

**NEGYEDÉVES  
MAKROGAZDASÁGI  
KITEKINTŐ**



2024. július

**Tartalom**

<b>ÖSSZEFOGLALÓ</b> .....	<b>3</b>
<b>II. MAGYAR MAKROGAZDASÁG FOLYAMATOK</b> .....	<b>6</b>
Gazdasági növekedés .....	6
Foglalkoztatottság, bérdinamika .....	8
Infláció .....	9
Monetáris politika, jegybanki alapkamat .....	11
Költségvetési folyamatok .....	12
Ingatlanpiac .....	14
<b>III. NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK</b> .....	<b>15</b>
Az USA gazdasági folyamatai .....	15
Az eurózóna gazdasági folyamatai .....	16
<b>IV. PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP</b> .....	<b>18</b>
Nemzetközi devizapiacok .....	18
A forintárfolyam alakulása .....	19
Magyar állampapírpiac, hozamok .....	20
<b>A JELEN KIADVÁNY KÉSZÍTŐI</b> .....	<b>22</b>



**LEZÁRVA: 2024. július 1-jén 17:30-kor. Az előrejelzéshez használt adatokat 2024. június 26-ig vettük figyelembe.**

## ÖSSZEFOGLALÓ

### Főbb üzeneteink a hazai gazdaság kapcsán:

#### *GDP növekedés*

**2024-re továbbra is 2,7%-os GDP-növekedéssel számolunk. Az idei évi gazdasági növekedési kilátásokat a kettősség jellemzi.** A vártnál később helyreálló ipari konjunktúra miatt az idei év egészére már valószínűtlennek tűnik az, hogy az ipari termelés összességében pozitívban zárjon. A gyenge ipari exportkereslet mellett azonban **a hazai fogyasztási kereslet egyértelműen az élénkülés jeleit mutatja.** A fogyasztás további negyedévekben várható élénkülését a vártnál erősebb **reálbéremelkedés**, a lassan **csökkenő munkanélküliség**, a lakossági **hitelezés felfutása**, valamint a korábbi években látott gazdasági visszaesésből adódó **óvatossági motívum fokozatos oldódása** indokolja.

**2025-ben a gazdasági növekedés további dinamizálódására számítunk, ami előrejelzésünk szerint jövőre elérheti a 4,2%-ot.** Az alacsonyabbra kerülő 2024-es bázist az ipari termelés 2025-ben jelentősen, a korábban vártnál erőteljesebben múlhatja felül. Jövőre a bizonytalan konjunkturális kilátásoktól jelenleg még tartó vállalati szektor a halogatott beruházások megindításáról dönthet, ami mellett a jelentős volumenű feldolgozóipari működtőke-beruházások is nagymértékben segíthetik 2025-ben az állóeszköz-felhalmozást. Mindeközben a háztartások tovább bővíthetik fogyasztásukat. A kormányzat részéről jelentős mértékű kiigazításra eközben nem számítunk. Idén első alkalommal 2026-ra is készítünk előrejelzést, amely alapján **2026-ban a gazdaság várhatóan 4% körüli mértékben bővülhet.**

#### *Infláció*

**2024-es inflációs várakozásunkat 4,1%-ról 3,8%-ra mérsékeljük**, miután a maginfláción kívüli tételek az elmúlt egy-két hónapban kedvezően alakultak, elsősorban az élelmiszerek és az üzemanyagok terén. A következő hónapokra előretétekintve **kulcskérdés, hogy hogyan fog alakulni a szolgáltatások árindexe. Arra számítunk, hogy a szolgáltatások drágulása lassulni fog a következő hónapokban**, hiszen egyre kevésbé indokolható, hogy a tavalyi éves infláció legyen az alapja az árazási döntéseknek. A javuló belső kereslet felfelé irányuló hatást fejt ki az inflációra, miközben a **bázishatás** is az árak emelkedésének irányába mutat, azonban ezek a hatások jelenleg nem tűnnek számottevőnek. A **maginfláció azonban év végéig fokozatosan emelkedhet**, és jövőre is csak lassan csökkenhet, mivel az inflációs várakozások még mindig viszonylag magasan vannak, és **a fogyasztás fokozatos helyreállása, a gazdasági növekedés beindulása is javítja a vállalatok árazási erejét.** Így a jövő évre várt átlagos inflációs várakozásunkat kismértékben felfelé, **3,5%-ra korrigáltuk. Az inflációs célhoz való visszatérés üteme lassabb folyamat**, mint a tavaszi hónapokig látott gyors defláció. A 3%-os jegybanki inflációs cél stabilan fenntartható elérése 2025 helyett **inkább 2026 közepén várható**, de az éves átlagos infláció még ekkor is 3% fölötti lehet.

### *Munkaerőpiac*

A munkaerőpiac elmúlt egy évben látott oldódása mellett továbbra is feszesnek tekinthető, a teljes foglalkoztatottság állapota nincs túlságosan messze, miközben a munkanélküliségi ráta tovább csökkent 4,4%-ra, március-május között. Változatlanul azzal számolunk, hogy a következő hónapokban további csökkenést fog regisztrálni a KSH a munkanélküliségi rátában. Az őszi hónapoktól egyre inkább elkezdhet érződni a gazdaság talpra állása a munkaerőpiacon is, így év végére a munkanélküliségi ráta visszatérhet a 4%-os szint alá. 2024-es munkanélküliségre vonatkozó várakozásunkat változatlanul 4,2%-on hagytuk, 2025-re pedig 0,1 százalékponttal 3,6%-ra mérsékeljük. A reálbérek 2023 szeptemberben indult emelkedése a fogyasztásban eddig csak kis mértékben jelent meg, a következő hónapokban fokozatosan javulhat a kereslet.

### *Monetáris politika*

Az idei második negyedévben is folytatta az MNB a kamatcsökkentéseket, június végére 7,00%-ra mérséklődött az alapkamat. A júniusi visszafogottabb kamatcsökkentésnek elsősorban a pénzügyi hangulat romlása volt az oka, a június közepén ismét erőteljesebbé váló forintgyengülés, valamint a Fed várható kamatcsökkentésének eltolódása miatt az MNB óvatosabbá vált. A kamatvárakozások eközben továbbra is a jelenlegi alapkamat szintje alatt találhatóak, ami jelzi, hogy lehet mérsékelt tér a kamat további csökkentésére az idei második félévben. Várakozásunk szerint egy ideig kivárhat az MNB a további kamatcsökkentésekkel, azaz nem várható, hogy a következő egy-két ülésen további kamatcsökkentésről döntsön a Monetáris Tanács. Az alapkamatot az idei év végére 6,50%-ra várjuk. A dezinfláció 2025-ben folytatódhat, ami a várhatóan csökkenő dollárkamatok mellett teret enged a további kamatcsökkentéseknek, így 2025 végére 5,50%-ra mérséklődhet az irányadó ráta idehaza.

### *Forintárfolyam*

Az euró-forint keresztárfolyamra vonatkozó várakozásunk a gyengébb irányba mozdult el a korábbi előrejelzésünkhöz képest. Az idei év végére áprilisban 382,5 forintos euróárfolyamra számítottunk, 2025 végére pedig 380 forintos euróárfolyamot vetítettünk előre, miközben az új előrejelzésünk 2024 év végére 392,5 forint, 2025 végére 390 forint az euró ellenében. A gyengébb árfolyamvárakozásunk egyik legfontosabb oka, hogy a tengerentúlon a Fed kamatcsökkentései nem a korábban várt ütemben érkeznek, ami a dollárt is erősíti, ez pedig a feltörekvő piaci devizákra, így a forintra is, gyengítőleg hat. További magyarázó tényezőnek tartjuk, hogy a forint reáleffektív árfolyama az elmúlt években érdemben felértékelődött.

## Államháztartás

A legutóbbi államháztartási adatok a fogyasztáshoz kapcsolt adók trendszerű emelkedését támasztják alá és arra utalnak, hogy az idei, **4,5%-os GDP arányos hiánycél teljesítéséhez nincs szükség drámai költségvetési megszorító intézkedésekre**. Ugyanakkor a hiánycél elérését továbbra is kockázatok övezik, noha azok mértéke a GDP néhány tized százalékpontját nem haladja meg. **Az idei évben így csak akkor valószínűsíthető a megemelt, 4,5%-os GDP arányos hiánycél teljesítése, ha a költségvetési fegyelem megmarad**, a korábban bejelentettnek megfelelően bizonyos beruházások elhalasztásra kerülnek. **2025-re** a gazdasági növekedés felgyorsulása és az adóbevételek várható további növekedése miatt **a 3,7%-os költségvetési hiánycél, felfelé mutató kockázatok mellett, elérhető lehet.**

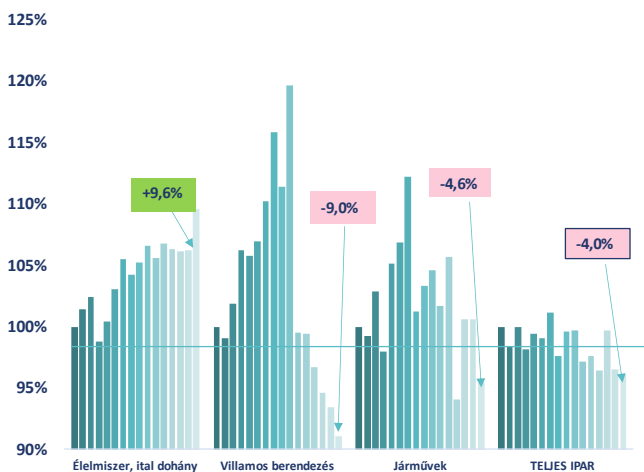
Magyar alappályabeli előrejelzések táblázata							
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	TÉNY				ELŐREJELZÉS		
Reál GDP éves változás, %	-4,5	7,2	4,4	-0,9	2,7	4,2	4,0
Háztartási fogyasztás, %	-1,8	4,0	6,4	-1,2	3,6	4,5	4,1
Kormányzati fogyasztás, %	3,9	2,5	0,4	-1,0	-1,0	1,1	1,5
Állóeszköz-felhalmozás, %	-7,1	5,8	0,1	-8,7	-1,0	6,9	4,1
Export, %	-6,1	8,3	12,6	-0,1	1,4	7,7	4,8
Import, %	-3,9	7,3	11,6	-5,1	0,9	8,8	5,1
Ipari termelés, %	-6,0	9,5	5,8	-5,5	-0,2	7,5	6,5
Építőipari termelés, %	-9,7	12,1	3,0	-5,0	3,0	5,3	6,4
Kiskereskedelmi forgalom, %	-0,1	3,7	5,2	-7,9	3,5	5,2	5,1
Fogyasztóiár-index éves átlag, %	3,3	5,1	14,5	17,6	3,8	3,5	3,1
Munkanélküliségi ráta, %	4,1	4,1	3,6	4,1	4,2	3,6	3,3
Nemzetgazd. bruttó átlagkereset, %	9,7	8,5	17,6	14,2	12,0	8,0	7,5
Nettó reálbér, %	6,2	3,4	3,0	-2,9	8,0	4,5	4,4
ÁHT egyenleg ESA-95, GDP %-a	-7,8	-6,8	-6,2	-6,7	-4,5	-3,7	-2,9
Bruttó államadósság, GDP %-a	79,3	76,7	74,1	73,5	73,3	70,8	68,7
Folyó fizetési mérleg, GDP %-a	-1,1	-4,2	-8,2	0,2	1,8	1,5	1,0
Külső finanszírozási képesség (folyó fiz. mérleg + tőkekémlet), GDP%-a	0,9	-1,8	-6,3	1,2	2,9	2,9	3,0
Pénzpiaci előrejelzések összefoglalása							
EUR/USD év végi	1,2215	1,1382	1,0705	1,1039	1,09	1,12	1,13
EUR/HUF év végi	365,10	365,70	399,73	383,39	392,50	390	387,5
EUR/HUF éves átlag	359,00	357,75	391,33	381,55	391,7	391,25	388,75
USD/HUF év végi	296,94	321,34	373,34	347,22	360,1	348,2	342,9
USD/HUF éves átlag	307,84	300,91	373,12	352,93	362,2	354,1	345,6
MNB alapkamat év végi	0,60%	2,40%	13,00%	10,75%	6,50%	5,50%	4,50%
EKB betéti ráta év végi	0,50%	0,50%	2,00%	4,00%	3,25%	2,75%	2,50%
FED alapkamat év végi	0,25%	0-0,25%	4,25-4,50%	5,25-5,50%	4,75-5,00%	3,75-4,00%	3,00-3,25%
3-hónapos BUBOR év végi	0,75%	4,21%	16,18%	9,96%	6,40%	5,50%	4,50%
5-éves ÁKK ref. hozam év végi	1,42%	4,35%	9,89%	5,84%	6,25%	5,60%	5,10%
10-éves ÁKK ref. hozam év végi	2,17%	4,51%	9,11%	5,93%	6,35%	5,80%	5,30%

## II. MAGYAR MAKROGAZDASÁG FOLYAMATOK

### Gazdasági növekedés

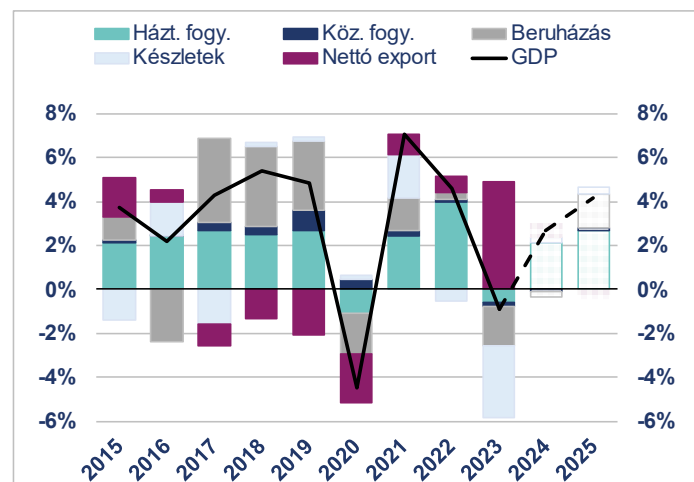
**Az idei évi gazdasági növekedési kilátásokat a kettősség jellemzi.** A külpiacon termelő ipari szektorok, elsősorban – az akkumulátorgyártás által erősen dominált – villamos berendezés gyártása, valamint a járműgyártás, továbbra sem talált magára. Ennek oka elsősorban **a gyenge külpiacon (döntően németországi) ipari konjunkturális helyzetben keresendő.** A vártnál később helyreálló ipari konjunktúra miatt az idei év egészére már valószínűtlennek tűnik az, hogy az ipari termelés összességében pozitívban zárjon. A gyenge ipari exportkereslet mellett azonban **a hazai fogyasztási kereslet egyértelműen az élénkülés jeleit mutatja.** A fogyasztás további negyedévekben várható élénkülését a vártnál erősebb **reálbéremelkedés**, a lassan **csökkenő munkanélküliség**, a lakossági **hitelezés felfutása**, valamint a korábbi években látott gazdasági visszaesésből adódó **óvatossági motívum fokozatos oldódása** indokolja. **A KSH megerősítette, az idei első negyedévben 0,8%-kal nőtt a gazdaság teljesítménye az előző negyedévhez képest**, a kiigazított adatok szerint. **Az előző év azonos időszakához képest 1,1%-kal nőtt a magyar gazdaság, a nyers adatok szerint**, míg szezonálisan és munkanaphatással megtisztítva a növekedés 1,7% volt. A magasabb kiigazított adat háttérben az állt, hogy az idei év első negyedévében kettővel kevesebb munkanap volt, mint a 2023-as év azonos időszakában.

**1. ábra:** Az ipar 10%-nál nagyobb súlyú ágazatainak havi teljesítménye áprilisig (2023.01=100)



*Forrás: KSH alapján MBH Bank szerkesztés*

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



*Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés*

A kilátásokat **termelési oldalról** megközelítve a hazai fogyasztási kereslet emelkedésének egyrészt a **szolgáltatások** ágazatai, elsősorban a **kiskereskedelem**, a turisztikai szolgáltatások, a szabadidős szolgáltatások lehetnek a haszonélvezői. Másfelől, az egyébként összességében gyenge képet mutató ipari termelésen belül az **élelmiszer, ital és dohánygyártás alágban** tendenciózus emelkedés figyelhető meg, ami ugyancsak a belső fogyasztási kereslet élénkülésére utal. A **„hagyományos” ipari export** (járműgyártás, villamos berendezés gyártása, számítógép, elektronikai termékek gyártása) azonban **továbbra is nagyon**

**gyenge képet mutat, itt láthatóan késik a felívelés.** Az **építőiparban** hatalmas kilengéseket láthatunk, azonban az év eleji és az áprilisi megugrás után valószínű, hogy ez az alág idén összességében is látható mértékű emelkedést fog felmutatni még akkor is, ha a kiugrásokat követően érdemi korrekciók érkeznének, és a kilábalás trendje még nem lesz túl erős 2024-ben. A fentieknek megfelelően, **felhasználási oldalról a háztartások fogyasztása** lehet idén a növekedés lényegi motorja, ami idén **érdemben meghaladhatja a reál GDP növekedésének ütemét.** A háztartási fogyasztást kiegészítheti a nettó export várhatóan pozitív hozzájárulása a növekedéshez. Utóbbi egyértelműen **az első néhány hónap vártnál jóval erősebb külkereskedelmi mérlegének eredménye,** ami a gyengélkedő ipari export ellenére jelentkezett, mivel az import dinamikája alulmúlta a visszaeső exportét is. Tekintettel arra, hogy a szolgáltatóipari beszerzési menedzser indexek Európában a feldolgozóipari indikátorok felett tartózkodnak – ami a fogyasztói kereslet relatíve egészségesebb állapotára utal – **a hazai turisztikai szegmens idén a külföldi vendégéjszakák növekedését tapasztalja, ami vélhetően a közeljövőben folytatódni fog.** Mindez hozzájárulhat a nettó export javulásához is. A **beruházások,** illetve a **kormányzati fogyasztás** oldaláról ugyanakkor kismértékű visszaesés valószínűsíthető idén.

Az idei évet követően **2025-ben a gazdasági növekedés további dinamizálódására számítunk, ami előrejelzésünk szerint jövőre meghaladhatja a 4%-ot.** Az idei évben az ipari export érezhető felívelése csak az év utolsó hónapjaira várható, ugyanakkor ez várakozásunk szerint viszonylag gyors dinamikát jelenthet már idén év végén, aminek köszönhetően **az alacsonyabbra kerülő 2024-es bázist az ipari termelés 2025-ben jelentősen, a korábban vártnál erőteljesebben múlhatja felül.** A beruházásoknál is alacsonyabb bázis alakulhat ki idén, azonban jövőre a bizonytalan konjunkturális kilátásoktól jelenleg még tartó vállalati szektor **a halogatott beruházások megindításáról dönthet.** Ebben segíti a vállalatokat várhatóan kismértékben tovább csökkenő kamatkörnyezet is. Fontos emellett, hogy **a korábban bejelentett jelentős volumenű feldolgozóipari (autóipari, akkumulátoripari) működőtőke-beruházások** is nagymértékben segíthetik 2025-ben az állóeszköz-felhalmozást. Mindeközben **a háztartások** az alacsony munkanélküliségnek, a lassuló, de továbbra is érdemi béremeléseknek és az infláció jegybanki célsáv felső részében várható stabilizálódásának köszönhetően **tovább bővíthetik fogyasztásukat.** A kormányzat részéről **jelentős mértékű kiigazításra eközben nem számítunk.** A belső felhasználás tehát jövőre jelentős mértékben húzhatja felfelé a GDP-t. Ugyanakkor **az exportnál a behozatal valamivel gyorsabban bővílhet,** mivel a felpörgő ipari export ellenére a belső felhasználás dinamizálódása várhatóan az importigényt is jelentősen megnöveli. Idén első alkalommal 2026-ra is készítünk előrejelzést, amely alapján **2026-ban a gazdaság várhatóan 4% körüli mértékben bővílhet.** A megelőző évhez képest **a belső felhasználás növekedési üteme némileg csökkenhet** a 2025-ös magas bázis miatt. Ugyanakkor az export és az import dinamikája hasonlóan alakulhat, így **a nettó export oldaláról a 2025-ös évhez képest javulhat a hozzájárulás,** az minimális pozitívumot mutathat.

### Foglalkoztatottság, bérdinamika

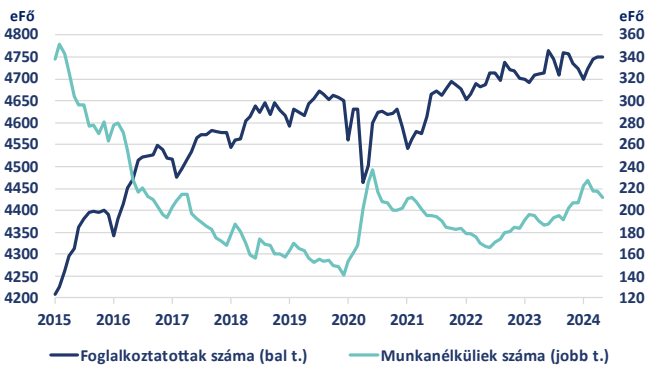
**A munkaerőpiac elmúlt egy évben látott oldódása mellett továbbra is feszesnek tekinthető, a teljes foglalkoztatottság állapota nincs túlságosan messze, miközben a munkanélküliségi ráta tovább csökkent 4,4%-ra, március-május között. A 2024. március és május közötti három hónapban a foglalkoztatottak száma (15-74 éves korosztály) 4 millió 745 ezer fő volt, 41 ezerrel több, mint egy évvel korábban. A munkanélküliségi ráta március-május között 4,4%-ot tett ki, szemben az egy évvel korábbi 3,9%-kal, a megelőző három hónaphoz képest azonban 0,1 százalékponttal alacsonyabb értéket közöltek. Változatlanul azzal számolunk, hogy a következő hónapokban további csökkenést fog regisztrálni a KSH a munkanélküliségi rátában.** Továbbra is kedvező fejlemény, hogy az **inaktivitás csökkenése** éves összehasonlításban még mindig markáns. Mindez a foglalkoztatottak bővülése és a népesség kismértékű csökkenése mellett a munkanélküliek számának emelkedésében csapódik le éves összehasonlításban. Ugyanakkor utóbbiak körében éves alapon már kisebb az emelkedés, mint egy hónappal ezelőtt, ami ugyancsak a munkaerőpiac oldódásának a lelassulására, megállására utal. Érdeemes megjegyezni, hogy a **munkaerőpiacok reakcióideje kifejezetten lassú**, a célzott változások akár 12 hónapos késéssel jelenhetnek meg a munkaerő iránti keresletben. Az **őszi hónapoktól** egyre inkább elkezdhet érződni a **gazdaság talpra állása**, így **év végére a munkanélküliségi ráta visszatérhet a 4%-os szint alá. 2024-es munkanélküliségre vonatkozó várakozásunkat változatlanul 4,2%-on hagytuk, 2025-re pedig 0,1 százalékponttal 3,6%-ra mérsékeljük.**

**A megszokottnál korábban, már 2023. decembertől megnövelt minimálbér és garantált bérminimum áthúzó hatására** várt felett bővültek a bérek januárban, a **magasabb induló idei bérszint** után februárban és márciusban is fennmaradt a 14% körüli bérnövekedés, májusban már mérsékeltebb ütemben, 13,5%-kal nőttek a bruttó bérek. Ez a trend fennmaradhat, azaz a bérnövekedés mértékének fokozatos mérséklődését várjuk az idei évben, miközben az infláció a 4%-os szint körül mozoghat, kisebb ingadozásokkal, így összességében a reálbérek 2024-ben átlagosan 8%-kal bővílnének. **A reálbérek 2023 szeptembere óta már növekedést mutatnak, ez azonban a fogyasztásban egyelőre csak kis mértékben jelent meg**, de a következő hónapokban **fokozatosan javulhat a kereslet**. A lakosság eddig óvatos volt a költségek terén, de a korábban erőteljes óvatossági motívumának oldódása következtében **a beérkező jövedelméből egyre többet költhet a következő hónapokban.**

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.** Ez a későbbiekben pozitív fejlemény lehet majd a teljes nemzetgazdaság szempontjából.

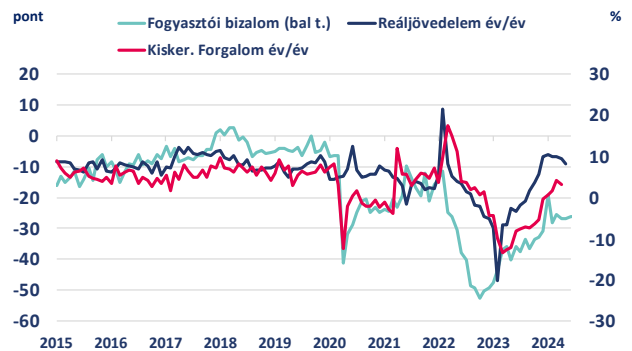


**3. ábra:** A munkanélküliségi és a foglalkoztatási ráta alakulása



Forrás: KSH, Bloomberg

**4. ábra:** A reáljövedelmek, a kiskereskedelmi forgalom és a fogyasztói bizalom változása



Forrás: KSH, MBH Bank

## Infláció

**2024-es inflációs várakozásunkat 4,1%-ról 3,8%-ra mérsékeljük**, miután a maginfláción kívüli tételek az elmúlt egy-két hónapban kedvezően alakultak, elsősorban az élelmiszerek és az üzemanyagok terén. A **maginfláció azonban év végéig fokozatosan emelkedhet**, és jövőre is csak lassan csökkenhet, mivel az inflációs várakozások még mindig viszonylag magasan vannak, és **a fogyasztás fokozatos helyreállása is javítja a vállalatok árazási erejét**. Így a **jövő évre várt átlagos inflációs várakozásunkat kismértékben felfelé, 3,5%-ra korrigáltuk**.

A **dezinflációs** folyamat az általunk vártan megfelelően már **áprilisban megtört, májusban** is számítani lehetett az éves inflációs index emelkedésére. **Az infláció azonban még az MNB inflációs célsávjában maradt**, a legutóbbi adatok szerint 4%-kal nőttek a fogyasztói árak idehaza. Az előző hónaphoz képest 0,1%-kal csökkentek az árak, ami kismértékben elmaradt várakozásunktól (-0,2%). **A maginfláció 4,1%-ról 4,0%-ra mérséklődött**, ugyanakkor némileg az általunk várt 3,8% felett alakult, éves összehasonlításban.

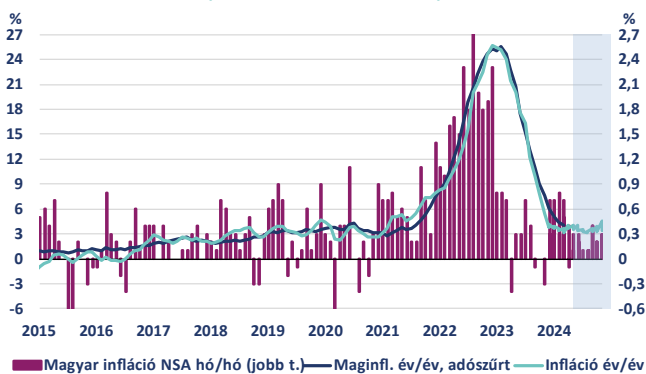
A május havi árváltozás részletei alapján a **járműüzemanyagok** árcsökkenése 4,4%-os volt (várt: -3,5%), míg a **háztartási energia** árában a vártnál (-1,5%) szerényebb, 0,9%-os csökkenést mutatott ki a KSH. A **ruházkodási cikkek** esetében kisebb árcsökkenést jelentett a statisztikai hivatal. Az **élelmiszereknél stagnálás közeli értéket vártunk**, ebben a kategóriában 0,1%-os árcsökkenést közölt a KSH. **A szolgáltatásoknál 0,9%-os havi drágulást mértek**, ami meghaladta a várakozásunkat erre a kategóriára. A hírközlésben megfeleződött a havi drágulás mértéke (0,6%), a fel nem sorolt szolgáltatások esetében is érdemben mérséklődött, azonban továbbra is magas, 2,4%-os volt a drágulás áprilishoz képest.

A következő hónapokban a bázishatás miatt **átmenetileg jöhetnek magasabb értékek**. A **nyár végén** ismét láthatunk **dezinflációt**, akár a **3%-ot közelítő éves indexeket** is, majd év végén szintén magasabb értékeket várunk. Bár továbbra is az valószínűsíthető, hogy **év végére a májusi sinthez képest érdemben magasabb infláció alakul majd ki, de már nem számítunk 5%-os értékre decemberre**.

A következő hónapokra előretekintve **kulcskérdés, hogy hogyan fog alakulni a szolgáltatások árindexe.** Ebben a kategóriában továbbra is magas, 0,9%-os havi drágulást mért a KSH, ugyanakkor **arra számítunk, hogy a szolgáltatások drágulása lassulni fog a következő hónapokban,** hiszen egyre kevésbé indokolható, hogy a tavalyi éves infláció legyen az alapja az árazási döntéseknek. A javuló belső kereslet is veszélyeztetheti az évközbeni dezinflációt, miközben a **bázishatás** is az árak emelkedésének irányába mutat. A nemzetközi **élelmiszerárakban** is megállt a 2023-as évet jellemző trendszerű csökkenés, és kisebb emelkedésbe váltott a FAO élelmiszerár-indexe, ugyanakkor ennek mértéke elég alacsony egyelőre.

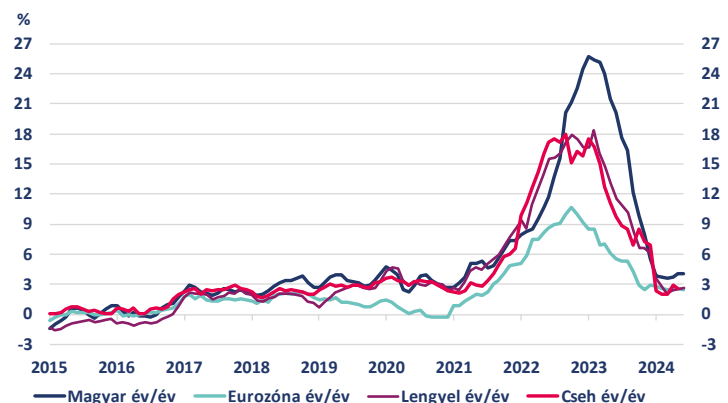
**Július 1-jén kivezetésre került a kötelező akciózás a kiskereskedelmi üzletekben,** az árfigyelő rendszere ugyanakkor megmarad. A kereskedőknek ezzel nagyobb tere lesz a valós fogyasztási mintákhoz igazodó akciók bevezetésére. A vásárlók biztosan találkozhatnak áremelkedéssel a korábban árstop alá tartozó 8 termék esetében, ugyanakkor ezek együttes súlya nem nagy a vásárlói kosárban, éppen ezért **az intézkedés kivezetése nem jelent számottevő inflációs kockázatot.**

**5. ábra: A 12-havi infláció alakulása (növénytém %-ban)**



*Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)*

**6. ábra: Régiós infláció alakulása**



*Forrás: Bloomberg, KSH*

**A gyengülő forintárfolyam** kismértékű 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. **A fogyasztás fokozatos helyreállása is javítja a vállalatok árazási erejét,** de ennek hatását a 2025-ös inflációs prognózisban vettük figyelembe. **Az inflációs célhoz való visszatérés üteme lassabb folyamat,** mint a tavaszi hónapokig látott gyors dezinfláció. A 3%-os jegybanki inflációs cél stabilan fenntartható elérése 2025 helyett **inkább 2026 közepén várható,** de az éves átlagos infláció még ekkor is 3% fölötti lehet.

## Monetáris politika, jegybanki alapkamat

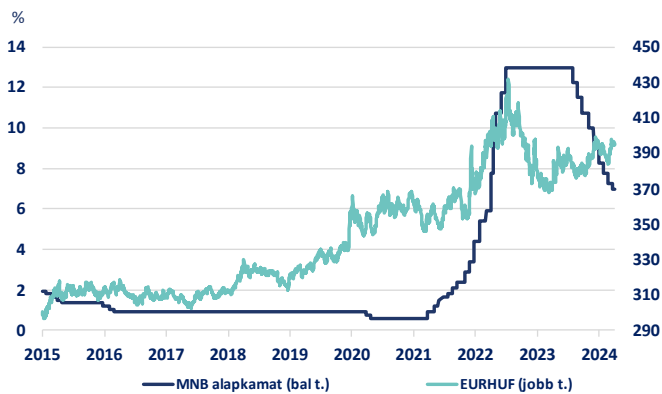
Az idei második negyedévben is folytatta az MNB a kamatcsökkentéseket, június végére **7,00%-ra mérséklődött az alapkamat**. A januári és a márciusi 75 bázispontos kamatcsökkentések között a februári ülésen 100 bázispontos kamatcsökkentérről döntött a Monetáris Tanács, majd **az áprilisi és májusi kamatdöntő üléseken 50 bázispontos léptékben haladtak, ami júniusra 25 bázispontra mérséklődött**. A visszafogottabb kamatcsökkentésnek **elsősorban a pénzügyi hangulat romlása** volt az oka. Májusban a várakozásunknak megfelelően 4%-ot tett ki az egy évre visszatekintő infláció, ami azonban elmaradt a piaci konszenzustól, így **az infláció még az MNB inflációs célsávjában maradt**. Azonban a június közepén ismét erőteljesebbé váló **forintgyengülés**, valamint a **Fed várható kamatcsökkentésének eltolódása miatt** az MNB **óvatosabbá** vált.

A júniusi kamatdöntő ülést követően az MNB alelnöke jelezte, **új szakasz nyílik a monetáris politikában**. Az előretekintő iránymutatás megváltozott: a Monetáris Tanács az inflációs kilátásokat, valamint a kockázati környezet alakulását figyelembe véve **körültekintően és adatvezérelten dönt az alapkamat mértékéről** hónapról hónapra. A **dezinfláción** és az **árstabilitás fenntartható elérésén** van hangsúly, de kulcsfontosságú a **pénzügyi piacok stabilitásának** fenntartása is. Az elmúlt hetekben **romlott a befektetői hangulat**, Európában is megemelkedett a volatilitás az európai parlamenti választások után. A **Fed és az EKB közötti várható divergencia óvatos monetáris politikát indokolnak**. Az **amerikai kamatkondíciók elhúzódoan magasak lehetnek**, ami **csökkenti** a feltörekvő piaci jegybankok **mozgásterét**.

A **kamatvárakozások eközben továbbra is jelenlegi alapkamat szintje alatt találhatóak**: a határidős kamatláb-megállapodások alapján szeptember végére 6,6-6,7% körüli, év végére 6,3-6,4% körüli 3 hónapos kamatszintet árazott a piac július elején, ami jelzi, hogy **lehet mérsékelt tere a kamat további csökkentésére az idei második félévben**. Várakozásunk szerint **egy ideig kivárhat az MNB a további kamatcsökkentésekkel**, azaz nem várható, hogy a következő egy-két ülésen további kamatcsökkentésről döntsön a Monetáris Tanács. **Az alapkamatot az idei év végére 6,50%-ra várjuk. A dezinfláció 2025-ben folytatódhat**, ami a várhatóan csökkenő dollárkamatok mellett **teret enged a további kamatcsökkentéseknek, így 2025 végére 5,50%-ra mérséklődhet az irányadó ráta idehaza**.

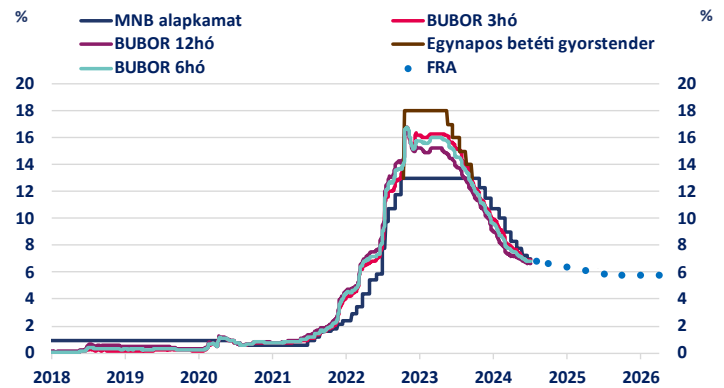
A **kamatszint normalizálódása** fokozatosan segítséget jelent majd az **államadósság megugrott kamatterheinek és finanszírozási kockázatainak csökkentésében is**, elsősorban a bankközi hozamokhoz indexált papírok esetében, illetve a rövid oldalon a gyors átárzódásnak köszönhetően.

**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 csökkent, 2024. Q1 végén 2,1 százalékpontot tett ki a kamatkülönbségek átlaga, ami az MNB folytatódó kamatsökkentéseinek, illetve a cseh jegybank vártnál nagyobb júniusi kamatvágásának következtében június végére átlagosan 1,1 százalékpontra mérséklődött. A régiós kamatvárakozások alapján a hazai kamatelőny további csökkenésének már kisebb a tere a következő hónapokban.**

### Költségvetési folyamatok

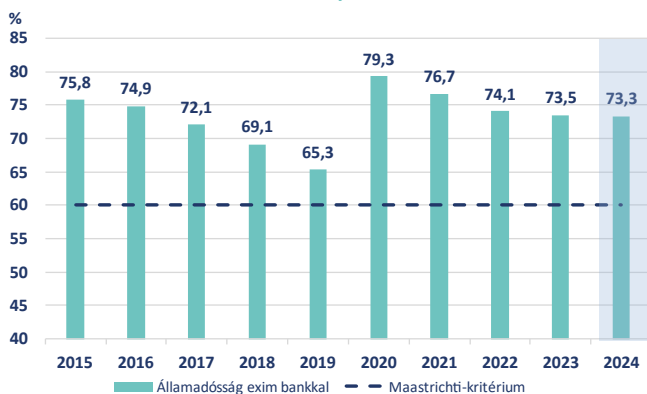
**A legutolsó adatok szerint a központi költségvetés májusig 2 548,5 milliárd forintnyi hiányt halmozott fel.** Ez az idén korábban hivatalosan bejelentett (a korábbi 2,9%-ról felfelé módosított) 4,5%-os GDP arányos hiánycélnak mintegy 64%-a. Ugyanakkor **a májusi adat önmagában 49 milliárd forintnyi többletet mutatott, amire 8 év óta nem volt példa.** A fogyasztáshoz kapcsolt adók emelkedése az év első 5 hónapjában kumuláltan több, mint 10%-ot tett ki, míg a korábbi hónapokban a növekedés üteme ennél lényegesen alacsonyabb volt. Eközben a bérekhez kapcsolódó terhek (SZJA, járulékok) továbbra is dinamikusan, 13-14%-kal nőnek, miközben ez a dinamika már a megelőző hónapokban is hasonló mértékű (sőt, némileg magasabb) volt. Mindez megerősíti, hogy a lakosság bérjövödelmeiből egyre többet költ, és ez most már láthatóan megjelenik az ÁFA-bevételekben. Mivel a reálbér-emelkedés továbbra is számottevő (bár csökkenő ütemű) maradhat a következő hónapokban, ezért arra számítunk, hogy **a lakosság a korábban erőteljes óvatossági motívumának oldódása következtében a beérkező jövedelméből egyre többet költhet a következő hónapokban, ami a költségvetés idei hiánylefutására stabilizálólag hathat.**

Ezek az adatok arra utalnak, hogy **az idei, 4,5%-os GDP arányos hiánycél teljesítéséhez nincs szükség drámai költségvetési megszorító intézkedésekre.** Ugyanakkor a hiánycél elérését továbbra is kockázatok övezik, noha azok mértéke a GDP néhány tized százalékpontját nem haladja meg. **Az idei évben így csak akkor valószínűsíthető a megemelt, 4,5%-os GDP arányos hiánycél teljesítése, ha a költségvetési fegyelem megmarad,** a korábban bejelentettnek megfelelően bizonyos beruházások elhalasztásra kerülnek. **2025-re a**

gazdasági növekedés felgyorsulása és az adóbevételek várható további növekedése miatt **a 3,7%-os költségvetési hiánycél, felfelé mutató kockázatok mellett, elérhető lehet.**

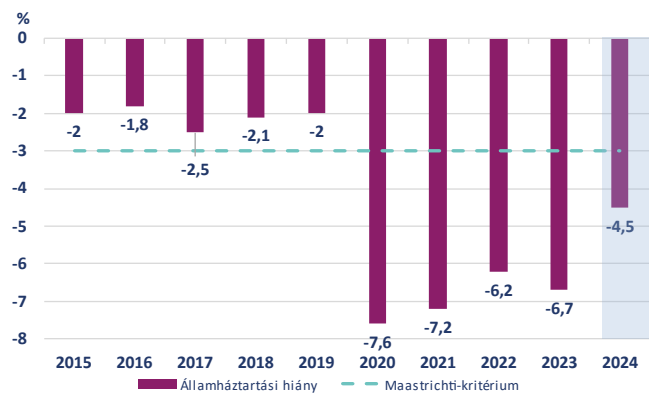
**Az államadósság pályája** az általunk várt nominális GDP növekedés és a 4,5%-os várt hiányteljesülés következtében a tavalyi év végi, GDP-arányos 73,5%-ról **csak minimális mértékben, 0,2 százalékponttal fog tudni csökkenni.** Fontos, hogy az idei évben vélhetően **jelentős mértékben meghaladhatja a pénzforgalmi szemléletű hiány az eredmény szemléletűt** (például a reptér megvásárlása következtében), ami hozzáad a finanszírozási igényhez, és így az államadósságot is hizlalja. Emiatt **a bruttó államadósság csökkenő rátájának biztosítása az idei évre kockázatosnak tűnik.** Emellett ugyanakkor az év végi adósságráta csökkenését segíteni lehet a kormányzat MNB-nél vezetett betétei (Kincstári Egységes Számla) egyenlegének átmeneti, év végi csökkentésével. **2025-ben azonban – a költségvetés hiányának várható csökkenésével és a gazdasági növekedés további gyorsulásával – biztosítottak tűnik az adósságráta mérséklődése.**

**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)

**Az Európai Bizottság június 19-én bejelentette, túlzottdeficit-eljárás (EDP) indítását kezdeményezi Magyarország és 6 másik tagállam, Belgium, Franciaország, Olaszország, Málta, Lengyelország, Szlovákia ellen.** Magyar vonatkozásban az államadósságot és a deficitet túl magasnak tartják. A döntést az Európai Unió Tanácsa hozza meg, legkorábban júliusban születethet döntés, amely után a tagállamoknak 4 éves hiánycsökkentő tervet kell bemutatni. Az Európai Bizottság négy évig felfüggesztette az előírások betartását, de tavaly decemberben a visszavezetéséről döntöttek. 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, 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.

## Ingyatlanpiac

**A tavalyi év végén megindult lakáspiaci folyamatok és a támogatási rendszer változásai már előre vetítik a 2024 második felében várható fordulatot a lakáspiacon.** Tovább folytatódik a lakásépítések és a kiadott építési engedélyek számának csökkenése. 2024. Q1-ben 2 779 új lakás épült, 23%-kal kevesebb, mint egy évvel korábban. Budapesten 35%-kal kevesebb, összesen 910 lakás épült. A megyei jogú városokban 7,7, a többi városban 22, a községekben pedig 16%-kal kevesebb lakást adtak át, mint 2023 első negyedében. A kiadott építési engedélyek és egyszerű bejelentések alapján építendő lakások száma 4 524 volt, 9,3%-kal maradt el a 2023 azonos időszakától. 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. negyedik negyedében a megelőző negyedévhez képes 0,7%-os csökkenés történt.** Az éves növekedési ütem 5,8%-ra gyorsult, reál értelemben pedig éves szinten 1,8%-kal mérséklődtek az árak. **Országos szinten erre az évre 4-8% körüli nominális áremelkedést valószínűsítünk a lakóingatlanok piacán.**

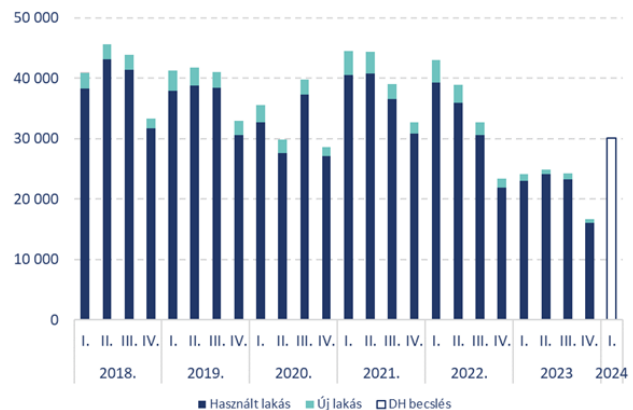
**Az év első öt hónapjában több mint 50 ezer lakás tranzakció ment végbe.** Az év elején magas volt az érdeklődés a lakáspiacon, a tranzakció számok néhol már elérték a 2022 tavaszán tapasztalható szinteket, és a forgalom további bővülésére számítunk idén. **Az ingatlanpiaci aktivitást az idén indult CSOK Plusz támogatási rendszer is segíti.** A CSOK Plusz első öt havi eredményei alapján 6 000 kérelem érkezett be a bankokhoz 60 milliárd forint összegben, és átlagosan 26 millió forintot igényeltek a házaspárok. 83% használt lakóingatlan vásárlására, 16% új lakóingatlan vásárlására vagy építésére, 1% meglévő otthonának a bővítésére igényelte.

**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 lakástranzakciót jöhet létre a piacon, mint tavaly. 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 idej, 2024-es évre élénkebb ingatlanpiacon 110-130 ezer adásvétel várható.**

Június közepén jelentek meg a **július 1-jén induló új otthonfelújítási program** végleges feltételei. A program az **építőiparnak és a lakáspiacnak is 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, járásonként 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.**

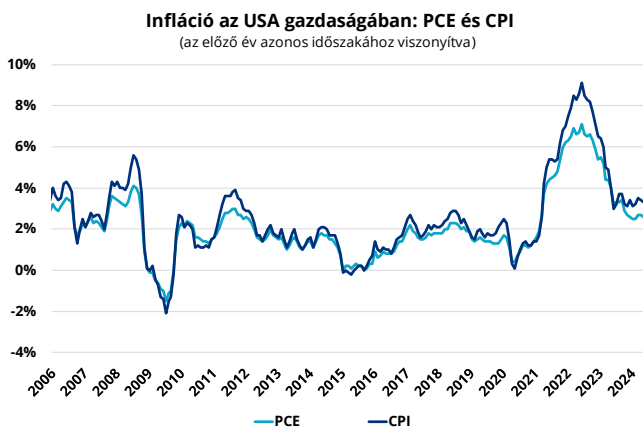
### **III. Nemzetközi gazdasági folyamatok**

#### **Az USA gazdasági folyamatai**

**Megtorpant a dezinfláció a tengerentúlon a tavaszi hónapokban, ami a piaci kamatcsökkentési várakozásokat is mérsékelte. A legutóbbi, májusi inflációs adatok a konszenzusznál alacsonyabban alakultak.** Az éves infláció májusban 3,3%-ra mérséklődött, míg az áprilisi 3,4%-kal megegyező növekedésről szóltak a várakozások. A **tisztított maginfláció 3,4%-ra, három éve nem látott alacsony szintre mérséklődött, a korábbi 3,6%-ról.** A már második egymást követő hónapban folytatódó dezinfláció kedvező irányba történő elmozdulást jelent, emellett a termelői árak is kedvezőbben alakultak májusban. A fogyasztói kosárban legnagyobb súllyal szereplő lakhatási költségek és a benzinárak bővülése mellett az egyéb szolgáltatási díjak (közlekedés, egészségügyi ellátások) drágulása álltak a háttérben, utóbbit a Fed is kiemelten figyeli. **Az azonban a Fed által preferált inflációs mutató, a fogyasztás alapú maginfláció (core PCE) tekintetében kedvezőbb az összkép.** A januári 2,9%-ról fokozatosan 2,6%-ra mérséklődött ez a tisztított mutató, a dezinfláció itt egyáltalán nem tört meg a tavaszi hónapokban, szemben a headline inflációval. **A Fed a júniusi kamatdöntést követően jelezte, az elmúlt hónapokban mérsékelt további előrelépés történt (korábban azt írták, nem történt előrelépés) a jegybanki 2%-os inflációs célkitűzés felé.** A legutóbbi inflációs adatokat előrelépésnek tekintik, de ez még nem indokolja a lazítás elkezdését. **Úgy gondolják, az aktuális kamatok (5,25-5,50%) megfelelő szinten vannak és fenntartják, amíg szükséges. A Fed elnöke a kivárást hangsúlyozta:** minden a beérkező adatoktól függ, azok teljességét veszik figyelembe, ülésről ülésre döntenek a jövőben is. Kamatcsökkentéshez az inflációs folyamatokban történő érdemi haladás vagy a munkaerőpiac lassulása vezethet.

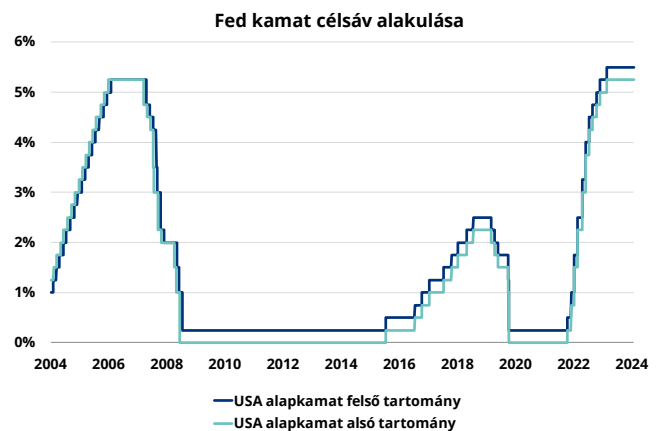
A Fed friss gazdasági előrejelzésében az inflációt megemelte az idei évre, ezzel párhuzamosan a jegybankárok kamatpálya előrejelzése (ún. dot plot) is csak egy 25 bp-os kamatcsökkentést tartalmaz 2024 végéig. A Fed kamatcsökkentései időben kitolódni látszanak, nem arról van szó, hogy sokkal feljebb kerülne a tengerentúli kamatpálya: 2025-re a korábbi három helyett négy kamatvágást prognosztizálnak. A Fed az infláció csökkenését vetíti előre az előrejelzési horizonton, de a 2%-os jegybanki célhoz való visszatérés nehezkesebb. A kamatcsökkentés indítását nehezíti a még mindig erős munkaerőpiac, így a szeptemberi kamatdöntő ülésen lehet legkorábban kamatcsökkentésre számítani, amit további lazító lépés is követhet még idén is.

**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*

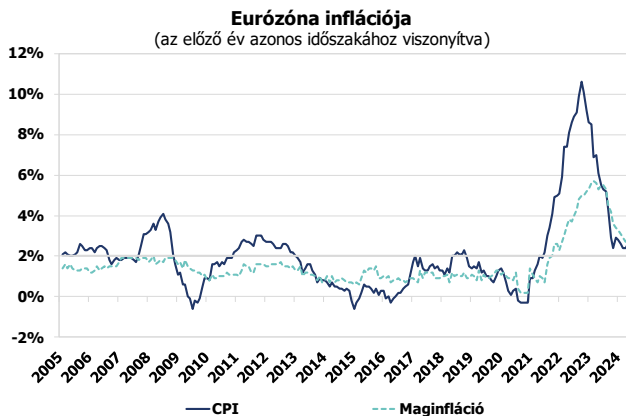
Az amerikai gazdaság az első negyedévben a harmadik felülvizsgálat szerint **1,4%-os évesített növekedést mutatott**, ami megfelelt a vártnak, ugyanakkor a fogyasztásra vonatkozó adatot 0,5 százalékponttal 1,5%-os növekedésre rontották. Az **amerikai kiskereskedelmi forgalom a várt 0,3%-os növekedés helyett mindössze 0,1%-kal emelkedett** májusban, az előző hónaphoz képest, emellett a megelőző két havi adatot is lefelé korrigálták, az áprilisi adatot stagnálásról 0,2%-os csökkenésre rontották. Az év elején látott fogyasztási hajlandóság után **a lakosság óvatosabbá vált a költekezés terén**, gyengült a fogyasztók gazdasággal kapcsolatos megítélése is. A hosszabb ideig magasan ragadó kamatok az adósságtörlesztéseket sem segítik, egyre több a nemteljesítő hitel. Korábban, a járvány idején a kormányzattól kapott támogatások növelték a  **megtakarításokat**, de ezek **fokozatosan kimerülnek**.

### Az eurózóna gazdasági folyamatai

Az infláció mérséklődése 2024. márciusig tartott az eurózónában, áprilisra a márciusival megegyező inflációs rátát közöltek, majd májusban a fogyasztói árak magasabb alakulásáról adtak hírt: 2,6%-ra nőtt az infláció az eurózónában az előző év azonos időszakához képest.

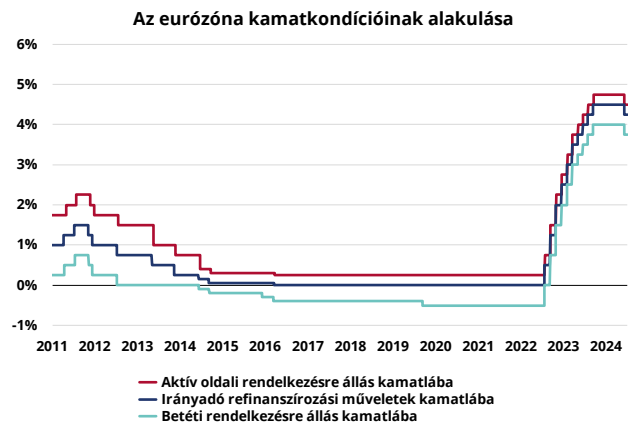


15. ábra: Az eurózóna éves inflációjának alakulása



Forrás: Bloomberg

16. ábra: Az eurózóna kamatkondícióinak alakulása



Forrás: Bloomberg

Az EKB által kiemelten figyelt **maginfláció** - amely jobban tükrözi az inflációs alapfolyamatokat - 2,7%-on stagnálás helyett 2,9%-ra nőtt. A megugrás egy része várható volt, a **háttérben** elsősorban **bázishatások** állnak, a német tömegközlekedési díjak tavalyi csökkenésének átmeneti áremelő szerepe meghatározó. Emellett továbbra is elmondható, a **szolgáltatások inflációja 4% körül ragadt** tavaly november óta.

Az **EKB kiemelten figyeli a bérek alakulását is**. A legfrissebb, május 23-án publikált első negyedéves adatok szerint a tárgyalásos bérek növekedése 4,7%-os volt éves szinten, míg egy negyedévvel korábban 4,5%-os rátát közöltek. Az EKB az adatok kapcsán kiemelte, ez a mutató nem ad teljes képet a bérek alakulásáról. A munkavállalók továbbra is próbálják visszanyerni a múltbeli ársokkok okozta reálbérveszteségeket, valamint az egyszeri kifizetéseknek is fontos szerepe van ebben a folyamatban. Az ilyen **egyszeri kifizetések állnak** az euróövezetben **a tárgyalásos bérnövekedés első negyedévi növekedése mögött is**. Az EKB által számított bérkövetési mutató (wage tracker) azt jelzi, hogy 2023 óta mérséklődik az általános bérnövekedés. Az **EKB bérkövetési adatai** az év első néhány hónapjára vonatkozóan, amikor a legtöbb megállapodásra sor kerül, **azt jelzik, hogy a tárgyalásos bérnövekedés is mérséklődik**.

Az **Európai Központi Bank** a mi várakozásunknak és a széleskörű piaci várakozásoknak megfelelően **25 bázispontos kamatcsökkentést jelentett be júniusi ülésén**, ezzel az irányadó refinanszírozási művelet kamatlába 4,25%-ra, a betéti ráta pedig 3,75%-ra mérséklődött. Az ülést követően Christine Lagarde megerősítette: adatvezérelten, értekezletről értekezletre döntenek a jövőben is a kamatszintről. Az EKB eltökélt szándéka, hogy biztosítsa az infláció időben való visszatérését a középtávú 2%-os céljához. Ahogyan arra számítottunk, **a jövőbeli lépéseket illetően a sajtótájékoztatón sem derültek ki részletek**. Az EKB elnök kiemelte, hogy a kamatcsökkentést a jövőbe vetett bizalom is indokolja (a magasabb májusi infláció és a megemelt inflációs prognózis ellenére). A jövőt illető dezinflációs folyamatokra optimistábban tekintenek a jegybankárok, de a **beérkező adatok vizsgálata határozhatja meg a monetáris politikát**. Az adatok

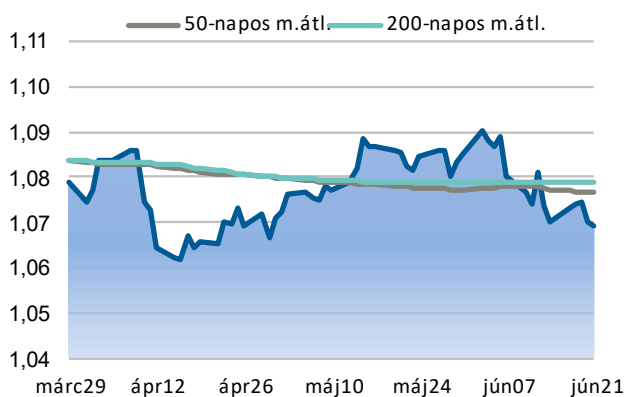
javulásának sebességét és időtávját egyelőre azonban nem tudja megmondani előre, azaz a Kormányzótanács előzetesen nem köteleződik el egy bizonyos kamatpálya mellett. **További két kamatvágást várunk 2024-ben az EKB-tól, és a kamatcsökkentések 2025-ben is folytatódhatnak.**

Az EKB szerint a **gazdasági növekedés 2024-ben várhatóan 0,9%-ra erősödik**, 2025-ben 1,4% lehet, 2026-ban pedig 1,6%-ot tehet ki. **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

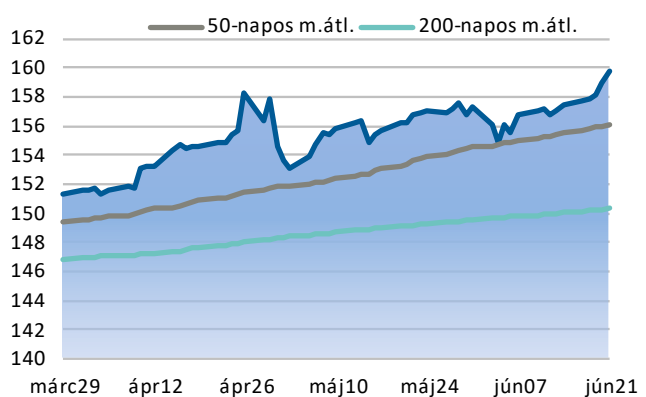
##### Nemzetközi devizapiacok

17. ábra: Az EUR/USD keresztárfolyama



Forrás: Bloomberg

18. ábra: Az USD/JPY keresztárfolyama

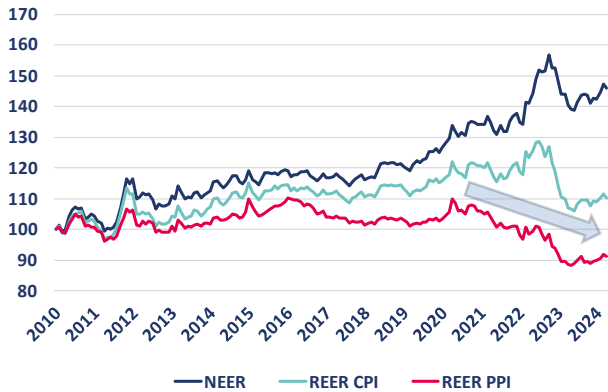


Forrás: Bloomberg

A **jegybankok** igyekeztek elkerülni a túlszigorítást, de **óvatosak az első kamatvágást illetően** is, mert ha túl korán lazítanak a monetáris kondíciókon, és visszakozi kell, annak negatív hatásai sokkal erősebbek lehetnek. **A kedvezőbb dezinflációs folyamatok miatt az EKB első lazítása a Fed lépését megelőzte a második negyedévben.** 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.

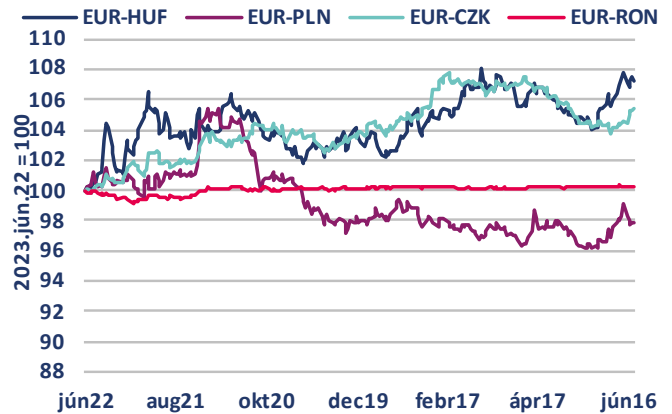
A forintárfolyam alakulása

**19. ábra:** A forint nomináleffektív (NEER) és reáleffektív (REER) árfolyamindexei (2010. január = 100)



*Forrás: MNB*

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



*Forrás: Bloomberg*

**Az euró-forint keresztárfolyamra vonatkozó várakozásunk a gyengébb irányba mozdult el a korábbi előrejelzésünkhöz képest.** Az idei év végére korábban 382,5 forintos euróárfolyamot, 2025 végére pedig 380 forintos euróárfolyamot vetítettünk előre, miközben **az új előrejelzésünk 2024 év végére 392,5 forint, 2025 végére 390 forint az euró ellenében.** A gyengébb árfolyamvárakozásunk egyik legfontosabb oka, hogy a tengerentúlon a Fed kamatcsökkentései nem a korábban várt ütemben érkeznek, ami a dollárt is erősíti, ez pedig a feltörekvő piaci devizákra, így a forintra is, gyengítőleg hat. További magyarázó tényezőnek tartjuk, hogy **a forint reáleffektív árfolyama az elmúlt években érdemben felértékelődött.** Ennek legfontosabb oka, hogy a Magyarországon az elmúlt években tapasztalt inflációs többlet ehhez képest a forint nominális árfolyama csak kisebb mértékben emelkedett (azaz a forint kisebb mértékben gyengült), mint azt az inflációs különbség a reáleffektív árfolyam változatlansága érdekében indokolta volna. A következő években ugyan jóval kisebb mértékben, de **a hazai inflációs többlet továbbra is fennmaradhat,** ami egy tartósnak ígérkező, gyengítő irányba ható erőként jelentkezhet a forint euróval szembeni árfolyamában.

Vannak ugyanakkor **a forintot támogató tényezők is.** A külkereskedelmi mérleg az elmúlt hónapokban a várakozásoknál sokkal jobban alakult. Ennek köszönhetően **a folyó fizetési mérleg idén jelentős többletet halmozhat fel,** amit tovább javíthat a tőkemérleg aktívuma. És bár a 2025-ös évben a belső kereslet felfutása miatt a külkereskedelmi mérleg aktívuma némileg csökkenhet, a teljes külső finanszírozási képesség várhatóan nem fog romlani. Ez a korábbi évekhez képest jelentős javulást jelent és nem támasztja alá, hogy a forintnak tartósan és jelentős mértékben gyengülnie kéne a jelenlegi szintekről. A későbbiekben **a magyar gazdaság az euróövezetnél gyorsabban növekedhet,** ami ugyancsak támogatja kismértékben a forint árfolyamát.

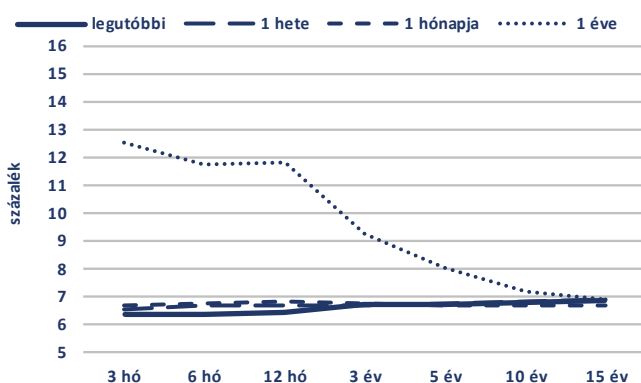
A forint árfolyamát eközben az MNB az idei évben, vállaltan, kitüntetetten figyeli. A jelentős dezinflációt követően ugyanis továbbra is a hivatalos inflációs célsáv felső részében (az idei évben jó néhány hónapon keresztül ezt meghaladó szinteken) lehet a fogyasztói árindex a következő két évben. A javuló belső kereslet és az erős reálbér emelkedés miatt az MNB-nek figyelnie kell arra, hogy az árfolyam esetleges gyengülése ne veszélyeztesse az inflációs pályát. Így, **amennyiben a forint bármilyen okból gyengülni kezdene, az a szigorúbb kamatpolitika irányába terelheti az MNB-t.** Emiatt nem számítunk arra, hogy a következő hónapokban tartósan és jelentős mértékben gyengüljön a forint az euró ellenében, így a 400 forint feletti euróárfolyam tartós visszatérésére sem számítunk jelen pillanatban.

Ugyanakkor **a forint érdemi erősödése a fentiekkel analóg, de értelemszerűen azzal ellentétes folyamatokat indíthatna be.** 380 forint körüli, vagy ez alatti (nominális) euróárfolyam már egyre kevésbé lenne konzisztens a reálegatív értelemben amúgy sem gyenge forinttal (lásd néhány bekezdéssel feljebb). Egy ilyen erősödés, amennyiben a kockázati felár csökkenése miatt következne be, az MNB-t akár gyorsabb kamatcsökkentések irányába is vihetné, ami azonban a forint gyengülését okozná. Így **a forint jelentős és tartós nominális felértékelődésére sem számítunk jelenleg.**

### Magyar állampapírpiac, hozamok

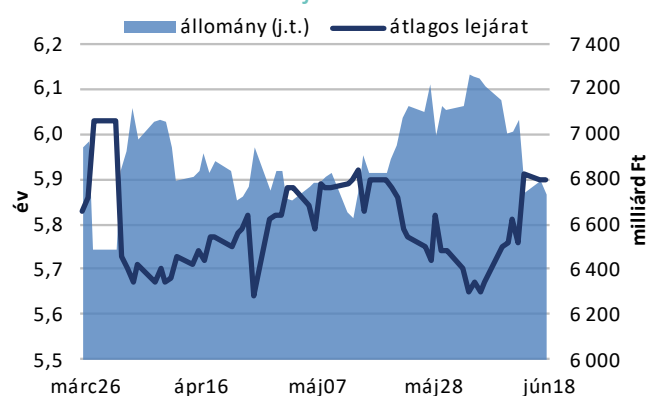
**A magyar államháztartás finanszírozási helyzete továbbra is stabil, az ÁKK rendszeres aukcióin jellemzően jelentős kereslet látszik minden lejáraton.** Ezt a keresletet ösztönzi az MNB kamatcsökkentése ellenére továbbra is relatíve vonzó hozamszint.

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:** bár a negyedév végére ez az állomány átmenetileg csökkenhet, az **a júniusi hónapban jellemzően 6 700 milliárd és 7 300 milliárd forint között hullámzott.** 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 durván **11,5 ezer milliárd forintnyi forintban denominált állampapír, vagyis a teljes államadósság 21,0%-a volt június végén.**

A lakossági állampapírok a magas kamatnak, a gyakorlatilag kockázatmentességnek és a hozam adómentességének köszönhetően **továbbra is vonzó befektetési alternatívák lehetnek, azonban ez a költségvetési kamatkiadásokra** (különösen az év első hónapjaiban a költségvetés pénzforgalmi alapú kamatkiadásában láthatóan) **jelentős emelő hatást gyakorol.**

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

	ÁKK célérték 2024	2024.06.30*	2021.12.31 *
Államadósság devizaaránya	maximum 30%	<b>28,9%</b>	20,4%
Devizaadósság összetétel (devizaswapok után)	100% EUR	<b>100% EUR</b>	100% EUR
Átlagos lejáratidő (ATM)	minimum 5,5 év	<b>6,0 év</b>	5,1 év
Átlagos átlazódásig hátralévő idő (ATR)**	minimum 4,0 év	<b>4,9 év</b>	4,5 év
Fix kamatozású papírok aránya	60-80%	<b>67,9%</b>	81,5%
Lakossági állampapírok aránya	20-25%	<b>21,0%</b>	24,5%
Zöldkötvények aránya	-	<b>4,3%</b>	-

\*Forrás: ÁKK

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

A teljes államadósságon belül a devizaarány jelenleg **28, 9%-on áll az ÁKK adatai alapján.** A finanszírozáshoz kapcsolódóan az ÁKK - reagálva a piaci körülményekre - megemelte a tolerálható maximális devizaarányt, ami jelenleg legfeljebb 30%. Ez a finanszírozási stratégia manőverezési képességének növelésével indokolható. Egyrészt a forinthozamok 2021. végétől látott – bár már korrigáló – jelentős megugrása kibocsátói oldalról vonzóbbá tette az érdemben alacsonyabb kamatszintű devizakötvény kibocsátásokat, másfelől a külső egyensúly átmeneti felborulása ráutaltabbá tette a külföldi megtakarítók forrásaira a költségvetést. Mivel a külső egyensúlyi helyzet az elmúlt egy-másfél évben konszolidálódott, és a forinthozamokban kismértékű további csökkenést valószínűsítünk, ezért **a devizaarány további emelkedése nem várható.**

A jelen kiadvány készítői



**Árokszálási Zoltán, CFA**

Elemzési Centrum vezető

[Arorszallasi.Zoltan@mbhbank.hu](mailto:Arorszallasi.Zoltan@mbhbank.hu)



**Balog-Béki Márta**

Szenior tőkepiaci elemző

[Balog-Beki.Marta@mbhbank.hu](mailto:Balog-Beki.Marta@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 körülmények 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](http://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 összeférhetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetlenségi Politikával, illetve a bank-és értékpapírtitoknak minősülő adatok kezelésére és átadására vonatkozó belső szabállyal.
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 az [mbhbank.hu](http://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](mailto: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](http://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, 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 jelezük előre, amiket a fogyasztói kosárban betöltött súlyukkal vesszük figyelembe.