

MBH BANK

NEGYEDÉVES MAKROGAZDASÁGI KITEKINTŐ



2024. április

Tartalom

ÖSSZEFOGLALÓ	3
Magyar alappályabeli előrejelzések táblázata	5
II. MAGYAR MAKROGAZDASÁG FOLYAMATOK	6
Gazdasági növekedés	6
Foglalkoztatottság, bérdinamika.....	7
Infláció.....	8
Monetáris politika, jegybanki alapkamat.....	10
Költségvetési folyamatok	11
Ingatlanpiac.....	12
III. NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK	14
Az USA gazdasági folyamatai	14
Az eurózóna gazdasági folyamatai	15
IV. PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP	16
Nemzetközi devizapiacok.....	16
A forintárfolyam alakulása	17
Magyar állampapírpiac, hozamok.....	18
A JELEN KIADVÁNY KÉSZÍTŐI	20



LEZÁRVA: 2024. április 25-én 17:00-kor. Az előrejelzéshez használt adatokat 2024. április 18-ig vettük figyelembe.

ÖSSZEFOGLALÓ

Főbb üzeneteink a hazai gazdaság kapcsán:

GDP növekedés

2,7%-ra módosítottuk a 2024-es gazdasági növekedési várakozásunkat a januári előrejelzésünkben szereplő 3,5%-ról, míg a 2025-ös évre 3,7%-os fellendülést várunk a korábbi 4% helyett. Az előző negyedéves prognózisunkhoz képest azt láthatjuk, hogy a **külső kereslet még nem lendült fel** az általunk várt mértékben és a lakossági **fogyasztás esetében is optimistábbak voltunk** korábban. A **hosszabb távú kilátások azonban nem romlottak, csak nagyjából fél évvel eltolódtak.** Az év második felében megindulhat a **fellendülés**, amit felhasználási oldalon főként a **fogyasztás hajthat**, míg termelési oldalon az **ipar, valamint a kereskedelem és a vendéglátói szektor.** Az előző negyedéves várakozásunkhoz képest jelentős változás, hogy az ipar fellendülése kisebb mértékű lehet; a kormányzati beruházások mértékének csökkentése okán az eredeti prognózisunknál alacsonyabb szinten alakulhat a beruházások mértéke, továbbá a nettó export sem lesz már támogató, szemben a tavalyi évvel.

Infláció

2024-es inflációs várakozásunkat nem módosítottuk, 4,1%-os éves átlagos inflációval számolunk, 2025-ben azonban 3,1% helyett 3,4%-os éves átlagos inflációt várunk. Az idei év első hónapjaiban még folytatódott, de érdemben **lassult a defláció, de a következő hónapokban már magasabb értékekkel számolunk.** Míg az **élelmiszerek** esetében látható folyamatok a **deflációt támogatják**, addig a **gyengülő forintárfolyam**, amennyiben nem jön pozitív korrekció, felfelé mutató inflációs kockázatot jelent a **bérek alakulása** mellett. Emellett a **szolgáltatási szegmensben a visszatekintő árazási gyakorlat miatt továbbra is magas árindexet látunk**, ami csak lassan csökkenhet. Az eddigieken túl, az infláció szintjére vonatkozóan további kockázatot jelenthet a közel-keleti konfliktus olajárakra gyakorolt hatása is.

Munkaerőpiac

A munkaerőpiac feszessége valamelyest enyhült, ugyanakkor a következő hónapokban is teljes foglalkoztatottság közelében lehet a munkaerőpiac. A munkanélküliségi ráta ugyan 2020 nyár eleje óta nem látott magas szintre emelkedett, **nem számolunk tartósan 4,5% feletti rátákkal a gazdaság várt, de későbbi élénkülése mellett.** A **2024-es munkanélküliségre vonatkozó várakozásunkat 0,3 százalékponttal emeltük, 4,2%-ra, 2025-ös várakozásunk pedig 0,2 százalékponttal magasabb, 3,7%.** A reálbérek 2023 szeptembere óta ismételten növekedést mutatnak, ami azonban a fogyasztásban egyelőre csak kis mértékben jelent meg, a következő hónapokban **fokozatosan javulhat a kereslet.**

Monetáris politika

Az MNB idén is folytatta a kamatcsökkentéseket, a 2023. végi 10,75%-ról április végéig 7,75%-ra csökkent az alapkamat. A februárban végrehajtott egyszeri 100 bázispontos kamatvágásnak teret engedett a kockázati megítélés kedvezőbb alakulása a dezinfláció mellett, majd a kamatcsökkentési ciklus márciusban visszatért a korábbi 75 bázispontos léptékhez, majd áprilisban már lassabb ütemre váltott, részben a romló kockázati megítélés nyomán. Úgy látjuk, hogy a kamatcsökkentés egy ideig még a mostani, lassabb ütemben folytatódhat, majd az év második felében már csak minimális mértékben enyhítheti a kamatkondíciókat az MNB. **Így júniusra a korábban az MNB által kommunikált 6,5-7%-os sávot elérhetőnek tartjuk, ezt követően azonban az év második felében csak minimális további kamatcsökkentés várható. Így év végére 6,25%-os alapkamattal számolunk.** Az MNB, a bizonytalansági tényezők miatt, hónapról-hónapra, adatvezérelten hozza meg döntését. A következő hónapokban ismét fokozatosan emelkedhet az infláció éves mértéke, továbbá az EU-val kapcsolatos politikai súrlódások, a forint gyengülése, a geopolitikai feszültségek és a nemzetközi befektetői hangulat változékonysága is óvatos és türelmes, körültekintő monetáris politikát indokolnak.

Forintárfolyam

Jelentős módosítást hajtottunk végre a forint árfolyamra vonatkozó prognózisunk esetében. Korábban arra számítottunk, hogy az export növekedése meghaladhatja az idei évben az importét, **a gyenge külső konjunktúra hatására azonban vélhetően alacsonyabb lesz az export bővülése, mint a fogyasztás fellendülése okozta importnövekedés.** Továbbá jelentős kockázatok merültek fel az uniós források feloldásával kapcsolatosan, amelyek ezáltal a vártnál később érkehetnek Magyarországra, amire a piacok is forint eladással reagáltak. Összességében azt gondoljuk, hogy **a forint az év végére a korábban várt 372,5-tel szemben csak a 382,5-es szintig erősödhet, míg az év átlagában 385,6 lehet az euró ellenében.**

Államháztartás

A kormány a közelmúltban megemelte hiánycélját, amely a GDP arányában a korábbi 2,9%-ról 4,5%-ra nőtt. Mivel tavaly a költségvetés hiánya 6,7% volt, ezért még a megemelt hiánycél elérhetősége is nagyon kétséges lenne intézkedések hiányában. Ugyanakkor **nemrég döntés született 675 milliárd forintnyi beruházás elhalasztásáról, amely meghaladja az idei évre várható GDP 0,8 százalékát.** Az általunk jelenleg a 2024-es évre várt gazdasági növekedési előrejelzés mellett – amennyiben a jelzett halasztás teljes mértékben megvalósul és az elhalasztott beruházások csak a jövő évi költségvetést terhelik eredményszemléletben – **elérhetőnek tartjuk a kormány új költségvetési hiánycélját 2024-re.**

Magyar alappályabeli előrejelzések táblázata

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	TÉNY					ELŐREJELZÉS	
Reál GDP éves változás, %	4,9	-4,5	7,2	4,4	-0,9	2,7	3,7
Háztartási fogyasztás, %	4,5	-1,8	4,0	6,4	-1,2	3,5	4,4
Kormányzati fogyasztás, %	9,5	3,9	2,5	0,4	-1,0	0,6	2,0
Állóeszköz-felhalmozás, %	12,8	-7,1	5,8	0,1	-8,7	3,1	6,8
Export, %	5,4	-6,1	8,3	12,6	-0,1	3,1	8,2
Import, %	8,2	-3,9	7,3	11,6	-5,1	3,6	10,6
Ipari termelés, %	5,6	-6,0	9,5	5,8	-5,5	3,1	5,1
Építőipari termelés, %	20,4	-9,7	12,1	3,0	-5,0	0,2	5,2
Kiskereskedelmi forgalom, %	6,3	-0,1	3,7	5,2	-7,9	2,8	4,6
Fogyasztóiár-index éves átlag, %	3,4	3,3	5,1	14,5	17,6	4,1	3,4
Munkanélküliségi ráta, %	3,3	4,1	4,1	3,6	4,1	4,2	3,7
Nemzetgazd. bruttó átlagkereset, %	11,4	9,7	8,5	17,6	14,2	11,8	7,8
Nettó reálbér, %	7,8	6,2	3,4	3,0	-2,9	7,5	4,3
ÁHT egyenleg ESA-95, GDP %-a	-2,1	-7,8	-6,8	-6,2	-6,7	-4,5	-3,7
Bruttó államadósság, GDP %-a	65,3	79,3	76,7	74,1	73,5	72,7	70,2
Folyó fizetési mérleg, GDP %-a	-0,8	-1,1	-4,2	-8,2	0,2	1,2	1,5
Pénzpiaci előrejelzések összefoglalása							
EUR/USD év végi	1,1211	1,2215	1,1382	1,0705	1,1039	1,10	1,13
EUR/HUF év végi	330,52	365,10	365,70	399,73	383,39	382,50	380,00
EUR/HUF éves átlag	325,36	359,00	357,75	391,33	381,55	385,60	381,70
USD/HUF év végi	294,74	296,94	321,34	373,34	347,22	347,70	336,3
USD/HUF éves átlag	290,69	307,84	300,91	373,12	352,93	350,50	337,80
MNB alapkamat év végi	0,90%	0,60%	2,40%	13,00%	10,75%	6,25%	5,00%
EKB betéti ráta év végi	0,50%	0,50%	0,50%	2,00%	4,00%	3,25%	2,75%
FED alapkamat év végi	1,75%	0,25%	0-0,25%	4,25-4,50%	5,25-5,50%	4,50-4,75%	3,50-3,75%
3-hónapos BUBOR év végi	0,16%	0,75%	4,21%	16,18%	9,96%	6,20%	5,00%
5-éves ÁKK ref. hozam év végi	1,17%	1,42%	4,35%	9,89%	5,84%	5,90%	5,10%
10-éves ÁKK ref. hozam év végi	2,01%	2,17%	4,51%	9,11%	5,93%	6,00%	5,30%

II. MAGYAR MAKROGAZDASÁG FOLYAMATOK

Gazdasági növekedés

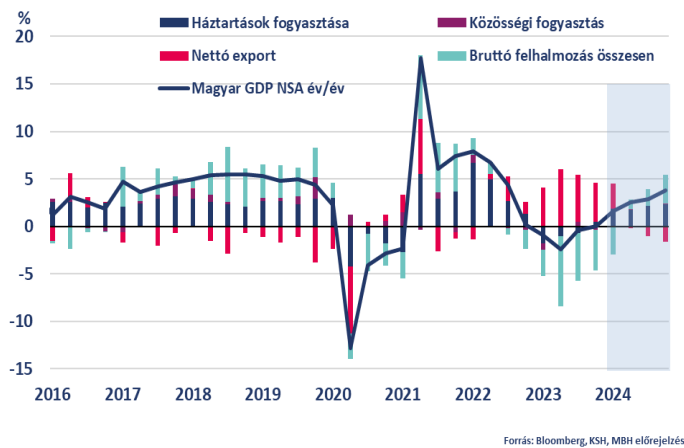
2,7%-ra módosítottuk a 2024-es gazdasági növekedési várakozásunkat a januári előrejelzésünkben szereplő 3,5%-ról, míg a 2025-ös évre 3,7%-os fellendülést várunk a korábbi 4% helyett. A 2023. negyedik negyedéves GDP messze elmaradt a várakozásainktól. A legutolsó negyedéves adatok gyenge teljesítménye az áthúzódó hatás révén lassíthatja a várt idei éves növekedést. A negyedik negyedévben **a reálbérek növekedése ellenére nem élénkült még a fogyasztás**, továbbá az előző negyedéves prognózisunkhoz képest azt láthatjuk, hogy **a külső kereslet még nem lendült fel** az általunk várt mértékben. Az európai gazdaságok, azon belül is főként **Németország nem kezdte el a kilábalást a tavalyi recesszióból, ami Magyarország esetében is lassítja a konjunktúrát.**

Stagnált a hazai gazdaság a tavalyi utolsó negyedévben, mind az előző év negyedik negyedévéhez, mind 2023. harmadik negyedévéhez képest, a KSH második becslése szerint. 2023-ban a kiigazított adatok szerint 0,7%-kal maradt el a bruttó hazai termék a 2022-es évhez viszonyítva. A megelőző negyedévhez képest a kiigazított adatok szerint a termelési oldalon a mezőgazdaság teljesítménye 4,2, a szolgáltatásoké 1,5%-kal nőtt, míg az építőipar teljesítménye 1,6, az iparé 1,9%-kal csökkent. A fogyasztási oldalról tekintve a legnagyobb súllyal bíró háztartások fogyasztása 1%-kal emelkedett az egy évvel korábbihoz képest. A tavalyi utolsó negyedévben a nettó export is a növekedés irányába húzta a gazdaságot, idén azonban a külső kereslet gyengélkedése mellett a pozitív exporthatás elhalványulhat, a belső kereslet élénkülése pedig azt eredményezheti, hogy az importvolumen az export felett élénkül. A korábban vártnál gyengébb tavalyi és idei évi növekedésben ezen felül szerepet játszik az állami és uniós finanszírozású beruházások csökkenése, ami a még mindig kiemelkedően magas kamatok hűtő hatása miatt különösen negatívan érinti az építőipart. A kormányzati kiadások 2024-ben is visszafogottan alakulnak.

A hosszabb távú kilátások azonban nem romlottak, csak nagyjából fél évvel eltolódtak. Az idei év második felében megindulhat a fellendülés, amit felhasználási oldalon főként a fogyasztás hajthat, míg termelési oldalon az ipar, valamint a kereskedelem és a vendéglátói szektor. Az előző negyedéves várakozásunkhoz képest jelentős változás, hogy **az ipar fellendülése kisebb mértékű lehet**; a kormányzati beruházások mértékének csökkentése okán az eredeti prognózisunknál **alacsonyabb szinten alakulhat a beruházások mértéke**, azonban a vállalatok a vártnál nagyobb mértékben emelhetik az idei évben a béreket, ami a fogyasztás növekedésében csapódhat le. Az idei év elejétől az EU-s források harmadát jelentő 12,2 milliárd eurónyi feloldott és fokozatosan beérkező **EU-s források növekedésösztönző szerepe** támaszt nyújthat, ugyanakkor jelentős kockázatok merültek fel az uniós források feloldásával kapcsolatosan, amelyek ezáltal a vártnál később érkehetnek Magyarországra.

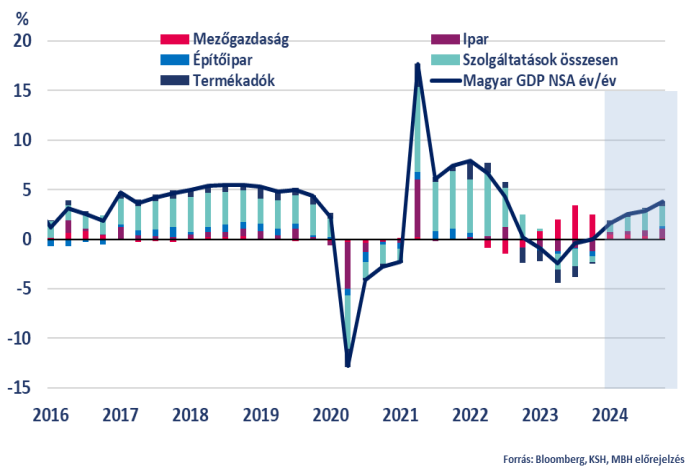
A beruházások fellendülése különösen 2025-ben lehet erőteljes, mivel a tervek szerint számos jelentős feldolgozóipari fejlesztést helyeznek üzembe, köztük a BMW, valamint a CATL első gyára is megkezdte a termelést – és a BYD építése és esetleges próbaüzeme is segíti a növekedést –, **ami részben megalapozza a 2025-ös 3,7%-os, az idei évhez képest gyorsuló, növekedésre vonatkozó várakozásunkat.**

1. ábra: A GDP felhasználási tételeinek növekedési hozzájárulása (%)



Forrás: KSH, MBH Bank (árnyékolt terület)

2. ábra: A GDP termelési oldali tételeinek növekedési hozzájárulása (%)



Forrás: KSH, MBH Bank (árnyékolt terület)

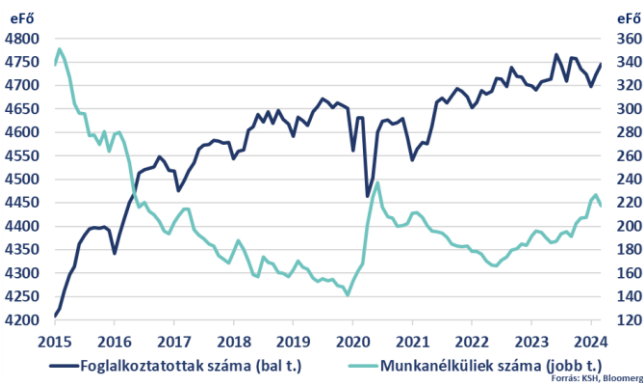
Foglalkoztatottság, bérdinamika

A munkaerőpiac feszessége valamelyest enyhült, ugyanakkor a következő hónapokban is teljes foglalkoztatottság közelében lehet a munkaerőpiac. A 2023. december és 2024. február közötti három hónapban a foglalkoztatottak száma (15-74 éves korosztály) 4 millió 721 ezer fő volt, 31 ezerrel több, mint egy évvel korábban. A munkanélküliségi ráta december-február között 4,7%-ot tett ki, szemben az egy évvel korábbi 4,1%-kal. **A munkanélküliségi ráta 2020 nyár elején volt utoljára ilyen magas szinten.** A havi adatokból látható, hogy a tavalyi év végén 4% körül mozgott a ráta, majd a 2024. januári 0,3 százalékpontos növekmény után februárban is tovább emelkedett. **A munkanélküliség várakozásunk szerint lassan visszakorrigál a 4%-os szint felé, nem számolunk tartósan 4,5% feletti rátákkal a gazdaság várt, de későbbi élénkülése mellett.** A 2024-es munkanélküliségre vonatkozó várakozásunkat 0,3 százalékponttal emeltük, 4,2%-ra, 2025-ös várakozásunk pedig 0,2 százalékponttal magasabb, 3,7%. **A munkanélküliek számának növekedése mögött részben az inaktivitásból a munkaerőpiacra visszatérők számának növekedése áll** (a munkát keresők között még nem mindenki tud elhelyezkedni), **ugyanakkor az adatok jelzik a konjunktúra lassulását is.** Az üres álláshelyek számának fokozatos csökkenése is ebbe az irányba mutat, noha a 70 ezres szám még relatíve mindig magasnak számít. Érdeemes megjegyezni, hogy a munkaerőpiacok reakcióideje kifejezetten lassú, a célzott változások akár 12 hónapos késéssel jelenhetnek meg a munkaerő iránti keresletben. Az elmúlt időszakban ugyan a vállalatok igyekeztek a jól bevált munkaerőt megtartani, azonban kivárással jellemezhető még a következő hónapokat.

A megszokottnál korábban, már 2023. decembertől megnövelt minimálbér és garantált bérminimum áthúzó hatására a várt felett bővültek a bérek januárban. Ebben szerepet játszhatott, hogy a magasabb bérkategóriákban is emeléseket kellett végrehajtani. A várakozásunknál magasabb induló idei bérszint után februárban is fennmaradt a 14%-os bérnövekedés, mely nyomán az idei évre várt 10,2%-os éves bérnövekedési ütemet felfelé módosítjuk, 11,8%-ra. A tavalyi évben látott 14,2%-os bérnövekedés még az inflációs környezetre való reagálást és a feszes munkaerőpiacot jelezte. Az infláció érdemben lassult és az idei évben kismértékben 4% felett alakulhat, ezzel párhuzamosan a reálbérek a tavalyi csökkenést követően az idei év átlagában 7%-ot meghaladó mértékben bővíhetnek. A reálbérek 2023 szeptembere óta ismételten növekedést mutatnak, ami azonban a fogyasztásban egyelőre csak kis mértékben jelent meg, mint azt a legutóbbi adatokon is láthattuk, de a következő hónapokban fokozatosan javulhat a kereslet.

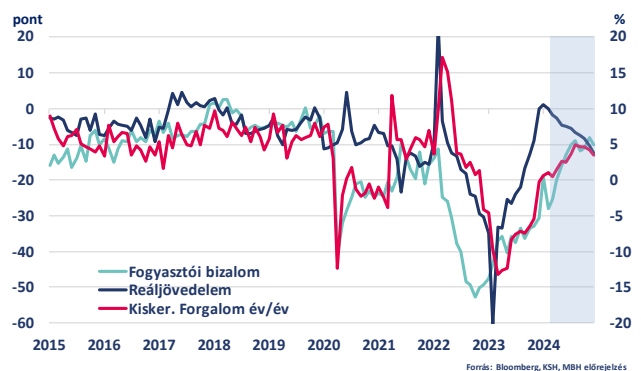
A jelenlegi stabil állapotból eredően az extenzív, vagyis a munkaerőpiac mennyiségi bővülésének határaihoz érve a vállalatok erőteljesebben fordulhatnak a hatékonyság és a termelékenység növelésének irányába, illetve valósíthatnak meg olyan, elsősorban tőkeintenzív beruházásokat, amit eddig a kellő számban rendelkezésre álló munkaerő miatt nem valósítottak meg, vagy nem térült volna meg, ami továbbra is pozitív fejlemény a teljes nemzetgazdaság szempontjából.

3. ábra: A munkanélküliségi és a foglalkoztatási ráta alakulása



Forrás: KSH, Bloomberg

4. ábra: A nettó reálbérek, a fogyasztás és a fogyasztói bizalom változása



Forrás: KSH, MBH Bank (árnyékolt terület)

Infláció

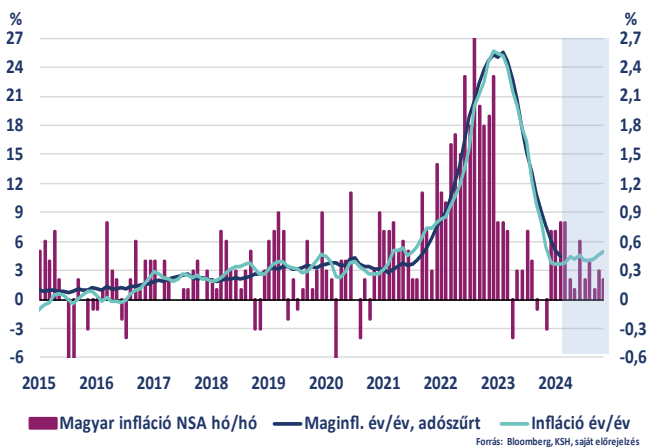
2024-es inflációs várakozásunkat nem módosítottuk, 4,1%-os éves átlagos inflációval számolunk. 2025-ben azonban 3,1% helyett 3,4%-os éves átlagos inflációt várunk. Az idei év első hónapjaiban folytatódott még, de érdemben lassult a dezinfláció, a havi szinten látott árváltozások visszafogottabb év eleji átázási dinamikát tükröztek, mint amit az elmúlt két évben láthattunk. A fogyasztói árak a legutóbbi adatok szerint, márciusban 3,6%-kal emelkedtek, ennél alacsonyabb inflációs rátát 2021. februárban közöltek legutóbb. A dezinflációs folyamatot segítette a bázishatás, és a jelentős súlyt képviselő élelmiszerek áremelkedése is tovább mérséklődött. A dezinflációt támogatta az is, hogy az éves alapú forintgyengülés ellenére a tartós

fogyasztási cikkek ára csökkeni tudott, visszafogottabb áremelkedési ütem volt tapasztalható az alkohol- és dohánytermékek és a ruházkodási cikkek esetében is, ugyanakkor a deflációt lassítja, hogy a szolgáltatások esetében fennmaradt a 10% körüli, de már csak egyszámjegyű, 9,9%-os drágulás márciusban.

A következő hónapokban már magasabb értékekkel számolunk. A szolgáltatók jelentős részénél továbbra is megfigyelhető – várt feletti - áremelkedés mérsékli az infláció csökkenésének folyamatát, márciusban például a telefon- és internetszolgáltatás 10,8%-kal drágult. Az **átárazási döntések egy része a szezonális termékek esetében a nyári szezon kezdetére tolódhat.** Míg az **élelmiszerek** esetében látható folyamatok a **deflációt támogatják**, addig a **gyengülő forintárfolyam**, amennyiben nem jön pozitív korrekció, felfelé mutató inflációs kockázatot jelent a **bérek alakulása** mellett. A bérminimumok emelkedése nyomán feljebb tolódó teljes bérskála a reálbéremelkedésen keresztül támogatja a fogyasztást, de egyelőre kérdéses, hogy a vállalatok az erőteljesen növekvő bérköltségeket tudják-e érvényesíteni az áraikban. Ezen felül a szintén jelentős inflációs tételt jelentő üzemanyagárakra további kockázatot jelent az OPEC által bejelentett újabb kitermelési kvóta csökkentés, valamint **esetlegesen a közel-keleti konfliktus** olajellátást is érintő további eskalálódása.

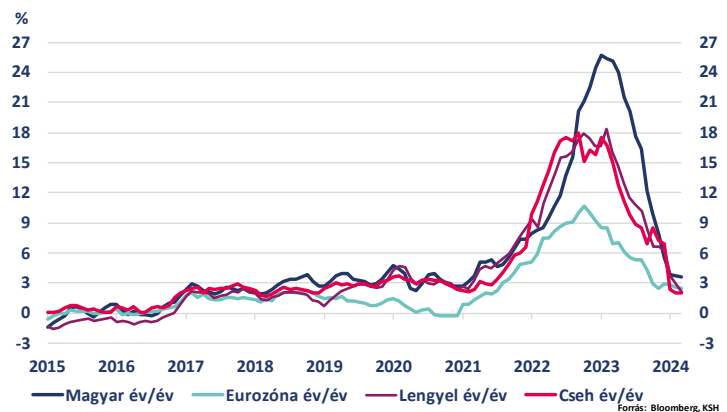
Az inflációs adatok lehetővé teszik a monetáris politika számára a megkezdett lazítási ciklus folytatását és a kamatok további csökkentését. **Azt azonban figyelembe kell venni, hogy a fő kérdés jelenleg a jegybanki inflációs célhoz való visszatérés üteme az egyszámjegyű szint elérése után, ami lassabb folyamat lehet, mint az eddig látott gyors defláció.** A 3%-os jegybanki inflációs cél stabilan fenntartható elérése legkorábban 2025-ben várható, de az éves átlagos infláció még ekkor is 3% fölötti lehet.

5. ábra: A 12-havi infláció alakulása (növé. ütem %-ban)



Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)

6. ábra: Régiós infláció alakulása



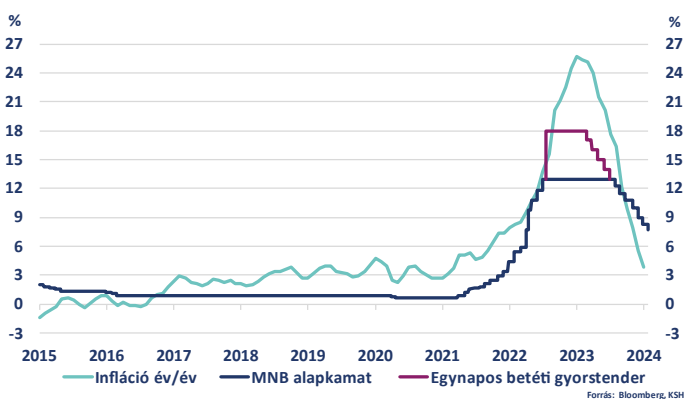
Forrás: Bloomberg, KSH

Monetáris politika, jegybanki alapkamat

Az MNB idén is folytatta a kamatcsökkentéseket, a 2023. végi 10,75%-ról április végéig 7,75%-ra csökkent az alapkamat. A januári és a márciusi 75 bázispontos kamatcsökkentések között a februári ülésen 100 bázispontos kamatcsökkentérről döntött a Monetáris Tanács. A várakozásoktól elmaradó januári infláció mellett az ország kockázati megítélésének kedvező alakulása voltak azok a tényezők, amelyek lehetővé tették a kamatcsökkentés átmeneti felgyorsítását februárban. **A kamatcsökkentési ciklus idén a második negyedév elején már lassabb ütemre váltott, áprilisban 50 bázispontos kamatvágást jelentett be a Monetáris Tanács. Úgy látjuk, hogy a kamatcsökkentés üteme egy ideig még a mostani, lassabb ütemben folytatódhat, majd az év második felében már csak minimális mértékben enyhítheti a kamatkondíciókat az MNB. Így júniusra a korábban az MNB által kommunikált 6,5-7%-os sávot elérhetőnek tartjuk, ezt követően azonban az év második felében csak minimális további kamatcsökkentés várható. Így év végére 6,25%-os alapkamattal számolunk.** A határidős kamatláb-megállapodások 2024 végére 6,5%-os irányadó kamatszintet áraznak, ami kis mértékben magasabb az általunk várt 6,25%-os év végi szinthez képest. **Ez a normalizálódás fokozatosan segítséget jelent majd az államadósság megugrott kamatterheinek és finanszírozási kockázatainak csökkentésében is, elsősorban a bankközi hozamokhoz indexált papírok esetében, illetve a rövid oldalon a gyors átárazódásnak köszönhetően.**

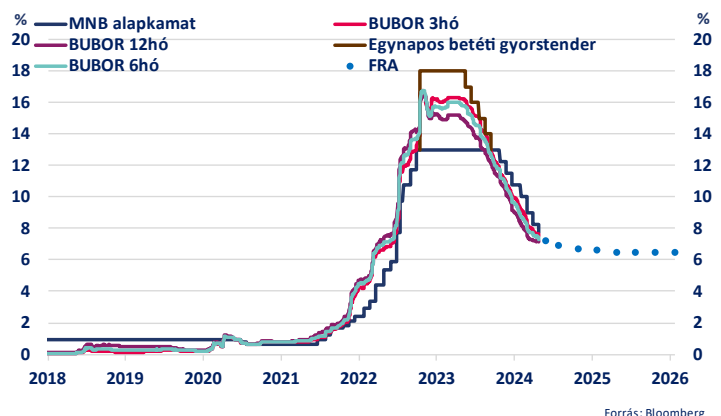
A következő hónapokban ismét fokozatosan emelkedhet az infláció éves mértéke, továbbá az EU-val kapcsolatos politikai súrlódások, a forint gyengülése, a geopolitikai feszültségek és a nemzetközi befektetői hangulat változékonysága is körültekintő monetáris politikát indokolnak. **A dezinfláció 2025-ben folytatódhat, ami teret enged a további kamatcsökkentéseknek, így 2025 végére 5,00%-ra mérséklődhet az irányadó ráta idehaza.**

7. ábra: A 12 havi infláció és az MNB alapkamat alakulása



Forrás: Bloomberg, KSH

8. ábra: Bubor és határidős kamatlábak



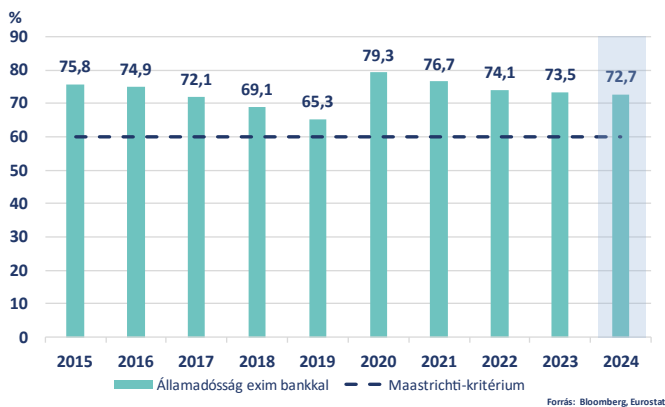
Forrás: Bloomberg

2024 első felében a régiós (lengyel, cseh, román alapkamathoz viszonyított) relatív kamatelőny fokozatosan csökken, elsősorban az MNB kamatcsökkentéseinek hatására, majd a hazai kamatelőny a régiós kamatcsökkentések későbbi indulásának tükrében fokozatosan tovább olvadhat 2024. második felében. Míg 2024. Q1 végén 2,1 százalékpontot tett ki a kamatkülönbség, ez 2024 végére 1,3 százalékpontra mérséklődhet a jelenlegi régiós kamatvárákozások alapján.

Költségvetési folyamatok

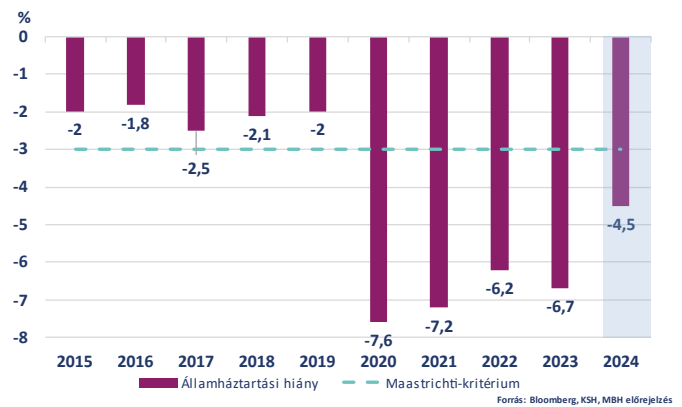
A legutolsó ismert adatok alapján 2 321,4 milliárd forint hiány keletkezett a központi költségvetésben 2024 első három hónapja során, így az eredeti előirányzat több, mint 92%-a teljesült. Az első háromhavi hiányadat 232 milliárd forinttal volt magasabb 2023. azonos időszakához képest. A költségvetés egyenlegét rontja, hogy a kamatkidásokra fordított kifizetések összege március végéig 1 241 milliárd forint volt, ami 604 milliárd forinttal magasabb az előző év azonos időszakánál.

9. ábra: Bruttó államadósság alakulása a GDP arányában



Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)

10. ábra: Az államháztartási hiány a GDP arányában



Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)

A KSH előzetes adatközlése alapján **2023-ban a költségvetés 6,7%-os eredményszemléletű hiányt ért el**. A kormány **márciusban módosította** az eredeti 2,9%-os hiánycélját a GDP **4,5%-ra**. A megemelt hiánycél elérhetősége nagyon kétséges lenne intézkedések hiányában, ugyanakkor **nemrég döntés született 675 milliárd forintnyi beruházás elhalasztásáról, amely meghaladja az idei évre várható GDP 0,8 százalékát**. Az általunk jelenleg a 2024-es évre várt gazdasági növekedési előrejelzés mellett – amennyiben a jelzett halasztás teljes mértékben megvalósul és az elhalasztott beruházások csak a jövő évi költségvetést terhelik eredményszemléletben – **elérhetőnek tartjuk a kormány új költségvetési hiánycélját 2024-re**. A Pénzügyminisztérium tervezete alapján 2025-ben 3,7%, 2026-ban pedig 2,9% a tervezett költségvetési hiánycél.

2020-ban a magas finanszírozási igény és a tartalékok feltöltése miatt az **Eximbank beszámításával az államadósság a GDP 79,3%-ára emelkedett**, 2021-től azonban a mérséklődő finanszírozási igény, valamint az érdemben megugró nominális növekedés hatására **ismét csökkenő pályára állt**, így 2022-ben 74,1%-ra, 2023.

év végére 73,5%-ra mérséklődött az adósságráta, **2024-ben pedig 72,7%-ra csökkenhet, többek között a nominális GDP-növekedésnek köszönhetően. A költségvetés finanszírozását tekintve pozitívum, hogy az ÁKK időarányosan jól áll a kötvénykibocsátásokkal. Az első negyedév végére a felfelé módosított kibocsátási terv 39%-a teljesült, annak ellenére, hogy a tervezett nettó finanszírozási igényt 1 467 milliárd forinttal emelte az ÁKK.** A képet azonban árnyalja, hogy az államadósság devizaaránya tovább nőtt, míg a tavalyi évben ez 27% alatt maradt, addig **az idei év végére megközelítheti a 30%-os szintet is.**

Az idei hiánycél kapcsán felmerül a túlzottdeficit-eljárás (EDP) kérdése is. Az EDP-be kerülés nem okoz jelentős azonnali hatásokat, az eljárás során a Bizottság személyre szabott ajánlásokat küld az adott tagállam számára, amelyek betartása segítene az államháztartási hiány és az államadósság csökkentésében. Ha a tagállam ezt nem tartja be és nem hajlandó megfelelő lépéseket tenni a hiány csökkentésére, akkor - a legutóbbi miniszteri megegyezés szerint - várhatóan a GDP 0,05%-át kitevő bírsággal sújtható addig, amíg vissza nem tér az adott tagállam a kijelölt pályára. Magyarország mellett jelentős számú uniós tagország is esélyes az EDP-be kerülésre, az Európai Bizottság 2023. novemberi előrejelzése alapján Belgium, Franciaország, Málta, Lengyelország, Románia, Spanyolország, Szlovákia, Szlovénia és Olaszország is 3% feletti államháztartási hiányt ér el 2023-ban és efölött is marad 2024-ben. Továbbá Finnország, Ausztria, Szlovénia és Németország ellen is eljárás indulhat ebben az esetben, mivel a novemberi előrejelzés szerint nem várható megfelelő mértékű csökkenés a bruttó államadósság kapcsán, vagyis amennyiben ismételten kemény feltételek mentén tér vissza az EDP eljárásrendje, akkor az EU-s tagállamok több mint fele az eljárás alá kerülhet.

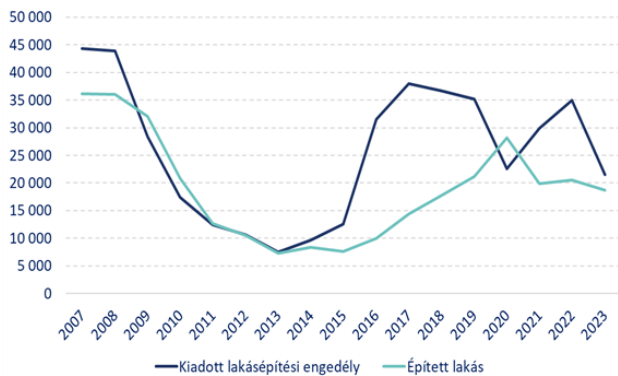
Ingtatlanpiac

Nehéz éveket tudhat maga mögött mind az európai, mind a hazai építőipar és lakás piac, ám a gazdasági környezet konszolidációja, a tavalyi év végén megindult lakáspiaci folyamatok és a támogatási rendszer változásai már előre vetítik a 2024 második felében várható fordulatot. 2023-ban 18 647 új lakás épült, 9,2%-kal kevesebb, mint egy évvel korábban. Országosan ez ötéves mélypontot jelent, utoljára 2018-ban volt ennél kevesebb az egy év alatt felépült lakások száma, a trend ugyanakkor a 2020-as 28 ezres csúcs óta csökkenést mutat. **A lakásépítések minden településtípuson visszaestek.** A kiadott építési engedélyek és egyszerű bejelentések alapján építendő lakások száma 21 501 volt, 39%-kal kevesebb, mint 2022-ben. A gazdaság tavalyi teljesítménye alapján nem meglepő, hogy ennyire visszaesett a lakásépítések száma, ugyanakkor **a kiadott építési engedélyek számának drasztikus zuhanása mutatja leginkább, hogy a kilábalás lassú lesz.** Az építkezések átfutási ideje miatt várhatóan idén is nagyon kevés lakást fognak átadni, 2025-től várható a növekedés ezen a területen.

A lakásárak alakulását országos átlagban bemutató aggregált **MNB lakásárindex legfrissebb adatai alapján 2023 harmadik negyedévében** az éves nominális növekedési ütem az előző negyedévben megfigyelt 1,6%-

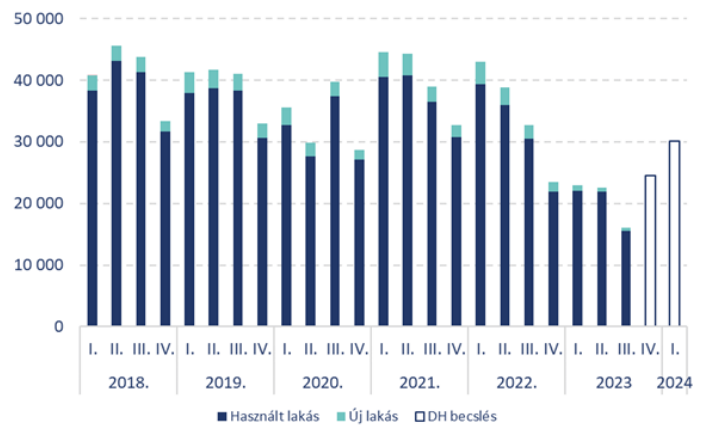
ról kismértékben 1,5%-ra lassult, reál értelemben pedig éves szinten 12%-kal mérséklődtek a lakásárak. **2023 Q3-ban minden településtípusban enyhe csökkenés volt a megelőző negyedévhez képest.** Országos szinten erre az évre **4-8% körüli nominális áremelkedést valószínűsítünk** a lakóingatlanok piacán. A tavalyi évnél 21%-kal erősebb forgalommal zárta a decembert az ingatlanpiac. Az év végi hajrának köszönhetően így éves tekintetben eléri a várt 90-100 ezres sávot a szegmens. **Az év végi ingatlanpiaci aktivitást az október végén bejelentett CSOK Plusz támogatási rendszer befolyásolhatta:** egyrészt kivárhattak, akik számára az új támogatási forma kedvezőbb volt, viszont akadtak olyanok is, akik épp emiatt előre hozták a lakásvásárlásukat.

11. ábra: Építési engedélyek és lakásépítések száma, db



Forrás: KSH

12. ábra: Magánszemélyek között létrejött adásvételi tranzakciók, db



Forrás: Duna House

Idén 20-30 ezerrel több lakástranzakció jöhet létre a piacon. A CSOK plusz hatásán túl a befektetői célú vásárlásokban is növekedés várható, mivel tavaly elvonta a keresletet az állampapír piac, idén növekedés várható a kamatok csökkenése, illetve az elhalasztott vásárlások miatt. Az idei, **2024-es évre élénkebb ingatlanpiacon 110-130 ezer adásvétel várható. A magyar kormány április elején jelentette be a régóta várt új otthonfelújítási programot,** ami mind az építőiparnak, mind a lakáspiacnak egy löketet adhat, **amire a negatív trendből való kilábaláshoz szükség is lesz.** A legfontosabb különbség a korábbi, 2021/22-ben futó programhoz képest, hogy kizárólag energetikai hatékonyságjavításra használható fel az épületek bizonyos jól definiált körénél (1990 előtt épült olyan családi házak, amelyek vezetékes gázhálózathoz vannak csatlakoztatva) járónként eltérő támogatási mértékkel. **A gazdasági környezet, a kamatszint szoros korrelációban van egymással, míg konjunktúra esetén a lakáspiac, így a lakásépítések, tranzakciók száma és a hitelezés is erős, addig a gazdaság lassulása, a hitelkamatok emelkedése egyaránt gátja a lakáspiac és építőipar teljesítményének.** Ez zajlott le az utóbbi időszakban és ennek oldódását várjuk az év második felében.

III. Nemzetközi gazdasági folyamatok

Az USA gazdasági folyamatai

Megtorpant a dezinfláció a tengerentúlon, a fogyasztó árak bővülése a januári 3,1%-ról márciusban 3,5%-ra emelkedett, emellett a tisztított maginfláció is 3,9%-ról mindössze 3,8%-ra mérséklődött. A fogyasztói kosárban legnagyobb súllyal szereplő lakhatási költségek és a benzinárak bővülése mellett az **egyéb szolgáltatási díjak** (autóbiztosítások, egészségügyi ellátások) **drágulása** álltak a háttérben, utóbbit a Fed is kiemelten figyeli. Azonban a Fed által preferált inflációs mutató, a **fogyasztás alapú infláció (PCE) tekintetében kedvezőbb az összkép**, a tavalyi negyedik negyedéves átlagos 2,7%-os szintről az idei első negyedévben 2,6%-ra mérséklődött ez a mutató.

A Fed márciusi kamatdöntése után is jelezte, hogy **nem győzték le az inflációt**, de bíznak a dezinfláció folytatásában, továbbá a Fed-elnök utalt arra, hogy az erős munkaerőpiac nem lesz gátja a kamatcsökkentéseknek. Jelezték, hogy a **beérkező makroadatok alapján döntenek** a jövőben is. A Fed döntéshozói márciusban is 75 bázispontos kamatvágást jeleztek az idei évre, ugyanakkor a kedvezőbb növekedési várakozások mellett a következő évekre várt kamatcsökkentések mediánja feljebb tolódott.

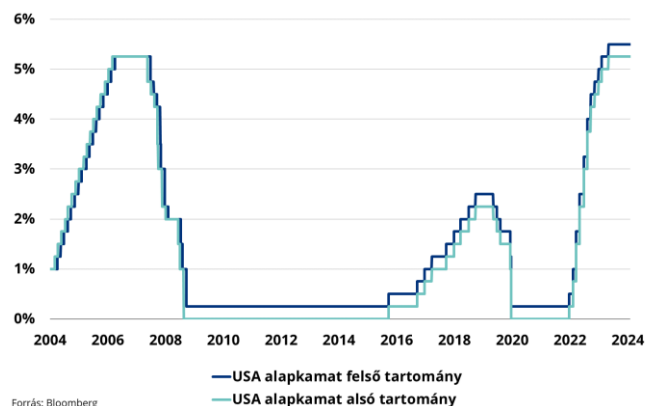
A legutóbbi, márciusi vártnál magasabb amerikai headline inflációs adatok megjelenése után erősödtek az aggodalmak, **hogy a dezinfláció lassulása késleltetheti a Fed kamatcsökkentési ciklusának indulását**. Jerome Powell április közepén azt mondta, hogy a legutóbbi inflációs adat miatt a jegybanknak tovább kellhet fenntartania a magas kamatokat, mint azt korábban gondolták. Az év elején a piacok előrementek a kamatvágások árazásával, 6-7 kamatcsökkentést áraztak a Fedtől és a kamatvágási ciklus márciusi kezdését és ezzel párhuzamosan csökkentek a hozamszintek.

13. ábra: Infláció az USA gazdaságában: PCE és CPI
(az előző év azonos időszakához viszonyítva)



Forrás: Bloomberg

14. ábra: Az USA irányadó kamata



Forrás: Bloomberg

Az inflációs kockázatok erősödése nyomán a **Fed irányadó rátájával kapcsolatos piaci várakozások az elmúlt hetekben egyre feljebb emelkedtek**: idén a piac már csak legfeljebb egy-két kamatcsökkentést vár a

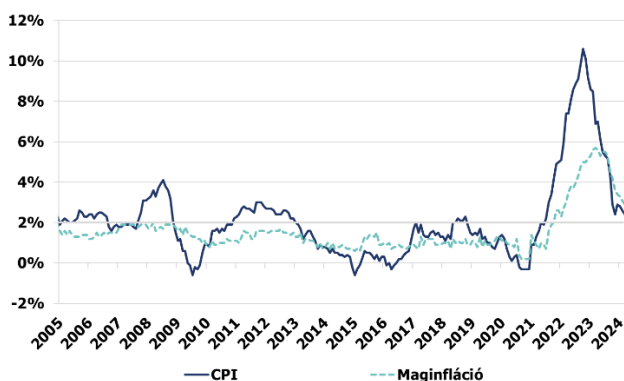
tengerentúlon, ami a hozamokat is érdemben felfelé mozdította. A Fed márciusi előrejelzése az **infláció csökkenését vetíti előre az előrejelzési horizonton, de a 2%-os jegybanki célhoz való visszatérés nehezebb**, így a kamatcsökkentések **időben eltolódva, később indulhatnak**. Mi továbbra is azzal számolunk, hogy **a Fed júliusban vagy szeptemberben meglépheti az első kamatcsökkentést, amit további két lazító lépés követhet 2024-ben**.

Az **amerikai gazdaság 2024. első negyedévében mindössze 1,6%-kal bővült**, elmaradva a 2,5%-os piaci konszenzustól és a tavalyi utolsó negyedévben látott 3,4%-os növekedési ütemtől. Az első negyedévben is a **fogyasztás jelentette a húzóerőt**, miután a kínálat vezérelt foglalkoztatás (a bevándorlás növeli a munkavállalók számát) és a bérek emelkedése támogatta a vásárlói kedvet. Ugyanakkor a lakossági fogyasztás növekedési üteme is lassult az előző negyedévben látott bővüléshez képest, az első negyedévben 2,5%-kal nőtt (vs. előző 3,3%). Kedvező kiskereskedelmi adatot közöltek márciusra, azonban a részadatokból kivehető, hogy a nagyobb értékű cikkek kereslete alábbhagyott. Korábban, a járvány idején a kormányzattól kapott támogatások növelték a **megtakarításokat**, de ezek **fokozatosan kimerülhetnek**. Visszafogottabb fogyasztási hajlandóságot vetít előre a **bérenövekedés** várható fokozatos **mérséklődése**. Aggasztó lehet az egyre nagyobb mértékű **eladósodottság** is. Továbbra is jelen van az amerikai pénzügyi szektorral kapcsolatos félelem a **korábban magasra emelkedő kamatok későbbi begyűrésének** fényében, ami középtávon még mindig stabilitási kockázatot jelenthet.

Az eurózána gazdasági folyamatai

Az **infláció mérséklődése 2024 első hónapjaiban folytatódott az eurózánaiban**, a legutóbbi, márciusi adatok szerint 2,4%-ra csökkent az eurózána éves inflációja. A vártnál kedvezőbb adat háttérben az élelmiszer és az ipari termékek árainak várt feletti mérséklődése állt, ugyanakkor a szolgáltatások inflációja 4% körül ragadt az elmúlt öt hónapban.

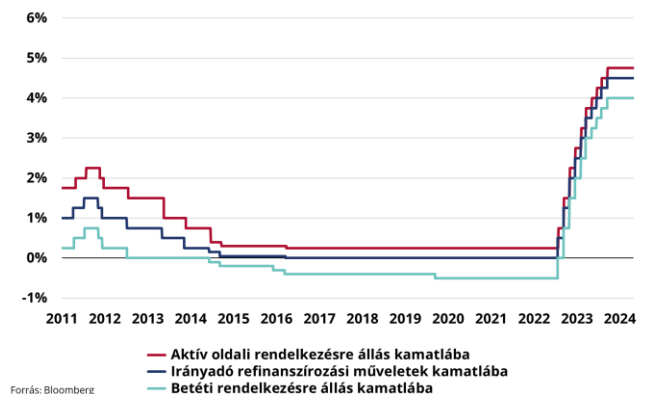
15. ábra: Az eurózána éves inflációjának alakulása



Forrás: Bloomberg

Forrás: Eurostat

16. ábra: Az eurózána kamatkondícióinak alakulása



Forrás: Bloomberg

Forrás: Bloomberg

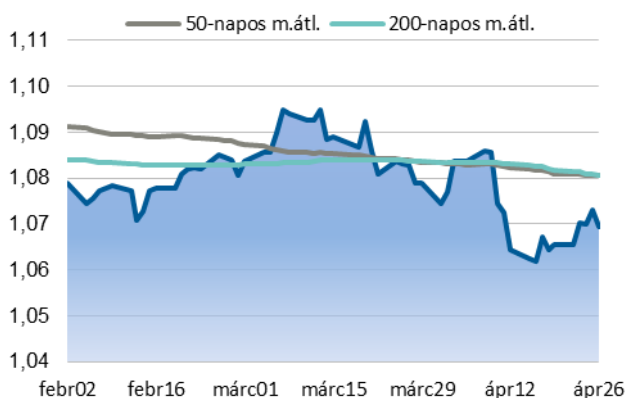
Az Európai Központi Bank (EKB) számára fontosabb **maginfláció** – amely jobban tükrözi az inflációs alapfolyamatokat – márciusban 2,9%-ra jött le, több mint két éve nem látott alacsony szintre és már **2023. júliusa óta töretlen a dezinflációs trend** ezen mutató esetében. Az EKB **elsődlegesen a maginflációt veszi figyelembe a monetáris politikai döntéseknél**, a kedvező inflációs trend támogatja a kamatcsökkentések közeljövőbeli indulását. Az EKB az első kamatcsökkentés lehetséges időpontját elsősorban a bér adatok alakulásához köti. **A bérnövekedés fokozatosan mérséklődik**, de az EKB-elnök megerősítette, a belső inflációt (elsősorban a béreket és a profitokat) illetően **több adat szükséges a folyamatok értékeléséhez**, ezek eredménye csak júniusban látható egyértelműen.

Az EKB áprilisi kamatdöntő ülésén **megnyitották az utat a kamatcsökkentések előtt, de jelezték, nem köteleződnek el előre egy bizonyos kamatpálya mellett**, a jövőbeli döntéseket a makroadatok alakulásának függvényében hozzák meg. Ugyan nem mondták ki a június hónapot, **továbbra is úgy gondoljuk, a következő, júniusi 6-i kamatdöntő ülésen 25 bázispontos kamatvágást jelent be az EKB, amit további két hasonló mértékű kamatcsökkentés követhet**. Januári várakozásunkban 2024-re összesen két kamatvágást vártunk, azonban szükség lehet további lazító lépésekre is, elsősorban az eurózóna - és azon belül Németország - gazdaságának vártnál jobban elhúzódó gyengélkedése miatt. Az EKB idén mindössze 0,6%-os növekedést vár, amit 2025-2026-ban is visszafogott fellendülés követhet, 1,5%-os, illetve 1,6%-os GDP-növekedés. **Az infláció mérséklődése nyomán a reálbérek növekedésével fokozatosan élénkülhet a fogyasztás és idővel a monetáris politika is kevésbé fogja vissza a gazdaságot.**

IV. PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP

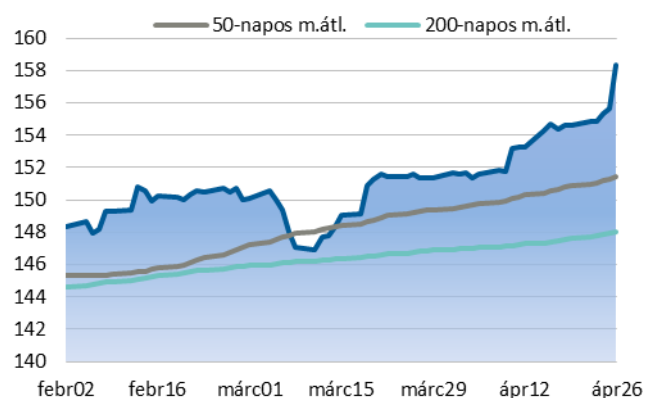
Nemzetközi devizapiacok

17. ábra: Az EUR/USD keresztárfolyama



Forrás: Bloomberg

18. ábra: Az USD/JPY keresztárfolyama



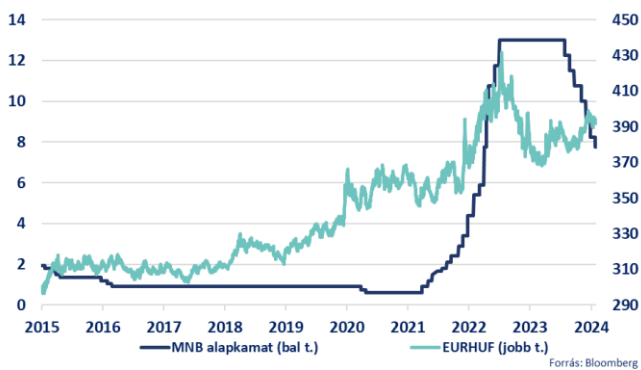
Forrás: Bloomberg

A **jegybankok** igyekeztek elkerülni a túlszigorítást, de **óvatosak az első kamatvágást illetően** is, mert ha túl korán lazítanak a monetáris kondíciókon, és visszakozni kell, annak negatív hatásai sokkal erősebbek lehetnek. Míg korábbi várakozásunk az volt, hogy 2024-ben a kamatcsökkentések terén is kivárhat az EKB és

csak a Fed első lazító lépését követően hoz majd hasonló döntést, **most az látható, hogy a kedvezőbb dezinflációs folyamatok miatt az EKB első lazítása a Fed lépése előtt jöhet.** Az EKB-nak az eltérő ciklusban járó, fejlettségű és különböző érdekeket érvényesíteni kívánó európai gazdaságok miatt komplikált egyszerre minden gazdaságnak megfelelő monetáris politikát folytatnia, részben ebből is fakadt korábban az európai közös monetáris politika sodródónak tűnő jellege. **Általánosságban továbbra is igaz, hogy a jegybanki nyilatkozatok és szóbeli intervenciók elsődleges fontosságúak a devizaárfolyamok alakulásában; különösen a várható kamatcsökkentéssel kapcsolatos utalásokhoz kapcsolódóan,** ami jelentős részben a piaci árfolyamváltozásoknál is megfigyelhető, a legtöbb érdemi mozgás az újabb jegybanki irányok potenciális megjelenésével kapcsolatos.

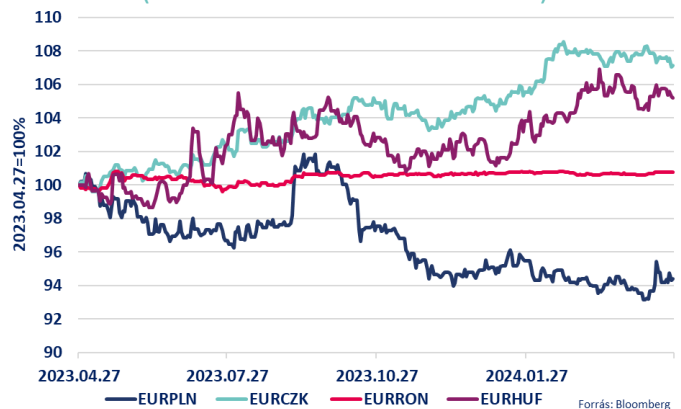
A forintárfolyam alakulása

19. ábra: Az EUR/HUF keresztárfolyam és MNB alapkamat



Forrás: Bloomberg

20. ábra: Az EUR/régiós devizák relatív telj. (előző év azonos időszaka=100)



Forrás: Bloomberg

Jelentős módosítást hajtottunk végre a forint árfolyamra vonatkozó prognózisunk esetében. Korábban arra számítottunk, hogy az export növekedése meghaladhatja az idei évben az importét, **a gyenge külső konjunktúra hatására azonban vélhetően alacsonyabb lesz az export bővülése, mint a fogyasztás fellendülése okozta importnövekedés.** Továbbá jelentős kockázatok merültek fel az uniós források feloldásával kapcsolatosan, amelyek ezáltal a vártnál később érkehetnek Magyarországra, amire a piacok is forint eladással reagáltak. A harmadik fontos tényező, hogy a piacok egyre kevesebb kamatcsökkentést áraznak az idei évre a Fed részéről. Az év elején a piac 150 bázispontos kamatvágást várt, azóta azonban már csak legfeljebb 50 bp-os csökkentésre számítanak a befektetők. A magasabb kamatvárakozások a dollár erősödésével, a kötvényhozamok emelkedésével és így a kockázatvállalási kedv romlásával járnak, ami egyben a forintot is gyengíti. A korábbi szintjéhez képest a forint a jelentős 2023. évi inflációs különbség miatt reáleffektív értelemben jelentősen erősödött, ami az export-versenyképességet rontó tényező, ezt a felértékeltséget pedig nem az inflációs különbség alakulásán keresztül (ahhoz már elég mélyre süllyedt a belföldi infláció), hanem a korábban vártnál gyengébb nominál effektív árfolyam mellett veszítheti el a

magyar fizetőeszköz. Összességében azt gondoljuk, hogy **a forint az év végére a korábban várt 372,5-lel szemben csak a 382,5-es szintig erősödhet, míg az év átlagában 385,6 lehet az euró ellenében.**

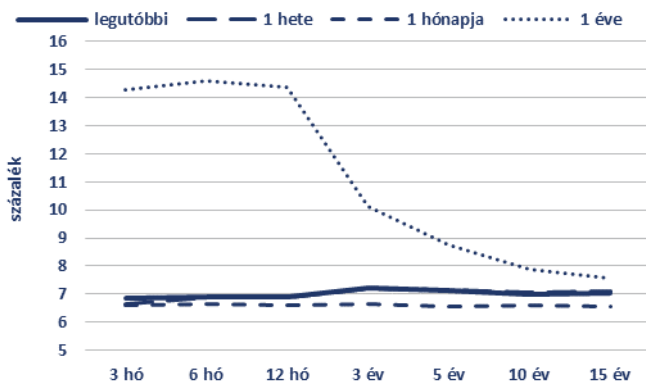
A kamatcsökkentések és a továbbra is vonzó kamatfelár mérséklődésének hatását ellensúlyozza a külső egyensúly és a folyó fizetési mérleg markáns javulása – az 1%-os többletet is meghaladhatja a mérleg idén –, ami nettó forintvételi pozíciót jelent. Emellett a jelenlegi kamatcsökkentési pályát, a hazai kamatok normalizálódását már beárzták a határidős piacok, így a kamatcsökkentési lépések várt ütemben való megvalósulása nem jelent forintgyengítő tényezőt. A hazai irányadó kamatszint továbbra is kiemelkedően magas, így kellő védelmet nyújt a forintnak és **a fennmaradó régiós relatív kamatelőny is segít a következő hónapokban a pozitív reálkamat fenntartásában.** A jelenlegi kamatszint mellett továbbra is drága a forint elleni short pozíciók felvétele és továbbra is megérheti forintban denominált eszközökben forintkamatért tartani a befektetéseket (bár csökkenő mértékben, de akár más, alacsonyabb kamatozású devizában felvett hitelből is, vagyis carry trade pozíciót is felvenni). Szintén a pozitív tényezők közt szerepel, hogy a nemzetközi befektetői hangulatot befolyásolni képest hitelminősítői döntések nem tartalmaztak negatív felülvizsgálatra vonatkozó megjegyzést az elmúlt időszakban.

Ezek mellett a forint kapcsán negatív tényezőként figyelembe lehet venni, hogy egy esetlegesen újból tartósan megugró energiaárhullám és romló külső egyensúly a tavaly látottakhoz hasonlóan turbulenciát okozhat, mivel a magyar gazdaság külső energiafüggősége ugyan kismértékben csökkent tavaly óta, de továbbra is jelentős. Kockázatot jelenthet az EU-val, illetve az EU-s források kapcsán esetlegesen újból elmérgesedő politikai vita, vagy a költségvetési hiánycél tarthatóságával kapcsolatos eljárások. Továbbá – bár egyre inkább „beépült kockázatként” van jelen – nemzetközi befektetői szempontból lényeges, hogy az orosz-ukrán háború egy közvetlenül szomszédos országban zajlik, ezért a földrajzi közelség miatt még a feltörekvő piacokon belül is kiemelt volatilitás jellemezheti a régiós devizákat negatív geopolitikai fejlemények esetén. Ezen felül az általános nemzetközi befektetői hangulat is szerepet játszik az eszközök árazásában, például nemzetközi menedékkeresés esetén (amit például a közel-keleti konfliktus eskalálódása élezhet ki) egy erősödő dollár kockázatot jelent. Jelenleg éppen a kitolódó fejlett piaci kamatcsökkentési várakozások vannak a piaci fókuszban, ami később tágulni kezdő kamatfelárat jelent a feltörekvő piaci devizák számára, így a magas bétájú, önmagában kockázatot jelentő, a folyamatokat általában „túlreagáló” forint számára is.

Magyar állampapírpia, hozamok

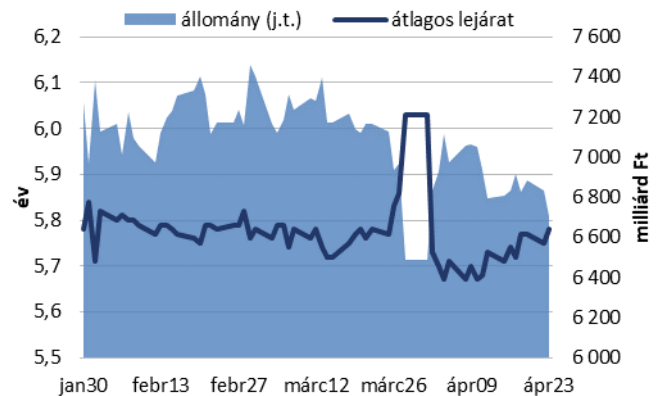
A magyar államháztartás finanszírozási helyzete továbbra is stabil, az ÁKK rendszeres aukcióin jelentős kereslet látszik minden lejáraton, amely keresletet ösztönzi a kamatcsökkentések ellenére is vonzó hozamszint.

21. ábra: A magyar hozamgörbe alakulása



Forrás: Bloomberg, ÁKK

22. ábra: Külföldiek forint állampapír-állománya és lejárata



Forrás: Bloomberg, MNB

A csökkenő kamatszint ellenére a külföldiek továbbra is keresik a magyar forint alapú állampapírokat, az általuk birtokolt állomány továbbra is 6 800 milliárd forint fellett áll. A háztartások is tovább vásárolják a lakossági állampapírokat, legnagyobb arányban továbbra is PMÁP-ot tart a lakosság a reálhozam végett, azonban az utóbbi időben több más lakossági állampapír is kibocsátásra került vonzó feltételekkel, például a garantáltan 7% kamatot fizető FixMÁP, ami véleményünk szerint a többi jelenleg elérhető lakossági állampapír közül a legvonzóbb ajánlatot kínálja. Összességében a háztartások kezében közel 11 ezer milliárd forintnyi állampapír, vagyis a teljes államadósság 20,6%-a van jelenleg.

A lenti táblázatban látható lakossági állampapír-állomány arányszámban technikai hatásként van jelen, hogy a lakosság jelentős vásárlójává vált az utóbbi időszakban a nem kifejezetten lakossági (leginkább DKJ) papíroknak, ami így nem kerül bele ebbe a kategóriába. A lakossági állampapírok a magas kamatnak, a gyakorlatilag kockázatmentességnek és a hozam adómentességének köszönhetően továbbra is vonzó befektetési alternatívák lehetnek a következő években, azonban ez középtávon a költségvetési kamatkiadásokat is érezhetően növeli.

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

	ÁKK célérték 2023	2024.03.31*	2021.12.31*
Államadósság devizaaránya	maximum 30%	28,8%	20,4%
Devizaadósság összetétel (devizaswapok után)	100% EUR	99,9% EUR	100% EUR
Átlagos lejáratidő (ATM)	minimum 5,5 év	6,2 év	5,1 év
Átlagos átárazódásig hátralévő idő (ATR)**	minimum 4,0 év	5,0 év	4,5 év
Fix kamatozású papírok aránya	60-80%	68,8%	81,5%
Lakossági állampapírok aránya	20-25%	20,6%	24,5%
Zöldkötvények aránya	-	4,4%	-

*Forrás: ÁKK előrejelzés, 90 napos mozgóátlag

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

A teljes államadósságon belül a devizaarány jelenleg 28,8%-on áll az ÁKK számításai alapján. A finanszírozáshoz kapcsolódóan az ÁKK - reagálva a piaci körülményekre - folyamatosan tolta felfelé a tolerálható maximális devizaarányt és jelenleg a 25-30%-os sávnál tart ez a stratégiai célszint, ami a finanszírozási stratégia manőverezési képességének növelésével indokolható, mivel a forint hozamok 2021. végétől látott – bár már korrigáló - jelentős megugrása kibocsátói oldalról egyre vonzóbbá tette és teszi az érdemben alacsonyabb kamatszintű devizakötvény kibocsátásokat.

A jelen kiadvány készítői



Árokszállási Zoltán, CFA

Elemzési Centrum vezető

Arokszallasi.Zoltan@mbhbank.hu



Balog-Béki Márta

Szenior tőkepiaci elemző

Balog-Beki.Marta@mbhbank.hu



Cserép Máté

Gyakornok

Cserep.Mate@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 valóságáról, 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 fiókjában, 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 kapcsolatos potenciálisan felmerülő összeférhetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetlenségi 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 illető jogokról, azok gyakorlásának módjáról, valamint a jogorvoslati lehetőségekről további tájékoztatást az mbhbank.hu honlapon található adatvédelmi irányelvekben, illetve az Adatkezelési Tájékoztatóban, valamint a 06 80 333 660-as zöld számon kaphat. Amennyiben nem kíván a továbbiakban híreket, üzleti ajánlatokat kapni, hozzájárulását bármikor ingyenesen visszavonhatja a telebankar@mbhbank.hu e-mail címen, illetőleg a 06 80 333 660-as zöld számon. Hozzájárulását visszavonhatja postai úton is az MBH Bank Nyrt., 1134 Budapest, Kassák Lajos u. 16-18. 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 és az adatkezelési irányelvek elérhető a bankfiókokban és az mbhbank.hu honlapon.
10. Az alkalmazott értékelési eljárások:
A GDP számításához a GDP termeléséhez hozzájáruló ágazatokra készítünk előrejelzéseket negyedéves bontásban, figyelembe véve a negyedéves dinamikákat, bázishatásokat, valamint áthúzó 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 árszámindex komponenseit havi bontásban jelezzük előre, amiket a fogyasztói kosárban betöltött súlyokkal vesszük figyelembe.