MBH BANK

NEGYEDÉVES MAKROGAZDASÁGI KITEKINTŐ

2026. szeptember

Tartalom

ÖSSZEFOGLALÓ 3

II. MAGYAR MAKROGAZDASÁG FOLYAMATOK 8

Gazdasági növekedés 8

Foglalkoztatottság, bérdinamika 10

Infláció 12

Monetáris politika, jegybanki alapkamat 14

Költségvetési folyamatok 15

Ingatlanpiac 17

III. NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK 19

Az USA gazdasági folyamatai 19

Az eurózóna gazdasági folyamatai 21

IV. PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP 23

A forintárfolyam alakulása 23

Állampapírpiac 25

A JELEN KIADVÁNY KÉSZÍTŐI 28

LEZÁRVA: 2026. szeptember 14-én 12:30-kor.

ÖSSZEFOGLALÓ

Főbb üzeneteink a hazai gazdaság kapcsán:

GDP-növekedés

2026-ban a magyar gazdaság növekedését elsősorban a fogyasztás és a szolgáltató szektor támogatja, miközben a beruházások továbbra is visszafogottak, **így jelenleg 1,8%-ra becsüljük az idei GDP-növekedést.** A **középtávú növekedési kép kedvezőbbé válhat**, ha az EU-források felhasználása gyorsul, a vállalati beruházások élénkülnek, és az új ipari kapacitások, valamint az AI-hoz kapcsolódó technológiai export növekvő külső kereslettel találkoznak**. Ugyanakkor az euróbevezetés miatt szükséges költségvetési hiánycsökkentés néhány tized százalékponttal lassabb növekedést jelenthet 2027-2028-ban, mint korábban gondoltuk.** A költségvetési hiány ugyanis a néhány hónappal ezelőtt gondoltál magasabb lehet idén, miközben az euróbevezetés miatti felfokozott piaci várakozások valószínűleg arra fogják késztetni a kormányt, hogy ne késlekedjen a deficit lefaragásával. **2027-re így 2,5%-os GDP-növekedést, míg 2028-ra 3,0%-os bővülést jelzünk előre**. A legfontosabb lefelé mutató kockázatot továbbra is a gyenge európai növekedés és a nemzetközi gazdasági környezet bizonytalanságai jelentik. Eközben amennyiben a hazai költségvetési deficit csökkentése tényleg semmilyen növekedési áldozattal nem fog járni, mint ahogyan most a kormánynál remélik, úgy akár valamivel gyorsabb is lehet a gazdasági növekedés 2027-2028-ban, mint amit jelenleg várunk.

Munkaerőpiac

Nem látható egyértelmű trend, a foglalkoztatottak száma júliusban ugyan új idei csúcsra emelkedett, azonban a munkanélküliek száma már a második egymást követő hónapban magasabb volt**. A kilátásokat ellentétes folyamatok befolyásolják**. A **konjunktúra** az iparban egyértelműen **javul**, ugyanakkor az **energiaárak emelkedése, az energiavészhelyzet, az aszályhelyzet**, valamint a vállalkozások továbbra is **gyenge beruházási kedv**e továbbra sem utalnak arra, hogy a nagyon közeli jövőben gyors foglalkoztatásnövekedés indulna be. Továbbra is erős a negatív **demográfiai** trend, emellett az **AI fejlődése** is létszámleépítéseket hozhat. **2027-ben**, ha a gazdaság erőre kap, fokozatosan élénkülhet a munkaerőpiac is, de **a munkanélküliségi ráta csak szerény javulást mutathat várakozásunk szerint**.

Fontos kérdés a bérdinamika várható alakulása, etéren az látható, hogy a 2023-2024-óta tartó, **gyors reálbér emelkedés érdemben mérséklődhet a következő negyedévekben**. Az idei éves átlagos 9% feletti bérnövekedést 6% körüli ütem követheti 2027-ben, ami sokkal jobban **összhangban van a termelékenység várható növekedésével** is.

Infláció

Az idei és jövő évi várakozásunkat érdemben csökkentettük. Júniusban 2026-ra 2,7%-os, 2027-re 3,7%-os éves átlagos inflációt jeleztünk előre, de az elmúlt hónapok kedvező folyamatait fokozatosan beépítettük várakozásainkba és július-augusztusban több körben mérsékeltük inflációs várakozásunkat mind az idei, mind a jövő évre vonatkozóan. **Az év hátralévő részében fokozatosan emelkedő inflációra számítunk, év végére 2% fölötti éves árindexszel, ezzel együtt 2026-ban 1,8%-os éves átlagos inflációt várunk**. Habár a közel-keleti konfliktus inflációs kockázatait nem szabad figyelmen kívül hagyni, egyelőre az látszik, hogy az idei és a jövő évi infláció a toleranciasáv alatt, illetve alsó felében alakulhat az éves átlagokat tekintve. Kritikus lesz az ősz: ha nem durrannak el nagyon az energiaárak, és a nemzetközi kamat-és hozamkörnyezet emelkedése mellett is viszonylag stabil tudna maradni a forint, akkor **jövőre jó eséllyel valahol 2,5-3% között lehet az éves átlagos drágulási ütem**. Elromló nemzetközi hangulatban és gyorsan növekvő energiaárak mellett ugyanakkor könnyen borulhat ez a várakozás. A **forint árfolyamára pedig azért figyelhet továbbra is nagyon az MNB, mert ez a múltbeli tapasztalatok alapján erősen összefügg az inflációs várakozások alakulásával**, azaz a forint további esetleges markánsabb gyengülése nem csak az importárakon keresztül, hanem a várakozásokon keresztül is emelhetné az inflációt. Ezt az MNB vélhetően el akarja kerülni, különösen egy olyan helyzetben, amikor **az inflációs cél csökkentése kerül majd napirendre**.

Monetáris politika

Megítélésünk szerint a következő hónapokban egy ideig kivárás jöhet az elmúlt három hónap egymást követő csökkentései után. Bár az infláció a vártnál sokkal jobban alakul, jövőre erőteljesebb lehet a drágulás üteme, mint idén. Nagy kérdés a magasra emelkedett költségvetési hiány csökkentésének várható üteme, amivel kapcsolatban ősszel lehetünk okosabbak, amikor a jövő évi költségvetés fő kontúrjai látszódni fognak már. Eközben az inflációs cél euróbevezetés miatti várható csökkentése is egyre inkább napirendre kerülhet, ami ugyancsak a további, gyors kamatcsökkentések ellen hat.

Mi egyelőre fenntartjuk azt a konzervatív becslésünket, hogy idén már nem, csak jövő januárban indulhat újra az irányadó kamat csökkentése. Jelenlegi előrejelzésünk szerint tehát az idei év végén 5,50%-os, 2027 végén 5,00%-os alapkamattal számolunk, amelyet lefelé mutató kockázatok öveznek, hiszen megfelelő inflációs kilátások, kedvező őszi hitelminősítői döntések, illetve támogató piaci hangulat mellett akár idén folytatni lehet az alapkamat további mérséklését.

Forintárfolyam

A magyar inflációs környezet jelenleg kifejezetten kedvezőnek tekinthető, ami lehetőséget biztosíthat arra, hogy 2027-ben folytatódjon az MNB kamatcsökkentési ciklusa. Ezzel párhuzamosan ugyanakkor a fejlett gazdaságokban továbbra is makacsabb inflációs nyomás figyelhető meg, mint azt korábban a piac várta. Az Egyesült Államokban és részben az eurózónában is felfelé tolódtak a kamatvárakozások, ami a magyar és a fejlett piaci kamatszintek közötti különbség fokozatos szűkülését eredményezheti. A relatíve magas hazai kamatszint, a csökkenő infláció és az eurókonvergenciába vetett bizalom együtt még a kamatkülönbözet szűkülése mellett is támogathatja a forintot. Ugyanakkor az is látszik, hogy **az a piaci eufória, ami a második negyedévben jelentős forinterőt hozott, már kevésbé markáns, miközben a nemzetközi hangulat ingadozásai is jelentősek.**

Mindezek alapján 2026 végére vonatkozó EUR/HUF előrejelzésünket 370-re emeljük. Bár a továbbra is relatíve magas hazai kamatkörnyezet önmagában ennél erősebb árfolyamot is indokolhatna, a geopolitikai kockázatok még legalább az év végéig, de akár tovább is fennmaradhatnak. 2027-ben a hazai reálkamat-előny fokozatos várható olvadása mellett **nagyon fontos lesz, hogy a költségvetési hiánycsökkentés a piac által elvárt módon megy-e végbe. A bizonytalan helyzet miatt nem elképzelhetetlen, hogy a következő hónapokban akár 370 fölé is kerüljön az árfolyam.** 2027 végére ugyanakkor a költségvetési pályával kapcsolatban már világos lesz, hogy a kormány tartani tudja-e a tervezett deficitcsökkentést, ami az euró bevezetése szempontjából is elengedhetetlen. **Mi jelenleg arra számítunk, hogy a piac nem fog csalódni ebben, azaz a kockázatok mérséklődhetnek. Emiatt jövő év végére 360 körüli év végi EUR/HUF árfolyamot tartunk reálisnak.**

Államháztartás

Látva az elmúlt hónapok költségvetési adatait, **mi a 7,5%-os kormányzati hiánycélnál optimistábbak vagyunk és csak 7,2%-os GDP arányos költségvetési hiányt várunk 2026-ra.** Ennek oka, hogy úgy látjuk, valós szándék mutatkozik a kormány részéről a túlárazások megfékezésére, valamint a rendelkezésre álló források észszerű felhasználására. Emellett azt gondoljuk, hogy a bevételi oldali tételek jól alakulhatnak, köszönhetően a háztartások fogyasztásából fakadó ÁFA bevételeknek és a beinduló gazdaságnak. Emellett **azt gondoljuk, hogy a kormánynak végül nem lesz szüksége a teljes Havária Alap felhasználására év végéig.** Ezzel azokra az egyébként jogosnak tűnő piaci aggodalmakra is reagálhat a vezetés, miszerint a 7,5%-os hiánycél már túl magas lehet.

A 2027-2028-as évek költségvetési folyamatai abszolút kulcsfontosságúak lesznek az euróbevezetés, Magyarország kockázati megítélése, illetve a várható gazdasági növekedés szempontjából is. A kormány láthatóan úgy igyekszik csökkenteni a deficitet, hogy nem tervez érdemi, lakosságot negatívan érintő

megszorító intézkedéseket, hanem elsősorban a kiadási oldalon és a kamatkiadások csökkenésétől várják azt, hogy a GDP 3% alá lehessen szorítani a hiányt. **Véleményünk szerint a szükséges hiánycsökkentést csak akkor lehet ilyen módon biztonsággal a következő években végrehajtani, ha a központi költségvetés a másik oldalon nem növeli meg jelentősen kiadásait, illetve nem enged ki túl sok bevételt.** Bár az EU-s források rendelkezésre állása nagyon sokat segít a szükséges beruházások végrehajtásában a közlekedésben, az energiaszektorban, vagy a vízgazdálkodási területen, de az euróbevezetéshez szükségesnek gondolt költségvetési hiánycsökkentési tempó valószínűleg azt jelenti, hogy **a választások előtt tett ígéretek érdemi részét az új kormány nem fogja tudni végrehajtani.**

Az államadósság 2026 második negyedéves GDP-arányos rátája az MNB pénzügyi számlák statisztikája alapján 75,1%-ra csökkent, ami 2,6 százalékpontos javulást jelent a 2026 első negyedév végi 77,7%-hoz képest. A költségvetési törvényjavaslatban 77,5%-os államadósság szerepel, mi azt gondoljuk, hogy ennél valamivel alacsonyabb lehet majd 2026 végére ez a mutató, és 77% körül lehet idén év végén.

Ha minden jól megy, 2027-ben már csökkenhet a maastrichti adósságráta, de csak kismértékben. A hiánycsökkentés ebben kulcsfontosságú, ugyanakkor az inflációs pálya lejjebb kerülése miatt a GDP deflátor is kisebb lehet, mint korábban gondoltuk (mind idén, mind jövőre). A kamatok és hozamok azonban lejjebb kerültek, ami segít a hiány és az adósság mérséklésében**.**

Magyar alappályabeli előrejelzések táblázata						
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	TÉNY			ELŐREJELZÉS		
Reál GDP éves változás, %	-0,8	0,7	0,5	1,8	2,5	3,0
Háztartási fogyasztás, %	-1,2	6,4	2,9	4,2	3,0	3,2
Állóeszköz-felhalmozás, %	-5,9	-8,6	-2,8	-3,5	3,0	4,4
Export, %	1,8	-0,5	-1,1	2,1	6,3	4,8
Import, %	-3,4	-1,4	1,2	5,2	4,7	4,5
Ipari termelés, %	-4,8	-3,8	-3,6	4,1	6,0	5,0
Építőipari termelés, %	-4,8	-0,1	1,4	-0,3	4,3	4,9
Kiskereskedelmi forgalom, %	-7,7	2,6	3,0	4,2	3,0	3,5
Fogyasztóiár-index éves átlag, %	17,6	3,7	4,4	1,8	2,8	2,4
Munkanélküliségi ráta, %	4,1	4,5	4,4	4,6	4,5	4,4
Nemzetgazd. Bruttó átlagkereset, %	14,0	13,2	9,0	9,3	5,8	6,5
ÁHT egyenleg ESA-95, GDP %-a	-7,0	-5,1	-4,7	-7,2	-5,3	-4,3
Bruttó államadósság, GDP %-a	73,3	73,5	74,6	77,0	76,9	76,5
Folyó fizetési mérleg, GDP %-a	0,0	1,7	1,6	0,1	1,0	1,0
Pénzpiaci előrejelzések összefoglalása						
EUR/USD év végi	1,1050	1,0389	1,1750	1,17	1,19	1,19
EUR/HUF év végi	382,78	410,09	385,40	370,00	360,00	355,00
EUR/HUF éves átlag	381,95	395,20	397,91	368,70	365,00	357,50
USD/HUF év végi	346,44	393,60	328,42	316,20	302,50	298,30
USD/HUF éves átlag	353,25	365,24	353,20	316,50	308,25	300,40
MNB alapkamat év végi	10,75%	6,50%	6,50%	5,50%	5,00%	4,50%
EKB betéti ráta év végi	4,00%	3,00%	2,00%	2,50%	2,50%	2,00%
FED alapkamat év végi	5,25-5,50%	4,25-4,50%	3,50-3,75%	3,75-4,00%	3,75-4,00%	3,25-3,50%
3-hónapos BUBOR év végi	9,96%	6,50%	6,47%	5,45%	4,95%	4,45%
5-éves ÁKK ref. hozam év végi	5,78%	6,07%	6,42%	5,70%	5,05%	4,85%
10-éves ÁKK ref. hozam év végi	5,86%	6,55%	6,79%	5,80%	5,15%	4,95%

Megjegyzések:

- Az építőipar esetében szezonális és munkanaphatással igazított, az ipar esetén munkanaphatással igazított, a kiskereskedelmi forgalom tekintetében szezonális és naptárhatástól megtisztított volumenindexek szerepelnek a táblázatban.

II. MAGYAR MAKROGAZDASÁG FOLYAMATOK

Gazdasági növekedés

A magyar gazdaság teljesítménye 2026 második negyedévében 1,7%-kal haladta meg az egy évvel korábbi szintet, míg negyedéves összevetésben 0,5%-os növekedés valósult meg. Az első félév egészében szintén 1,7%-kal bővült a GDP, ami arra utal, hogy **a gazdaság fokozatosan kilábal a korábbi stagnáló időszakból**, ugyanakkor a növekedés továbbra is mérsékeltnek tekinthető.

Termelési oldalról a növekedést elsősorban a szolgáltatások és az ipar támogatták. A szolgáltató ágazatok bruttó hozzáadott értéke 1,9%-kal emelkedett, ezen belül a pénzügyi szolgáltatások, valamint a szakmai és üzleti szolgáltatások nyújtották a legerősebb teljesítményt. Az ipar hozzáadott értéke 3,7%-kal nőtt, ami elsősorban a feldolgozóiparnak volt köszönhető. A feldolgozóiparon belül a számítógép-, elektronikai és optikai termékgyártás járult hozzá legnagyobb mértékben a bővüléshez. **Ezzel szemben a mezőgazdaság teljesítményét a súlyos aszály jelentősen visszavetette**, a hozzáadott érték 12,4%-kal csökkent, míg az **építőipar** gyakorlatilag stagnált.

Felhasználási oldalról továbbra is a lakossági fogyasztás maradt a növekedés legfontosabb motorja. A háztartások tényleges fogyasztása 4,1%-kal, a fogyasztási kiadások pedig 4,5%-kal emelkedtek, amit a reálbérek növekedése és a korábbi inflációs sokk lecsengése támogatott. **A beruházások ugyanakkor továbbra is gyenge teljesítményt mutattak:** a bruttó állóeszköz-felhalmozás volumene 6,3%-kal csökkent éves alapon. A külkereskedelem vegyes képet mutatott, az export volumene 1,8%-kal, az importé 6,3%-kal nőtt. A rövid távú kilátásokat **tekintve a bizalmi indikátorok összességében** javuló gazdasági környezetre utalnak, bár **az év közepére az optimizmus lendülete némileg megtorpant.** A GKI konjunktúraindexe január és július között jelentősen emelkedett és többéves csúcsra került, amit augusztusban korrekció követett. Hasonló folyamat volt megfigyelhető a háztartások körében is: a fogyasztói bizalom tavasszal kiemelkedően magas szintre emelkedett, elsősorban a jövőbeni pénzügyi helyzet és a gazdasági kilátások javuló megítélése miatt, ugyanakkor a nyár végén a várakozások ismét óvatosabbá váltak. Mindazonáltal a lakossági fogyasztás várhatóan 2026 második felében is a gazdasági növekedés egyik legfontosabb támasza marad.

A beruházások kilátásai továbbra is visszafogottak. Az MNB-MKIK vállalati felmérései szerint a kapacitáskihasználtság 2026 során fokozatosan emelkedett, ugyanakkor a beruházási szándékok nyárra érezhetően gyengültek, különösen az iparban és az építőiparban. A magasabb kapacitáskihasználtság önmagában javítja az új beruházások esélyét, de a vállalatok továbbra is bizonytalan külső keresleti környezettel szembesülnek. Az MNB-MKIK 2026 júliusi felmérésében a vállalati várakozások vizsgált tényezői közül csak a beruházásokkal kapcsolatos optimizmus gyengébb, a tavalyi év azonos hónapjához képest. Rövid távon a költségvetési konszolidáció és az állami beruházások visszafogása fékezi a beruházási aktivitást, miközben az uniós források beáramlása csak fokozatosan fejtheti ki hatását. Emiatt 2026 második felében

éves alapon még csökkenő beruházási dinamika valószínű, **2027-ben azonban az EU-források erősebb lehívása és a már megvalósult nagy ipari beruházásokhoz kapcsolódó fejlesztések élénkülést hozhatnak.** 2028-ra a beruházások ismét a növekedés egyik meghatározó tényezőjévé válhatnak.

A külkereskedelmi kilátásokat továbbra is jelentős bizonytalanság övezi. A magyar export teljesítménye nagymértékben függ az európai, különösen a német gazdaság ciklikus helyzetétől, miközben a geopolitikai feszültségek és a nemzetközi kereskedelmi kapcsolatok fragmentálódása is kockázatot jelent. A növekedést jelenleg támogatja, hogy a magyar feldolgozóiparon belül egyre nagyobb szerepet töltenek be azok az **elektronikai és technológiai termékek, amelyek iránt az AI-hoz kapcsolódó globális beruházási hullám növekvő keresletet generál**. A számítástechnikai és elektronikai termékek gyártásának idei kiemelkedő teljesítménye arra utal, hogy Magyarország közvetetten profitálhat az adatközponti, félvezető- és AI-infrastruktúra-beruházások felfutásából. Ez ugyan önmagában nem képes teljesen ellensúlyozni az európai konjunktúra gyengeségét, de a következő években érdemi exporttámogató tényező lehet.

2026-ban a magyar gazdaság növekedését elsősorban a fogyasztás és a szolgáltató szektor támogatja, miközben a beruházások továbbra is visszafogottak, így **jelenleg 1,8%-ra becsüljük az idei GDP-növekedést.** A **középtávú növekedési kép kedvezőbbé válhat**, ha az EU-források felhasználása gyorsul, a vállalati beruházások élénkülnek, és az új ipari kapacitások, valamint az AI-hoz kapcsolódó technológiai export növekvő külső kereslettel találkoznak**. Ugyanakkor az euróbevezetés miatt szükséges költségvetési hiánycsökkentés néhány tized százalékponttal lassabb növekedést jelenthet 2027-2028-ban, mint korábban gondoltuk.** A költségvetési hiány ugyanis a néhány hónappal ezelőtt gondoltnál magasabb lehet idén, miközben az euróbevezetés miatti felfokozott piaci várakozások valószínűleg arra fogják késztetni a kormányt, hogy ne késlekedjen a deficit lefaragásával. **2027-re így 2,5%-os GDP-növekedést, míg 2028-ra 3,0%-os bővülést jelzünk előre**. A legfontosabb lefelé mutató kockázatot továbbra is a gyenge európai növekedés és a nemzetközi gazdasági környezet bizonytalanságai jelentik. Eközben, amennyiben a hazai költségvetési deficit csökkentése tényleg semmilyen növekedési áldozattal nem fog járni, mint ahogyan most a kormánynál remélik, úgy akár valamivel gyorsabb is lehet a gazdasági növekedés 2027-2028-ban, mint amit jelenleg várunk.

Paksi kockázat: elhárult a GDP-növekedést fenyegető veszély

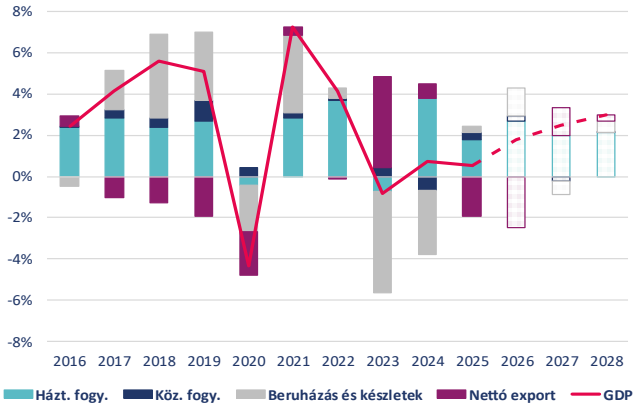
Az augusztusi rendkívüli kisvizes dunai helyzet átmenetileg komoly kockázatot jelentett a Paksi Atomerőmű működésére és ezen keresztül a magyar gazdaság teljesítményére. **Az erőmű teljesítményének korlátozása miatt nőtt az áramimport-függőség, miközben a fogyasztás visszafogása a termelést és a GDP-t is negatívan érinthette.**

A legrosszabb forgatókönyv ugyanakkor elmaradt. Az erőmű működését sikerült fenntartani, majd augusztus végére a termelés helyreállt, miközben elkészült a Paksnál épülő fenékküszöb első üteme is. A beruházás kisvizes időszakban mintegy fél méterrel emelheti meg a Duna vízszintjét, jelentősen csökkentve a jövőbeni leállások kockázatát.

Becslésünk szerint az augusztusi energiavészhelyzet összesen körülbelül 0,1 százalékponttal mérsékelhette a GDP-t, ami érdemben alacsonyabb hatás annál, mint amit augusztus elején még valószínűsítettünk. Ebben szerepet játszott, hogy **az augusztusi szabadságolások miatt az áramigény szezonálisan alacsonyabb volt**, így a fogyasztás visszafogása mérsékeltebben érintette a gazdaságot.

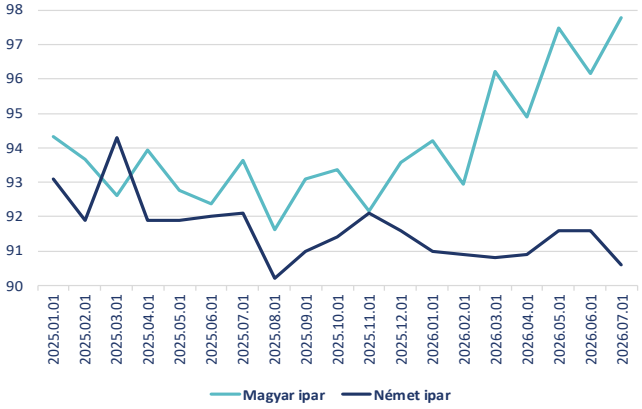
A paksi helyzet rendeződése különösen fontos az év hátralévő részére nézve, hiszen az ipari aktivitás erősödésével párhuzamosan az áramigény is emelkedik.

1. ábra: A GDP felhasználási oldali tételeinek növekedési hozzájárulásai



Forrás: KSH

2. ábra: A magyar és a német ipari termelés volumenindexe (2021=100)



Forrás: KSH, Destatis

Foglalkoztatottság, bérdinamika

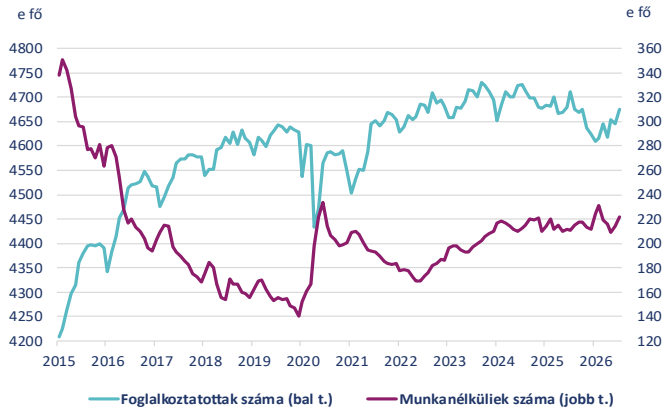
Nem látható egyértelmű trend a munkaerőpiacon. Az év eleji mélypontról több havi cikk-cakkozás **után a foglalkoztatottak száma júliusban új éves csúcsra emelkedett** és szintén kedvező, hogy a gazdaságilag aktívak száma – a potenciális munkaerő – is érdemi, közel 37 ezres növekedést mutatott a legutóbbi adatok szerint. Azt azonban látni kell, hogy a korábbi évekkel szemben **a nyári szezonális növekedés júniusban elmaradt a foglalkoztatottság terén**, a júliusi növekmény azonban a korábbi évek átlagánál nagyobb növekedést jelent. Egyhavi kedvező adatból egyelőre nem vonnánk le messzemenő következtetéseket, a foglalkoztatottak száma hosszú ideje hullámzóan változik. A munkanélküliek számának hónapok óta tartó

csökkenése megállt az év közepén, a **munkanélküliek száma már a második egymást követő hónapban emelkedett júliusban**. A munkanélküliségi ráta májusban 4,3%-on alakult még, majd fokozatos emelkedése látható, legutóbb, júliusban 4,5%-on alakult.

A kilátásokat ellentétes folyamatok befolyásolják. A **konjunktúra** az iparban egyértelműen **javul**, ugyanakkor az **energiaárak emelkedése, az energiavészhelyzet, az aszályhelyzet**, valamint a vállalkozások továbbra is **gyenge beruházási kedv**e továbbra sem utalnak arra, hogy a nagyon közeli jövőben gyors foglalkoztatásnövekedés indulna be. A friss hazai konjunktúramutatók szerint a vállalkozások foglalkoztatási hajlandósága tovább mérséklődött augusztusban és a negatív **demográfiai** trend is erős, már 7 millió 100 ezer fő alatt a munkaképes korú népesség. A globális trendeket figyelembe véve, nem túl megnyugtató, hogy a nagyvállalatok az **AI fejlődésével** párhuzamosan létszámleépítés mellett dönthetnek. (Ugyanakkor az utóbbi hónapokban egyre több az olyan anekdotikus információ, hogy sok vállalat túlbecsülhette az AI munkaerőmegtakarító lehetőségeit.) **Egyelőre még nem számolunk azzal, hogy érdemi javulás következzen be a munkaerőpiacon**, így 2026-ra továbbra is 4,5% körüli munkanélküliségi rátát várunk**. 2027-ben**, ha a gazdaság erőre kap, fokozatosan élénkülhet a munkaerőpiac is, de **a munkanélküliségi ráta csak szerény javulást mutathat várakozásunk szerint**.

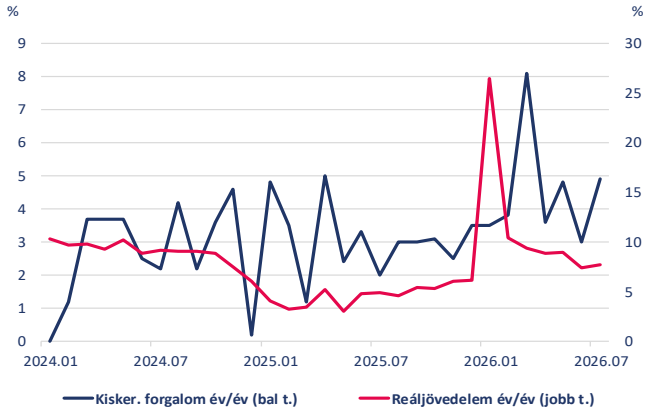
Fontos kérdés a bérdinamika várható alakulása, ebben ugyanis egyértelműen változás várható a korábbi évekhez viszonyítva. A csökkenő inflációs kilátások, az egyelőre még relatíve mérsékelt konjunktúra, illetve a legfrissebb béradat vártnál jóval alacsonyabb alakulása arra enged következtetni, hogy **a 2023-2024 óta látható, gyors reálbér emelkedés érdemben mérséklődhet a következő negyedévekben**. Mindez a termelékenység várható növekedésével is sokkal jobban összhangban lenne, mint a korábbi években. 2026 első három hónapjában átlagosan 15%-kal emelkedtek a bruttó bérek (januári 26,3%-os év/év emelkedést a fegyverpénz kifizetése okozta), majd a második negyedévben 8,3%-kal emelkedtek a bruttó bérek átlagosan. Ha az első negyedéves átlagot fegyverpénz nélkül számítjuk, akkor 9%-ot kapunk, így ahhoz képest alig mérséklődött a béremelkedési ütem. Korábban is jeleztük, hogy arra számítunk, hogy az **év végéhez közeledve lassulhat a bérnövekedés** mértéke, de ezzel együtt is **az éves átlag idén 9% felett alakulhat. 2027-ben visszafogottabb, 6% körüli ütemmel számolunk**, a jövő évet tekintve a korábbi 3 éves bérmegállapodás várható felülvizsgálatát is figyelni kell. **A reálbérek emelkedése** – amely fegyverpénz nélküli januári béradattal számítva az első negyedévben átlagosan 7,3%, a második negyedévben 6,4% - az első félévben még jelentősen alátámasztotta a fogyasztást. Várakozásunk szerint a harmadik negyedév még a második negyedévhez hasonlóan alakulhat, de **év végére 3% környékére lassulhat** a reálbérnövekedés, ami a fogyasztást a korábbiakhoz képest mérsékeltebben tudja csak támogatni. Ugyanakkor **ez sokkal jobban összhangban van a termelékenység várható növekedésével, mint a korábbi években jellemzően bőven 5% felett alakuló reálbéremelkedési ütem**, bár még mindig valamelyest meghaladhatja azt.

3. ábra: A foglalkoztatottak és a munkanélküliek száma



Forrás: KSH, Bloomberg

4. ábra: A kiskereskedelmi forgalom és a reáljövedelem



Forrás: KSH, Bloomberg

Infláció

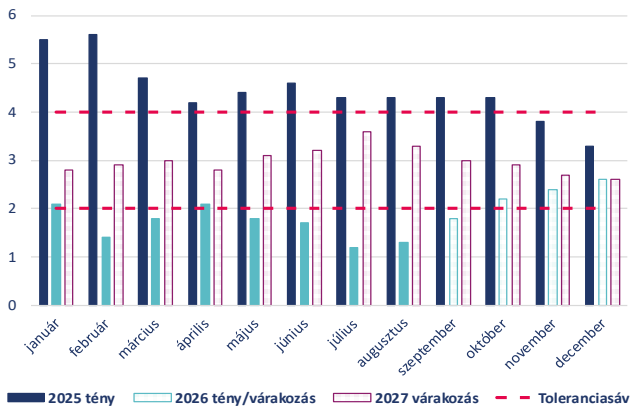
2026 augusztusáig mindössze két hónapban, januárban és áprilisban láthattunk a jegybanki toleranciasávba emelkedő inflációt, a többi hónap adatai a jegybanki sáv alatt alakultak. **Májustól a közölt tényadatok majdnem végig kedvezőbben alakultak a várakozásainknál**. A fokozatos dezinfláció (május: 1,8% év/év, június 1,7% év/év) **júliusig** tartott, amikor **közel 10 éve nem látott alacsony inflációs adat jelent meg**, 1,2%-ra mérséklődött a pénzromlás üteme. A kedvező folyamatot támogatta, hogy a védett üzemanyagár úgy került kivezetésre június végén, hogy az nem okozott áremelkedést, ráadásul a korábban júliusra halasztott jövedéki adó-emelés is elhalasztásra került. Továbbá az árrésstopok is fennmaradtak, és az erősebb forint árfolyam is segített kordában tartani az inflációt. A szolgáltatások esetében júliustól az elhalasztott banki és telekom díjemelések csak kisebb árnövekedést hoztak, mivel a díjemelések kezdő időpontja sem volt egységes, így az inflációs hatás is elnyújtottan mutatkozik. **Augusztusban már felfelé mozdult az infláció a júliusi lokális mélypontról**. A két nagy kategóriát tekintve éles a különbség: **az élelmiszereknél júliustól már csökkentek az árak éves szinten** (-1,1%) és ez a trend augusztusban is erősödött (-1,3%), addig **a szolgáltatások év/év alapon júniust követően markánsabb emelkedést mutatnak** (július 4,7%, augusztus 5,0%). Az élelmiszerek között elszámolt házon kívüli étkezés még mindig gyors ütemben drágult augusztusban, éves szinten 6%-kal, amiben továbbra is a munkaerőköltségek emelkedése játszhat elsősorban szerepet. Árnyalja az inflációs képet, hogy az alapfolyamatokat jobban tükröző maginfláció a havi visszafogottabb növekedés ellenére éves szinten kismértékben, 2,0%-ra emelkedett augusztusban.

Ami a kilátásokat illeti, **fokozatosan emelkedő inflációra számítunk, év végére 2% fölötti éves árindexszel**. Az energiapiaci fejlemények nem kedvezőek, ezért **az üzemanyagoknál további emelkedés tűnik most valószínűbbnek**. Az élelmiszereknél az aszály hatása várhatóan nem egyből fog jelentkezni, ugyanakkor az európai búza és kukoricaárak a nyár folyamán emelkedésnek indultak. Úgy látjuk, hogy a tartós árcsökkenés után **ősz közepe-vége felétől kezdve az élelmiszereknél lassú drágulás indulhat be**. Emellett egyre kevésbé

tűnik úgy, hogy az árrésstopok kivezetése napirendre kerül az őszi hónapokban; illetve, ha ez mégis megtörténne, valószínűleg nem jelentene drámai áremelkedést. **Jó hír, hogy a vállalatok áremelési szándékai továbbra is nyomottak**, miközben a béremelkedési ütem is a vártnál gyorsabban mérséklődik, kordában tartva a költségeket.

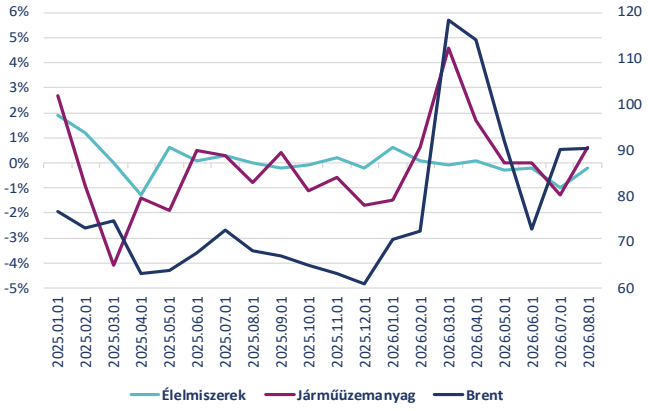
Júniusban még 2026-ra 2,7%-os, 2027-re 3,7%-os éves átlagos inflációt jeleztünk előre, de az elmúlt hónapok kedvező folyamatait fokozatosan beépítettük várakozásainkba és július-augusztusban több körben mérsékeltük inflációs várakozásunkat mind az idei, mind a jövő évre vonatkozóan**. 2026-ban 1,8%-os éves átlagos inflációt várunk jelenleg.** Habár a közel-keleti konfliktus **inflációs kockázatait** nem szabad figyelmen kívül hagyni, egyelőre az látszik, hogy **az idei inflációt tekintve a toleranciasáv alatt, a jövő évi infláció pedig a toleranciasáv alsó felében alakulhat.** Kritikus lesz az ősz: ha nem durrannak el nagyon az energiaárak, és a nemzetközi kamat- és hozamkörnyezet emelkedése mellett is viszonylag stabil tudna maradni a forint, akkor **2027-ben jó eséllyel valahol 2,5-3% között lehet az éves átlagos drágulási ütem**. Elromló nemzetközi hangulatban és gyorsan növekvő energiaárak mellett ugyanakkor könnyen borulhat ez a várakozás. A **forint árfolyamára** pedig azért **figyelhet továbbra is nagyon az MNB**, mert ez a múltbeli tapasztalatok alapján erősen összefügg az inflációs várakozások alakulásával, azaz a forint további esetleges markánsabb gyengülése nem csak az importárakon keresztül, hanem a várakozásokon keresztül is emelhetné az inflációt. Ezt az MNB vélhetően el akarja kerülni, különösen egy olyan helyzetben, amikor **az inflációs cél csökkentése kerülhet majd napirendre**.

5. ábra: Inflációs várakozások 2026-2027-re



Forrás: KSH, MBH EC

6. ábra: Élelmiszer- és járműüzemanyagárak alakulása (év/év, %) és a Brent típusú kőolaj hordónkénti ára (jobb tengely, USD)



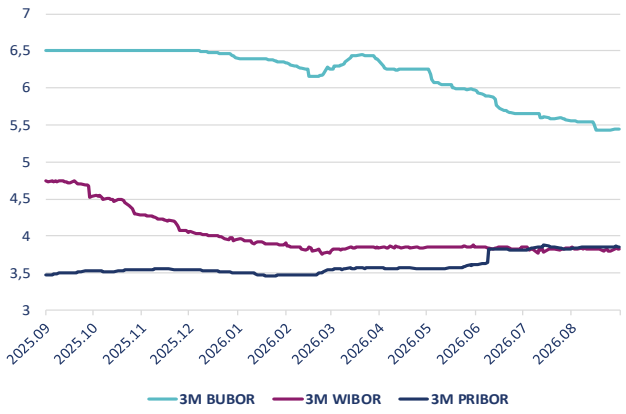
Forrás: KSH, Bloomberg

Monetáris politika, jegybanki alapkamat

Lezajlott a kamatcsökkentések nyara idehaza, **a tavasszal még 6,25%-on álló alapkamat augusztus végére 5,50%-ra csökkent.** Már a májusi kamatdöntő ülés után is elhangzottak olyan üzenetek a Magyar Nemzeti Bank részéről, amelyek arra engedtek következtetni, hogy a nyár elején újraindulhat a monetáris lazítás. A júniusi vágás után az is szinte biztossá vált, hogy a júliusi-augusztusi üléseken is lazíthat az MNB. **Mivel az inflációs alapfolyamatokban romlást nem tapasztalhattunk, így megvalósulhatott a mini kamatcsökkentési ciklus.** Eközben a forint sem gyengült olyan mértékben, amely veszélyeztette volna a kamatvágási terveket, habár a június elején látott 350-es szintről már inkább a 360-365-ös szint jellemzőbb az elmúlt hetekben az euró ellenében. **Megítélésünk szerint a következő hónapokban egy ideig kivárás jöhet az elmúlt három hónap egymást követő csökkentései után.** Bár az infláció a vártnál sokkal jobban alakul, jövőre erőteljesebb lehet a drágulás üteme, mint idén. Nagy kérdés a magasra emelkedett költségvetési hiány csökkentésének várható üteme, amivel kapcsolatban ősszel lehetünk okosabbak, amikor a jövő évi költségvetés fő kontúrjai látszódni fognak már. Eközben az inflációs cél euróbevezetés miatti várható csökkentése is egyre inkább napirendre kerülhet, ami ugyancsak a további, gyors kamatcsökkentések ellen hat.

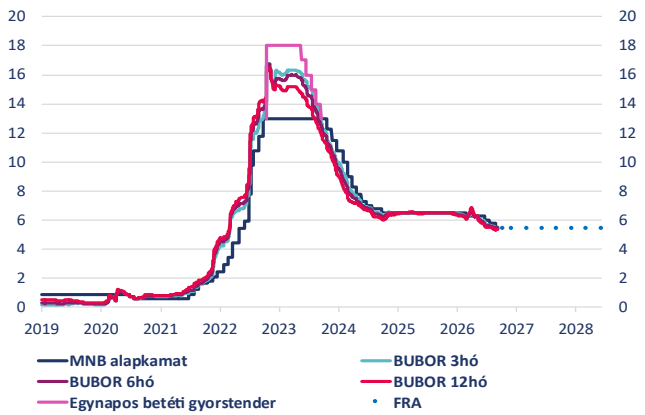
A nemzetközi hatások (leginkább a felfelé irányuló kamatnyomás az EKB-n és a Fed-en, illetve a nemzetközi hozamkörnyezet emelkedése) **csökkentik az MNB mozgásterét.** Ennek ellenére pár hónap kivárás után folytatódhat a kamatok mérséklése: kedvező esetben erre már idén sor kerülhet, jövőre pedig a mérséklés folytatódhat. Ami a régiót illeti, **Csehországban és Lengyelországban is 3,75%-on áll jelenleg az irányadó kamat**, miközben a 10-éves magyar állampapírpiaci hozam továbbra is a lengyel 10-éves hozam szintje alatt mozog. **Mi egyelőre fenntartjuk azt a konzervatív becslésünket, hogy idén már nem, csak jövő januárban indulhat újra az irányadó kamat csökkentése. Jelenlegi előrejelzésünk szerint tehát az idei év végén 5,50%-os, 2027 végén 5,00%-os alapkamattal számolunk**, amelyet lefelé mutató kockázatok öveznek, hiszen megfelelő inflációs kilátások, kedvező őszi hitelminősítői döntések, illetve támogató piaci hangulat mellett akár idén folytatni lehet az alapkamat további mérséklését.

7. ábra: 3-havi kamatok a régióban



Forrás: Bloomberg

8. ábra: BUBOR és határidős kamatlábak (%)



Forrás: Bloomberg

Költségvetési folyamatok

Nyár elején még bízni lehetett abban, hogy nem száll el nagyon az idei költségvetési hiány, júliusban ugyanakkor jött a feketeleves, a Pénzügyminisztérium elkészítette a költségvetési leltárt. Ebben már az szerepelt, hogy az új kormány 8,3%-os GDP arányos hiányt örökölt, azonban az uniós források hazahozatala, a KEKVA-k megszüntetése és a forint erősödése, valamint a hozamok csökkenése a GDP közel 1%-ának megfelelő egyenlegjavulást eredményez. **Az új kormányzat felelős gazdálkodása és a túlárazásokkal kapcsolatos lépések több tized százalékpontnyi javulást jelentenek az idei büdzsének**, **azonban a már meghozott intézkedések és a Havária Alap** (amely a Pénzügyminisztérium szerint a GDP 0,5%-ának megfelelő összeg) **plusz költségeket jelentenek.** Ez utóbbi egy olyan alap, amely az aszály és az energiaválság kezelését hivatott finanszírozni, nagyjából 500 milliárd forintos kerettel. Mivel ez egy tartalék és az előre nem látott költségvetési következményekre fordítható, így közel sem biztos, hogy a kormánynak az utolsó forintig fel kell majd használnia idén ezt az összeget. Az persze biztos, hogy **az energetikai és mezőgazdasági infrastruktúra fejlesztése megterhelő lesz a költségvetés számára**, de valószínűleg ennek hatása nem egy adott évet nagymértékben terhelő tétel lesz majd. **Az új kormány az idei évi hiánycélt a GDP 7,5%-ára lőtte be.**

Ahogyan azt a Pénzügyminisztérium is jelezte, **a következő hónapokban elég hektikusan alakulhatnak majd az egyhavi hiányszámok. Augusztusban például egy hónap alatt 2311,2 milliárd forintos hiány jött össze.** A nagyon magas augusztusi költségvetési hiányadat nem lepte meg a piacokat, hiszen a kormány előzetesen már kommunikálta, hogy **az uniós RRF programok előfinanszírozása miatt** kiugróan magas lehet az augusztusi szám. **Ezen egyszeri tételtől megtisztítva csupán 124,3 milliárd forint lett volna a nyolcadik havi deficit.** Az uniós támogatások várhatóan csak év vége felé érkeznek majd be a kasszába, addig viszont a költségvetés terhére kell kifizetnie az államnak a beruházási támogatásokat. Ennek eredményeképpen elképzelhető az a felállás is, hogy év végén látunk majd egy hatalmas „pénzesőt", addig viszont akár további nagyobb mínuszokat is produkálhat a költségvetés. Mindez persze pénzforgalmi szemléletben értelmezendő, az eredményszemléletű hiány attól is függ, hogy adott bevételek és kiadások mely évre számolhatók el ténylegesen.

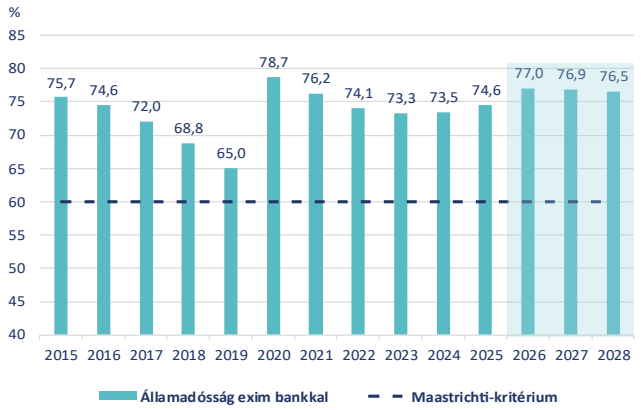
Látva az elmúlt hónapok költségvetési adatait, **mi a 7,5%-os kormányzati hiánycélnál optimistábbak vagyunk és inkább 7,2%-os GDP arányos költségvetési hiányt várunk 2026-ra.** Ennek oka, hogy úgy látjuk, valós szándék mutatkozik a kormány részéről a túlárazások megfékezésére, valamint a rendelkezésre álló források észszerű felhasználására. Emellett azt gondoljuk, hogy a bevételi oldali tételek jól alakulhatnak, köszönhetően a háztartások fogyasztásából fakadó ÁFA bevételeknek és a beinduló gazdaságnak. Emellett, ahogy már fentebb is említettük, **azt gondoljuk, hogy a kormánynak végül nem lesz szüksége a teljes Havária Alap felhasználására év végéig.** Ezzel azokra az egyébként jogosnak tűnő piaci aggodalmakra is reagálhat a vezetés, miszerint a 7,5%-os hiánycél már túl magas lehet.

A 2027-2028-as évek költségvetési folyamatai abszolút kulcsfontosságúak lesznek az euróbevezetés, Magyarország kockázati megítélése, illetve a várható gazdasági növekedés szempontjából is. A kormány láthatóan úgy igyekszik csökkenteni a deficitet, hogy nem tervez érdemi, lakosságot negatívan érintő megszorító intézkedéseket, hanem elsősorban a kiadási oldalon és a kamatkiadások csökkenésétől várják azt, hogy a GDP 3% alá lehessen szorítani a hiányt. **Véleményünk szerint a szükséges hiánycsökkentést csak akkor lehet ilyen módon biztonsággal a következő években végrehajtani, ha a központi költségvetés a másik oldalon nem növeli meg jelentősen kiadásait, illetve nem enged ki túl sok bevételt.** Mindez azonban igencsak kérdőjelessé teheti, hogy a kormány a következő években mit tud végrehajtani azokból az ígéreteiből, amik a szociális és egészségügyi szférára vonatkoznak, illetve mennyire tudja kielégíteni bizonyos közszolgák (oktatásban, egészségügyben, rendvédelemben stb.) béremelési igényeit, vagy például a helyi önkormányzatok tehermentesítési reményeit. Bár **az EU-s források rendelkezésre állása nagyon sokat segít a szükséges beruházások végrehajtásában a közlekedésben, az energiaszektorban, vagy a vízgazdálkodási területen**, de az euróbevezetéshez szükségesnek gondolt költségvetési hiánycsökkentési tempó valószínűleg azt jelenti, hogy **a választások előtt tett ígéretek érdemi részét az új kormány nem fogja tudni végrehajtani.** Azt majd az októberben nyilvánosságra hozandó költségvetési tervből fogjuk látni, hogy milyen prioritásokra hajlandó a nagyon kis mozgásterét kihasználni a kormány. Az biztos, hogy jelentős hiánycsökkentésre lesz szükség, hiszen a maastrichti kritériumot, amely 3%-os GDP arányos hiányt enged meg, teljesíteni kell a csatlakozás előtt.

Az államadósság 2026 második negyedéves GDP-arányos rátája az MNB pénzügyi számlák statisztikája alapján 75,1%-ra csökkent, ami 2,6 százalékpontos javulást jelent a 2026 első negyedév végi 77,7%-hoz képest. A költségvetési törvényjavaslatban 77,5%-os államadósság szerepel, mi azt gondoljuk, hogy ennél valamivel alacsonyabb lehet majd 2026 végére ez a mutató, és 77% körül lehet idén év végén. Habár a költségvetési törvényjavaslatban az szerepel, hogy a magas kibocsátások és az RRF hitelfelvételek következtében a deviza adósságállomány nő, értéke mégis csökkenhet a tavalyinál erősebb forintárfolyam miatt. Ha minden jól megy, **2027-ben már csökkenhet a maastrichti adósságráta, de csak kismértékben**. A hiánycsökkentés ebben kulcsfontosságú, ugyanakkor **az inflációs pálya lejjebb kerülése miatt a GDP deflátor is kisebb lehet, mint korábban gondoltuk (mind idén, mind jövőre). A kamatok és hozamok azonban lejjebb kerültek:** az állampapírhozamok jelentősen csökkentek tavaly év vége óta, a 10 éves hozam 2025 végén még 6,79%-on állt, jelenleg 5,60% körül mozog. További kamatcsökkentésre idén már nem számítunk, de az 5,50%-os irányadó kamat már alacsonyabb, mint 2025-ben volt. 2027-ben már 5,00%-ra csökkenhet az alapkamat, ami a hozamok mérséklődésével párhuzamosan biztosíthatják az implicit kamat mérséklődését. **2028-tól kezdve azonban gyorsulhat az adósságráta csökkenése: a gazdasági növekedés erősebb lehet a korábbi**

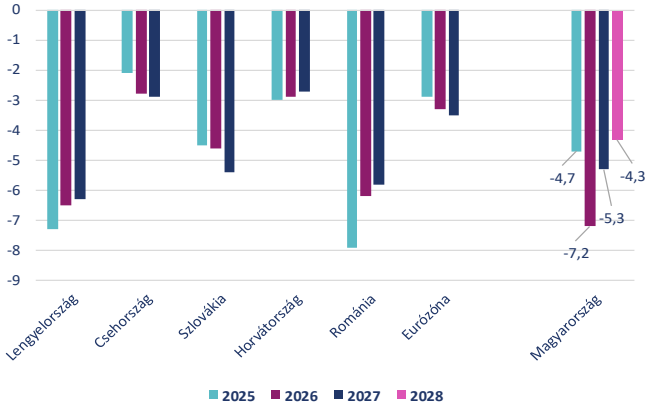
években látottnál, ami **párhuzamosan a költségvetési hiány csökkenésével szemmel látható adósságcsökkenést jelenthet 2028-tól kezdve.**

9. ábra: Bruttó államadósság a GDP arányában (%)



Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)

10. ábra: Az államháztartási hiány a GDP arányában (%)



Forrás: Európai Bizottság, MBH Bank előrejelzés

Ingatlanpiac

2026 I. félévében 6 278 lakást vettek használatba, ami 22%-os növekedést jelent az előző év azonos időszakához képest. Ezzel együtt az átadott lakások száma alacsony, ugyanis a régióban jellemző, mintegy 1%-os lakásállomány-megújulási ráta eléréséhez évente nagyjából 40 ezer új lakás átadására lenne szükség, amelytől a tavalyi 0,26%-os megújulási ráta alapján még jelentősen elmarad Magyarország.

Előretekintve az építési engedélyek alakulása nagyobb jelentőséggel bír, mivel több negyedévvel előre jelezheti a várható építési aktivitást. A kiadott építési engedélyek és egyszerű bejelentések alapján építendő lakások száma 16 588 volt 2026 H1-ben, ami 30%-kal több, mint egy évvel korábban. **A lakás-átadások számában már megfigyelhető egy lassú fordulat, miközben az építési engedélyek esetében egyértelmű élénkülés látszik. Ez fokozatos fellendülést vetít előre a lakásépítések terén,** ugyanakkor az építkezések – legalább kétéves – átfutási ideje miatt ennek hatása csak késleltetve jelenik meg a statisztikákban. **Idén 15 ezer környékére várjuk az új lakásátadásokat, jövőre pedig már 20 ezer lakás is megépülhet.**

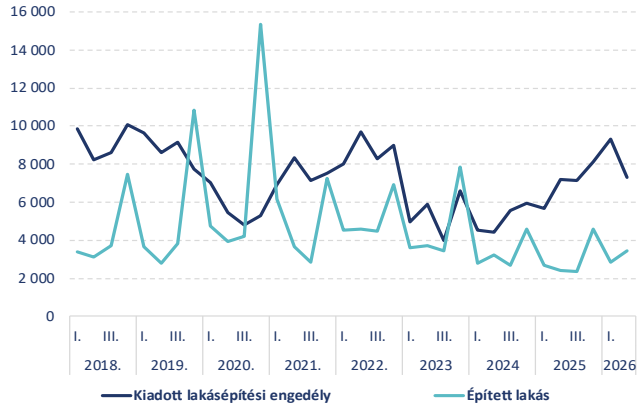
Ugyanakkor bizonytalanságot hordoz, hogy **a kormány felülvizsgálja a kiemelt beruházások körét.** Bár a már megszerzett jogosultságokat és engedélyeket a döntés nem érinti, az engedélyezési eljárás előtt álló projektek esetében érdemben befolyásolhatja a fejlesztések megvalósulását. Az év végéig tartó felülvizsgálat célja nem a beruházások végleges leállítása, hanem annak biztosítása, hogy **az új fejlesztések megfeleljenek a közlekedési, városépítészeti és fenntarthatósági szempontoknak**. Az Eltinga adatai szerint ugyan 5 projekt, mintegy 2600 lakással már olyan előrehaladott szakaszban van, hogy a most bejelentett felülvizsgálat nem érinti, a felülvizsgálat hatálya alá így is közel 17 ezer tervezett lakás kerülhet. A döntés érdemben befolyásolhatja a következő évek újépítésű lakáskínálatát. Emellett a kormány döntése alapján **megkezdődik az 550 millió eurós Wekerle Lakásépítési Program előkészítése**, amelynek célja a lakáskínálat bővítése, a

megfizethető lakások arányának növelése, valamint a bérlakás- és kollégiumi szektor fejlesztése. A program a lakáspiaci kínálati oldal erősítésére fókuszál, ami rövid távon elsősorban a fejlesztői és befektetői várakozásokban jelenhet meg. A lakáskínálat lakásárakra és a bérleti piacra gyakorolt hatásai ugyanakkor várhatóan csak közép- és hosszabb távon lesznek érzékelhetők. A tényleges piaci hatásokat alapvetően az fogja meghatározni, hogy a kormány milyen konkrét finanszírozási, szabályozási és adópolitikai eszközöket rendel a program céljainak megvalósításához.

A korábbi évek keresletélénkítő tényezőinek kifutásával **a lakáspiac fokozatosan kiegyensúlyozottabb működés felé mozdulhat el**. A mérséklődő kereslet lassabb árnövekedést és alacsonyabb tranzakciószámot eredményezhet, miközben a vásárlók döntéseiben a korábbinál nagyobb szerepet kap az árérzékenység és a tudatos mérlegelés. Az MNB adatai alapján **2026 második negyedévében valamennyi településtípuson mérséklődött a lakásárak emelkedésének üteme,** így az éves nominális drágulás országos átlagban az első negyedévben megfigyelt 17,8%-ról 12,3%-ra lassult. A 2026-ra várható árdinamika mérséklődését az okozza, hogy a **tavalyi év lendületét adó ösztönzők kifutottak, és az Otthon Start Program hatása is egyenletesebbé válhat**, így idén a **8-13%-os sávban várjuk országos áremelkedést**, azonban regionálisan eltérő mértékben. Budapesten és az agglomerációkban mérsékeltebb, más térségekben magasabb drágulás lehet jellemző. Amennyiben a kiemelések rendszere drasztikus szűkítésre kerül, az a kínálat zsugorodásán keresztül megjelenik majd az árakban is.

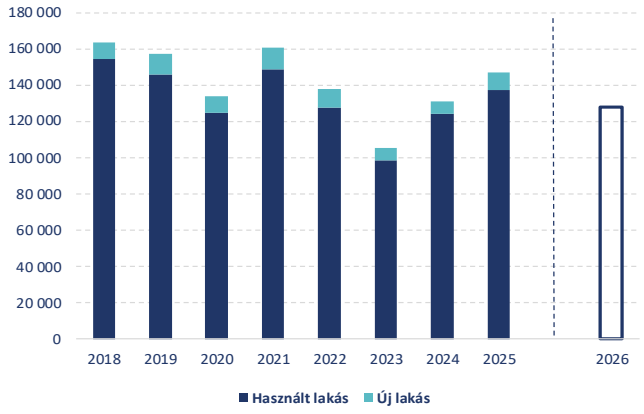
2026 első negyedévében a KSH előzetes adatai szerint 32 456 tranzakció történt, ami 10%-kal elmaradt az egy évvel korábbitól. A csökkenő trendet a Duna House tranzakció becslése is megerősíti: az első félévben mintegy 66 ezer tranzakció valósult meg amely 8%-kal maradt el a tavalyi azonos időszaki becsléstől. **Várakozásunk szerint 2026-ban 118-125 ezer tranzakció mehet végbe.**

11. ábra: Építési engedélyek és lakásépítések, db



Forrás: KSH

12. ábra: Lakástranzakciók száma, db



Forrás: KSH, Duna House

III. Nemzetközi gazdasági folyamatok

Az USA gazdasági folyamatai

Az amerikai gazdaság 1,5%-os bővülést mutatott a második negyedévben (évesített negyedéves növekedés), azután, hogy az első negyedévben még 2,1%-kal bővült. A lakossági **fogyasztás jobban alakult**, mint elsőre becsülték (+3,4%), a **vállalati beruházások növekedése** (8,5%) mögött továbbra is meghatározó az **AI kiépítése** miatt emelkedő, berendezésekre fordított kiadások. Ezzel szemben az állami kiadások gyengén alakultak, és a **nettó export** is 1,1 százalékpontot elvett a növekedésből az import 12%-os megugrása nyomán. Vegyes képet mutatnak a konjunktúramutatók. Az S&P Global **feldolgozóipari** beszerzési menedzserindexe (BMI) a legfrissebb, augusztusi adatok szerint **valamelyest gyengült**. Az új megrendelések március óta nem látott gyenge növekedést mutattak, ugyanakkor jól alakult a foglalkoztatási részadat és az eladási árak is mérséklődtek. Ezzel szemben a **szolgáltatóipari** BMI 2024 decembere óta nem látott szintre emelkedett augusztusban, az **ágazati kilátások már a harmadik egymást követő hónapban javultak** és utóbbi adatok 3% körüli harmadik negyedéves GDP-növekedés felé mutatnak.

A tavaszi hónapok kedvező adatközlései után **nyárra érdemben lassult a foglalkoztatottság**, de **augusztusban a vártnál kedvezőbb adat jelent meg**, de ez is elmarad a márciusi bővüléstől (+214 ezer fő). A mezőgazdaságon kívül foglalkoztatottak száma 162 ezer fővel emelkedett augusztusban, emellett a júniusi és júliusi adatokat összesen 55 ezerrel javították. Ezzel a június-augusztusi átlag valamivel 70 ezer fölé mozdult. A foglalkoztatás növekedése széles körű volt. A **munkanélküliségi ráta 4,1%-on maradt** és bár javult az aktivitási arány a júliusi 5 éves mélypontról, a munkaerőpiaci kínálat továbbra is szűkösnek mondható. A vállalatok nem sietnek a létszámbővítéssel, de az elbocsátások is alacsony szinten mozognak. A **bérek növekedése 3,1%-os volt augusztusban, ami a pandémia óta nem látott alacsony szint**, és jelzi, hogy a munkaerőpiac nem okoz érdemi inflációs nyomást. A Fed elnöke, Kevin Warsh szerint azok az emberek, akik dolgozni akarnak, nagyrészt megtartják vagy megtalálják a munkájukat.

A Fed kettős mandátuma közül mivel a munkaerőpiac stabilnak mondható, a fókusz nagymértékben az inflációra terelődött. Az iráni háború hatása májusban csúcsosodott, 4,2%-ra emelkedett a headline infláció, az energiaárak egyhavi 4%-os emelkedése mellett. Ezt követően **júniusra** (+3,5%) és **júliusra** (+3,4%) is **visszafogottabb árnyomásról közöltek adatokat,** miután az iráni háború okozta energiaár-sokk hatása tovább gyengült. A májusban látott többéves inflációs csúcs elérését követően a második egymást követő hónapban is dezinflációt láthattunk, majd augusztusra az olaj-és gázárak emelkedése nyomán számítani lehetett arra, hogy nem tud a kedvező trend folytatódni. **A fő inflációs mutató a várakozásoknak megfelelően 3,4%-on alakult augusztusban**. Az egy hónap alatt mért áremelkedés 0,4%-os volt, szintén vártnak megfelelően. A maginfláció, amelyből ki van szűrve az energiaáremelkedés és az élelmiszerárak alakulása, havi szinten 0,2% helyett 0,3%-kal emelkedett, de éves szinten 2,4%-ra csökkent a korábbi 2,5%-ról, ami több mint 5 éve nem

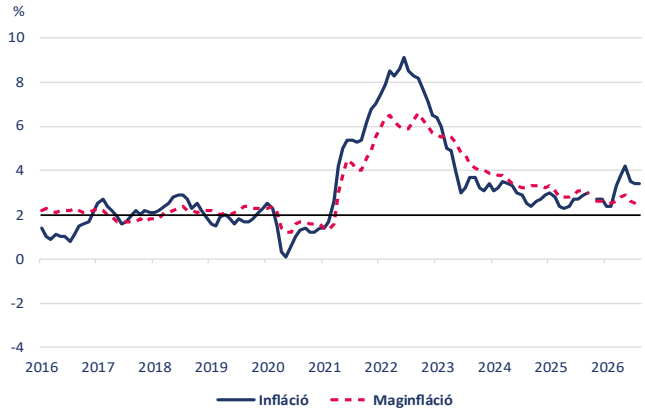
látott alacsony szintet jelent. Az infláció emelkedésének egyharmadát az üzemanyagárak emelkedése tette ki. Ugyanakkor, ahhoz, hogy a 2%-os inflációs cél felé történjen elmozdulás, a maginflációs havi mutató legfeljebb 0,17%-kal emelkedhetett volna. A Fed által kiemelten figyelt mutató, a személyes kiadások árindexe volt 3,7%-on maradt júliusban is. Az augusztusi adatok csak szeptember utolsó napján, már a Fed kamatdöntés után jelennek meg. Szeptember végén ennél az adatnál néhány várható módszertani változás hatása akár 0,2 százalékponttal alacsonyabb inflációs mutatót jelenthet. Emellett **továbbra is láthatók dezinflációs jelek**, a vámok hatása egyre halványul, már említettük a visszafogott bérnövekedést, továbbá a stagnáló lakáspiac is lassítja a lakhatási költségek emelkedését.

Az amerikai jegybanki szerepet betöltő Federal Reserve júniusban és júliusban is a 3,50-3,75%-os irányadó ráta tartását jelentette be. A Fed elnökeként júniusban tartott először sajtótájékoztatót Kevin Warsh, ami több változást is hozott. A sajtóközlemény jelentősen rövidebb és egyszerűbb lett, a legfőbb üzenete pedig az volt, hogy a bizottság gondoskodni fog az árstabilitásról. Nemcsak a kamatcsökkentésre történő korábbi utalás került ki a közleményből, hanem lényegében már **nem tartalmaz előretekintő iránymutatást**. Warsh bejelentette, új akciócsoportokat hoznak létre a monetáris politika hatékonyabbá tételére, ezek eredményei ősszel várhatók. **Júliusban sem adott iránymutatást Warsh**, de míg júniusban egyhangú volt a kamatdöntés, júliusban 9-3 arányban szavaztak a jegybankárok a kamatszint tartása mellett, többen kamatemelést szorgalmaztak volna az inflációs kockázatok erősödése miatt. Ugyanakkor Warsh kihangsúlyozta, hogy az infláció kordában tartása sem megy egyik napról a másikra, a jövőbeli iránymutatás hiánya is átmeneti időszakot igényel.

Warsh augusztusi **Jackson Hole-i beszédét** héja, azaz **szigorú hangneműnek értékelték** a piacok. Warsh **kiemelte, a Fed elkötelezett az árstabilitás mellett**. Elmondta, a Fed 2%-os árstabilitási célja – a személyes fogyasztási kiadások (PCE) árindexével mérve – egy szilárd, rögzített cél. A Fed feladata a stabil árak biztosítása. Biztosnak kell lennie a Fednek abban, hogy a mögöttes infláció egyértelműen és kellő sebességgel halad a cél felé. Ellenkező esetben dolguk van. Ugyanakkor több jegybankár (Williams, Waller is) jelezték, láthatók a dezinfláció jelei, a magasabb energiaárak nem mutatnak széleskörű átgyűrűző hatást más árakra. Egy **olyan környezetben kell a kamatokról döntenie a Fednek, amikor az inflációt hajtó fő tényezők, legfőképp az energiaárak, de itt lehet említeni az AI beruházásokat is, nem érzékenyek a kamatlábakra**, mindeközben a hosszú hozamok többéves csúcsokat döntenek az inflációs félelmek és a magas államadóssággal kapcsolatos aggodalmak mellett. A **magas hozamok pedig már így is megemelték az amerikai háztartások hitelfelvételi költségeit**. Ezért **úgy látjuk, a Fed egy egyszeri idei kamatemelést hajthat végre**, mintegy biztonsági lépésként. Ha ezt szeptemberben meglépi, akkor később a félidős választások közelséges is kivárást hozhat, és a már említett trendekkel számolva az év végére láthatjuk újra az infláció mérséklődését. Ha szeptemberben még a kivárás mellett voksolnak, akkor decemberben jöhet a szigorítás.

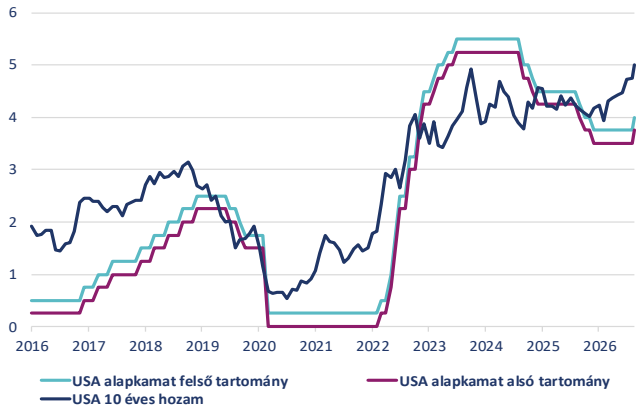
Természetesen az energiaárak, és a közel-keleti fejlemények átírhatják várakozásunkat, és felfelé mutató kockázatot jelentenek, ha érdemben nem tud javulni a helyzet. **2027-ben azonban már nem számolunk kamatvágással a tengerentúlon.**

13. ábra: A fogyasztóiár-index alakulása az USA-ban (év/év, %)



Forrás: Bloomberg

14. ábra: Az USA irányadó kamata és a 10 éves hozam

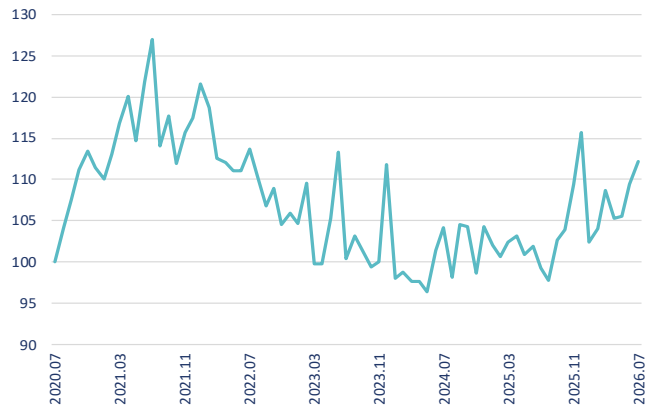


Forrás: Bloomberg

Az eurózóna gazdasági folyamatai

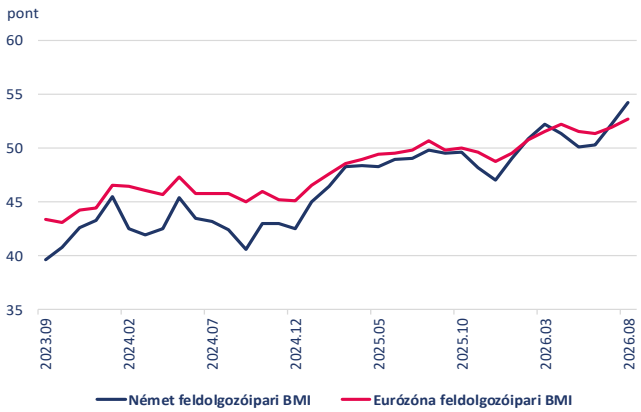
Az eurózóna gazdasága 2026 második negyedévében 1,2%-kal bővült év/év alapon, az előző negyedévhez képest 0,6%-os növekedést láthattunk. A legnagyobb európai gazdaságok közül továbbra is a spanyol gazdaság teljesít legjobban, ahol az előző év azonos időszakához képest 2,7%-os növekedést regisztráltak. **Németország** az EU-s átlagtól elmaradó, 1%-os év/év alapú növekedést tudott felmutatni. A hazánk számára is kiemelten fontos német gazdaságban a háztartások fogyasztása csupán 0,1%-kal emelkedett, a kormányzati kiadások ugyanakkor 3%-kal nőttek. A beruházások az első negyedévben tapasztalt visszaesés után most stagnáltak, míg a nettó export felfelé húzta a növekedést. Az **olasz gazdaság** a némethez hasonló növekedést produkált, a **francia GDP** ugyanakkor csak 0,5%-kal nőtt, amely az európai GDP rangsor alsó szélét közelíti.

15. ábra: A német ipari megrendelések havi volumenváltozása (2020.07=100)



Forrás: Bloomberg

16. ábra: A feldolgozóipari BMI az eurózónában és Németországban

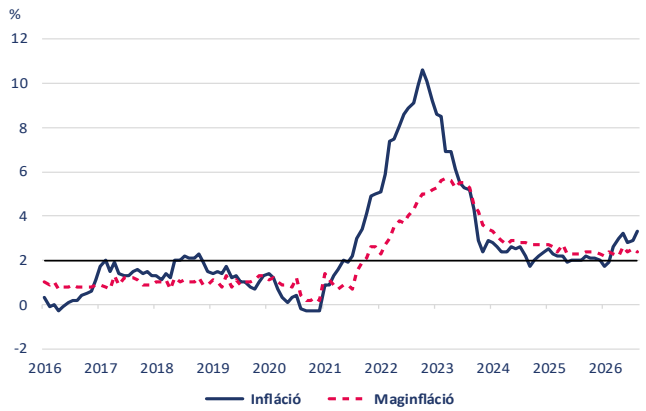


Forrás: Bloomberg

Ami a konjunktúramutatókat illeti, a feldolgozóipari indexek esetében egyértelmű felfelé ívelő trendről beszélhetünk, az eurózóna egészében és Németországban is most már magabiztosan 50 pont fölött járnak ezek az indexek, amely arra utal, hogy (talán kissé meglepő módon) a német gazdaság ezen része ellenállónak bizonyul a külső negatív hatásokkal szemben. **A szolgáltatóipari beszerzési menedzser indexek**nél is azt láthatjuk, hogy **a nyár kezdetén elindultak felfelé** a mutatók, de egyelőre itt még nagyobb a bizonytalanság: habár az eurózónában már 50 pont felett van az index, a német szolgáltatóipari BMI még nem tudta efölé küzdeni magát. **A hangulatindexek esetében az áprilisi mélypont után egyértelmű javulást láthatunk.** A ZEW index várakozásokról szóló komponense azóta 34,2 ponton áll jelenleg, ami nem éri el az év elején látott szintet, de jóval magasabb a tavaszi mínuszos értékeknél. **Az IFO üzleti hangulatindexe** 88,8 pontra emelkedett, amely **közelíti az egyéves csúcsot.** A befektetői optimizmus valószínűleg annak köszönhető, hogy a gazdaság ellenállóbbnak bizonyul a vártnál és van esély arra, hogy Németország is elkezdjen kimászni a gödörből. **Ami a geopolitikai kockázatokat illeti, érdemi előrelépésről nem beszélhetünk**, hiszen a közel-keleti konfliktust továbbra sem sikerült lezárni (éppen emiatt a Brent típusú olaj hordónkénti ára már a 100 dollárt közelíti, a holland tőzsdén jegyzett gáz ára pedig már 70-80 euró/megawattóra körül járt szeptember első felében.

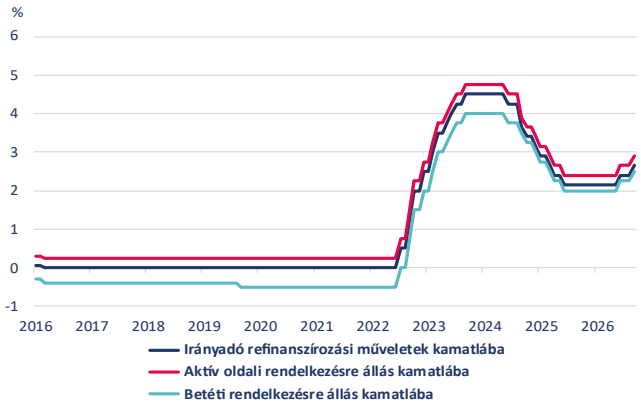
Nagyot fordult a világ Európával, ami leginkább az inflációs pályát és az EKB kamatpályáját illeti. Míg év elején 2% körüli áremelkedési ütemet láthattunk, addig **már 3,3%-os augusztusi inflációt közölt az Eurostat**, amelynél magasabb utoljára 2023 októberében volt az infláció. A kilátások jelenleg nem túl pozitívak, **az Európai Központi Bank legfrissebb előrejelzése szerint csupán 2027 második felében térhet vissza a 2%-os célérték közelébe az infláció.** Az infláció emelkedése miatt a Kormányzótanács idén már kétszer kamatot emelt, **jelenleg 2,50%-on áll a betéti ráta. Egyelőre fenntartjuk várakozásunkat, hogy 2026-ban a 2,50%-os irányadó ráta már nem változik**, de figyelembe véve a friss inflációs előrejelzéseket, nem kizárható, hogy 2027 elején még egy szigorító lépést bevállal majd a Kormányzótanács az infláció féken tartása érdekében.

17. ábra: Az eurózóna éves inflációjának alakulása



Forrás: Bloomberg

18. ábra: Az eurózóna kamatkondícióinak alakulása



Forrás: Bloomberg

IV. PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP

A forintárfolyam alakulása

2026 júniusa és szeptember közepe között a forint árfolyamát inkább a nemzetközi kockázati környezet, azon belül is elsősorban a közel-keleti konfliktus és az ehhez kapcsolódó energiaár-mozgások határozták meg, mintsem a hazai makrogazdasági fundamentumok – bár a hazai költségvetéssel kapcsolatos aggodalmak inkább nőhettek a nyár folyamán. Az időszak elején a forint történelmi összevetésben is rendkívül erős szinteken mozgott, az euróval szemben többször is megközelítve, sőt átmenetileg lefelé áttörve a 350-es szintet. Június első felében a befektetői hangulatot szinte teljes mértékben az iráni háború lezárásával kapcsolatos várakozások vezérelték. **Az euró-forint árfolyam és a Brent olajár ekkor időnként szinte tökéletes együttmozgást mutatott**. A háború lezárásáról, a Hormuzi-szoros megnyitásáról és az amerikai–iráni megállapodásról érkező hírek javították a kockázatvállalási kedvet, csökkentették az energiaárakat és ezzel párhuzamosan jelentős forinterősödést eredményeztek. Eközben továbbra is jelentős támogató tényező volt a magyar kamatelőny, illetve az áprilisi politikai fordulatot követően kialakult pozitív befektetői szentiment, amit az EU forrásokkal és az euró bevezetésével kapcsolatos pozitív várakozások hajtottak. Így még az MNB kamatcsökkentési ciklusának megindulása sem okozott eleinte árfolyamgyengülést.

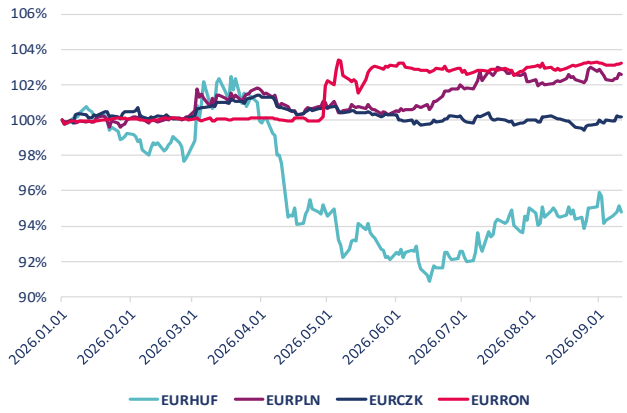
Június végétől azonban a Federal Reserve kommunikációja szigorúbbá vált, a piac pedig egyre magasabb amerikai kamatpályát kezdett árazni. Eközben a közel-keleti békefolyamat is visszafordult. Az erősödő dollár és a romló nemzetközi hangulat közepette június végétől megszűnt az egyirányú erősödési trend a forintban.

Mivel a Brent olajár a közel-keleti helyzet hatására rövid idő alatt ismét 80-100 dollár közé emelkedett, a forint is egyre érzékenyebben viselkedett, és gyengült, mivel **a piac egyre inkább a magyar gazdaság magas energiaimport-kitettségét árazta**. A nemzetközi tényezők mellett ekkor jelentek meg hangsúlyosabban a hazai fundamentális kockázatok is. Július során ráadásul **többször előkerült az is, hogy a 2026-os költségvetési hiány megfelelő korrekciós intézkedések nélkül akár a GDP 7,5%-át is elérheti**. Eközben a piac továbbra is MNB-kamatcsökkentési pályát árazott, ami a forint reálkamat-előnyének folytatódó mérséklődését vetítette előre. A júliusi folyamatok eredményeként érdemi korrekció bontakozott ki.

Augusztusban a hazai energiaellátással kapcsolatos aggodalmakat tovább erősítette a rendkívüli aszály és a Duna alacsony vízállása, amelyek miatt a paksi atomerőmű működésével kapcsolatban is kérdések merültek fel; mindez egy-egy rövid időszakban a forintra is rányomta a bélyegét. Eközben az MNB folytatta a kamatcsökkentési ciklust, az alapkamat augusztus végére 5,50%-ra mérséklődött. Szeptember első napjaiban aztán a forint gyengülése átmenetileg nagyobb méreteket öltött. **A Fed szeptemberi kamatemelésével kapcsolatos várakozások erősödése, az ismét kiéleződő amerikai–iráni konfliktus és a megugró energiaárak együttesen a 370-es szint környékére emelték az euró árfolyamát.** A pozitív korrekciót végül az hozta el,

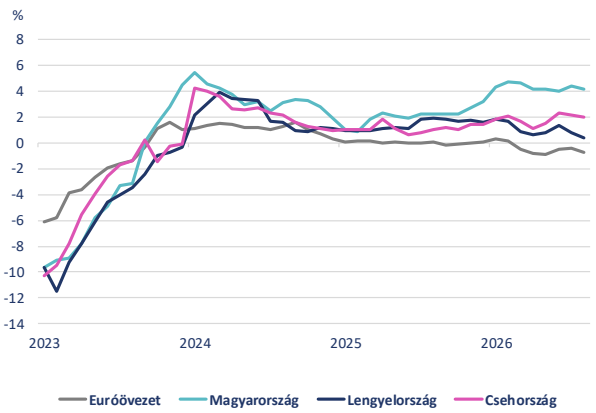
hogy kiszivárgott információk szerint az MNB kész lehet szünetet tartani a kamatcsökkentési ciklusban, sőt az inflációs cél esetleges szigorítása is napirendre kerülhet hamarosan.

19. ábra: A forint és a régiós devizák relatív teljesítménye az euróval szemben, 2026.01.01=100%



Forrás: Bloomberg

20. ábra: Reálkamatok a régióban és az eurózónában



Forrás: Eurostat, Bloomberg

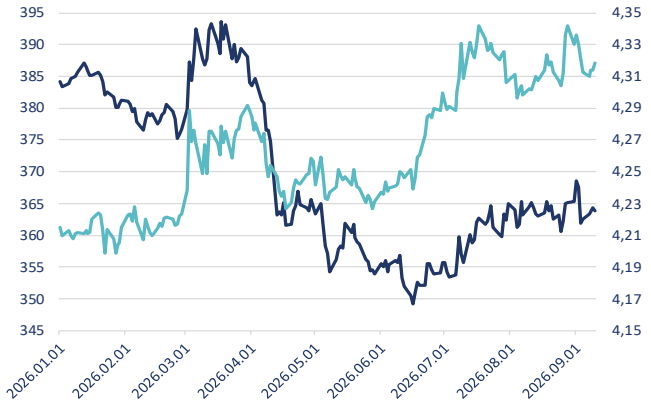
A szeptember eleji események megmutatták, hogy a forint továbbra is jelentős mértékben függ a monetáris politikai várakozásoktól: a kamatpályával kapcsolatos kommunikáció önmagában is képes volt néhány nap alatt 6-8 forintos árfolyammozgást kiváltani.

A következő időszak árfolyamkilátásait alapvetően két, egymással ellentétes irányú folyamat határozhatja meg. **Egyrészt a magyar inflációs környezet jelenleg kifejezetten kedvezőnek tekinthető, ami lehetőséget biztosíthat arra, hogy 2027-ben folytatódjon az MNB kamatcsökkentési ciklusa. Ezzel párhuzamosan ugyanakkor a fejlett gazdaságokban továbbra is makacsabb inflációs nyomás figyelhető meg, mint azt korábban a piac várta.** Az Egyesült Államokban és részben az eurózónában is felfelé tolódtak a kamatvárakozások, ami a magyar és a fejlett piaci kamatszintek közötti különbség fokozatos szűkülését eredményezheti. Ennek következtében 2027-ben várhatóan mérséklődik a forint jelenlegi, historikusan is jelentős reálkamat-előnye, ami önmagában a hazai deviza gyengülése irányába mutatna.

Ezzel szemben fontos támaszt jelenthet a forint számára, hogy a piac továbbra is jelentős valószínűséget tulajdonít Magyarország középtávú euróbevezetési törekvéseinek. Amennyiben ez a narratíva hiteles marad a befektetők szemében, a magyar állampapírpiac és a forinteszközök összességében továbbra is vonzó befektetési célpontok maradhatnak. A relatíve magas hazai kamatszint, a csökkenő infláció és az eurókonvergenciába vetett bizalom együtt még a kamatkülönbözet szűkülése mellett is támogatják a forintot. A visszatekintő reálkamat alapján egyébként akár még erősebb is lehetne a forint jelenleg annál, mint amit az elmúlt napokban láttunk. Eközben azonban az amerikai–iráni konfliktus tartós rendeződésére egyelőre nem látunk reális esélyt még az idei év során, ami továbbra is magasabb kockázati prémiumot indokolhat a régiós devizákban.

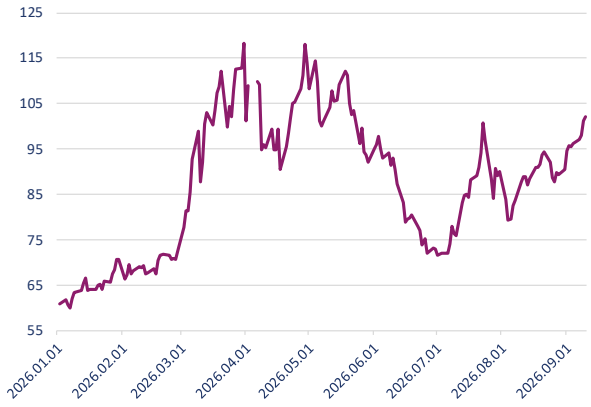
Mindezek alapján 2026 végére vonatkozó EUR/HUF előrejelzésünket 370-re emeljük. Bár a továbbra is relatíve magas hazai kamatkörnyezet önmagában ennél erősebb árfolyamot is indokolhatna, a geopolitikai kockázatok még legalább az év végéig, de akár tovább is fennmaradhatnak. 2027-ben a hazai reálkamat-előny fokozatos várható olvadása mellett **nagyon fontos lesz, hogy a költségvetési hiánycsökkentés a piac által elvárt módon megy-e végbe. A bizonytalan helyzet miatt nem elképzelhetetlen, hogy a következő hónapokban akár 370 fölé is kerüljön az árfolyam.** 2027 végére ugyanakkor a költségvetési pályával kapcsolatban már világos lesz, hogy a kormány tartani tudja-e a tervezett deficitcsökkentést, ami az euró bevezetése szempontjából is elengedhetetlen. **Mi jelenleg arra számítunk, hogy a piac nem fog csalódni ebben, azaz a kockázatok mérséklődhetnek. Emiatt jövő év végére 360 körüli év végi EUR/HUF árfolyamot tartunk reálisnak.**

21. ábra: Az EURHUF és az EURPLN (jobb t.) mozgása



Forrás: Bloomberg

22. ábra: A Brent típusú kőolaj hordónkénti ára (USD)



Forrás: Bloomberg

Állampapírpiac

A harmadik negyedévben a kötvényhozamok csökkenése már nem folytatódott a forintos államkötvények piacán. A nyár első hónapja után a nemzetközi hozamkörnyezetben inkább emelkedés volt tapasztalható, míg a választásokat követő eurófia sem erősödött tovább a magyar kötvényekkel kapcsolatban. A 10-éves német államkötvényhez képest a magyar felár 200-220 bázispont körül stabilizálódott, azonban a német hozamok emelkedése miatt mindez a magyar 10-éves hozamban is 5% környékéről 5,5%-ra való hozamemelkedést jelentett. **A mozgás iránya és mértéke is nagyjából megfelelt az előzetes várakozásunknak.**

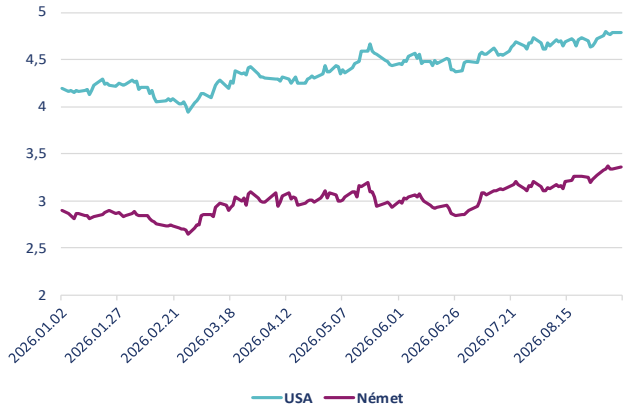
A finanszírozási helyzet eközben elég kényelmes volt a nyár folyamán. Az ÁKK jó ütemérzékkel, szerencsés időzítéssel tudta kibocsátani július elején az összesen 3 milliárd euróra rúgó devizakötvényeit, 5 és 10-éves lejáraton bevonva forrást. Ennek, illetve a korábban végrehajtott masszív forintkötvény kibocsátásoknak köszönhetően példátlanul nagy összegű, 5,5 ezer milliárd forintot meghaladó mértékű likvid tartalék állt a kormányzat rendelkezésére a kincstári egységes számlán. Erre azonban szükség is volt, hiszen az augusztusi

hiány elszállt az európai uniós forrásokból megvalósuló fejlesztések előfinanszírozási igénye miatt, 2 300 milliárd forintot is meghaladó egyhavi deficitet felmutatva.

Bár a piaci hangulat már nem volt annyira kirobbanó, mint a második negyedévben, de a harmadik negyedévben szeptember 10-ig bezárólag így is közel 1 600 milliárd forintnyi forintforrást tudott behúzni az ÁKK a honlapján látható adatok alapján (visszavásárlás és csereaukciók nélkül), ami **a teljes tavalyi harmadik negyedéves kibocsátást meghaladja**. Ez arra utal, hogy a kereslet eddig továbbra is megfelelő volt a magyar állampapírpiacon, bár már nem volt annyira kirobbanó, mint a választások után közvetlenül. Az 5 500 milliárd forint feletti tartalékból sokat csökkent a likvid állomány szeptemberre a magas augusztusi hiány miatt, de a **nyár végére így is meghaladta a 4 200 milliárd forintot a Kincstári Egységes Számla egyenlege**. Előretekintve, mivel az augusztusihoz hasonlóan nagyon negatív pénzforgalmi hónap év végéig már nem várható, ezért az állam finanszírozása továbbra is kedvezőnek tűnik.

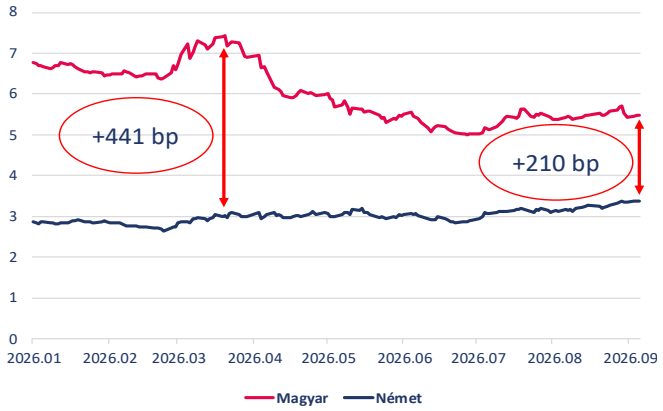
Ez a nagy tartalék azonban egyre inkább kapóra jön a globális folyamatokat tekintve. **A következő hónapokban könnyen jöhet akár komolyabb nemzetközi turbulencia is, aminek nem árt felkészülten nekimenni.** Folyamatosan emelkedő nemzetközi hozamkörnyezetet látunk, ami mögött kevésbé a hosszú távú inflációs várakozások emelkedése, hanem inkább a reálhozamok növekedése látszik. Ez utóbbit pedig az elmúlt hetekben részben a mesterséges intelligencia által remélt hosszútávú termelékenységnövekedés, másrészről azonban egyre inkább a növekvő államadósságoktól való félelem és az ebből adódó növekvő kötvénykibocsátási kényszer táplálja. Ebben a környezetben nem számítunk arra, hogy a 10-éves állampapírhozam rövid távon tovább tudjon idehaza csökkenni. **Év végére a 10-éves hozamelőrejelzésünket 5,8%-ra emeljük a korábbi 5,6%-ról.** Jövőre azonban azzal számolunk, hogy a nemzetközi környezetben enyhülés kezdődik, így **2027 év végére a következő hónapokban várthoz képest alacsonyabb hozamok lehetnek jellemzőek, megközelítve az 5%-ot.** Ehhez azonban szükségszerű a nemzetközi környezet javulása mellett az euróbevezetéssel kapcsolatos pozitívvárakozások fennmaradása, ami csak megfelelően ambíciózus költségvetési hiánycsökkentés mellett képzelhető el.

23. ábra: Amerikai és német 10 éves állampapírpiaci hozam



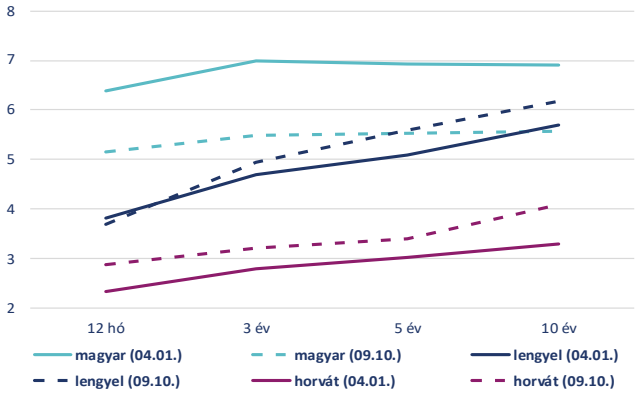
Forrás: Bloomberg

24. ábra: A magyar és a német 10 éves állampapírpiaci hozam



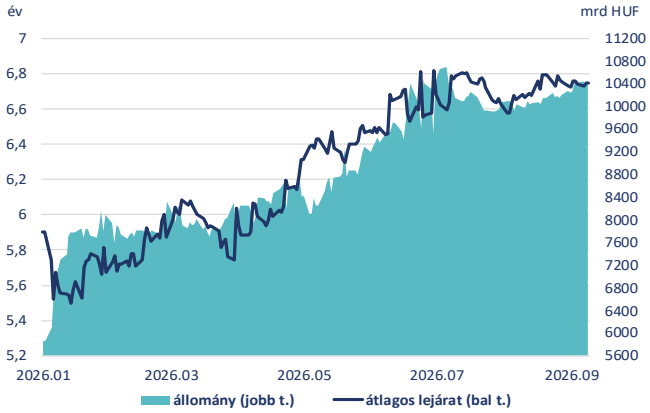
Forrás: Bloomberg

25. ábra: A magyar, lengyel és horvát hozamgörbe alakulása



Forrás: Bloomberg

26. ábra: Külföldiek forint állampapír-állománya és lejárata



Forrás: MNB, Bloomberg

27. ábra: Az ÁKK célrendszere és a legutóbbi állapot az államadósság karakterisztikájára vonatkozóan

	ÁKK célérték	***2026.06.30****	***2021.12.31****
Államadósság devizaaránya	27-33% között	**28,30%**	20,40%
Devizaadósság összetétel (devizaswapok után)	minimum 95% EUR	**100% EUR**	100% EUR
Átlagos lejárati idő (ATM)	minimum 5,5 év	**5,5 év**	5,1 év
Átlagos átárazódásig hátralévő idő (ATR)**	minimum 4,5 év	**4,8 év**	4,5 év
Fix kamatozású papírok aránya	70-90%	**74,90%**	81,50%
Lakossági állampapírok aránya	minimum 20%	**22,50%**	24,50%

**Forrás: ÁKK*

***Az a súlyozott átlaggal korrigált időmérték, amíg az adósságportfólió összes elemére új kamatláb fog vonatkozni*

A jelen kiadvány készítői

Árokszállási Zoltán, CFA

Elemzési Centrum igazgató

Arokszallasi.Zoltan@mbhbank.hu

Balog-Béki Márta

Szenior elemző

Balog-Beki.Marta@mbhbank.hu

Rodic Ádám

Makrogazdasági elemző

Rodic.Adam@mbhbank.hu

Sümegi Ákos

Makrogazdasági elemző

Sumegi.Akos@mbhbank.hu

A hazai ingatlanpiaci kilátásokról szóló fejezet készítésében Horti Flóra szenior stratégiai elemző is részt vett.

JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MBH Bank Nyrt. (székhely: 1056 Budapest, Váci u.38.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-040952; tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001.; a Budapesti Értéktőzsde tagja; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1013 Budapest, Krisztina körút. 55. sz.; továbbiakban: a Bank) készítette.

2. Jelen kiadvány a 2014/65/EU irányelv, és a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete alkalmazásában marketingközleménynek minősül. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen kiadvány nem minősül a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete szerint a befektetéssel kapcsolatos kutatás követelményeinek megfelelő befektetési elemzésnek. A jelen dokumentumban közölt megállapítások nem objektív és nem független magyarázatot tartalmaznak. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen marketingközleménynek minősülő dokumentum nem a befektetéssel kapcsolatos kutatás függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült és nem érinti a befektetéssel kapcsolatos kutatás terjesztését, közzétételét megelőző kereskedésre vonatkozó tilalom. A kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek, és a jelen tájékoztatás nem teljes körű.

3. A jelen kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, jegyzésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek, felhívásnak, ajánlattételnek, továbbá nem minősül adótanácsadásnak. A tájékoztatás nem teljes körű, a kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. A kiadvány nem minősül befektetési tanácsadásnak, abban az esetben sem, ha a dokumentum bármely része egyes pénzügyi eszköz vonatkozásában annak lehetséges árfolyam-, hozam-alakulásával kapcsolatos ismertetést tartalmaz. Jelen dokumentum nem veszi figyelembe az egyes befektetők egyedi igényeit, körülményeit és céljait, így személyre szóló ajánlás hiányában nem minősül befektetési tanácsadásnak.

   A Bank kizárja a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, a konkrét egyedi befektetési döntésekért, az ebből eredő következményekért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért, veszteségekért.

4. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valódiságáról, pontosságáról, helytállóságáról és teljességéről a Bank biztosítékot nem kapott, ezért a dokumentumban leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban sem a dokumentum készítői, sem a Bank felelősséget nem vállalnak. A kiadványban megjelölt tartalmak és vélemények a kiadványt készítő szakembereknek, a kiadvány elkészítésének időpontjában fennálló piaci körülmények alapján kialakított, megítélését tükrözik, amelyek újabb információk, a piaci viszonyok, gazdasági körülmények változása esetén külön értesítés és figyelmeztetés nélkül megváltozhatnak. A Bank fenntartja a jogot, hogy a jövőben előzetes értesítés nélkül módosítsa a jelen dokumentumban foglalt megállapításokat.

5. Az árfolyamok, hozamok, egyéb adatok múltbeli alakulásából nem lehetséges a jövőbeni árfolyamokra, hozamra, illetőleg teljesítményre vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybevételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők a befektetésre vonatkozó döntés meghozatala előtt az adott pénzügyi eszközre és a befektetési szolgáltatásra vonatkozó üzletszabályzatot, tájékoztatót, egyéb szerződéses feltételeket, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthető el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével és befektetési céljaival, továbbá körültekintően mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatait, a díjakat, költségeket és a befektetésekből származó esetleges veszteségeket, károkat! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról, valamint a befektetésre vonatkozó döntésének meghozatalát megelőzően forduljon munkatársainkhoz, vagy keresse fel banki tanácsadóját!

   További tájékoztatás elérhető a Bank fiókjaiban, valamint az mbhbank.hu honlapon.

6. A Bank jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.

   A Bank továbbra is jogosult jóhiszeműen és a piacképzés szokásos módja szerint a jelen dokumentumban szereplő pénzügyi eszközök vonatkozásában kereskedésre, ügyletkötésekre vagy kereskedésre árjegyzőként az árjegyzés szokásos menete szerint, valamint egyéb befektetési tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást, illetve egyéb pénzügyi vagy kiegészítő pénzügyi szolgáltatást nyújtani a kibocsátónak és egyéb személyeknek.

7. A Bank rendelkezik a befektetési szolgáltatási tevékenységekkel kapcsolatosan potenciálisan felmerülő összeférhetetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetetlenségi Politikával, illetve a bank-és értékpapírtitoknak minősülő adatok kezelésére és átadására vonatkozó belső szabályzattal.

8. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag a Bank előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. A Bank valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.

9. Ezt az üzenetet azért kapta, mert korábban feliratkozott hírlevelünkre vagy hozzájárult ahhoz, hogy Önt a Bank marketingcélú üzenetekkel megkeresse. Amennyiben a továbbiakban nem kíván tájékoztatást kapni az MBH Banktól, megadott hozzájárulását bármikor ingyenesen visszavonhatja. A vonatkozó adatkezelésekről, illetve az Önt megillető jogokról, azok gyakorlásának módjáról, valamint a jogorvoslati lehetőségekről további tájékoztatást a www.mbhbank.hu/adatvedelem honlapon található Általános adatkezelési tájékoztatóban, valamint a 06 80 350 350-es zöld számon kaphat. Amennyiben nem kíván a továbbiakban híreket, üzleti ajánlatokat kapni, hozzájárulását bármikor ingyenesen visszavonhatja a dmlemondas@mbhbank.hu e-mail címen, illetőleg a 06 80 350 350-es zöld számon. Hozzájárulását visszavonhatja postai úton is az MBH Bank Nyrt., 5600 Békéscsaba, Andrássy út 37-43. címére küldött nyilatkozatával, amelyen kérjük, hogy jól olvashatóan tüntesse föl nevét, lakcímét és azt, hogy a közvetlen üzletszerzési célú (direkt marketing) megkeresések tiltását kéri. Az adatkezelésre vonatkozó tájékoztatás elérhető a bankfiókokban és a *www.mbhbank.hu/adatvedelem* honlapon.

10. Az alkalmazott értékelési eljárások:

    A GDP számításához a GDP termeléséhez hozzájáruló ágazatokra készítünk előrejelzéseket negyedéves bontásban, figyelembe véve a negyedéves dinamikákat, bázishatások, valamint áthúzódó hatásokat. Az egyes ágazatokat a súlyuknak megfelelően vesszük figyelembe, majd korrigáljuk a naptárhatással. Ezt végül összhangba hozzuk a GDP felhasználási oldali tényezőivel – fogyasztás, kormányzati fogyasztás, beruházások, készletek, valamint export-import egyenleg-, amelyek esetében szintén megbecsüljük az egyes komponensek negyedéves dinamikáit is.
    Az inflációs előrejelzés készítésénél a fogyasztói árindex komponenseit havi bontásban jelezzük előre, amiket a fogyasztói kosárban betöltött súlyukkal vesszük figyelembe.