkenése elsősorban a mérsékelt nettó kibocsátásnak és a devizaadósság ártértékelődésének köszönhető.

Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos bruttó államadósság 2026. év végére 77,7 százalékra emelkedhet a 2025. év végi 74,6 százalékról, amit 2027-ben és 2028-ban mérséklődés követhet (1-32. ábra). Az államadósság emelkedéséhez a júniusban vártnál magasabb pénzforgalmi hiány mellett az állami likvid betétek 2026. végére várható állománynövekedése járul hozzá. A forint-euró árfolyam változása a devizaadósság ártértékelődésén keresztül hatást gyakorol az adósságrátára, így a forint-euró árfolyam 10 forintnyi változása mintegy 0,7 százalékponttal módosítja a GDP-arányos államadósságot. Prognózisunk alapján 2027-től az adósságráta újra csökkenő pályára állhat.

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

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

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

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

² Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

³ A GDP arányában.

⁴ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

⁵ MNB-becslés.

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

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

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

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

³ A GDP arányában.

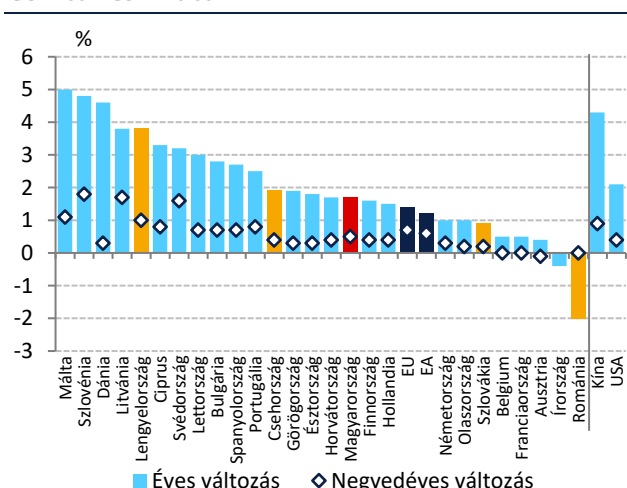
⁴ Az értékek az eurózána várható növekedését mutatják az EKB legfrissebb előrejelzése alapján.

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

2. Az előrejelzést befolyásoló legfontosabb nemzetközi tényezők

A világ meghatározó gazdaságai közül az Egyesült Államokban 2,1 százalékra, Kínában 4,3 százalékra lassult, míg az Európai Unióban 1,4 százalékra, azon belül az eurózónában 1,2 százalékra gyorsult a gazdasági növekedés üteme 2026 második negyedévében. Az infláció az eurózónában nem változott, míg az Egyesült Államokban mérséklődött május és augusztus között. A júliusban ismét eszkalálódó geopolitikai feszültségek következtében újra emelkedtek a világpiaci energiaárak, amelynek hatása az eurózána augusztusi inflációs adataiban már megjelent. Az európai gázárak június és szeptember között 71 százalékkal emelkedtek, az utóbbi hetekben a februári, közel-keleti konfliktus kezdete előtti időszak szintjénél több mint kétszer magasabban alakul a jegyzés. A nemzetközi élelmiszeralapanyag-árakat is áremelkedés jellemezte az elmúlt hónapokban, de az éves bázisú árdinamika összességében továbbra is mérsékelt. A globálisan meghatározó jegybankok közül szeptemberben az EKB és a Fed is 25 bázisponttal emelte irányadó kamatát, így az EKB betéti rátája 2,50 százalékra, míg a Fed irányadó célsávja 3,75-4,00 százalékra emelkedett. Az aktuális piaci árazások alapján mindkét jegybank részéről további kamatemelés várható az idei év végéig. Az idei évi külső keresletre vonatkozó előrejelzésünket a bejövő kedvező adatok ellenére csak enyhén emeltük a szélsőséges időjárás okozta termés kiesés, valamint a geopolitikai feszültségek eszkalációja miatt.

2-1. ábra: A GDP éves és negyedéves változása 2026. második negyedévében az Európai Unió országaiban, az USA-ban és Kínában



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok.

Luxemburg esetében nincs elérhető adat.

Forrás: Eurostat

Nemzetközi makrogazdasági folyamatok

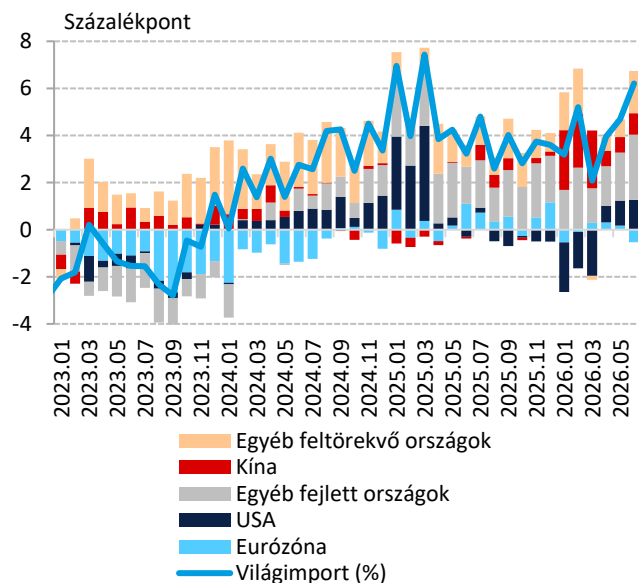
Az Európai Unió gazdasága 1,4 százalékkal, az eurózónaé 1,2 százalékkal bővült 2026 második negyedévében (2-1. ábra). Ezzel a növekedés mindkét esetben gyorsult, és meghaladta az elemzői várakozásokat. Az első negyedévhez képest az EU gazdasága 0,7 százalékkal, az eurózána gazdasága 0,6 százalékkal nőtt. Az éves növekedéshez a készletváltozás kivételével mindegyik fő felhasználás oldali tétel hozzájárult a második negyedévben mindkét esetben.

Hazánk legfontosabb kereskedelmi partnere, Németország a várakozásokat meghaladó, 1,0 százalékos éves alapú növekedést regisztrált a második negyedévben. A régiós országok közül Lengyelországban 3,8, Csehországban 1,9, Szlovákiában pedig 0,9 százalékkal nőtt a gazdaság. Romániában 2,0 százalékos visszaesést mutatott az éves alapú GDP (2-1. ábra).

Az Egyesült Államokban és Kínában egyaránt lassult a gazdasági növekedés üteme 2026 második negyedévében. Az USA-ban 2,1, Kínában 4,3 százalékkal emelkedett a GDP az előző év azonos időszakához viszonyítva (2-1. ábra). Az USA-ban a fogyasztás és a beruházások, míg Kínában az export volt a növekedés fő támasza. Az előző negyedévhez képest az amerikai gazdaság 0,4, a kínai 0,9 százalékkal bővült.

Az elmúlt hónapokban a világkereskedelem és a világ ipari termelése tovább bővült éves alapon. A globális import növekedése a kínai behozatal emelkedése mellett az egyéb fejlett és egyéb feltörekvő országok, illetve az Egyesült Államok aktivitásához kötődött (2-2. ábra).

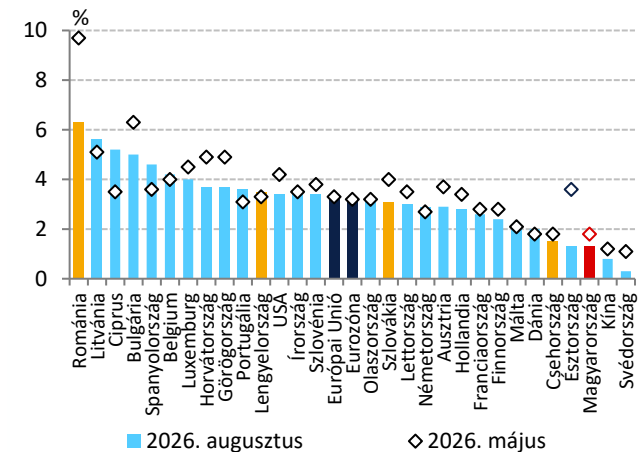
2-2. ábra: Az áruimport éves változása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: CPB

2-3. ábra: A nemzetközi inflációs környezet alakulása



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

Forrás: Eurostat, Trading Economics, nemzeti statisztikai hivatalok

Az eurózána inflációja júniusban és júliusban átmenetileg mérséklődött, majd augusztusra ismét a májusi szintre, 3,2 százalékra emelkedett (2-3. ábra). A magasabb árdinamikát az iráni konfliktus eszkalálódásával emelkedő olaj- és üzemanyagárak okozták: az üzemanyagok inflációja a májusi 22,7 százalékról átmeneti mérséklődést követően augusztusra 25,9 százalékra emelkedett. A háztartási energiaárak inflációja szintén nőtt a májusi 1,3 százalékról augusztusra 4,9 százalékra. Az energiaárak hatását az élelmiszerek és szolgáltatások éves árdinamikájának május és augusztus között mérséklődése ellensúlyozta. A maginfláció augusztusban 2,4 százalékon alakult, ami kismértékű csökkenést jelent a májusi 2,6 százalékhöz képest. Enyhén az elemzői várakozások alatt, 3,2 százalékon alakult az eurózána inflációja.

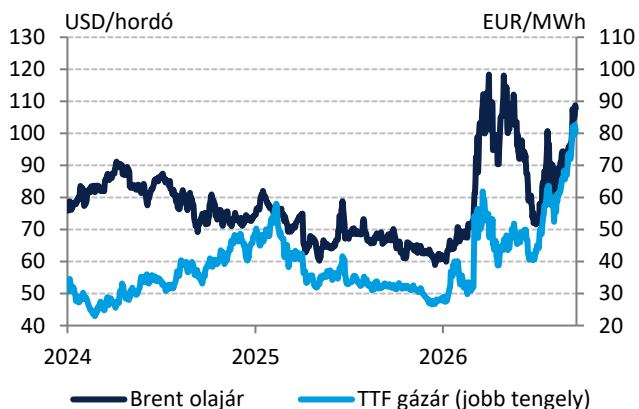
A régiós országok inflációja továbbra is széles sávban szóródik. Májusról augusztusra Lengyelország kivételével minden régiós országban csökkent az áremelkedés üteme az Eurostat harmonizált adatai alapján (2-3. ábra). A legmagasabb inflációt Romániában mérték (6,3 százalék), amit a régióban Lengyelország (3,5 százalék), Szlovákia (3,1 százalék) és Csehország követett (1,5 százalék).

Az infláció az Egyesült Államokban 3,4 százalék volt augusztusban, ami 0,8 százalékpontos mérséklődés május óta. Az alacsonyabb árdinamikát legnagyobb részben az üzemanyagárak korrekciója, részben pedig az alacsonyabb maginfláció magyarázta. A maginfláció a májusi 2,9 százalékról augusztusra 2,4 százalékra csökkent. Kínában 0,8 százalékkal nőttek a fogyasztói árak éves összevetésben az augusztusi adatok alapján (2-3. ábra).

A júliusban ismét eszkalálódó iráni konfliktus következtében újra emelkedtek a világszerte energiaárak. A Brent típusú olaj jegyzése széles sávban mozgott az elmúlt hónapokban. Az Egyesült Államok és Irán közötti megállapodás eredményeként június 17-től ismét átmenetileg megindult a tankerhajó-forgalom a Hormuzi-szoroson keresztül, amely június végére 75 dollár alá mérsékelte a Brent nyersolaj hordónkénti árát. Július elején ugyanakkor az újra eszkalálódó konfliktus az árak élénk emelkedését eredményezte, szeptember első felében magas volatilitás mellett 90-110 dollár/hordó között ingadozott az olajár a konfliktussal kapcsolatos hírek függvényében (2-4. ábra). A kínai szűkössége jelentősen megemelte a finomítói árakat, és ezen keresztül a finomított termékek, különösen a dízel és a kerozin árát Európában.

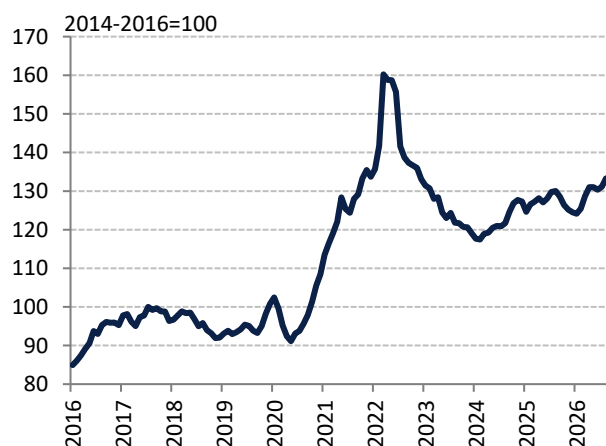
Az európai gázárak a júniusi feltevéseinknél magasabban, hároméves csúcson alakultak. A gázárakat is elsősorban az amerikai-iráni konfliktus fejleményei mozgatják. A konfliktus enyhülése nyomán június végére 40 EUR/MWh közeli szintig

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



Forrás: Bloomberg

2-5. ábra: A világtáplási élelmiszerárak alakulása



Forrás: FAO

mérséklődött az európai TTF gázár, majd az újbóli eszkaláció 80 EUR/MWh fölé emelte az árakat szeptemberben. (2-4. ábra). Az európai tárolók alacsony töltöttsége is hozzájárult az árak emelkedéséhez. Németországban is több mint tízéves mélypontra, 54,8 százalékon volt a gáztárolók átlagos töltöttsége szeptember első felében, ami jelentősen elmarad a 2021-2025 közötti időszak 83,6 százalékos átlagos szeptemberi szintjétől.

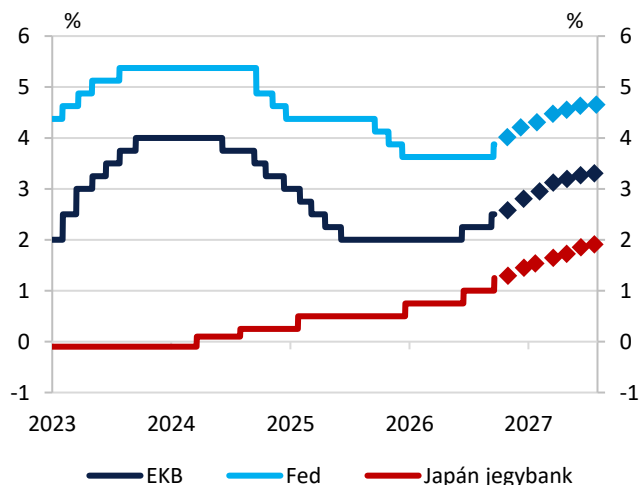
A világtáplási élelmiszerárak enyhén, 2,5 százalékkal emelkedtek éves alapon (2-5. ábra). Az előző hónaphoz viszonyítva augusztusban 1,9 százalékkal emelkedtek az árak, amit a gabona és a cukor áremelkedése okozott. A gabona világtáplási árának emelkedéséhez (+2,2 százalék) az orosz-ukrán háború következtében akadozó fekete-tengeri búzaexport mellett a jelentős gabonatermelő vidékeken tapasztalt hőhullámok várható terméshezjárásra gyakorolt kedvezőtlen hatása és az erős kereslet is hozzájárult. A cukor ára jelentős mértékben (+11,9 százalék) emelkedett a kedvezőtlen európai időjárás, valamint az El Niño ázsiai termésvárakozásokat mérséklő hatása következtében. A határidős jegyzésárak alapján a búza és a kukorica árvárakozásai egyaránt emelkedtek a júniusi fordulóhoz képest. Az 1-2. keretes írás részletesen foglalkozik az aszályos időjárás árakra gyakorolt hatásával.

Az EKB júniusban 25 bázisponttal, 2,25 százalékra emelte az irányadó betéti rátáját, majd júliusban változatlan szinten tartotta, szeptemberben pedig újabb 25 bázispontos emelésről döntött, így a betéti ráta 2,50 százalékra emelkedett (2-6. ábra). A jegybank kommunikációja alapján az infláció a korábban vártnál hosszabb ideig maradhat jelentősen a 2 százalékos cél felett. A Kormányzótanács továbbra is adatfüggő, ülésről ülésre történő megközelítést alkalmaz, és nem kötelezi el magát előre egy meghatározott kamatpálya mellett.

A régiós jegybankok nem változtattak a monetáris kondíciókon az elmúlt hónapokban (2-7. ábra). A lengyel és a cseh jegybank irányadó rátája így változatlanul 3,75 százalék, míg a román jegybanki alapkamat mértéke továbbra is 6,5 százalékos szinten alakul.

A Fed júliusi kamatdöntő ülésén 3,5-3,75 százalékra tartotta az irányadó ráta célsávját, majd szeptemberben 25 bázisponttal 3,75-4,00 százalékra emelte (2-6. ábra). A jegybank közleménye szerint az infláció továbbra is magas, és a legfrissebb előrejelzés alapján a döntéshozók már csak 2029-re várják az infláció 2 százalékos jegybanki célra való visszatérését. A jegybankelnök ugyanakkor jelezte, hogy a Fed továbbra is elkötelezett a 2 százalékos inflációs cél elérése mellett. A japán jegybank a júniusi 25 bázispontos kamatemelést követően júliusban nem módosított az

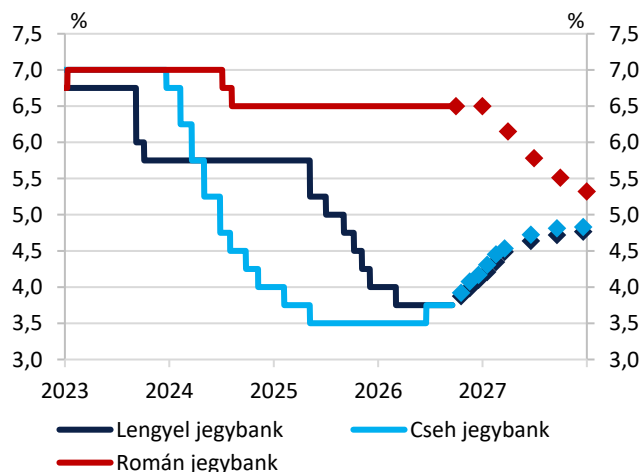
2-6. ábra: Globálisan meghatározó jegybankok irányadó rátáinak alakulása



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

Forrás: Bloomberg

2-7. ábra: Régiós jegybankok irányadó rátáinak alakulása



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

Forrás: Bloomberg

irányadó ráta mértékén, majd szeptemberben 25 bázisponttal 1,25 százalékra emelte azt.

Nemzetközi makrogazdasági kilátások

A júniusi Inflációs jelentés óta a geopolitikai konfliktusok újra eszkalálódtak, emellett a szélsőséges időjárás is negatív kockázatot jelent a növekedésre. Augusztusban az Egyesült Államok szigorú pénzügyi szankciókat jelentett be Irán ellen, hogy elvágja annak gazdasági kapcsolatait, amire Irán válaszlépéseket ígért. A konfliktus további elhúzódása külpiacaink növekedésére lefelé mutató kockázatot jelent. A kereskedelmi bizonytalanságot mérő index stagnált az elmúlt időszakban, ugyanakkor továbbra is a vámháború kezdete előtti szint felett alakult. Júliusban a korábbi vámok pótlására 80 országot, köztük az Európai Unió országait sújtotta büntetővámokkal az Egyesült Államok. A szélsőséges európai időjárás a mezőgazdaság, az energetika és a logisztika csatornáján keresztül negatív kockázatot jelent a növekedésre. Az 1-2. keretes írás részletesen foglalkozik az aszályos időjárás növekedésre gyakorolt hatásával.

Az idei évi külső keresletre vonatkozó előrejelzésünket a bejövő kedvező adatok ellenére csak enyhén emeltük a negatív kockázatok miatt. Az exportpartnerek növekedésére vonatkozó elemzői prognózisok összességében enyhén emelkedtek az idei évre a júniusi várakozáshoz képest (2-1. táblázat). Az Európai Központi Bank szeptemberi várakozása szerint az eurózóna GDP-növekedése 2026-ban 0,9 százalékon, 2027-ben 1,4 százalékon alakulhat. A vártnál kedvezőbb 2026. második negyedéves adatok ellenére az idei külső kereslet előrejelzésünkön csak enyhén, 0,1 százalékponttal emeltünk, mivel az idei növekedést kockázatok övezik a szélsőséges időjárás negatív gazdasági hatásai és az iráni konfliktus esetleges elhúzódása miatt.

A német gazdaság 2026-os kilátásai 0,4 százalékponttal javultak a legfrissebb elemzések szerint az elmúlt negyedév során. A jelenlegi üzleti helyzet és az üzleti várakozások is emelkedtek a német Ifo hangulatindex alapján az elmúlt hónapokban. A német rendelésállományok tovább emelkedtek a feldolgozóiparban, ami hozzájárulhatott az export bővüléséhez. Németország exportja jelentős ütemben, 3,5 százalékkal bővült 2026 második negyedévében, míg az elemzői várakozások szerint a német iparban az év második felében érkezet fordulat. A német GDP idei növekedésére vonatkozó elemzői várakozások 1,0 százalékra emelkedtek szeptemberben, ami 0,4 százalékponttal haladja meg a júniusi elemzői várakozást. Az IMF 0,7, az IFO 1,4 százalékos növekedést vár az idei évre.

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

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

Megjegyzés: Az országok neve mellett zárójelben a hazai termékexportban betöltött súly szerepel, 2025-ös adatok alapján. A várakozások a 2026.09.17-i adatzárási határidő napján elérhető adatok alapján.

Forrás: Bloomberg

Az USA-ban és Kínában is változatlan maradt a piaci elemzők idei évre vonatkozó növekedési várakozása. Az Egyesült Államokban 2,1 százalékos, Kínában pedig 4,6 százalékos GDP-növekedést várnak a piaci elemzők 2026-ra. A jövő évre az USA-ban 2,1 százalékos, Kínában pedig 4,4 százalékos bővülést prognosztizálnak (2-1. táblázat).

A határidős jegyzésárak alapján az olaj és gázárak a következő hónapokban is magas szinten maradhatnak. A jelenlegi piaci árazások alapján a Brent olajár 2026 végéig 100 dollár felett, majd 2027-ben átlagosan 85 dollár körül alakulhat hordónként. Az európai gázárak jövő év tavaszáig a jelenlegi 76-80 euró/MWh árszint közelében maradhatnak, és 2027 második negyedévéig várható érdemi árkorrekció.

Az Európai Központi Bank legfrissebb, szeptemberi várakozása szerint az eurózóna inflációja idén 3,0 százalékon alakulhat, ami megegyezik a júniusi előrejelzéssel. Az intézmény a jövő évi inflációt 0,2 százalékponttal emelte, így az 2,5 százalékos lehet 2027-ben. 2028-ban 2,1 százalékon alakulhat az áremelkedési ütem.

A piaci árazások alapján az EKB az idei év végéig tovább szigoríthatja a kamatkondíciókat (2-6. ábra). A román jegybank az elemzői várakozások alapján idén változatlan szinten tarthatja irányadó rátáját, míg a lengyel és a cseh jegybank esetében egy 25 bázispontos kamatemelés van beárzva a piaci szereplők részéről (2-7. ábra).

A Fed esetében egy 25 bázispontos kamatemelés várható az idei év végéig (2-6. ábra). A japán jegybank esetében az idei év végéig nagy valószínűséggel egy további kamatemelést áraz a piac.

2-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2026		2027		2028		Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	2026	2027	2028
EUR/USD	1,171	1,160	1,173	1,154	1,173	1,154	-0,9%	-1,6%	-1,6%
Olajár (USD/hordó)	82,7	92,8	74,3	84,9	72,6	76,0	12,2%	14,3%	4,6%
Gázár (EUR/MWh)	41,7	57,6	34,4	59,4	28,3	36,5	38,1%	72,7%	29,1%
Eurózóna inflációja (%)	3,0	3,0	2,3	2,5	2,0	2,1	0,0 szp.	0,2 szp.	0,1 szp.
Eurózóna növekedése (%)	0,8	0,9	1,2	1,4	1,5	1,5	0,1 szp.	0,2 szp.	0,0 szp.
Feltevőpiacaink növekedése* (%)	1,2	1,3	1,9	1,8	1,9	1,9	0,1 szp.	-0,1 szp.	0,0 szp.

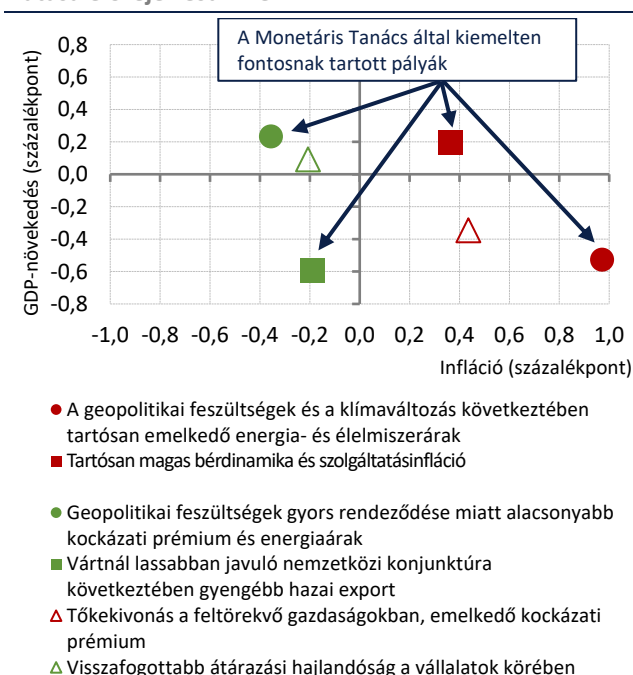
Megjegyzés: Olajárak esetén éves átlag. *21 legfontosabb exportpartnerünk növekedési üteme az exportból vett részaránnyal súlyozva. Az előrejelzéseink elkészítésekor a 2026. szeptember 17-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

Forrás: Bloomberg, Consensus Economics, MNB, EKB

3. Alternatív forgatókönyvek hatása az előrejelzésre

A Monetáris Tanács a szeptemberi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül négy alternatív kockázati forgatókönyvet emelt ki. Az alappályánál magasabb inflációs pályával számoló két alternatív scenárió szigorúbb, míg az alacsonyabb árdinamikát feltételező kettő forgatókönyv lazább monetáris kondíciókat indokol. A geopolitikai feszültségek és a klímaváltozás következtében tartósan emelkedő energia- és élelmiszerárakat feltételező alternatív pálya magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával van összhangban. A tartósan magas bérdinamikával és szolgáltatásinflációval számoló forgatókönyv magasabb inflációs és növekedési pályával konzisztens. A geopolitikai feszültségek gyors rendeződése miatt alacsonyabb kockázati prémiumot és energiaárakat valószínűsítő forgatókönyv alacsonyabb inflációs és magasabb növekedési pályával van összhangban. A vártnál lassabban javuló nemzetközi konjunktúra következtében gyengébb hazai exporttal számoló forgatókönyv alacsonyabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával konzisztens. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scenárióként a feltörekvő gazdaságokból történő tőkekivonást és a kockázati prémium emelkedését, valamint a vállalatok körében visszafogottabb átárazási hajlandóságot feltételező forgatókönyveket tárgyalta.

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



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

Forrás: MNB

A geopolitikai feszültségek és a klímaváltozás következtében tartósan emelkedő energia- és élelmiszerárak

A globális energiaárak alakulását az iráni konfliktussal kapcsolatos bizonytalanság alapvetően meghatározza. A Brent olaj világpiaci ára volatilis és szeptember közepére újból 100 dollár fölé, a holland TTF gáz ára pedig a június közepi 40 EUR/MWh szintről a 80-as szintre emelkedett.

Az ideai aszályhelyzet Európában kevésbé volt kiterjedt, mint 2022-ben, ugyanakkor az aszály következményeként az elmúlt időszakban többek között a Rajna alacsony vízállása miatt léptek fel folyami szállítási nehézségek. A mezőgazdaság szempontjából meghatározó műtrágya-alapanyagok áralakulására a közel-keleti konfliktus fennállása továbbra is kockázatot jelent.

A klímaváltozás és a geopolitikai feszültségekből fakadó tartós árhatások következtében a gazdasági szereplők inflációs várakozása emelkedhet. Az energia- és az élelmiszerpiacon megvalósuló tartós áremelő hatások mellett magas a kockázata a lakossági inflációs várakozások emelkedésének, egyben a másodkörös inflációs hatások fellépésének.

Alternatív pályánkban az elhúzódó geopolitikai konfliktus mellett a klímaváltozáshoz köthető szélsőséges időjárási viszonyok a lakossági inflációs várakozásokon keresztül másodkörös inflációs hatásokkal járnak. A forgatókönyv megvalósulása esetén magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pálya valósul meg, amivel az alappályához képest szigorúbb monetáris kondíciók válhatnak indokolttá.

Tartósan magas bérdinamika és szolgáltatásinfláció

A bérdinamika magas szinten ragadása a munkaintenzív szolgáltatások inflációját növelheti. A piaci szolgáltatások inflációjának mérséklődése elhúzódó folyamat: augusztusban a szektorban a havi árváltozás mértéke meghaladta a 2017-2020-as, árstabilitási időszak árazási mintázatait. A hazai bérdinamika továbbra is a legmagasabb a régiós országok körében.

Munkavállalói oldalról a tartósan alacsony inflációs folyamatok és a mérséklődő inflációs várakozások mellett a korábbinál mérsékeltebb bérigények fogalmazódhatnak meg. Ezt támogatja a jegybank új inflációs céljának várakozásokat orientáló szerepe is. Ugyanakkor az átlagbérek EU-s összevetésben továbbra is alacsony szintje magasabb bérelvárásokhoz vezethet, különösen az elérhetőbb külföldi alternatívákkal rendelkező munkakörökben.

Alternatív pályánkban a bérek az alappályában feltételezettnél gyorsabban emelkednek, ami a piaci szolgáltatások árának növekedésében is megjelenik. A forgatókönyv magasabb inflációs és növekedési pályával, illetve szigorúbb monetáris kondíciókkal áll összhangban.

Geopolitikai feszültségek gyors rendeződése miatt alacsonyabb kockázati prémium és energiaárak

A közel-keleti konfliktus lezárását továbbra is bizonytalanság övezi. A júniusi fegyverszünet megkötése ellenére az iráni konfliktus újból kiéleződött. A Brent olaj világpiaci ára és a holland TTF gáz ára nagy volatilitás mellett összességében jelentősen emelkedett az elmúlt hónapok során, ugyanakkor mind az OPEC országok, mind Kína készleteik mérséklésével egyelőre tompítják az energiahordozó-kínálat kieésének hatásait.

A globális befektetői hangulat összességében javult az elmúlt hónapokban, a kockázati mutatók nem változtak érdemben. Az amerikai S&P tőzsdeindex történelmi csúcsokon alakul, ebben jelentős szerepe van a mesterséges intelligenciához kötődő befektetéseknek. Ugyanakkor kiemelt figyelmet érdemelnek az AI-beruházások megtérülésével és finanszírozásával kapcsolatos, időnként felerősödő befektetői aggodalmak.

A hazai eszközök kockázati felára a változékonny nemzetközi környezetben is stabil maradt. A forint árfolyama volatilis, de az év eleji szintnél továbbra is érdemben erősebb. Előretekintve, a hazai kockázati megítélést a költségvetési pályára és az euróbevezetésre vonatkozó várakozások, illetve a külső piaci környezet befolyásolja leginkább.

Alternatív pályánkban a geopolitikai feszültségek gyors oldódásával számolunk. A közel-keleti konfliktus deeszkalációja mérsékelheti az energiaárakat, és a nemzetközi pénzügyi piaci kockázatkerülés enyhülésével a régió kockázati megítélésének javulásához vezethet. Hasonló dinamikák bontakoztak ki a júniusi fegyverszünethez kapcsolódóan is. Emellett az alacsonyabb külső költségkörnyezet hatására a külső egyensúly is javul hazánkban. A forgatókönyv megvalósulása az alappályához képest alacsonyabb inflációs, magasabb növekedési pályával és lazább monetáris kondíciókkal konzisztens.

Vártnál lassabban javuló nemzetközi konjunktúra következtében gyengébb hazai export

2026 második negyedében az eurózána GDP növekedése meghaladta a várakozásokat. Ugyanakkor előretekintve a szélsőséges időjárás, valamint a kereskedelmi és geopolitikai feszültségek a mezőgazdaság, az energetikai és a logisztikai csatornákon keresztül visszafoghatják az európai növekedést.

A hazai ipari termelés idei évben mutatott növekedéséhez képest a német ipar mérsékelt bővülése látszik. Németországban a második negyedévben sem javult érdemben az ipar kapacitáskihasználtsága, szemben a magyar és a cseh emelkedéssel. Ugyanakkor a rendelésállomány a német feldolgozó- és autóiparban is bővülést mutat. Elemzői várakozások alapján a német iparban fordulatot az idei év második felének adatai hozhatnak.

Bár a hazai és az európai ipari folyamatokban szétnyílás figyelhető meg, az európai autóipar teljesítménye meghatározó marad a hazai középtávú növekedési kilátások szempontjából. A nagy európai autógyártók piaci részesedése júniusban stagnált vagy mérséklődött az egy évvel korábbihoz képest, miközben a kínai autógyártók térnyerése folytatódott. Európában dinamikus nő az elektromos autók részaránya a belső égésű motorral rendelkezőkével szemben. Magyarországon az elektromos autók gyártása felfutóban van.

Az alternatív kockázati forgatókönyv az Európai Unió és Németország alacsonyabb növekedésével számol. Külpiacaink visszafogott teljesítménye a külső kereslet mérséklődésén keresztül rontja a hazai exportteljesítményt, így a GDP-növekedés lassulásának irányába hat. Mindezek mellett az alacsonyabb külső inflációból fakadóan az alappályához képest alacsonyabb hazai inflációs pálya valósul meg, ami lazább monetáris kondíciókkal áll összhangban.

További kockázatok

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

A feltörekvő gazdaságokban tőkekivonással és emelkedő kockázati prémiummal számoló kockázati forgatókönyvben a kockázatkerülés nemzetközi felerősödéséből fakadó árfolyamgyengülés inflációs nyomáshoz vezet. A forgatókönyv az alappályához képest magasabb inflációs, alacsonyabb növekedési pályával és szigorúbb monetáris kondíciókkal konzisztens.

A vállalatok körében visszafogottabb átárazási hajlandóságot feltételező alternatív pályában különösen a ritkán és visszatekintő módon árazó szereplők csökkentik átárazási hajlandóságukat. A forgatókönyv alacsonyabb inflációs és némileg magasabb növekedési pályával, valamint lazább monetáris kondíciókkal van összhangban.

4. Kiemelt téma

4.1. Az inflációs cél csökkentésének háttere

Inflációs célkövető jegybankként a Magyar Nemzeti Bank (MNB) a globális és hazai makrogazdasági folyamatok, valamint a hosszú távú stratégia mentén rendszeres időközönként felülvizsgálja monetáris politikai keretrendszerét. A nemzetközi tapasztalatok alapján a célkövetési keretrendszer elemeinek konvergenciája figyelhető meg, így a célmutató, a rugalmasság (toleranciasáv), a monetáris politikai horizont, valamint a mandátum esetében is. Ugyanakkor az inflációs cél tekintetében – részben a gazdasági fejlettségtől függően – jobban eltér a jegybankok gyakorlata. Az MNB inflációs célkövetési keretrendszerének főbb elemei összhangban vannak a nemzetközi legjobb gyakorlatokkal, ugyanakkor az inflációs cél szintje magasabb mind az euróövezetet, mind a régiót tekintve. Ennek fényében a folyamat középpontjában a középtávú inflációs cél felülvizsgálata állt.

Az inflációs cél felülvizsgálata során a Monetáris Tanács részletesen megvizsgálta a nominális- és reálgazdasági konvergencia helyzetét, a nemzetközi gyakorlatot és ezek mentén a hazai gazdaság számára megfelelő inflációs cél szintjét. Ezek alapján arról döntött, hogy a jegybank középtávú inflációs célját 2028. január 1-jétől, a monetáris politikai horizonton 2,5 százalékban határozza meg, az inflációs cél körüli szimmetrikus, ± 1 százalékpontos toleranciasávot változatlanul fenntartva.

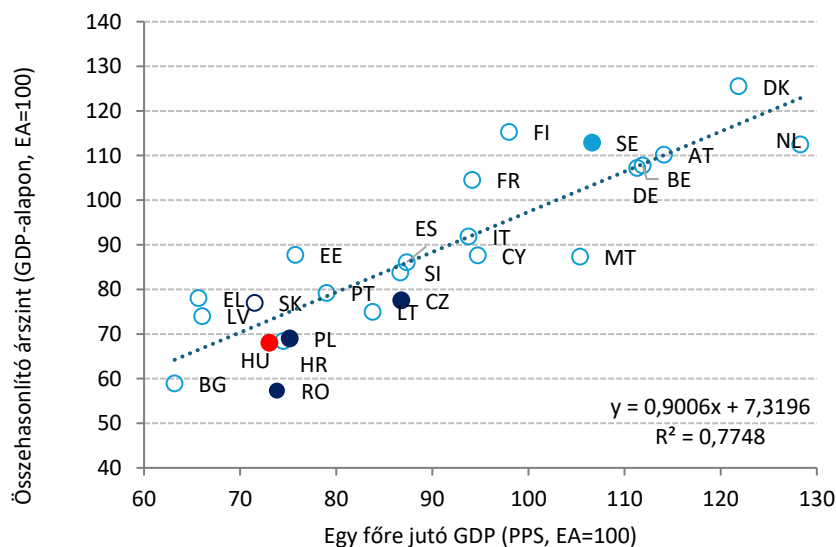
Jelen elemzés bemutatja a döntés hátterét, és összefoglalja az inflációs cél felülvizsgálatát megalapozó fő elemzési szempontokat és eredményeket.

4.1.1. Az inflációs cél meghatározásának makrogazdasági szempontjai

Az inflációs célkövető jegybankok gyakorlatában az árstabilitás egy alacsony, de pozitív inflációs ráta fenntartását jelenti. A fogyasztói árak mérsékelt, kiszámítható ütemű emelkedése minimalizálja az infláció jóléti költségeit, miközben segíti az alkalmazkodást a nominális ár- és bérmereségek okozta torzításokhoz, valamint mozgásteret biztosít a monetáris politika számára a nominális kamatok zero alsó korlátjával és a deflációs kockázatokkal szemben. A fejlett országok jegybankjai ennek megfelelően jellemzően 2 százalékos, vagy ahhoz közeli inflációs célt követnek.

Az inflációs cél szintje részben tükrözi az adott gazdaság fejlettségét. A gazdaságok fejlettsége és árszínvonala között pozitív kapcsolat azonosítható (Penn-hatás), amely az Európai Unió tagállamaiban is megfigyelhető (4-1. ábra). A reálgazdasági felzárkózás árszínkonvergenciát (reálfelértékelődést) eredményez, azaz a feltörekvő országok árszínvonala fokozatosan közelít a fejlett országokban tapasztalható magasabb árszínvonalhoz. A feltörekvő gazdaságok árfelzárkózásának egyik fontos csatornája lehet a magasabb infláció, így jegybankjaik gyakran a fejlett gazdaságokra jellemző 2 százalékos vagy ahhoz közeli céloknál némileg magasabb inflációs célokat követnek.

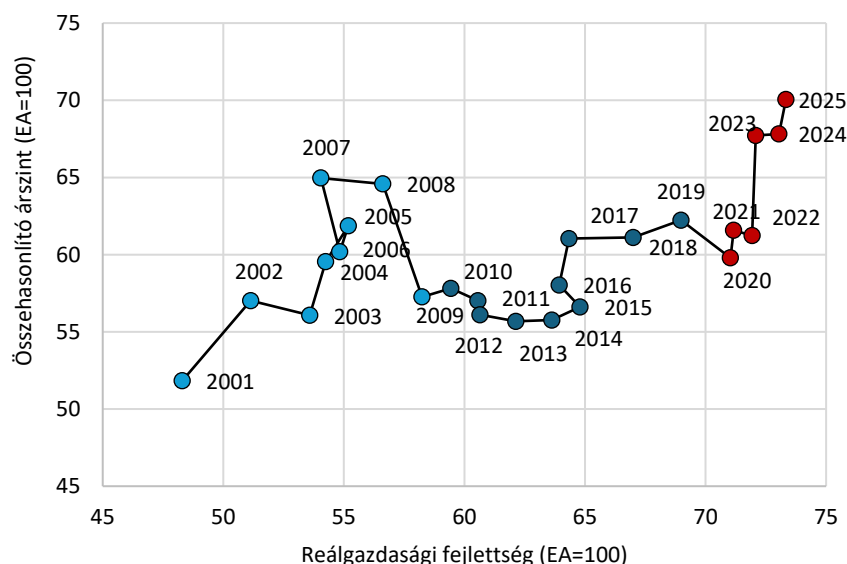
4-1. ábra: Összehasonlító árszint a relatív fejlettség függvényében (2024)



Megjegyzés: Üres karikával az eurót használó vagy az euróhoz rögzített árfolyamú országokat jelöltük. Sötétkéssel a régió, pirossal Magyarország jelölve. Forrás: Eurostat, MNB

Az elmúlt évtizedekben a hazai árszint érdemben közeledett az euróövezet átlagához (4-2. ábra). A vásárlóerő-paritás adatok alapján a hazai árszínvonal az eurózóna átlagos árszintjének több mint kétharmadát éri el, az árszintfelzárkózás mértéke ugyanakkor jelentősen eltér az egyes termék- és szolgáltatáscsoportok között. A fogyasztási cikkek árszintje lényegesen közelebb került az eurózóna átlagához (82,0 százalék), mint a szolgáltatásoké (60,6 százalék). Utóbbit lefelé húzzák a háztartásoknak ingyenesen nyújtott közvetlen állami szolgáltatások. Ezek kívül esnek a fogyasztóiár-index által felmért termékek és szolgáltatások körén, így a nem állami szolgáltatások relatív árszintje ennél érdemben magasabb lehet. Az infláció szempontjából releváns tételek árszínvonala ezért közelebb került az eurózóna átlagához, mint ahogy azt a vásárlóerő-paritás alapú adatok mutatják. A magasabb bázis alacsonyabb ütemű árszintfelzárkózást indokol.

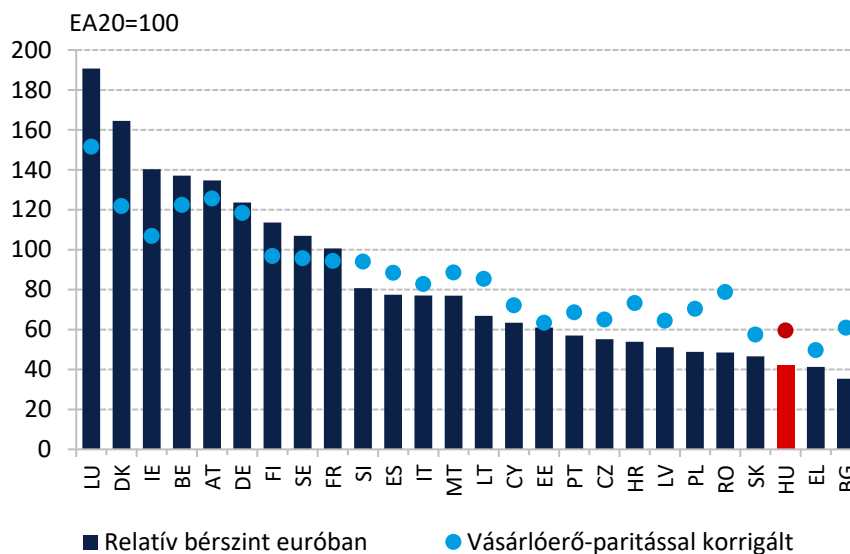
4-2. ábra: Az összehasonlító árszint és a reálgazdasági felzárkózás alakulása Magyarországon



Forrás: Eurostat, MNB

A hazai bérszínvonal érdemben elmarad az eurózóna átlagától. A 2024-es adatok alapján a hazai bérszínvonal az eurózóna átlagos bérszintjének 42 százalékát éri el euróban, míg 60 százalékát vásárlóerő-paritással korrigálva (4-3. ábra). A hazai nominális bérdinamika érdemben meghaladja a régiós országokét, így ennek alapján a relatív pozíciónk 2025-től javulhatott. Az elmúlt évtizedben fokozatos bérkonvergencia valósult meg Magyarországon. A hazai bérszint ugyanakkor továbbra is jelentős lemaradást mutat az Unió belül, ezért a bérfelzárkózás hosszú távon folytatódhat.

4-3. ábra: Relatív bérszint az Európai Unió országaiban (2024)

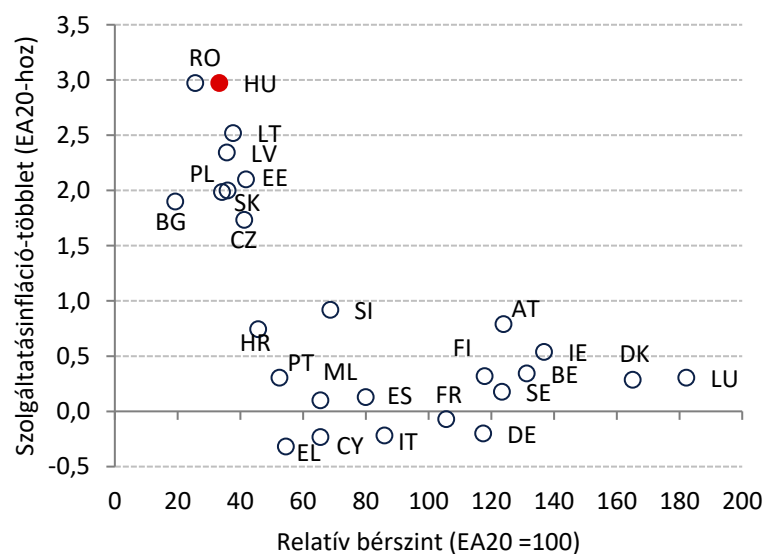


Megjegyzés: Éves bruttó átlagkereset teljes munkaidős foglalkoztatásra vetítve.

Forrás: Eurostat, MNB-számítás

A relatíve alacsony bérszinttel jellemezhető országokban általánosságban magasabb a szolgáltatásinfláció. Megfigyelhető, hogy a 2004 után csatlakozott, eurózóna átlag alatti bérszinttel rendelkező kelet-közép-európai országokban a bérfelzárkózás az eurózóna átlagánál magasabb szolgáltatásinflációval járt együtt (4-4. ábra). A folytatódó reálgazdasági konvergenciához társuló további fokozatos árszintfelzárkózás elsősorban a szolgáltatások körét érintheti. A magyar gazdaság esetében az árfelzárkózási folyamat heterogén képet fest. Az árszint elsősorban a szolgáltatások esetében marad el érdemben az eurózóna átlagától. A szolgáltatószerkezet irányából várható erőteljesebb bérszintkonvergencia előretekinve főként a piaci szolgáltatások inflációját emelheti. A szolgáltatószerkezet fejlett gazdaságokhoz képest regisztrált inflációs többletét a nominális árfolyam képes ellensúlyozni a fogyasztóiár-index szintjén. Ez a gazdaságpolitikai döntés (magasabb inflációs ráta vagy erősödő nominális árfolyam) abból a szempontból invariáns, hogy mindkét esetben a reálárfolyam felértékelődése valósul meg.

4-4. ábra: Eurózónához viszonyított bérszint és a szolgáltatásinfláció-többlet kapcsolata az uniós országokban

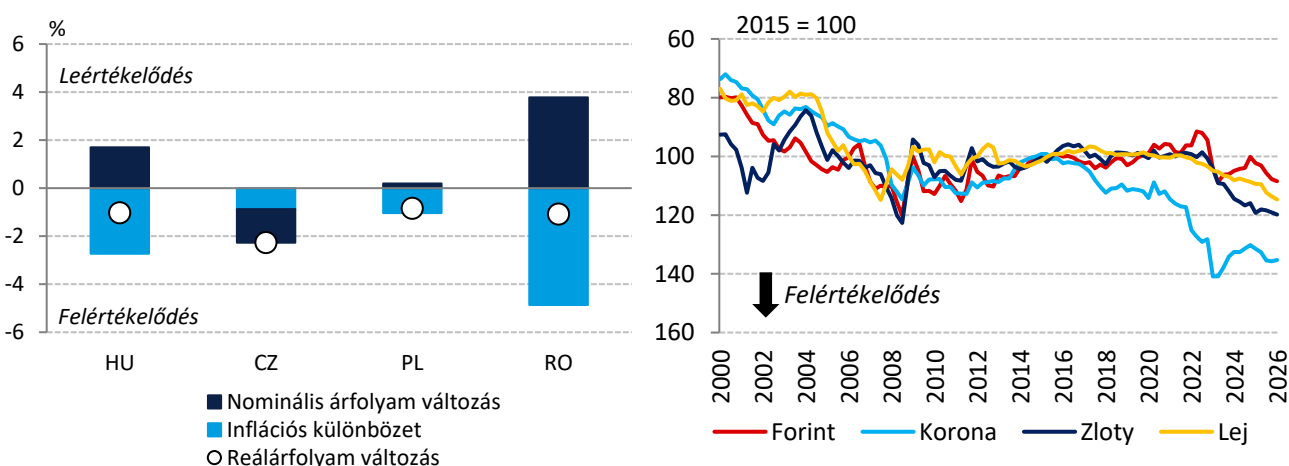


Megjegyzés: A vízszintes tengelyen az éves bruttó átlagkereset teljes munkaidős foglalkoztatásra vetítve euróban, míg a függőleges tengelyen a szolgáltatás HICP szerepel.

Forrás: Eurostat, MNB-számítás

A felzárkózó országokban megfigyelt reálfelértékelődés két nominális csatornán keresztül következhet be: egyfelől többletinflációból, amikor a hazai infláció magasabb, mint a viszonyítási gazdaság inflációja, másrésztől felértékelődő nominális árfolyamból. Egységnyi reálfelértékelődés megtörténhet magasabb inflációs többlet és gyengülő hazai deviza mellett vagy kisebb inflációs többlet és erősödő deviza mellett is. A régióban Magyarországot és Romániát a magas inflációs többlet és nominális leértékelődés együttese jellemezte az elmúlt évtizedekben, míg Lengyelországban stabil, Csehországban pedig felértékelődő nominális árfolyam és mérsékelt inflációs többlet mellett ment végbe hasonló mértékű reálfelértékelődés (4-5. ábra, bal panel). A reálfelértékelődés idősoros adatait hosszabb távon megvizsgálva megfigyelhető, hogy a hazai felértékelődés időben változékonyan alakult, de összességében elmaradt a régiótól (4-5. ábra, jobb panel). Az eurózónához képest 0,5 százalékponttal magasabb inflációs cél lehetőséget biztosít arra, hogy az árszintfelzárkózás egy része továbbra is az inflációs többleten keresztül valósulhasson meg, így rövid távon ne jelentsen túlzott terhet a reálgazdaság számára.

4-5. ábra: A fogyasztóiár-index alapú reálárfolyam felbontása (bal panel) és a reálfelértékelődés (jobb panel)



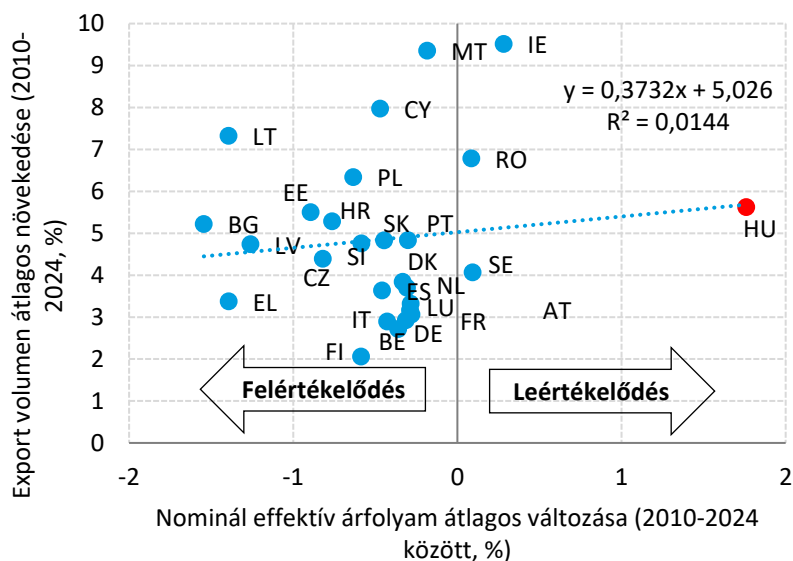
Megjegyzés: A bal panel éves átlag (2001-2025), euróhoz képest. A jobb panelen 37 kereskedelmi partnerrel szembeni árfolyamok alapján számolt effektív árfolyam.

Forrás: Eurostat, MNB

A nominális árfolyamváltozás fogyasztói árakba történő begyűrűzése a 2020-as években a megelőző évtizedhez képest felerősödött, míg reálgazdasági hatásai mérsékeltek, és elsősorban rövid távon jelentkeznek. A nominális változók rövid távon az árak merevsége és ragadoossága miatt okozhatnak reálhatásokat, ezek oldódása után hosszú távon feltételezhető, hogy fennáll a klasszikus dichotómia, azaz a nominális és reálváltozók függetlenek. Erre jó példa az export alakulása, ahol rövid távon szerepet játszhatnak árversenyképességi szempontok, ugyanakkor a nominális árfolyam hosszú távon semleges az exportteljesítmény alakulására nézve. Az uniós országok árfolyampályája és az exportteljesítményük között nem azonosítható egyértelmű kapcsolat, az országok többsége jelentős felértékelődés mellett is exportbővülést regisztrált, míg a hazai teljesítmény a jelentős leértékelődés ellenére nem nőtt gyorsabban, mint a más árfolyampályát bejáró országoké (4-6. ábra). A régiós országok felértékelődés és/vagy stabil árfolyam mellett is megőrizték tökevonzó képességüket. Továbbá a gyorsabb és nagyobb mértékű árfolyambegyűrűzés az exporttal ellentétes hatást gyakorol a fogyasztásra és a beruházásra, így az árfolyamváltozás reálgazdasági hatása rövid távon is közel semleges.¹

¹ Balatoni András – Soós Gábor Dániel (2023): Változó világ, változó hatások – Az árfolyam makrogazdasági hatásai

4-6. ábra: Az exportvolumen és a nominális árfolyam változásának kapcsolata (2010-2024)



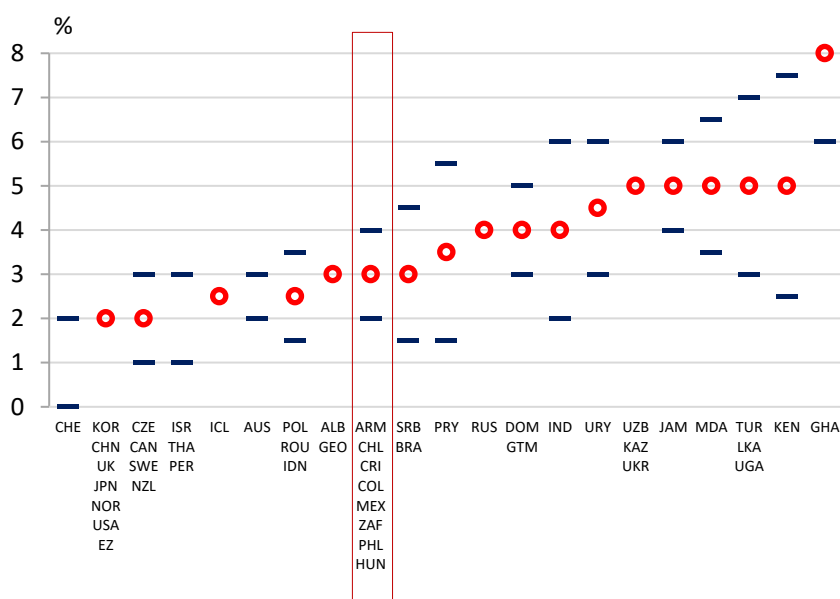
Megjegyzés: 37 kereskedelmi partnerrel szembeni árfolyamok alapján számolt effektív árfolyam.

Forrás: Eurostat, MNB

4.1.2. Az inflációs cél szintje nemzetközi összevetésben

A nemzetközi gyakorlatot tekintve a jegybankok által követett inflációs cél szintje változó és részben tükrözi az adott ország gazdaságának fejlettségét. A fejlett gazdaságok jellemzően alacsonyabb inflációs célt követnek, mint a feltörekvő gazdaságok (4-7. ábra). A globálisan meghatározó jegybankok esetén mind a Federal Reserve, mind az Európai Központi Bank (EKB) 2 százalékos inflációs céllal rendelkezik. A régiós jegybankok közül szintén 2 százalékos inflációs célt követ a cseh jegybank, ± 1 százalékpontos toleranciasávval kiegészítve. Kicsit magasabb szinten, 2,5 százalékon határozta meg célját a lengyel és a román jegybank. Ezzel szemben 3 százalékos célt követ több feltörekvő ország jegybankja (pl. Örményország, Chile, Kolumbia, Mexikó és a Dél-afrikai Köztársaság).

4-7. ábra: Az inflációs célkövető jegybankok inflációs célja

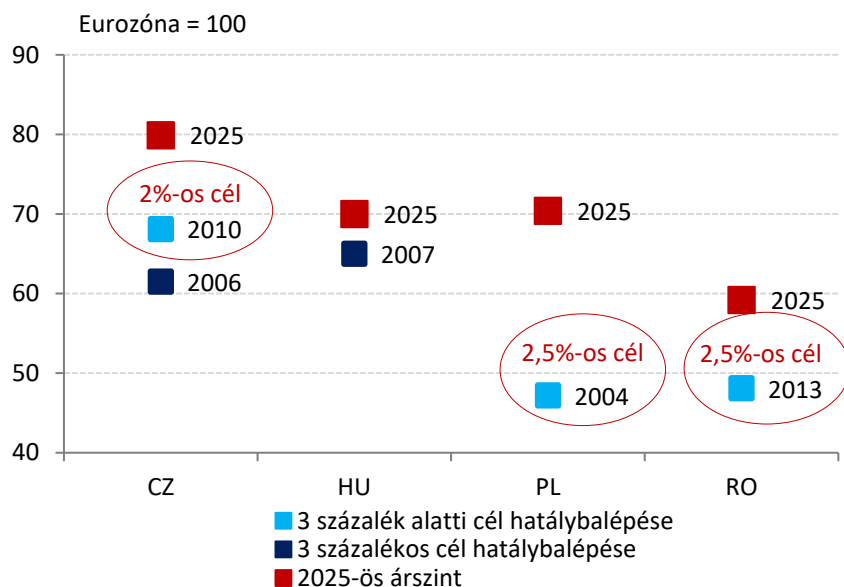


Megjegyzés: A Federal Reserve és az EKB formálisan nem inflációs célkövető jegybank, de a gyakorlatban annak elemeit alkalmazza.

Forrás: A jegybankok honlapjai

Az inflációs cél csökkentése közeledést jelent a régiós és EKB gyakorlathoz. A jelenlegi hazai 70 százalékos körüli árszintkonvergencia mellett a régiós országok már alacsonyabb inflációs célokat követtek, és az árszintfelzárkózásuk alacsonyabb cél mellett is tovább folytatódott (4-8. ábra). Hosszú távon a magasabb inflációs cél a régiónál magasabb hozamgörbét indokol a nagyobb nominális kamatok és inflációs prémium következtében. Ez magasabb finanszírozási költségeket jelent a gazdaság számára. Az alacsonyabb inflációs cél hosszú távon alacsonyabb inflációval és nominális kamatokkal konzisztens.

4-8. ábra: A GDP alapú árszint-konvergencia és az inflációs célok kapcsolata a régióban



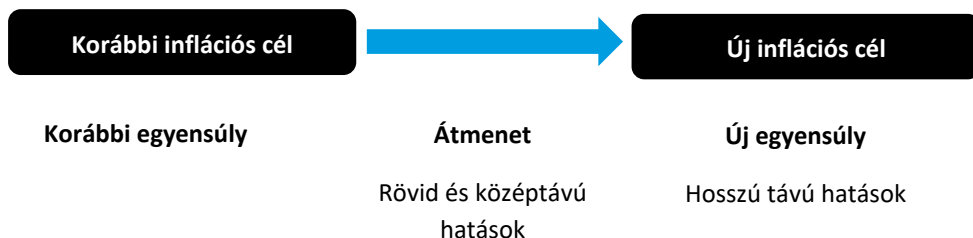
Forrás: A jegybankok honlapjai, Eurostat

4.1.3. Makrogazdasági átmenet egy új inflációs célhoz

Az inflációs cél módosítása következtében az új inflációs cél elérése egy gazdaságban jellemzően nem azonnal történik, az alkalmazkodás időt vesz igénybe. Az inflációs cél csökkentése elsősorban a nominális horgony eltolásán keresztül hat a gazdaságra. Az átmeneti időszak alatt a gazdaság egy új nominális egyensúlyba jut el, ennek során – erőforrás- és jövedelemelosztáson keresztül – reálgazdasági, valamint jóléti hatás jelentkezhet.

A reálgazdasági következmények számszerűsítésekor szükséges különválasztani az átmeneti időszakot, valamint a hosszú távú hatásokat. Nem elég azt megvizsgálni, hogyan működik a gazdaság az új inflációs cél mellett. Rövid távon kiemelt figyelmet érdemel az átmenet, az új (egyensúlyi) állapotba való áttérés pályája. (4-9. ábra).

4-9. ábra: Az új inflációs cél elérésének folyamata



Forrás: MNB

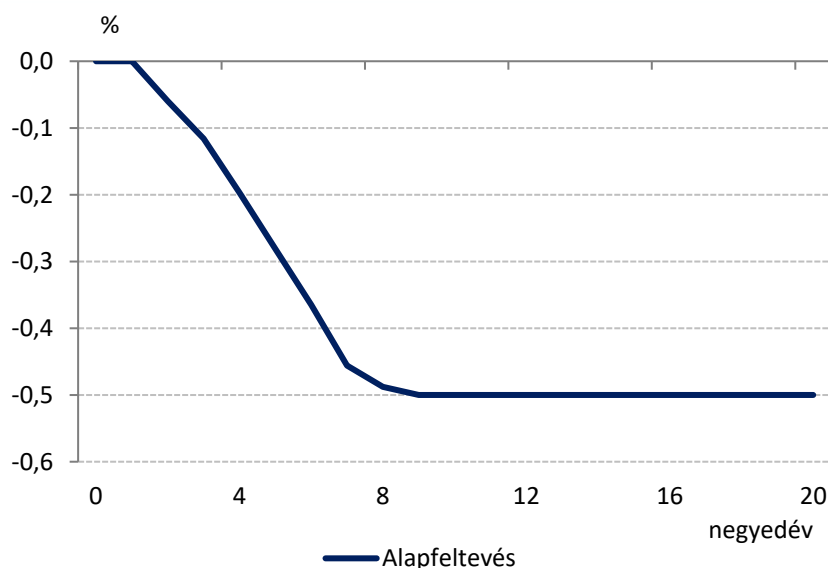
Az alábbiakban bemutatjuk, hogy az inflációs cél megváltoztatása során a gazdaság milyen pálya mentén jut el – a korábbi 3 százalékos céltól – az új 2,5 százalékos inflációs célhoz. Az új egyensúlyi állapotban, a gazdasági folyamatok az új inflációs cél értékével összhangban alakulnak. Az átmeneti periódus – a régi és az új egyensúly közötti időszak – alatt a gazdaság egy alkalmazkodási folyamaton megy keresztül. Szimulációink segítségével számszerűsítjük a két állapot közötti elmozdulásból következő gazdasági hatásokat.

Az inflációs cél csökkentésének hatását a Magyar Nemzeti Bankban fejlesztett, nemzetközi jegybanki gyakorlatban is széles körben alkalmazott modellkeretben vizsgáljuk.² Ez az elméleti keretrendszer tartalmazza a monetáris politikai transzmisszió legfontosabb csatornáit. Ideálizált, súrlódásmentes esetben a célcsoökkentés azonnal beépül a várakozásokba, ha a gazdasági szereplők tökéletes előretekintéssel rendelkeznek, és nincs információs aszimmetria. Ekkor a nominális változók nem befolyásolják a reálgazdasági változókat, mivel az árak azonnal alkalmazkodnak, a nominális árfolyam azonnal az új egyensúlyi pályájára kerül. Ez a valóságban azonban nem történik meg ennyire pillanatszerűen. A modell keretrendszerében a monetáris politika új inflációs célja tanulási folyamat eredményeként épül be a gazdasági szereplők várakozásaiba úgy, hogy az új célhoz fokozatosan alkalmazkodnak. A célcsoökkentés reálgazdasági hatásai pedig alapvetően ennek a folyamatnak a sebességétől függenek. Amennyiben gyors a gazdasági szereplők várakozásainak alkalmazkodása, úgy kisebb a reálgazdasági hatás. Ha viszont lassabb, elhúzódóbb az átállás, akkor magasabb lehet a GDP-növekedést visszafogó hatás.

Az átmeneti időszakban jelentkező reálgazdasági áldozat – a nemzetközi szakirodalommal összhangban – az a kumulált GDP veszteség, ami az új egyensúlyra való átállás során keletkezik. Ennek az áldozatnak a mértéke több csatornán keresztül jelenik meg. Egyrészt számít, hogy milyen (ár- és bér-) súrlódások vannak jelen a gazdaságban. Másrészt függ attól, milyen gyors az alkalmazkodás, azaz az új bejelentett cél hogyan épül be a gazdasági szereplők várakozásaiba (várakozási csatorna). Kisebbs ár- és bérragadóság esetén az alkalmazkodás gyorsabb lehet. A reálgazdasági áldozatot minimalizálja, ha a bejelentett cél gyorsan beépül a gazdasági szereplők várakozásaiba.

Az inflációs cél 3 százalékról 2,5 százalékra történő csökkenése, annak várakozásokba és az inflációs pályába történő teljes beépülése hozzávetőleg 1,5-2 évet vehet igénybe (4-10. ábra). A jegybank új inflációs céljához a gazdasági szereplők tanulási folyamat mentén alkalmazkodnak. Az átmeneti időszak alatt az árak éves növekedési üteme fokozatosan csökken párhuzamosan a várakozások mérséklődésével, míg eléri az új inflációs célt. Az inflációs cél csökkentése önmagában emelheti az előretekintő reálkamatot, már a nominális kamatok változtatása nélkül is. A némileg magasabb reálkamatok pedig kis mértékben visszafoghatják a fogyasztást, mérsékelhetik a beruházásokat és a hitelkeresletet. Rövid és középtávon a GDP átmenetileg és kis mértékben alacsonyabb lehet, azonban a célcsoökkentés nem érinti a GDP potenciális szintjét, így a horizont második felében fokozatosan visszatér a gazdasági aktivitás a korábbi szintjéhez.

4-10. ábra: 0,5 százalékpontos inflációs célcsoökkentés hatása az év/év inflációra

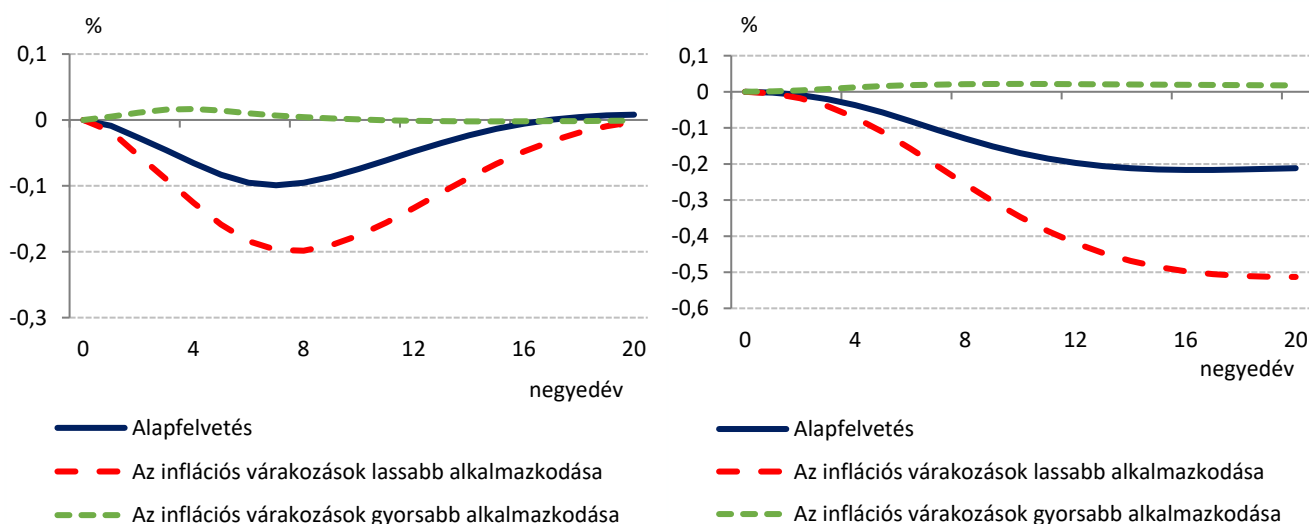


Megjegyzés: A hatás az alappályához képesti eltérést jeleníti meg. Forrás: MNB-számítás

² Ez közgazdaságtanban az úgynevezett dinamikus, sztochasztikus általános egyensúlyi modell, azaz a DSGE (Dynamic, Stochastic General Equilibrium) modell. Dinamikus, mert a gazdaság időbeli változását ragadja meg. Sztochasztikus, mert olyan véletlenszerű sokkokat tartalmaz, amelyek megzavarják és eltérítik a gazdaság egyensúlyát. Egyensúlyi, mert az egész gazdaság működését írja le. Bővebben lásd Békési, L., Köber, Cs., Kucsera, H., Várnai, T., Világi, B. (2016): Az MNB makrogazdasági előrejelző modellje, MNB Working Paper 2016/4.

Az inflációs cél előre bejelentett 0,5 százalékpontos csökkentése – a várakozásokba történő beépülése során – kumuláltan az egyéves GDP arányában 0,2 százalékpontos reálgazdasági áldozatot eredményez (4-11. ábra, jobb panel). A várakozások alkalmazkodási sebessége azonban lehet az alapszámításoknál gyorsabb vagy lassabb is. Lassabb alkalmazkodás esetén a monetáris politika csak nagyobb reálgazdasági áldozat árán tudja mérsékelni az inflációt, ekkor nem a várakozási csatorna dominál, hanem szigorúbb monetáris kondíciók tartására lehet szükség az inflációs várakozások csökkentéséhez. Gyorsabb alkalmazkodás esetén – többlet szigorítás hiányában – akár reálgazdasági áldozat nélkül is megvalósulhat az átmenet időszaka.

4-11. ábra: 0,5 százalékpontos inflációs célcsökkentés hatása a GDP-re
(Bal: GDP változása éves bázison, Jobb: Kumulált reálgazdasági áldozat)



Megjegyzés: A hatás az alappályához képesti eltérést jeleníti meg.

Forrás: MNB-számítás

A célcsökkentés szempontjából egy további fontos tényező az infláció aktuális helyzete. Számít, hogy épp egy alacsonyabb vagy magasabb rezsim időszaka áll fenn, azaz az aktuális infláció az inflációs cél alatt van-e vagy felette. Jelenleg Magyarországon az infláció az inflációs cél alatt alakul 2026. év eleje óta, ami hozzájárulhat ahhoz, hogy a gazdasági szereplők inflációs várakozásaikat minél hamarabb az új, alacsonyabb értékre alapozzák. Emellett jelenleg az inflációs várakozások is historikusan alacsony szinten vannak, ami ugyancsak segíti az új célhoz való gyors alkalmazkodást.

Az inflációs cél csökkentése nemcsak a makrogazdasági változókra, hanem a költségvetésre és az államadósságra is hat. A költségvetési egyenlegre vett hatás közel semleges lehet, hiszen a bevételi és kiadás oldali hatások nagyságrendileg kiegyenlítik egymást. A dezinfláció következtében csökkenő kamatok rövid távon mérsékelhetik a költségvetési kamatkidadásokat, azonban a jelentősebb csökkenés a lassabb átárazódás miatt elsősorban a későbbi években jelentkezhet. Az államadósság-ráta dinamikája ugyanakkor érzékenyebben reagál. Ennek oka, hogy a dezinfláció rövid távon némiképp kedvezőtlenebb adósságráta-dinamikát okozhat. Hosszabb távon azonban a stabilabb és hitelesebb makrogazdasági környezet, valamint a kamatkidadások csökkenésének fokozatos átárazódása hozzájárulnak a fenntarthatóbb államadósságpályához.

4-1. Keretes írás: Tapasztalatok a dél-afrikai inflációs cél csökkentéséről

A közelmúltban kevés példa volt az inflációs cél csökkentésére az inflációs célkövetés rendszerét alkalmazó országok között. A Dél-afrikai Köztársaságban tavaly csökkentettek inflációs célt, amikor a korábbi 3-6 százalékos sáv alját jelölte meg a dél-afrikai jegybank inflációs célként. Ezt néhány hónappal később az ország pénzügyminisztériuma is megerősítette, amikor is a jegybank inflációs célsávját 3 százalékos inflációs célra módosította ± 1 százalékpontos toleranciasávval.

A célcsökkentés hatásait jegybanki modellek segítségével szimulálták, amelyek hasonló eszközök, mint amelyek az MNB-ben is rendelkezésre állnak. Az eredmények alapján a célcsökkentés hatására az alábbi átmeneti hatásokat azonosították a dél-afrikai jegybankárok:

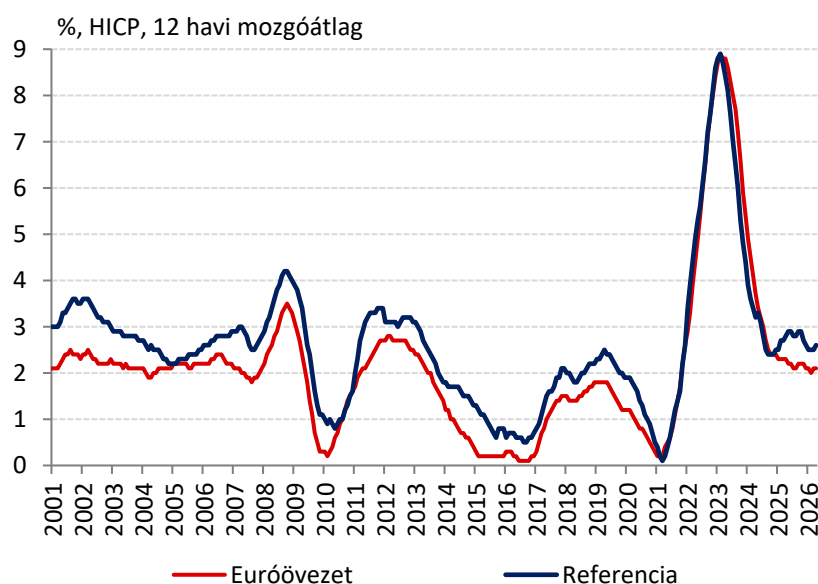
- Az inflációs várakozások gyorsan az új célhoz konvergálnak, már a második évre majdnem teljesen eléri az új célt, és ez támogatja az infláció csökkenését is. A dezinflációs folyamatot a lassuló nominális bérdinamika támogatja.
- A reál GDP növekedési üteme az első évben átmenetileg mérséklődik, a magasabb reálkamatok következtében. A növekedési hatás kicsi, mintegy 0,3 százalékpont lehet, amit már a második évben ellensúlyoz a nominális kamatok csökkenése.
- Az államadósság az első két évben emelkedik, mivel a lassuló nominális GDP kedvezőtlenül érinti az adósságmutatót, de ez mindösszesen 0,1-0,1 százalékpontnyi emelkedés az első két évben. A nominális kamatok csökkenése hosszabb távon kedvező az adósságdinamika alakulása szempontjából.

4.1.4. A célsökkentés hosszabb távú hatásai

Az alacsonyabb inflációs cél támogatja a makrogazdasági stabilitást. A 2,5 százalékos inflációs cél a magyar gazdaság számára hosszabb távon mérsékeltebb inflációt, kiszámítható gazdasági környezetet, továbbá alacsonyabb nominális kamatokat és finanszírozási költségeket jelent. Mindez segíti a jövedelmek vásárlóerejének és a megtakarítások reálértékének megőrzését, valamint a fogyasztás és beruházások élénkülését, így hozzájárul a fenntartható gazdasági növekedéshez. Az alacsonyabb inflációs cél egyben közeledést jelent a régió és a fejlett gazdaságok gyakorlatához, valamint az euróbevezetés feltételeinek teljesítéséhez.

A célsökkentés segíti az euróbevezetéshez szükséges árstabilitási kritérium teljesülését. Az euróbevezetés Magyarország európai uniós tagságával vállalt kötelezettsége. Az árstabilitási követelmény szerint az euróövezetbe csatlakozni kívánó tagállam inflációs rátája legfeljebb 1,5 százalékponttal haladhatja meg az EU három legalacsonyabb inflációs rátájának átlagát. Azokban az időszakokban, amikor az euróövezet inflációja megfelel az EKB 2 százalékos céljának, a maastrichti küszöbérték jellemzően 2,4–2,7 százalék között alakul (4-12. ábra). A referenciaérték historikus mediánja 2,5 százalék. A 3 százalékos inflációs cél elérésével az euró 1999-es bevezetése óta eltelt időszak kevesebb mint harmadában, 2,5 százalékos cél elérésével az időszak megközelítőleg felében teljesült volna az árstabilitási kritérium. Továbbá egy alacsonyabb inflációs cél egyúttal a többi maastrichti kritérium teljesítését is elősegíti.

4-12. ábra: Euróövezeti infláció és a maastrichti árstabilitási referenciaérték



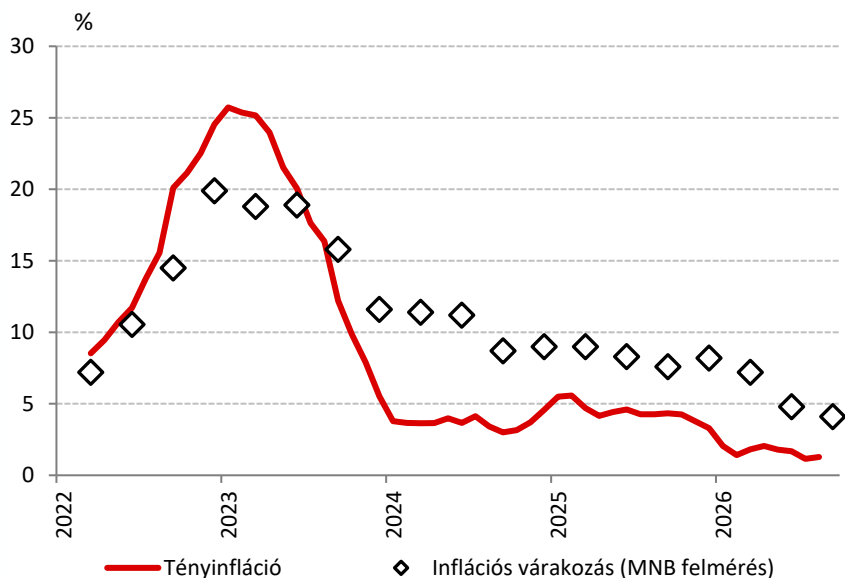
Forrás: MNB, Eurostat

4.1.5. Az inflációs környezet és a cél elérését befolyásoló tényezők

Az infláció közelmúltbeli visszafogott alakulása, valamint az összességében kedvező hazai inflációs kilátások megfelelő momentumot biztosítottak az inflációs cél 2,5 százalékra történő mérsékléséhez. Az elmúlt másfél évben az infláció jelentősen csökkent, 2026. év eleje óta a toleranciasáv alján vagy az alatt alakul. A fokozatos dezinflációt hazai és globális folyamatok egyaránt támogatták. A tényinfláción túl az inflációs kilátások is kedvezőek, a lakossági inflációs várakozások az

elmúlt másfél év során érdemben mérséklődtek. Az MNB lakossági felmérése alapján a várakozások érdemben csökkentek, és szintben is alacsonyak: a 2025 első felét jellemző 9 százalék körüli értékről fokozatosan 4,1 százalékra mérséklődtek 2026 III. negyedévére (4-13. ábra). Az egy évre előretekintő elemzői várakozások a Reuters felmérése alapján az év eleje óta 3 százalék körül alakulnak és csökkenő tendenciát mutatnak. A vállalati árvárakozások 2025. év elejét követően a 2017-2020 közötti időszakra jellemző szintek közelébe mérséklődtek. Az alacsonyabb cél tovább mérsékelheti az inflációs várakozásokat, valamint a hazai kockázati prémium mérséklődése és a forint közelmúltbeli erősödése támogatják azok alacsonyabb szinten horgonyzását.

4-13. ábra: Az egy évre előretekintő lakossági inflációs várakozások alakulása



Forrás: KSH, MNB

Az inflációs folyamatokra hatást gyakorló ciklikus és strukturális tényezők befolyásolhatják a célélérést. A monetáris politika hatáskörén kívüli termékköröket közvetlenül érintő globális hatások (energiaárak, élelmiszerárak változása) az elmúlt években változékonnyabbá váltak. A tartósabb strukturális változások (pl. globális kereskedelmi korlátok, előregedő társadalom, zöld átállás) felerősödő hatása látszik a 2020-as években. A globális és országspecifikus tényezők egyensúlyi inflációra gyakorolt hatásának nyomonkövetése rendszeres célfelülvizsgálatokkal lehetséges.

Az alacsonyabb cél irányába történő reálgazdasági alkalmazkodás költségének minimalizálásához a monetáris politikai elkötelezettségen túl fegyelmezett fiskális politika és a termelékenység javulásával összhangban lévő nominális bérdinamika is elengedhetetlen. Ennek egyik feltétele a fenntartható államháztartási hiány és fokozatosan mérséklődő államadósság pálya. A bérdinamika az elmúlt évekhez képest mérséklődött, ugyanakkor a termelékenység alacsony növekedése és a gazdasági alapfolyamatok a jelenlegi, 7-8 százalék körüli béremelkedési ütemet nem támasztják alá (bővebben lásd 2026. szeptemberi Inflációs jelentés 1.3. keretes írását). Közel teljes foglalkoztatottság mellett a munkaerőbevonás alapú növekedési modellben további növekedésre csak korlátozott a lehetőség. Előretekintve az inputalapú, extenzív tényezők helyett a termelékenység-központú, intenzív növekedési modellre történő áttérés lehet a felzárkózás alapja. A termelékenység javulásával konzisztens ütemű bérnövekedés segíti a bérfelzárkózás folytatódását, miközben nem eredményez bérköltségoldali inflációs nyomást. A makrogazdasági stabilitás szempontjából ezért a strukturális átalakulás kiemelt jelentőséggel bír, a hatékonyság és a termelékenység javulása átfogóan mérsékelheti a gazdaságban jelentkező inflációs többletet.

4.1.6. Összegzés

Az MNB a középtávú inflációs célját 2028. január 1-jétől 2,5 százalékban határozza meg, az inflációs cél körüli szimmetrikus, ± 1 százalékpontos toleranciasávot változtatlanul fenntartva.

Az inflációs cél mérséklését a nominális és reálkonvergencia helyzete támogatta, míg az infláció közelmúltbeli visszafogott alakulása, valamint az összességében kedvező hazai inflációs kilátások és az inflációs várakozások alakulása

megfelelő környezet biztosított a döntéshez. Előretekintve a folytatódó reálgazdasági konvergenciához társuló további fokozatos árszintfelzárkózás elsősorban a szolgáltatások körét érintheti. Az eurózónához képest 0,5 százalékponttal magasabb inflációs cél lehetőséget biztosít arra, hogy az árszintfelzárkózás egy része továbbra is az inflációs többleten keresztül valósulhasson meg, így rövid távon ne jelentsen túlzott terhet a reálgazdaság számára.

A hatások elemzésekor kiemelt fontosságú megvizsgálni, hogy az inflációs cél megváltoztatása során a gazdaság milyen pálya mentén jutna el a 2,5 százalékos inflációs célhoz. A számítások szerint a célcsökkentés várakozásokba és az inflációs pályába történő teljes beépülése hozzávetőleg 1,5-2 évet vehet igénybe. Az új inflációs cél elérése mérsékelt reálgazdasági hatással járhat.

Hosszabb távon az alacsonyabb inflációs cél mérsékeltebb inflációt, kiszámítható gazdasági környezetet, továbbá alacsonyabb nominális kamatokat és finanszírozási költségeket jelent a magyar gazdaság számára. Mindez segíti a jövedelmek vásárlóerejének és a megtakarítások reálértékének megőrzését, valamint a fogyasztás és beruházások élénkülését, így hozzájárul a fenntartható gazdasági növekedéshez. A döntéssel az MNB inflációs célja illeszkedik a régiós gyakorlatba és közelít az Európai Központi Bank céljához, valamint támogatja az euróbevezetési feltételek teljesülését.

Ábrák és táblázatok jegyzéke

Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Az infláció alakulása	11
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása	11
1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	12
1-4. ábra: Inflációs előrejelzésünk alakulása	12
1-5. ábra: Az élelmiszer árak hó/hó változása	13
1-6. ábra: A HICP élelmiszerinfláció alakulása euróban számítva	14
1-7. ábra: Az iparcikkek árának hó/hó változása	14
1-8. ábra: A GDP előrejelzés legyezőábrája	16
1-9. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése	16
1-10. ábra: A nettó keresettömeg, a rendelkezésre álló jövedelem és a háztartások fogyasztási kiadásainak éves változása reálértéken	17
1-11. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában	17
1-12. ábra: A háztartási hitelezés előrejelzése	18
1-13. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	18
1-14. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	18
1-15. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv, valamint a szolgáltatások és az ipar kapacitáskihasználtsága	19
1-16. ábra: A szélsőséges időjárás makrogazdasági hatásai	20
1-17. ábra: Az öt legfontosabb szántóföldi növény várható termés mennyisége	21
1-18. ábra: A világgpiaci élelmiszerárak alakulása 1990 óta	22
1-19. ábra: A Paksi Atomerőmű teljesítményének (balra), valamint a hazai villamosenergia-árak (jobbra) átlagos havi alakulása	23
1-20. ábra: Az üres álláshelyek számának éves változása a versenyszférában	24
1-21. ábra: A foglalkoztatással kapcsolatos várakozások vállalatméret szerint	24
1-22. ábra: A munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása	25
1-23. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása	25
1-24. ábra: Az egy főre jutó munkaerőköltség és a termelékenység változása, illetve a változás aránya a régiós országok körében 2020 és 2025 között	27
1-25. ábra: Az üres álláshelyek száma	28
1-26. ábra: A lakossági inflációs érzékelés és várakozás alakulása	28
1-27. ábra: Az átlagbérek az uniós tagállamokban	29
1-28. ábra: A rendszeres keresetek átlagos havi változása a versenyszférában	30
1-29. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	31
1-30. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása	32
1-31. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása	33
1-32. ábra: Az államadósság várható alakulása	35
2-1. ábra: A GDP éves és negyedéves változása 2026. második negyedévében az Európai Unió országaiban, az USA-ban és Kínában	38
2-2. ábra: Az áruimport éves változása	39
2-3. ábra: A nemzetközi inflációs környezet alakulása	39
2-4. ábra: A globális olaj- és gázárak alakulása	40
2-5. ábra: A világgpiaci élelmiszerárak alakulása	40
2-6. ábra: Globálisan meghatározó jegybankok irányadó rátáinak alakulása	41
2-7. ábra: Régiós jegybankok irányadó rátáinak alakulása	41
3-1. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	43

4-1. ábra: Összehasonlító árszint a relatív fejlettség függvényében (2024)	48
4-2. ábra: Az összehasonlító árszint és a reálgazdasági felzárkózás alakulása Magyarországon	48
4-3. ábra: Relatív bérszint az Európai Unió országában (2024)	49
4-4. ábra: Eurózónához viszonyított bérszint és a szolgáltatásinfláció-többlet kapcsolata az uniós országokban	49
4-5. ábra: A fogyasztóiár-index alapú reálárfolyam felbontása (bal panel) és a reáleffektív árfolyam (jobb panel)	50
4-6. ábra: Az exportvolumen és a nominális árfolyam változásának kapcsolata (2010-2024)	51
4-7. ábra: Az inflációs célkövető jegybankok inflációs célja	51
4-8. ábra: A GDP alapú árszint-konvergencia és az inflációs célok kapcsolata a régióban	52
4-9. ábra: Az új inflációs cél elérésének folyamata	52
4-10. ábra: 0,5 százalékpontos inflációs célcsökkentés hatása az év/év inflációra	53
4-11. ábra: 0,5 százalékpontos inflációs célcsökkentés hatása a GDP-re (Bal: GDP változása éves bázison, Jobb: Kumulált reálgazdasági áldozat)	54
4-12. ábra: Eurövezeti infláció és a maastrichti árstabilitási referenciaérték	55
4-13. ábra: Az egy évre előretekintő lakossági inflációs várakozások alakulása	56

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei	12
1-2. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása	17
1-3. táblázat: A GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg alakulása	31
1-4. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók	33
1-5. táblázat: A júniusi előrejelzéshez viszonyított eltérések	34
1-6. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	36
1-7. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal	37
2-1. táblázat: Magyarország legfontosabb exportpartnereinek gazdasági növekedése a piaci várakozások szerint 2026-ban és 2027-ben	42
2-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása	42

INFLÁCIÓS JELENTÉS

2026. szeptember

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 8-9.