

MBH BANK

NEGYEDÉVES MAKROGAZDASÁGI KITEKINTŐ



2024. október

Tartalom

ÖSSZEFOGLALÓ	3
II. MAGYAR MAKROGAZDASÁG FOLYAMATOK	7
Gazdasági növekedés	7
Foglalkoztatottság, bérdinamika	9
Infláció	10
Monetáris politika, jegybanki alapkamat	11
Költségvetési folyamatok	12
Ingatlanpiac	14
III. NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK	15
Az USA gazdasági folyamatai	15
Elnökválasztás az Egyesült Államokban	17
Az eurózóna gazdasági folyamatai	18
IV. PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP	20
A forintárfolyam alakulása	20
Magyar állampapírpiac, hozamok	21
A JELEN KIADVÁNY KÉSZÍTŐI	24



LEZÁRVA: 2024. október 14-én 14:30-kor. Az előrejelzéshez használt adatokat 2024. október 4-ig vettük figyelembe.

ÖSSZEFOGLALÓ

Főbb üzeneteink a hazai gazdaság kapcsán:

GDP növekedés

A 2024-es évre vonatkozóan **1,6%-ra csökkentettük GDP-növekedési várakozásunkat**, amelyet elsősorban **a beruházások vártnál jelentősebb második negyedévi visszaesése**, illetve a külső keresletnek még a korábban vártnál is gyengébb alakulása indokol. Az idei évi gazdasági növekedést a **hazai fogyasztás bővülése támogatja**, amelyet a reálbérek emelkedése, a növekvő foglalkoztatás és az infláció mérséklődése ösztönöz. Idén a nettó export alakulása is pozitívan járulhat hozzá a GDP változásához. Bár az export és az import egyaránt csökken, **az import nagyobb mértékű visszaesése miatt a pozitív külkereskedelmi egyenleg érdemben tovább javul. A 2025-ös évre az ideinél magasabb, 3,4%-os gazdasági növekedést prognosztizálunk**, ugyanakkor ebben az esetben is lefelé módosítottuk a várakozásainkat. Egyrészt a hazai ipari termelés 2025-ben a korábban várthoz képest lassabban bővízhet, az ipari exporttermékek iránti kereslet tovább gyengülő kilátásai miatt. Ugyanakkor **a háztartások fogyasztásának élénkülése folytatódhat**. Pozitív jel, hogy a kiskereskedelmi forgalom emelkedése augusztusban a vártnál magasabb, 4,1%-os volt az előző év azonos időszakához képest. A lakosság megtakarításainak fokozatos visszaépülésével a háztartások óvatossági motívuma oldódhat, amely a fogyasztás további élénküléséhez vezethet. A beruházások a nagyon gyenge külső kereslet és az állami beruházások elhalasztása miatt idén jelentősen esnek, de **jövőre várhatóan a további csökkenés már nem folytatódik. Segíti a beruházások talpra állását a várhatóan tovább mérséklődő kamatkörnyezet is 2025-ben**. Emellett a költségvetés részéről is érkehetnek a fogyasztást és a beruházást támogató lépések jövőre. Mindeközben az ország exportpiaci részesedése az elmúlt években látott autóipari beruházások termőre fordulása miatt nőhet. A fogyasztás további élénkülése mellett **mindez elég lehet a gazdasági növekedés 3%-os szint fölé emeléséhez 2025-ben. A 2026-ra vonatkozó előrejelzésünk szerint a GDP 3,8%-kal növekedhet**, amelyhez már a közösségi fogyasztás bővülése és a beruházások szemmel látható élénkülése is hozzájárulhat.

Munkaerőpiac

A munkaerőpiac elmúlt egy évben látott oldódása mellett **továbbra is viszonylag feszesnek tekinthető**, a teljes foglalkoztatottság állapota nincs túlságosan messze. **A munkanélküliségi ráta csökkenése** a legutóbbi, június-augusztus közötti adatok szerint **megtört**, 4,2%-os értékéről 4,3%-ra emelkedett, 0,2 százalékponttal haladta meg az egy évvel korábbi mértéket. Amennyiben a gazdaság teljesítménye javulni tudna a harmadik negyedévtől, akkor **az év végéhez közeledve a munkanélküliségi ráta némi mérséklődést mutathat. Összességében továbbra is feszes munkaerőpiacra van kilátás**, ami a bérnövekedésen is fenntartja a nyomást. **2024-ben 4,2%-os munkanélküliségi rátát várunk továbbra is, míg 2025-re 3,9%-os rátával**

számolunk. A bérdinamika vélhetően továbbra is jelentősen meg fogja haladni a következő hónapok inflációs adatait. Így a háztartások számára az elkölthető jövedelem tovább növekedhet az év hátralévő részében.

Infláció

Az infláció a júliusi megugrást követően augusztusban és szeptemberben a jegybanki toleranciasávban maradt, **szeptemberben pedig 2021 január után először, ismét a jegybanki célértékre, 3%-ra mérséklődött.** A dezinflációt támogatta az üzemanyagárak további árcsökkenése, és a szolgáltatásokért is kevesebbet kellett fizetni havi összevetésben, hosszú idő után először láthattunk árcsökkenést ebben a kategóriában is. A szolgáltatások az előző év azonos időszakához képest mért drágulása mérséklődött, 9,5%-ról 8,4%-ra jött le szeptemberben, de ez továbbra is igen magas és továbbra sincs összhangban az MNB inflációs céljával. **Év végéig ismét megemelkedhet az éves infláció,** elsősorban a nagyon alacsony bázis miatt, év végére a fő inflációs index 4,5% környékére várható. **2025 elején némi dezinfláció prognosztizálható,** de az inflációs célhoz való visszatérés üteme lassabb folyamat, miközben a maginfláció alakulása sem utal arra, hogy könnyen 3%-ra szorítható lenne az infláció már jövőre. A jelentős béremelkedési dinamika javíthatja a **belső keresletet, amely felfelé irányuló hatást fejt ki az inflációra.** Ugyanakkor **a gazdaság ciklikus pozíciója összességében továbbra is negatív,** amely dezinflációs hatású, így jelenleg nem várjuk, hogy éves átlagban jövőre ne maradhatna az infláció a jegybanki toleranciasávon belül. Így a **2025-re várt átlagos inflációs várakozásunkat összességében kismértékben felfelé, 3,6%-ra korrigáltuk.** A béremelési dinamika relatíve magas maradhat 2026-ig, ami nyomást helyezhet az inflációra a későbbiekben is. A **3%-os jegybanki inflációs cél stabilan fenntartható elérése 2025 helyett így inkább 2026-ban várható,** de az éves átlagos infláció még ekkor is 3% fölötti lehet.

Monetáris politika

A júniustól jelzett új szakaszban **a Monetáris Tanács a tartás, vagy kismértékű kamatcsökkentés között döntött.** A beérkező adatok és a piaci kockázatkerülés alakulásának függvényében, a júliusi és szeptemberi 25 bázispontos kamatcsökkentő lépések között augusztusban a kivárás mellett döntött a Monetáris Tanács. A kamatvárakozások a következő hónapokra továbbra is a jelenlegi, 6,50%-os alapkamat szintje alatt találhatóak. **A nemzetközi kamatkörnyezet még mindig segíti, hogy tovább csökkentse az MNB az irányadó kamatot.** Idén összességében egy csökkentéssel lehet számolni, azaz arra számítunk, hogy **év végéig 6,25%-ig fogja tudni csökkenteni a kamatot az MNB. Az infláció 2025-ben az év túlnyomó részében a toleranciasáv felső felében (3-4% között) lehet.** Ez a várhatóan csökkenő dollárkamatok mellett **teret enged a további kamatcsökkentéseknek, de ehhez az is szükséges, hogy a magyar gazdasággal kapcsolatos kockázati étvágy ne romoljon.** A következő évre ugyan megjelentek kockázatok a hiány tarthatóságát illetően a bejelentett élénkítő lépések miatt, de egyrészt a kormány a költségvetést kímélő lépésekben is gondolkodik (például a háztartások saját hosszú távú megtakarításainak felhasználását igyekezne ösztönözni), másrészt a csökkenő

kamatkiadások és a várhatóan erőre kapó gazdasági növekedés is segítenek a hiány tartásában jövőre, a már bejelentett, a hiányt mérséklő intézkedések mellett. Összességében **2025-ben folytatódhatnak a kamatcsökkentések, 2025 végére 5,00%-ra mérséklődhet az irányadó ráta idehaza.** 2026-ban már csak kismértékű további kamatcsökkentés valószínűsíthető.

Forintárfolyam

Az euró-forint keresztárfolyamra vonatkozó várakozásunk a gyengébb irányba mozdult el a korábbi előrejelzésünkhöz képest. Az idei év végére júliusban 392,5 forintos euróárfolyamra számítottunk, 2025 végére pedig 390 forintos euróárfolyamot vetítettünk előre, miközben az új pontszerű előrejelzésünk 2024 év végére továbbra is 392,5 forint, 2025 végére viszont már 395 forint az euró ellenében. **Mindez jövőre éves átlagban kismértékű nominális forintgyengülést jelenthet** a 2024-es szinthez képest. A forint árfolyama az euróval szemben **októberben átlépte a 400-as szintet, de további drámai gyengülés nem valószínű.** A fundamentális tényezők, mint a folyó fizetési mérleg többlete és az amerikai kamatcsökkentés ugyanis erősítőleg hatnak a forintra. Eközben az infláció alakulása sem enged teret a piac által vártnál sokkal gyorsabb kamatcsökkentéseknek. **Ugyanakkor jelentősebb erősödés sem várható.** Ennek egyik oka **a reálárfolyam alakulása:** 2022 második felétől a magas infláció miatt az MNB magas kamatokat tartott fenn, ami a nominális árfolyamot erősítette, azonban a reálárfolyam így jelentősen felértékelődött. A nemzetközi helyzet alakulása, mint például a közel-keleti konfliktus eszkalációja vagy az amerikai elnökválasztás eredménye, továbbá az európai és amerikai gazdaságok állapota rövid távon okozhatnak jelentősebb kilengéseket a forint árfolyamában.

Államháztartás

A legutolsó adatok szerint a központi költségvetés szeptember végéig 2 623,5 milliárd forintos hiányt halmozott fel, ami az éves cél 55%-a. A hiány gyors növekedése az év elején volt tapasztalható, de a nyár folyamán és szeptemberben lelassult, ami az államháztartás év eleji kamatkiadásainak és az elmúlt évek mintázatainak fényében nem meglepő. A korábbi évekhez hasonlóan az év végén várhatóan szintén jelentősen nőhet a hiány, azonban a 4,5%-os hiánycél tartható, különösen a nyáron bejelentett költségvetési intézkedések fényében. **A jövő évi hiánycél 3,7% a GDP arányában, amit a kormány „fenntartható növekedés elérése” mellett kíván elérni.** A kamatkiadások csökkenése és a gazdasági növekedés javíthatja a költségvetés helyzetét, de a kormány élénkítő lépései, mint a családi adókedvezmény növelése, a munkáshitel bevezetése, illetve a KKV-k számára nyújtott támogatások, ronthatják az egyenleget. Emellett azonban a kormányzat érzékelhetően igyekszik olyan lépéseket is tenni, amik a gazdaságot stimulálják, azonban a költségvetési egyenlegre nincsenek negatív hatással; másfelől, bizonyos intézkedések a költségvetési hiány mérséklésének irányába hatnak (például beruházások további elhalasztása, illetve a külföldi online

kereskedelmi platformok térnyerése által okozott áfakiesés elleni, belengetett lépések). **A jövő évi hiányelőrejelzésünket így a GDP arányában egyelőre 3,7%-on tartjuk, némi felfelé mutató kockázattal.**

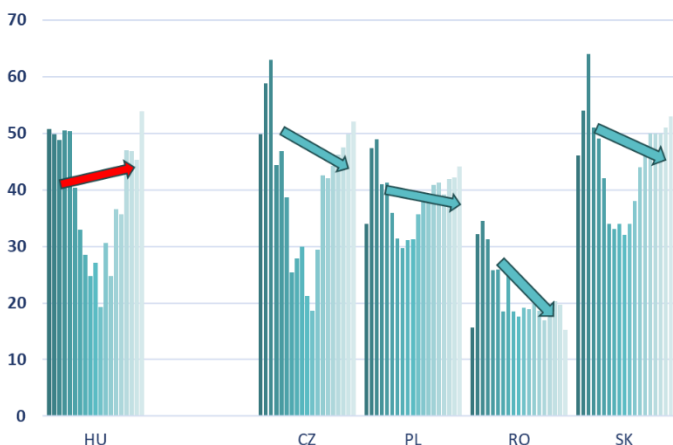
Magyar alappályabeli előrejelzések táblázata						
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	TÉNY			ELŐREJELZÉS		
Reál GDP éves változás, %	7,1	4,6	-0,9	1,6	3,4	3,8
Háztartási fogyasztás, %	4	6,8	-1	3,5	3,7	3,7
Kormányzati fogyasztás, %	2,5	0,8	-1,5	-2,3	0,8	2,4
Állóeszköz-felhalmozás, %	5,7	1,4	-7,4	-10,5	2,0	5,9
Export, %	8,3	11,4	0,9	-1,8	4,8	4,5
Import, %	7,3	10,8	-4,3	-3,8	4,6	5,1
Ipari termelés, %	9,5	5,8	-5,5	-3,2	4,1	6,1
Építőipari termelés, %	10,1	2,9	-5,2	2,2	3,0	7,0
Kiskereskedelmi forgalom, %	3,7	5,1	-7,7	3,0	4,5	6,2
Fogyasztóiár-index éves átlag, %	5,1	14,5	17,6	3,8	3,6	3,5
Munkanélküliségi ráta, %	4,1	3,6	4,1	4,2	3,9	3,6
Nemzetgazd. Bruttó átlagkereset, %	8,5	17,6	14,2	12,8	8,5	7,5
ÁHT egyenleg ESA-95, GDP %-a	-6,8	-6,2	-6,7	-4,5	-3,7	-2,9
Bruttó államadósság, GDP %-a	76,7	74,1	73,5	73,5	72,1	70,2
Folyó fizetési mérleg, GDP %-a	-4,2	-8,2	0,2	2,5	2,9	2,2
Pénzüpiaci előrejelzések összefoglalása						
EUR/USD év végi	1,1382	1,0705	1,1039	1,12	1,13	1,15
EUR/HUF év végi	365,7	399,73	383,39	392,50	395,00	400,00
EUR/HUF éves átlag	357,75	391,33	381,55	392,50	394,00	397,50
USD/HUF év végi	321,34	373,34	347,22	350,50	349,50	343,47
USD/HUF éves átlag	300,91	373,12	352,93	359,1	350,00	348,60
MNB alapkamat év végi	2,40%	13,00%	10,75%	6,25%	5,00%	4,50%
EKB betéti ráta év végi	0,50%	2,00%	4,00%	3,00%	2,00%	2,00%
FED alapkamat év végi	0-0,25%	4,25-4,50%	5,25-5,50%	4-4,25%	3-3,25%	2,75-3,00%
3-hónapos BUBOR év végi	4,21%	16,18%	9,96%	6,10%	4,95%	4,50%
5-éves ÁKK ref. hozam év végi	4,35%	9,89%	5,84%	5,70%	5,40%	5,10%
10-éves ÁKK ref. hozam év végi	4,51%	9,11%	5,93%	6,05%	5,60%	5,30%

II. MAGYAR MAKROGAZDASÁG FOLYAMATOK

Gazdasági növekedés

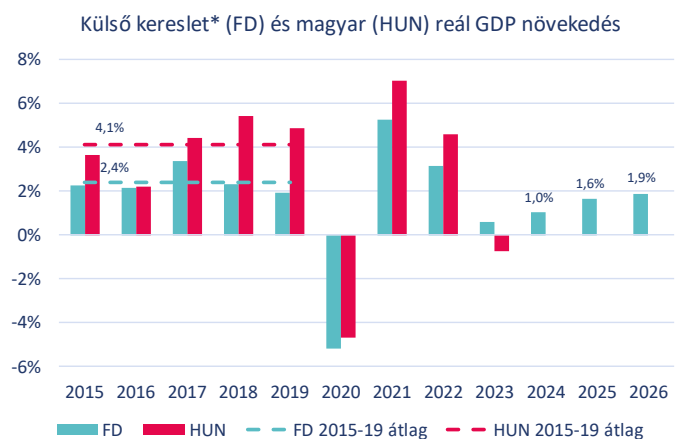
2024-ben a **külpiazi ipari szektorok, különösen az akkumulátorgyártás és a járműgyártás, továbbra is gyengén teljesítenek.** Ennek fő oka a lassan helyreálló németországi ipari konjunktúra. Az **ipari termelés volumene idén augusztusban 9,5%-kal maradt el az egy évvel korábitól** és éves átlagban valószínűleg megmarad az érdemi mínusz, mivel a **külpiazi kereslet gyenge marad.** Az európai ipar lassú helyreállása kiváltképp érinti a kivitelre termelő vállalatokat, ahol **az ipari kapacitáskihasználtság alacsony szintje is korlátozza a vállalati fejlesztéseket és beruházásokat.** A gazdaság ciklikus pozíciója 2023 eleje óta negatív, ami a költségvetési beruházások átütemezésével egyetemben szintén visszafogja a beruházásokat. A külső konjunktúra bizonytalan, a **geopolitikai feszültségek és a visszafogott európai növekedési kilátások kockázatot jelentenek.** 2024 második negyedévében a folyó fizetési mérleg és a külső **finanszírozási képesség javult,** amit elsősorban az áruegyenleg növekedése és az **import csökkenése** támaszt alá. Idén a kormányzat részéről jelentős mértékű beruházásra nem számítunk. Ugyanakkor a hazai fogyasztási kereslet élénkülésének jelei egyértelműek, amit a reálbéremelkedés, a csökkenő munkanélküliség, a lakossági hitelezés növekedése és a korábbi gazdasági visszaesésből fakadó **óvatossági motívum oldódása** táplál. Augusztusban életjelet mutatott a **kiskereskedelem, a havi alapú stagnálás megtört, és ismét a 2021-es szint fölé került a forgalom volumene.**

1. ábra: Kereslet, mint termelést korlátozó tényező alakulása az iparban (2020.Q1-2024.Q3)



Forrás: Európai Bizottság

2. ábra: Külső kereslet* (FD) és magyar (HUN) reál GDP növekedés



Forrás: * Ausztria, Belgium, Csehország, Egyesült Államok, Egyesült Királyság, Franciaország, Hollandia, Lengyelország, Németország, Olaszország, Románia, Spanyolország és Szlovákia magyar exportban elfoglalt súlya és reál GDP növekedése, valamint a Bloomberg GDP előrejelzési konszenzusa alapján MBH számítás.

A bérdinamika vélhetően továbbra is jelentősen meg fogja haladni a következő hónap inflációs adatait, így a háztartások által elkölthető jövedelem tovább növekedhet az év hátralévő részében. A nyár végével egyre jobban csökkenhet a szolgáltatásokra költött jövedelem részaránya, így az év végéhez közeledve a reálbér

növekedéséből származó **többletjövedelem egyre nagyobb hányada jelenhet meg a kiskereskedelmi üzletekben. A lakossági hitelezés dinamikája továbbra is erős.** A turizmus szektorban is növekedés látható, a **vendégéjszakák száma 3,6%-kal emelkedett** az előző évhez képest. A reálbérek emelkedése, a csökkenő munkanélküliség és az infláció mérséklődése együttes hatásaként a lakosság megtakarításainak fokozatos visszaépülésével a háztartások óvatossági motívuma is oldódik, amely a fogyasztás további élénküléséhez vezethet. Ami az energiaárakat illeti, mind az **európai áramárak és a kőolaj ára is jelentősen csökkent** a 2022-es árrobbanás során látott csúcstértékekhez képest. Ezen tényezők a gazdasági növekedésben késleltetve fejtik ki hatásaikat, mindazonáltal a makrogazdasági környezet adott ahhoz, hogy **jövőre a háztartások fogyasztása ismét jelentős húzótevékenység legyen a magyar GDP-növekedésnek.**

Az idei évet követően **2025-ben magasabb gazdasági növekedésre számítunk, előrejelzésünk szerint 3,4% lehet a magyar GDP-növekedés.** Jövőre mintegy 1 200 milliárd forintnyi állampapírpiaci kamatkifizetésre is sor kerül, és további 1 800 milliárd forintnyi állampapír jár le, **így 2025 egészében megközelítőleg 3 000 milliárd forintos tőke- és kamatkifizetés csapódik le a magyar lakosságnál.** Mindez a háztartások megtakarításainak visszaépülésével a **fogyasztás további élénküléséhez vezethet. 2025-ben növekedést támogató tényező lehet még az elmúlt évek feldolgozóipari működőtőke-beruházásainak többlettermelése (járműgyárak, akkumulátorgyárak)** is, ugyanakkor a külpiazi kilátásaink egyelőre nem igazán javulnak 2025-ben; ugyanakkor a német gazdaság várhatóan kismértékű gazdasági növekedésre képes lehet majd. Németországban az építőiparban és a feldolgozóiparban a beérkező megrendelések az utóbbi időben nem csökkentek tovább, miközben a bérek gyorsabban emelkednek, mint az árak. Mindez a német háztartások fogyasztását is élénkítheti jövőre. Továbbá a **német kormány 49 intézkedést tartalmazó átfogó növekedési kezdeményezésről** állapodott meg, amelytől a gazdaság érezhető fellendülését reméli. Eközben idehaza a beruházások oldaláról az ideihez hasonló, markáns csökkenés már nem várható, miközben a fogyasztás tovább javulhat. A belső felhasználás tehát jövőre jelentős mértékben húzhatja felfelé a GDP-t.

2026-ban a gazdaság várhatóan 3,8% körüli mértékben bővíthet. 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 újonnan üzembe helyezett kapacitásoknak köszönhetően.** Összességében a magyar gazdaság növekedési kilátásai biztatóak, feltéve, hogy a geopolitikai kockázatok nem okoznak jelentős zavarokat. A német gazdaságban várható javulás, a kormányzati fejlesztési ígérek, valamint a fogyasztás és a lakás piac várható élénkülése mind hozzájárulhatnak a hazai GDP növekedéséhez a következő években.

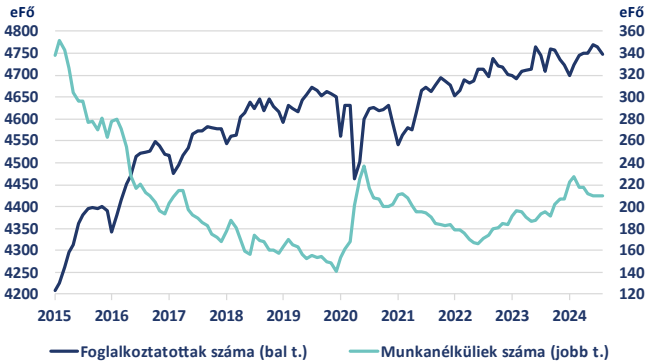
Foglalkoztatottság, bérdinamika

A munkaerőpiaci trendet mutató háromhavi időszakban, június-augusztus átlagában, a 15-74 év közötti munkaképes korú népesség körében a foglalkoztatottak száma 4 millió 752 ezer fő volt, 31 ezer fővel több, mint egy évvel korábban. Erre az időszakra nézve bővült a foglalkoztatottak száma, a megelőző háromhavi átlaghoz képest. Az uniós módszertanban kiemelten kezelt 15-64 év közötti korosztályon belül a hazai foglalkoztatási ráta 75,2%-ra emelkedett, meghaladva az egy évvel korábbi 74,8%-ot, és a megelőző három adatközlés 75,1%-os értékét is. **Megtört a munkanélküliség csökkenő trendje június-augusztus között.** A munkanélküliek száma a vizsgált időszak átlagában 211,4 ezer volt, ami 12 ezerrel haladja meg a tavalyi szintet, utóbbi 5,8%-os növekedést jelent éves szinten. 2023 márciusa óta ez a második olyan időszak, amelyben a munkanélküliek számának éves százalékos növekedése már csak egyszámjegyű. **A munkanélküliségi ráta a megelőző háromhavi átlag 4,2%-os értékéről 4,3%-ra emelkedett, 0,2 százalékponttal haladva meg az egy évvel korábbi mértékét.** A **potenciális munkaerőtartalék** (a munkanélkülieken kívül az alulfoglalkoztatottak, az ugyan dolgozni szándékozó, de aktívan munkát nem keresők, valamint azon inaktívak tartoznak ide, akik akkor sem tudnának két héten belül munkába állni, ha megfelelő állást találnának) szintje a június-augusztus időszakban **315,3 ezer főt tett ki**, 9,4 ezres növekedést mutatva az egy évvel korábbihoz képest. A munkanélküliek számának 2024 februárjáig tartó emelkedésében szerepet játszott, hogy **a gazdaságilag aktív népesség létszáma jelentősen emelkedett, melynek dinamikája érdemben meghaladta a foglalkoztatás bővülésének ütemét.** Az **aktív népesség száma** azonban egy átmeneti csökkenést követően ismét **idei csúcsszintje közelében mozog**, ezzel párhuzamosan a munkanélküliek számának mérséklődése is megtört. **Amennyiben a gazdaság teljesítménye javulni tudna a harmadik negyedévtől, akkor az év végéhez közeledve a munkanélküliségi ráta némi mérséklődést mutathat.** Ugyanakkor az augusztusi adatok (bár módszertanilag másképpen számítják a havi adatokat) már kevésbé megnyugtatóak, ha azt nézzük, hogy egy hónap alatt 17 ezer fővel mérséklődött a foglalkoztatottak száma augusztusban, és ugyan csak kismértékben (+500 fő), de már emelkedett a munkanélküliek száma is. **Összességében továbbra is feszes munkaerőpiacra van kilátás, ami a bérnövekedésen is fenntartja a nyomást. 2024-ben 4,2%-os munkanélküliségi rátát várunk továbbra is, míg 2025-re 3,9%-os rátával számolunk.**

A KSH legfrissebb adatai szerint júliusban a bruttó bérek 13,9%-kal emelkedtek, 636 700 forintra. A nettó bérek 13,7%-kal emelkedtek, a **reálkeresetek** pedig 9,4%-kal nőttek az egy évvel korábbihoz képest. A bérdinamika vélhetően továbbra is jelentősen meg fogja haladni a következő hónap inflációs adatait. Így a háztartások számára az elkölthető jövedelem tovább növekedhet az év hátralévő részében. **A reálbérek emelkedése elengedhetetlen a fogyasztás visszaépüléséhez, az év eleje óta havonta 10% körül mozgó éves**

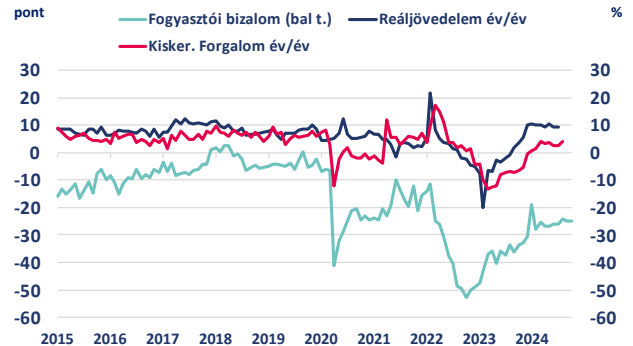
reálbéremelkedés és a várhatóan az év egészében kitartó reálbőrnövekedés **jó alapot ad a kiskereskedelmi forgalom bővüléséhez**, azonban ehhez az **óvatossági motívum további oldódása szükséges**.

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

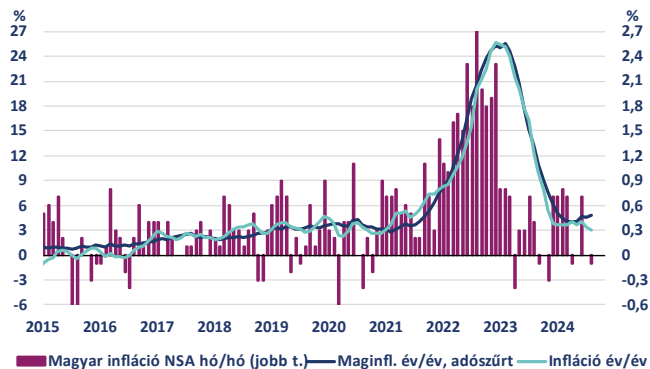
Infláció

Az infláció a júliusi megugrást követően augusztusban és szeptemberben a jegybanki toleranciasávbán maradt, **szeptemberben pedig 2021 január után először, ismét a jegybanki célértékre, 3%-ra mérséklődött**. Az előző hónaphoz képest 0,1%-kal csökkentek az árak, miközben mi stagnálást vártunk szeptemberre. A **dezinflációt támogatta az üzemanyagárak további árcsökkenése**. A járműüzemanyagokat is tartalmazó, 19%-os súlyú egyéb cikkek főcsoportnál az augusztusi 0,3%-os csökkenést követően 1,1%-kal mérséklődtek az árak. A háztartási energiaárak 0,2%-kal drágultak, mérsékelt (0,1%) áremelkedést közöltek a szeszesitalok és a dohánytermékek esetében. A ruházkodási cikkek ára 0,6%-kal drágult, a szezonális mintában ez sem kiugró érték. **Havi alapon 0,8%-kal csökkent a szolgáltatások ára**, az árváltozást ebbe az irányba vártuk, de a közölt adat várakozásunkat meghaladta. **Utoljára 2022 szeptemberében láthattunk árcsökkenést ebben a kategóriában**. A fogyasztói kosárban 30%-ot meghaladó súlyú **élelmiszerek főcsoportnál 1%-kal emelkedtek az árak**, a megelőző hónapban látott stagnálást követően. A **drágulással mi is számoltunk** párhuzamosan azzal, hogy a FAO árindexének mind az öt komponense drágult szeptemberben. A szolgáltatások az előző év azonos időszakához képest mért drágulása mérséklődött, 9,5%-ról 8,4%-ra jött le szeptemberben, de ez továbbra is igen magas és továbbra sincs összhangban az MNB inflációs céljával.

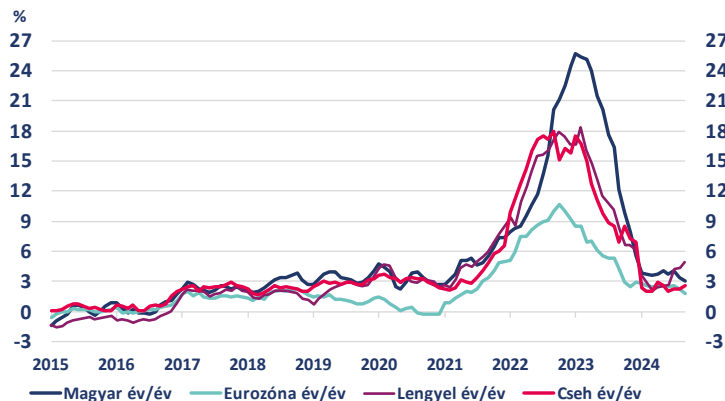
Év végéig ismét megemelkedhet az éves infláció, elsősorban a nagyon alacsony bázis miatt, év végére a headline index 4,5% környékére várható. **2025 elején némi dezinfláció prognosztizálható**, de az inflációs célhoz való visszatérés üteme lassabb folyamat, a maginfláció alakulása sem utal arra, hogy könnyen 3%-ra szorítható lenne az infláció már jövőre. A jelentős béremelkedési dinamika javíthatja a **belső keresletet, amely felfelé irányuló hatást fejt ki az inflációra**. Ugyanakkor **a gazdaság ciklikus pozíciója összességében továbbra is negatív**, amely dezinflációs hatású, így jelenleg nem várjuk, hogy éves átlagban jövőre ne

maradhatna az infláció a jegybanki toleranciasávon belül. Így a **2025-re várt átlagos inflációs várakozásunkat kismértékben felfelé, 3,6%-ra korrigáltuk**. A béremelési dinamika relatíve magas maradhat 2026-ig, ami ugyancsak nyomást helyezhet az inflációra. A **3%-os jegybanki inflációs cél stabilan fenntartható elérése 2025 helyett inkább 2026-ban várható**, de az éves átlagos infláció még ekkor is 3% fölötti lehet.

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



6. ábra: Régiós infláció alakulása



Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)

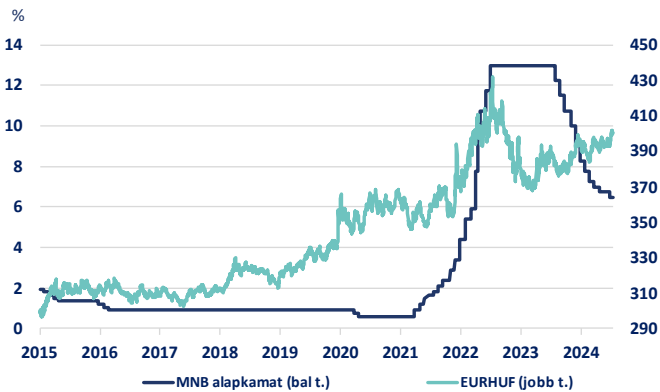
Forrás: Bloomberg, KSH

Monetáris politika, jegybanki alapkamat

A júniustól jelzett új szakaszban a **Monetáris Tanács a tartás vagy kismértékű kamatcsökkentés között döntött**, a beérkező adatok és a kockázatkerülés alakulásának függvényében, a júliusi és szeptemberi 25 bázispontos kamatcsökkentő lépések között augusztusban a kivárással együtt döntött a Monetáris Tanács. A kamatvárakozások továbbra is a jelenlegi, 6,50%-os alapkamat szintje alatt találhatóak. **A nemzetközi kamatkörnyezet még mindig segíti, hogy tovább csökkentse az MNB az irányadó kamatot**. Idén összességében egy csökkentéssel lehet számolni, azaz arra számítunk, hogy **év végéig 6,25%-ig fogja tudni csökkenteni a kamatot az MNB**. Az infláció 2025-ben az év túlnyomó részében a toleranciasáv felső felében (3-4% között) lehet. Ez a várhatóan csökkenő dollárkamatok mellett teret enged a további kamatcsökkentéseknek, de ehhez az is szükséges, hogy a magyar gazdasággal kapcsolatos kockázati étvágy ne romoljon. A következő évre ugyan megjelentek kockázatok a hiány tarthatóságát illetően a bejelentett élénkítő lépések miatt, de egyrészt a kormány a költségvetést kímélő lépésekben is gondolkodik (például a háztartások saját hosszú távú megtakarításainak felhasználását igyekezne ösztönözni), másrészt a csökkenő kamatkidadások és a várhatóan erőre kapó gazdasági növekedés is segítenek a hiány tartásában jövőre, a már bejelentett, a hiányt mérséklő intézkedések mellett. Összességében **2025-ben folytatódhatnak a kamatcsökkentések, 2025 végére 5,00%-ra mérséklődhet az irányadó ráta idehaza**. 2026-ban már csak kismértékű további kamatcsökkentés valószínűsíthető.

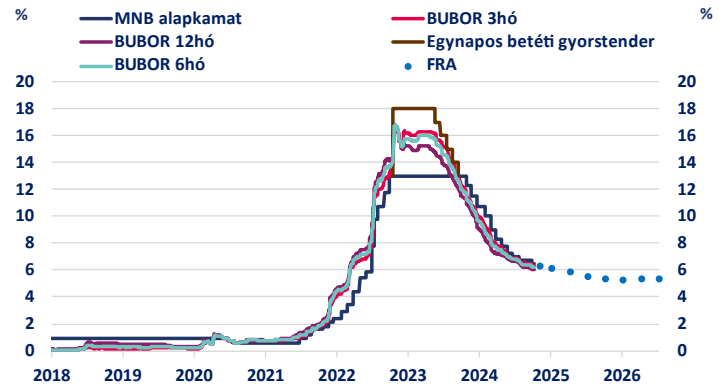
A **kamatszint normalizálódása** fokozatosan segítséget jelent majd az **államadósság megugrott kamatterheinek és finanszírozási kockázatainak csökkentésében is**, elsősorban a bankközi hozamokhoz indexált papírok esetében, illetve a rövid oldalon a gyors átárazódásnak köszönhetően.

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



Forrás: Bloomberg, KSH

8. ábra: Bubor és határidős kamatlábak



Forrás: Bloomberg

2024 harmadik negyedében is folytatódott a régiós (lengyel, cseh, román alapkamathoz viszonyított) relatív kamatelőny csökkenése. 2024. Q2 végén 1,2 százalékpontot tett ki a kamatkülönbségek átlaga, ami a harmadik negyedév végére 1,0 százalékpontra mérséklődött, ugyanakkor az MNB és a cseh jegybank folytatódó kamatcsökkentései mellett a legutóbbi negyedévben már a román jegybank is lazította a kamatkondíciókat. A régiós kamatvárakozások alapján a hazai kamatelőny további csökkenésének már kisebb a tere 2024 hátralévő hónapjaiban. 2025-re egyelőre bizonytalanok a lengyel kamatkilátások, de várhatóan a második negyedévtől lazíthat a lengyel jegybank is, így a kamatfelár kismértékben tovább szűkülhet még a jövő év első felében.

Költségvetési folyamatok

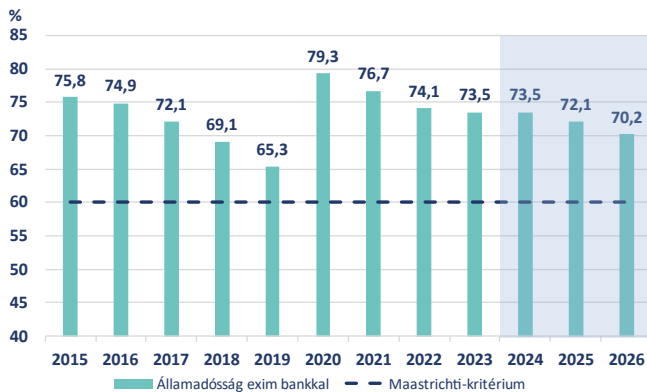
A legutolsó adatok szerint a központi költségvetés szeptember végéig 2 623,5 milliárd forintos hiányt halmozott fel. A pénzforgalmi szemléletű adatban az év első hónapjaiban szokatlanul gyors felfutás volt megfigyelhető, azonban a nyári hónapok, valamint a szeptember hónap folyamán összességében jelentősen lelassult a hiány felhalmozódása, hiszen május végéig már 2 548,5 milliárd forintot ért el a deficit. A hiány halmozódásának év közben látott lelassulása egyrészt többé-kevésbé megfelel az elmúlt években látott mintának, másrészt azért sem meglepő, mert azt már korábban is lehetett tudni, hogy az év első hónapjaiban tetemes kamatkidásai lesznek a büdzsének, illetve a bevételi oldalon az év első hónapjai ugyancsak szokatlanul gyengén indultak az ÁFA oldaláról. Utóbbiban lassú javulás figyelhető meg, melyben ugyanakkor nagyobb a szerepe a visszautalások növekedésének, miközben a fogyasztás vártnál valamivel lassabb felfutása következtében a bruttó áfabevételek viszonylag lassan növekednek.

Szeptember végéig, az október 1-jén megemelt, egész éves pénzforgalmi szemléletű hiánycélnak (ami 4 790 milliárd forint) egyelőre kevesebb, mint az 55%-a jött össze. Ugyanakkor **a korábbi években az volt megfigyelhető, hogy az év utolsó hónapjaiban ismét hatalmasat emelkedik a kumulált hiány**, a növekedés mértéke 2020 óta az utolsó három hónapban jellemzően meghaladta a 2 ezer milliárd forintot. Ennek hatására nem várható, hogy a költségvetési egyenleg sokkal jobban alakulna a várt 4,5%-os hiánycélhoz képest. Ugyanakkor a legfrissebb folyamatok alapján az idei évi hiánycél teljesülése egyre könnyebben tartható vállalásnak tűnik.

Ennél nagyobb kockázatok övezik a jövő évi, a GDP arányában 3,7%-os költségvetési hiánycél elérését. Erre vonatkozóan a Pénzügyminisztérium úgy nyilatkozott, hogy „fenntartható növekedési pályára” való visszatérés mellett erre a szintre fogja lecsökkenteni jövőre a hiányt. A kamatkiadások jövőre a GDP egy százalékának nagyjából megfelelő mértékben csökkenhetnek a 2024-es sinthez képest, illetve a gazdasági növekedés is erőre kaphat, ami javítja a költségvetés pozícióját. Ugyanakkor a kormány láthatóan élénkítő lépésekre készül, melyek a költségvetési egyenleg romlásával járhatnak. A családi adókedvezmény megnövelése, a munkáshitel bevezetése, vagy a KKV-k számára juttatandó források mind ebbe az irányba mutatnak. **A kockázatok mértéke azonban összességében nem tűnik kezelhetetlennek**, vagy a piacok által tolerálhatatlannak. Ebben annak is szerepe lehet, hogy **a kormányzat érzékelhetően igyekszik olyan lépéseket is tenni, amik a gazdaságot stimulálják, azonban a költségvetési egyenlegre nincsenek negatív hatással.** Ilyen például a bankoktól elvárt THM plafon, vagy a tartós megtakarítások mobilizálása. Emellett a kormány törekszik arra is, hogy a nagyon olcsó árakkal operáló online platformok gyors terjedése miatt kieső áfabevételek a jelenleginél jobban megfizetésre kerüljenek, ami javíthatja a költségvetés egyenlegét jövőre a tervezett hiánynövelő intézkedések mellett. A kormány eközben augusztusban azt is bejelentette, hogy 300 milliárd forintnyi, 2025-re vonatkozó beruházást halasztana el 2026-ra, vagy 2027-re. A költségvetési hiány túlzott elengedése ráadásul a nemrég bejelentett, gazdasági semlegesség elérését célzó gazdaságstratégiának is ellentmondana, hiszen az az adósság kordában tartását irányozza elő. **Ennek megfelelően egyelőre tartjuk a jövő évi, 3,7%-os hiányelőrejelzésünket, némi felfelé mutató (a GDP néhány tized százalékára rúgó) kockázattal.**

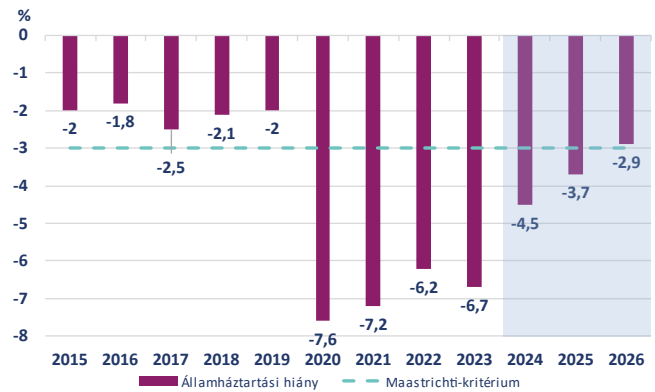
Az államadósság GDP arányos rátája az idei évben stagnálhat. Bár a reál GDP bővülése a vártnál alacsonyabb mértékű, a GDP deflátort a bruttó állóeszköz-felhalmozás nagyon magas árindexe magasan tartja. Így a GDP arányos államadósság esetében el lehet kerülni idén az emelkedést a 2023 év végi sinthez képest. Jövőre a költségvetés pénzforgalmi szemléletű hiánya az ideinél jelentősen jobb lehet (bár az eredmény szemléletű hiány ennél jóval kisebb mértékben javulhat), ami **a GDP-arányos államadósság rátában csökkenést jelenthet 2025 év végéig az idei év végére várható szintjéhez képest.** Ez a csökkenés kismértékben felgyorsulhat 2026-ban, a GDP növekedésének következtében.

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)

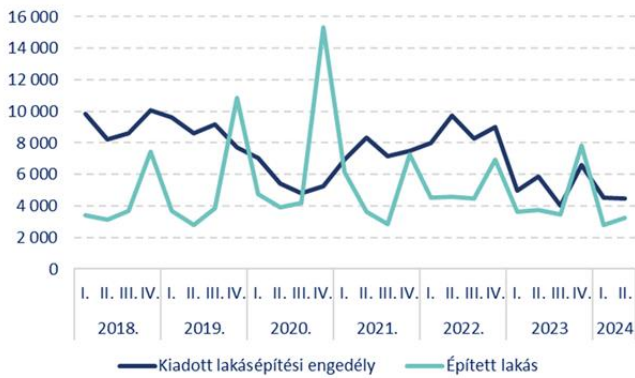
Ingtatlanpiac

Már látszik a fordulat a lakáspiaci adásvételek számában és ezzel párhuzamosan a lakásárak emelkedésében is. A lakásépítések trendje ugyanakkor egyelőre még csökkenést mutat, mivel jelenleg is érezteti hatását a 2022-es nemzetközi és hazai gazdasági lassulás, ezért várhatóan idén gyengébb évet zárhat a piac, mint tavaly. Az idei első félév egészét nézve összesen 6 027 új lakás épült Magyarországon, 18%-kal kevesebb, mint egy évvel korábban. A megyei jogú városokban 20, a többi városban 27, a községekben pedig 19%-kal csökkent az átadott lakások száma a 2023 első félévihez képest. A kiadott építési engedélyek és egyszerű bejelentések száma 8972 volt, ami ugyancsak 18%-kal maradt el a 2023 azonos időszaki adattól. Ebből az látszik, hogy tovább folytatódik a 2022 óta tartó csökkenő dinamika, és ez alapján **2024-ben még a tavalyinál is kevesebb lakás épülhet Magyarországon, így számuk 15 ezer körül mozoghat.**

Az MNB 2024 első negyedévére vonatkozó lakásárindexe szerint egy év alatt 7,5%-kal emelkedtek a lakásárak Magyarországon. 2024 első negyedévében, negyedéves alapon 2,7%-kal nőttek nominálisan a lakásárak az előző negyedévi 1,5%-os emelkedést követően. Alapvetően a kedvező bázishatások eredményeként az éves nominális növekedési ütem az előző negyedévben megfigyelt 8,4%-ról 7,5%-ra lassult, reál értelemben pedig éves szinten 3,6%-os felértékelődés ment végbe a lakásárakban. **Az év hátralévő részében a lakásárak további emelkedésére számítunk.**

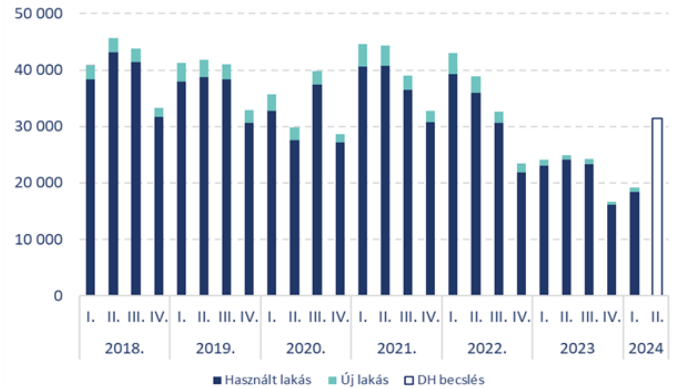
Megérkezett a várva várt ingatlanpiaci fellendülés az adásvételek tekintetében 2024 első félében. Az idei évben megjelent otthonteremtési támogatásoknak (CSOK Plusz, Falusi CSOK, Otthonfelújítási program), a kedvezőbb kamatkörnyezetnek és a gazdasági klíma oldódásának következtében **látványosan javult a lakásvásárlási kedv. Idén 120-130 ezer adásvétel valósulhat meg.**

11. ábra: Építési engedélyek és lakásépítések száma, db



Forrás: KSH

12. ábra: Magánszemélyek között létrejött adásvételi tranzakciók, db



Forrás: Duna House

2024 első félévében a Duna House által becsült adatok szerint 61 646 tranzakció ment végbe a piacon, ami 40%-os emelkedést jelent a tavalyi év azonos időszakához képest. A CSOK Plusz által újra aktív vásárlóréteg a tavalyihoz képest jelentősen több lakástranzakciót eredményezhet 2024-ben a piacon az elhalasztott kereslet realizálódásával párhuzamosan. Emellett az Otthonfelújítási program is vihet lendületet a piacra. Középtávon az önkéntes nyugdíjpénztári megtakarítások lakáspiac felé történő átmeneti átcsatornázhatósága, illetve a rövidtávú lakásbérleti (Airbnb) piac szabályozása lehet hatással az ingatlanpiacra, ezek hatása a szabályozás ismeretének hiányában csak korlátozottan becsülhető.

III. Nemzetközi gazdasági folyamatok

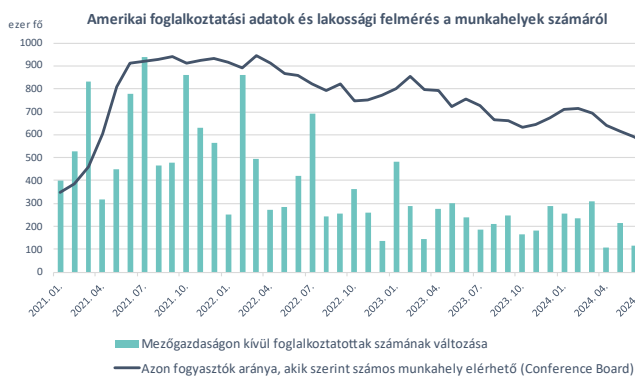
Az USA gazdasági folyamatai

Az amerikai jegybanki szerepet betöltő Fed júliustól több fronton is jelezte, hogy **a jegybank már mindkét mandátumára figyel.** Az inflációs adatok összességében jól alakultak, megerősítve az időközben már fokozatosan beárazott (előbb 25 bp-os, majd a kamatdöntést megelőző napokban már az 50 bp-os) szeptemberi kamatcsökkentést: **a headline infláció először került a 3%-os szint alá 2021 eleje óta júliusban,** majd augusztusban és szeptemberben tovább mérséklődött a mutató, ugyan a legutóbbi, szeptemberi adat esetében a várakozások nagyobb dezinflációról szóltak, és a maginfláció csökkenése is megtört.

A nyár derekán még **a munkaerőpiac érdemi lassulása került fókuszba.** A júliusi foglalkoztatási adatok **negatív meglepetést hoztak és a piacok gyakorlatilag egyik napról a másikra durva kamatcsökkentéseket kezdtek árazni a Fedtől.** Augusztusban is elmaradt valamivel a várttól a foglalkoztatottság (142 ezer fővel emelkedett a várt 165 ezer helyett), de ez nem jelentett drasztikus mértéket, **szeptemberre pedig első olvasatra meglehetősen erős amerikai munkaerőpiaci riport látott napvilágot.** Erre a hónapra ugyanis a várt (150 ezer fő) felett, 254 ezer fővel bővült a mezőgazdaságon kívül foglalkoztatottak száma, a munkanélküliségi ráta 4,2%-ról 4,1%-ra mérséklődött és a bérek is várt felett, 4%-kal emelkedtek. A szalagcímek azt sugallták, hogy kirobbanó, brutálisan erős adat jelent meg, hatalmas ugrás a

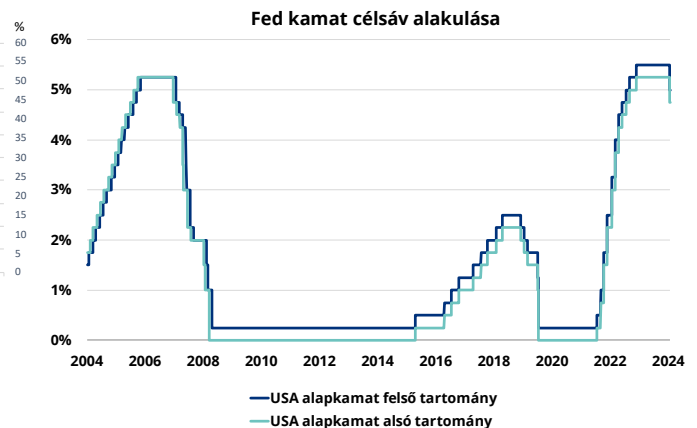
foglalkoztatottságban, miközben a **piacok gazdasági növekedéssel kapcsolatos félelme is gyorsan elillanni látszott**. Mi több, ismét nagyon gyorsan (deja vu?) átárazódtak – csak most épp a másik irányba – a piaci kamatvárakozások. **Szeptember 18-án a Fed elnöke a kamatcsökkentési ciklus nagyobb, 50 bázispontos kezdőlépését leginkább azzal indokolta, hogy ezt a lépést tartották a legjobbnak a gazdaságra vonatkozóan, miután a munkaerőpiac számai gyengébben alakultak várakozásaiknál**. Két hét alatt a kamatvágás természetesen nem tudja stabilizálni a munkaerőpiacot, és a piaci szereplők gyorsan áttekintettek afelett is, hogy a Fed legutóbbi prognózisában a munkanélküliség esetében 2024-re 4% helyett 4,4%-os rátát várt, továbbá a 2025-ös és 2026-os várakozásokat is 0,2 százalékponttal megemelte. **Megítélésünk szerint korai lehet az öröm az amerikai munkaerőpiaci adatokkal kapcsolatban.**

13. ábra: Amerikai foglalkoztatási adatok és lakossági felmérés a munkahelyek számáról



Forrás: Bloomberg

14. ábra: Az USA irányadó kamata



Forrás: Bloomberg

A munkaerőpiac lassulására számos jel utal: többen, akik teljes munkaidős foglalkoztatást szerettek volna, részmunkaidőben voltak kénytelenek dolgozni, mert csökkentették a munkaidejüket vagy nem tudtak teljes munkaidős állást találni, sok álláskeresőnek több részmunkaidős állást kell vállalnia, hogy a megélhetését biztosítani tudja (ezek az emberek pedig ugyanúgy megjelennek a statisztikában). A munkanélküliek között már sokan túllépték az ellátás időtartamát, ezáltal kiesnek a támogatásra jogosultak köréből. A hosszabb ideje munkanélküliek száma 97 ezer fővel bővült szeptemberben, továbbá nőtt a kiábrándultak száma is, hogy csak néhány mutatót említsünk. **A konjunktúramutatók és bizalmi indexek sem biztatóak.** A Conference Board felmérése szerint szeptemberben a fogyasztók pesszimistábbak voltak a jövőbeli munkaerő-piaci feltételeket illetően is, és kevésbé ítélték meg pozitívan a jövőbeli üzleti feltételeket és a jövőbeli jövedelmi helyzetüket. Szeptemberben a legnagyobb foglalkoztatás-bővülést leginkább olyan ágazatok mutatták, amelyek teljesítménye erősen függ az időjárástól (pl. szabadidő és vendéglátás, építőipar), továbbá a szeptemberi adatgyűjtési időszakban még szerepelt a Helen hurrikán és Milton hurrikán hatása, ahogyan több nagy autógyártó és a keleti parti dokkmunkások által hirdetett sztrájkok hatása is csak az októberi statisztikába kerül bele. A kedvező foglalkoztatási trend vélhetően nem lesz fenntartható, még utólagos negatív korrekciót

sem lehet kizárni (szeptemberben a szezonális kiigazítás is torzíthatta az adatot). A fentiek fényében **nagyobb eséllyel számítunk gyengébb munkaerőpiaci adatok megjelenésére november elején, ami akár újabb fordulatot okozhat a kamatvárakozásokban**, a dollár árfolyamában, és esetleg még a tőzsdéken is. Várakozásunk szerint – amivel jelenleg ismételtlen kisebbségben vagyunk – **az év végére a Fed alapkamat a 4,00-4,25%-os sávba mérséklődhet, míg jövő év végére a 3,00-3,25%-os sávba kerülhet**. A jegybankárok szeptemberi kamatpálya előrejelzése szerint az év végére 4,25-4,50% lehet az alapkamat, 2025-ben további 100 bázisponttal mérséklődhet a kamatszint, 3,25-3,50%-ra. Ezt követően 2026-ra 2,75-3,00%-os sávot jeleznek.

Az amerikai gazdaság a második negyedévben a harmadik felülvizsgálat szerint 3,0%-os évesített növekedést mutatott, az első negyedév felülvizsgált 1,6%-os bővülését követően. A magasabb növekedést elsősorban a **lakossági fogyasztás élénkülése** támogatta (2,8% évesítve vs. 1,9% az első negyedévben), de a készletberuházások és az üzleti kiadások is emelkedtek az előző negyedévhez képest. **A megtakarítási ráta a második negyedévben 5,2%-ra emelkedett** (az előző becslés még 3,3%-os volt), miután az amerikai kormány felfelé módosította az inflációval korrigált rendelkezésre álló jövedelmi becslését szeptember végén. Ez **teret adhat a fogyasztási lendület fennmaradásának**, amire szükség is lehet, mert a hosszabb ideig magasan ragadó kamatok az adósságtörlesztéseket sem segítették, nőtt a nemteljesítő hitelek aránya az elmúlt időszakban. **A konjunktúramutatókból kiolvashatóak az amerikai gazdaság lassulásának jelei**, az üzleti feltételek romlásában szerepet játszik a **romló kereslet** mellett az **elnökválasztáshoz köthető bizonytalanság** is. Az új megrendelések csökkenése már három hónapja tart, amire válaszul a termelést és a foglalkoztatottak számát is csökkentették a feldolgozóipari vállalatok. Az infláció ugyan mérséklődött, de egyes nyersanyagárak és a szállítási költségek emelkedése, valamint a geopolitikai feszültségek újbóli felerősödése kockázatot jelenthetnek. **Előretekintve bizakodóak a vállalatok, amit leginkább az alacsonyabb kamatlábakkal kapcsolatos várakozások erősítenek.**

Elnökválasztás az Egyesült Államokban

Az amerikai elnökválasztás előtti hajrában a jelöltek programjai vannak fókuszban, és **egyelőre nehéz is megjósolni a végkimenetet. A költségvetés kihívásai és a hosszabb távú adóssághelyzet alakulása azonban valamelyest háttérbe szorult**. Míg az elmúlt egy-két évben a magas fejlett piaci kamatok hatását tompították a kormányzatok fiskális támogató intézkedései, most azonban megnehezítik a hatalomra készülő vagy azt megtartani szándékozó politikai erők gazdasági programjainak kialakítását. Ebben a környezetben többéves beruházásösztönző programokra, vagy jelentős adócsökkentési ígérek végrehajtására csak az adósság további növelésével nyílhat tér, miközben a megemelkedett kamatok miatt a jelenlegi államadósságok finanszírozása is megdrágult és fokozatosan árazódott át a magas kamatszintekre, amíg el nem kezdődött a kamatcsökkentési ciklus. Ha a kiinduló helyzetet nézzük, a független **Kongresszusi Költségvetési Hivatal**

(CBO) júniusi becslése szerint az **amerikai költségvetési hiány 2024-2034 között átlagosan 6,4%-os lehet a GDP arányában, míg az államadósság a GDP 99%-áról 122%-ra emelkedhet 10 év alatt.** Egy másik amerikai think tank, a **CRFB októberi becslése az elnökjelöltek programjainak hatását vizsgálva** arra a megállapításra jutott, hogy **Trump győzelme esetén az amerikai adósságszint kétszer akkora mértékben (7 500 mrd USD) emelkedne 2035-ig, mint amire Harris győzelme esetén számítani lehetne (3 500 mrd USD).** Trump programja 17 százalékponttal akár a GDP 147%-ára emelheti az államadósságot, míg Harris esetében a mutató 8 százalékponttal a GDP 133%-ára emelkedne. **Az adósságok fenntarthatóságával kapcsolatos kockázatok megjelenhetnek a hitelminősítésekben, de a piaci forrásbevonás költségeit is emelik.**

15. ábra: Választási kimenetek és azok lehetséges hatásai

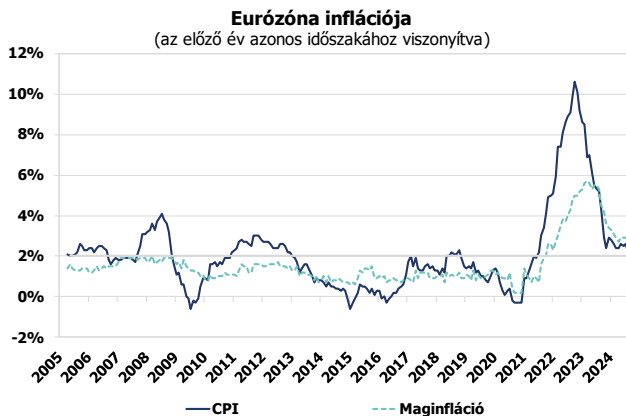
	Republikánus győzelem	Demokrata győzelem
Adók	Az adócsökkentési és foglalkoztatási törvény valamennyi rendelkezésének meghosszabbítása	Az évi 400.000 dollárnál kevesebbet keresőknél nem emelne adókat, a gyermekek után járó adókedvezményt és a társasági adót emelné
Vámok	Protekcionista szemlélet, 10-20%-os vámok külföldi termékekre, a Kínából érkezőkre akár 60%	Alacsonyabb vámok, annak reményében, hogy ez felpörgeti a hazai mikrochip és elektromos autó ipart
Költségvetési hiány	A GDP-arányos hiány magasabb lehet, mint a CBO előrejelzés	A hiány alacsonyabb lehet, mint republikánus győzelem esetén
Dollár	Erősebb dollár árfolyam	Gyengébb dollár árfolyam
GDP, Infláció	Erősebb növekedés, magasabb infláció és kamatok	Gyengébb növekedés, alacsonyabb infláció és kamatok
Kamatok	Hosszabb távon 3,25-3,5%-os alapkamat lehetséges	Hosszabb távon 3%-hoz közelebbi kamatrátára várható
Hozamok	Magasabb hozamok	Alacsonyabb hozamok

Forrás: Bloomberg, Investopedia, Yahoo Finance, MBH gyűjtés

Az eurózána gazdasági folyamatai

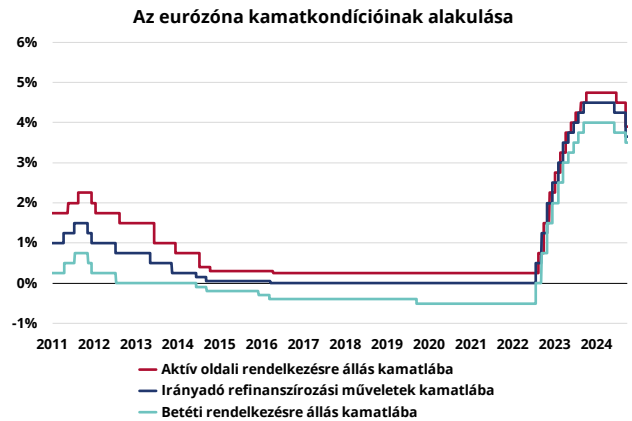
Az infláció mérséklődése ugyan a tavaszi hónapokban megtorpant, de **nyáron folytatódott a dezinfláció az eurózánaiban.** A legutóbbi adatok az előzetes várakozásokhoz (1,9%) és az augusztusi adatokhoz (2,2%) képest is jobban alakultak, **1,8%-kal nőttek a fogyasztói árak év/év alapon.** Ennyire alacsony utoljára 2021 áprilisában volt az eurózána inflációja. Az előző hónaphoz képest 0,1%-kal csökkentek az árak. A maginfláció szintén kedvezőbben alakult, mint az augusztusi (2,8%), hiszen 2,7%-os értéket közöltek.

16. ábra: Az eurózóna éves inflációjának alakulása



Forrás: Bloomberg

17. ábra: Az eurózóna kamatkondícióinak alakulása



Forrás: Bloomberg

Az EKB kiemelten figyeli a bérek alakulását is, a szerződéses bérekre vonatkozó második negyedéves adatok is kedvezően alakultak, az első negyedévben látott 4,7%-os év/év bővülést követően a második negyedévben 3,6%-kal emelkedtek a bérek. Christine Lagarde, EKB-elnök szerint a béremelkedés a közeljövőben még magas lehet, de 2025-26-ban érdemben lassulhat. Az infláció az év végéig emelkedhet, mivel az energiaárak korábbi árcsökkenése kiesik a bázisból. Ezután az infláció 2025 második felében közelítheti a jegybanki célt.

Az Európai Központi Bank a mi várakozásunknak és a széleskörű piaci konszenzusnak megfelelően 25 bázispontos kamatsökkentést jelentett be szeptemberben, ezzel a betéti ráta 3,50%-ra mérséklődött. Továbbá az aktív oldali rendelkezésre állás kamatlába 4,50%-ról 3,90%-ra, az irányadó refinanszírozási műveletek kamatlába pedig 4,25%-ról 3,65%-ra mérséklődött, a korábban jelzett kamatkülönbsétsökkentési céloknak megfelelően. Lagarde megerősítette, hogy adatvezérelten, értekezletről értekezletre döntenek a jövőben is a kamatszintről, a Kormányzótanács előzetesen nem köteleződik el egy bizonyos kamatpálya mellett. Az EKB eltökélt szándéka, hogy biztosítsa az infláció időben való visszatérését a középtávú 2%-os céljához. Az EKB stábjában a szeptemberi prognózisban megerősítette a korábbi várakozásait az inflációval kapcsolatban. 2024-ben átlagosan 2,5%-os, 2025-ben 2,2%-os, 2026-ban pedig 1,9%-os inflációt várnak.

A gazdasági növekedéssel kapcsolatban kissé pesszimistább prognózis jött ki. 2024-ben várhatóan 0,8%-kal, 2025-ben 1,3%-kal 2026-ban pedig 1,5%-kal emelkedhet a gazdaság teljesítménye az EKB szerint. Az infláció mérséklődése nyomán a reálbérek növekedésével fokozatosan élénkülhet a fogyasztás és idővel a monetáris politika is kevésbé fogja vissza a gazdaságot. Az eurózóna gazdasága a második negyedévben 0,6%-kal bővült az előző év azonos időszakához képest, míg az első negyedévhez képest 0,2%-os bővülést mutatott. Az erős spanyol növekedés (0,8%), valamint az olasz és francia gazdaságok 0,2%-os növekedése ellensúlyozta a német gazdaság -0,1%-os visszaesését. Az eurózóna stagnálására utalnak a legutóbbi konjunktúramutatók,

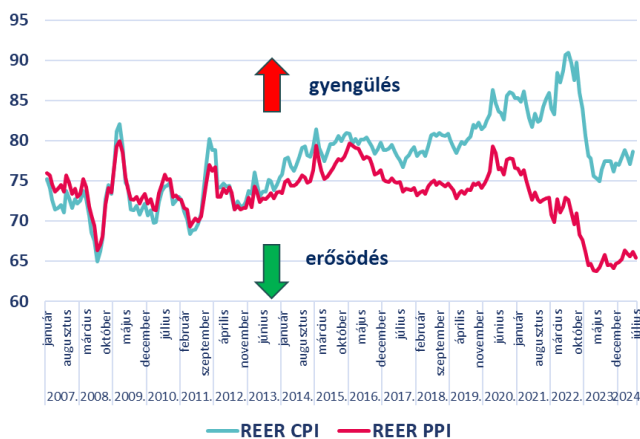
a feldolgozóipar 27 hónapja tartó visszaesése tovább mélyült, az új megrendelések csökkenése és bizonytalan kilátások közepette a vállalatok augusztusban és szeptemberben is csökkentették a foglalkoztatottak számát. A szolgáltatás szektor ugyanakkor még tartja magát. Az ágazat beszerzési menedzser-indexe február óta nem látott alacsony szintre jött le, de még szerény mértékű növekedést mutat.

Az inflációs folyamatok és romló növekedési kilátások várakozásunk szerint teret adnak arra, hogy az idei évben hátralévő két kamatdöntő ülésen is 25 bázispontos kamatcsökkentésről döntsön az EKB, legközelebb ezen a héten. A piacok is már szinte beárazták a további 50 bp-os kamatcsökkentést 2024 végéig. A kamatcsökkentések 2025-ben is folytatódhatnak, negyedévente további 25 bázispontos lazítást várunk az EKB-tól.

IV. PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP

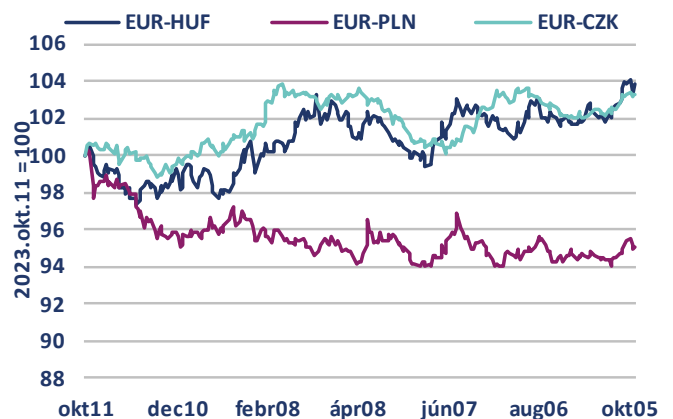
A forintárfolyam alakulása

18. ábra: A forint reáleffektív (REER) árfolyamindexei (2000. január = 100)



Forrás: MNB

19. 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 júliusban 392,5 forintos euróárfolyamra számítottunk, 2025 végére pedig 390 forintos euróárfolyamot vetítettünk előre, miközben az új előrejelzésünk 2024 év végére továbbra is 392,5 forint, 2025 végére viszont 395 forint az euró ellenében. A gyengébb árfolyamvárakozásunk egyik oka, hogy **a globális kockázatvállalási hajlandóság romlott a geopolitikai konfliktusok eszkalációjának következtében, ami nem kedvez a feltörekvő piaci devizáknak, így a forintnak sem.** Október elején, elsősorban a nemzetközi hangulat romlásával párhuzamosan ismét elérte a 400-as szintet a forint árfolyama az euró ellenében. Ilyen már másfél éve nem történt Magyarországon, bár az elmúlt hónapokban többször került igen közel ehhez a devizapár.

Fundamentális szempontból a forint akár erősödhetne is, például a **folyó fizetési mérleg egyenlege,** amely a 2022-es masszív hiány után idén jelentős többletre váltott, elméletileg felértékelhetné a hazai fizetőeszközt.

Ez azonban részben a beruházások visszaesésének és a lakossági megtakarítások növekedésének köszönhető. Emellett a **Fed az előzetes várakozásoknál nagyobb mértékben csökkentette az Egyesült Államokbeli alapkamatot, ami szintén javíthatná a forint pozícióját**, bár az MNB még csak óvatosan közelít a további monetáris lazítás lehetőségéhez. Az MNB alelnöke nemrégiben kétszer is nyilatkozott a kamatkilátásokról, mindkét alkalommal hűtve a kamatcsökkentési várakozásokat, és utalva a kamatcsökkentési ciklus lehetséges leállítására. Bár a friss inflációs adatok alacsonyabbak, és ösztönözhetnék a további kamatcsökkentést, az MNB óvatos megközelítést sugall, jelezve, hogy a kamatvágási mozgástér szűkült. **A forint árfolyamát eközben az MNB az idei évben, vállaltan, kitüntetetten figyeli, hiszen az árfolyamcsatorna egy kis, nyitott gazdaság esetén, mint a magyar, kulcsfontosságú, ugyanis a forint gyengülése növeli az inflációt.** Empirikus tapasztalatok azt mutatják, hogy egy százaléknyi forintgyengülés körülbelül 0,2-0,3%-kal emelheti az inflációt egy-két éves időtávon, így érezhető, hogy túl nagy mozgástere az MNB-nek sincs vég nélkül tolerálni a forint leértékelődését. Egy másik, ritkán említett tényező, amely magyarázhatja a forint viselkedését, a **reálárfolyam alakulása**, amely az inflációt is figyelembe veszi. Magyarországon az elmúlt években az infláció jelentősen magasabb volt, mint az euróövezetben, ami a forint nominális árfolyamának inflációs különbözethöz megfelelő gyengülése nélkül a reálárfolyam **felértékelődését eredményezte.** Ez 2022-23 fordulóján különösen érzékelhető volt, amikor az MNB-nek az infláció csökkentése érdekében magas kamatokat kellett fenntartania, ami az euróval szembeni árfolyam jelentős csökkenését okozta. Ez a reálárfolyamban felértékelődést eredményezett, ami **továbbra is fennáll.** Az MNB reáleffektív árfolyamindexei az elmúlt hónapokban továbbra is magas szinten ingadoztak, ami alapján **valószínűtlen, hogy a forint tartós nominális erősödése meginduljon. Ugyanakkor a stabil, forintot támogató fundamentumok drasztikus gyengülésre sem adnak okot.** A nemzetközi helyzet alakulása, mint például a közel-keleti konfliktus eszkalációja vagy az amerikai elnökválasztás eredménye, továbbá az európai és amerikai gazdaságok állapota rövid távon **okozhatnak jelentősebb kilengéseket a forint árfolyamában.**

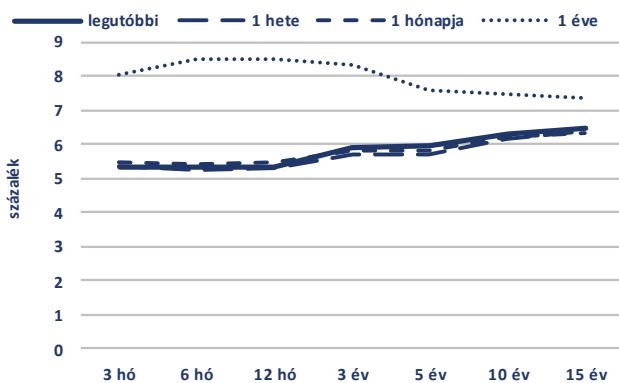
Magyar állampapírpiac, hozamok

A harmadik negyedév végéig az ÁKK adatai szerint a finanszírozási tervben szereplő forrásbevonás 77%-a teljesült, ezzel **időarányosan jól áll az adósságkezelő a kibocsátásokkal.** Az Pénzügyminisztérium megemelt pénzforgalmi hiánytervét az ÁKK szerint könnyen lehet finanszírozni, amit **az eddig idén a vártnál magasabb szinten teljesült nagybani állampapírkiadás segít.** Utóbbi szeptember 30-ig már az éves terv 96%-át is elérte, miközben az elmúlt években nagyon megemelkedett és a kamatkidások markáns felfutásához jelentős mértékben hozzájáruló **lakossági bruttó kibocsátás időarányosan érdemben alulteljesült (63%).** Bár a nettó lakossági állománynövekedés ennél jóval jobban alakult, az időarányos elmaradást a kamatkidásokon való spórolás mellett az is indokolja, hogy a lakossági részarány már megérkezett abba a sávba, amit az ÁKK célként kitűzött (20-25%). Az ÁKK helyzetét az is nagyban segíti, hogy idén augusztus végéig

a Kincstári Egységes Számla (KESZ) állománya megközelítette a 3 300 milliárd forintot, ami lényegében a duplája a tavaly augusztusi értéknek. Így valóban úgy tűnik, hogy a **kormánynek jelentős likvid tartalékai vannak a finanszírozás kényelmes biztosítására** az adósság kibocsátása mellett. **A KESZ állománya augusztus végén egyébként majdnem akkora volt, mint amekkora a központi költségvetés teljes (deviza és forint) adósságlejáratára lehet majd az idei negyedik és a jövő évi első negyedévben** (a június 30-i adatok alapján).

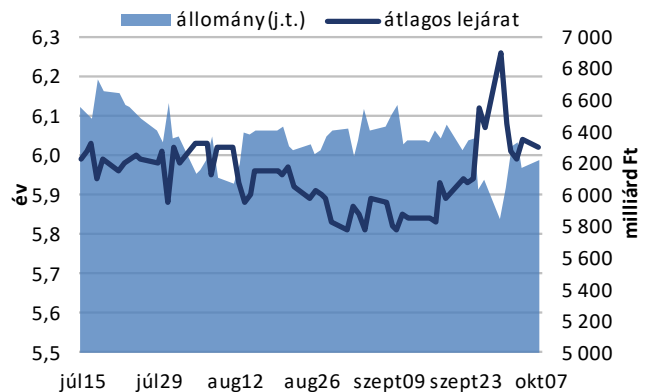
Ebben a helyzetben **az állam nincs rákényszerítve arra, hogy nagy ütemben növelje az állampapírok kibocsátását**. Ez a hozamok csökkenésének irányába ható tényező, a várhatóan folytatódó kamatcsökkentések mellett. Ugyanakkor vannak a jelentősebb hozamcsökkenés ellen ható tényezők is. Egyrészt az éven túli állampapírok hozamfelára a BIRS kamatok felett jelenleg alacsonyabb, mint a historikus átlag. Ha **a hozamfelár a historikus szintek felé venné újra az irányt, az a további hozamcsökkenést mérsékelheti**. Másfelől a bankrendszerbeli többletlikviditás egyik meghatározó eleme, a banki tartalékszámok egyenlege a nyár eleji-közepi igen magas mértékekről (10,5 ezermilliárd forint körüli értékről) mintegy kétezer milliárd forinttal csökkent őszre, és bár a jegybanki diszkontkötvény állomány ez idő alatt valamelyest nőtt, a bankrendszerbeli többletlikviditás összességében némileg csökkent. Figyelembe véve, hogy 2025-ben a korábbi, 5-éves lejáratú, bankoknak nyújtott központi banki forrásból több, mint 2,2 ezermilliárd forint fog lejárni, **mindez pedig mérsékelheti a bankrendszer állampapírpiaci keresletét**, újabb programok hiányában. Ugyanakkor **a bankok irányából érkező keresletet támogatja, hogy az extraprofitadó kötelezettséget állampapírok vásárlásával a szektor mérsékelheti**.

20. ábra: A magyar hozamgörbe alakulása



Forrás: Bloomberg, ÁKK

21. ábra: Külföldiek forint állampapír-állománya és lejárat



Forrás: Bloomberg, MNB

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

	ÁKK célérték 2024	2024.09.30*	2021.12.31*
Államadósság devizaaránya	maximum 30%	28,8%	20,4%
Devizaadósság összetétel (devizaswapok után)	100% EUR	100% EUR	100% EUR
Átlagos lejáratidő (ATM)	minimum 5,5 év	5,9 év	5,1 év
Átlagos átárazódásig hátralévő idő (ATR)**	minimum 4,0 év	4,8 év	4,5 év
Fix kamatozású papírok aránya	60-80%	67,4%	81,5%
Lakossági állampapírok aránya	20-25%	21,1%	24,5%
Zöldkötvények aránya	-	4,4%	-

*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 érdeemben 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 két évben konszolidálódott, és a forinthozamokban kismértékű további csökkenést valószínűsítünk, ezért **a devizaarány további emelkedése nem várható.**

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



Rodic Ádám

Makrogazdasági elemző

Rodic.Adam@mbhbank.hu



Sümegi Ákos

Gyakornok

Sumegi.Akos@mbhbank.hu

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

JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MBH Bank Nyrt. (székhely: 1056 Budapest, Váci u.38.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-040952; tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001.; a Budapesti Értéktőzsde tagja; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1013 Budapest, Krisztina körút. 55. sz.; továbbiakban: a Bank) készítette.
2. Jelen kiadvány a 2014/65/EU irányelv, és a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete alkalmazásában marketingközleménynek minősül. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen kiadvány nem minősül a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete szerint a befektetéssel kapcsolatos kutatás követelményeinek megfelelő befektetési elemzésnek. A jelen dokumentumban közölt megállapítások nem objektív és nem független magyarázatot tartalmaznak. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen marketingközleménynek minősülő dokumentum nem a befektetéssel kapcsolatos kutatás függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült és nem érinti a befektetéssel kapcsolatos kutatás terjesztését, közzétételét megelőző kereskedésre vonatkozó tilalom. A kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek, és a jelen tájékoztatás nem teljes körű.
3. A jelen kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, jegyzésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek, felhívásnak, ajánlattételnek, továbbá nem minősül adótanácsadásnak. A tájékoztatás nem teljes körű, a kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. A kiadvány nem minősül befektetési tanácsadásnak, abban az esetben sem, ha a dokumentum bármely része egyes pénzügyi eszköz vonatkozásában annak lehetséges árfolyam-, hozam-alakulásával kapcsolatos ismertetést tartalmaz. Jelen dokumentum nem veszi figyelembe az egyes befektetők egyedi igényeit, körülményeit és céljait, így személyre szóló ajánlás hiányában nem minősül befektetési tanácsadásnak.

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

4. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valódiságáról, pontosságáról, helytállóságáról és teljességéről a Bank biztosítékot nem kapott, ezért a dokumentumban leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban sem a dokumentum készítői, sem a Bank felelősséget nem vállalnak. A kiadványban megjelölt tartalmak és vélemények a kiadványt készítő szakembereknek, a kiadvány elkészítésének időpontjában fennálló piaci körülmények alapján kialakított, megítélését tükrözik, amelyek újabb információk, a piaci viszonyok, gazdasági körülmények változása esetén külön értesítés és figyelmeztetés nélkül megváltozhatnak. A Bank fenntartja a jogot, hogy a jövőben előzetes értesítés nélkül módosítsa a jelen dokumentumban foglalt megállapításokat.
5. Az árfolyamok, hozamok, egyéb adatok múltbeli alakulásából nem lehetséges a jövőbeni árfolyamokra, hozamra, illetőleg teljesítményre vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybevételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők a befektetésre vonatkozó döntés meghozatala előtt az adott pénzügyi eszközre és a befektetési szolgáltatásra vonatkozó üzletszabályzatot, tájékoztatót, egyéb szerződéses feltételeket, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthető el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével és befektetési céljaival, továbbá 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 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 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 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.