

**NEGYEDÉVES
MAKROGAZDASÁGI
KITEKINTŐ**



2024. január

Tartalom



ÖSSZEFOGLALÓ	3
Magyar alappályabeli előrejelzések táblázata	7
II. MAGYAR MAKROGAZDASÁG FOLYAMATOK	8
Gazdasági növekedés	8
Foglalkoztatottság, bérdinamika.....	12
Infláció.....	14
Monetáris politika, jegybanki alapkamat.....	17
Költségvetési folyamatok	19
Külkereskedelem.....	21
Ingatlanpiac.....	22
III. NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK	24
Az USA gazdasági folyamatai	24
Az eurózóna gazdasági folyamatai	27
IV. PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP	30
Nemzetközi devizapiacok.....	30
A forintárfolyam alakulása	32
Magyar állampapírpiac, hozamok.....	34
A JELEN KIADVÁNY KÉSZÍTŐI	36



LEZÁRVA: 2024. január 22-én. Az előrejelzéshez használt adatokat 2024. január 17 14:00-ig vettük figyelembe.

ÖSSZEFOGLALÓ

Főbb üzeneteink a hazai gazdaság kapcsán:

GDP növekedés

Az ipar és egyes szolgáltatói ágazatok gyenge teljesítménye miatt a tavalyi év kapcsán az éves GDP 0,5%-os visszaesésére számítunk, míg 2024-ben 3,5% lehet a növekedés mértéke, amit elsősorban az ipar helyreálló és új kapacitásokból eredő növekedése, valamint a szolgáltatások, azon belül a kereskedelemhez és a fogyasztáshoz kapcsolódó iparágak helyreállása támogathat; illetve a 2023-as alacsony bázis is segítséget jelent.

Az idei év elejétől az EU-s források harmadát jelentő 10,2 milliárd eurónyi feloldott és fokozatosan beérkező **EU-s források növekedésösztönző szerepe** is támaszt nyújthat, illetve a beruházási fázisban lévő feldolgozóipari kapacitások üzembe helyezése is támogatja az ipart és a növekedést. **Az idei dinamikus növekedést ezen felül serkenti az elhalasztott fogyasztás pótlása a magasabb reálbéreken keresztül.** A beruházások fellendülése különösen 2025-ben lehet erőteljes, mivel a tervek szerint számos jelentős feldolgozóipari fejlesztést helyeznek üzembe, köztük a BMW, valamint a CATL első gyára is megkezdte a termelést – és a BYD építése és esetleges próbaüzeme is segíti a növekedést –, **ami részben megalapozza a 2025-ös 4%-os, az idei évhez képest kismértékben gyorsuló, növekedésre vonatkozó várakozásunkat.**

2023. harmadik negyedében 0,4%-kal csökkent a hazai GDP az előző év azonos időszakához képest, míg szezonálisan és munkanaphatással megtisztítva a csökkenés 0,3% volt. **Az előző negyedévhez képest 0,9%-kal nőtt a gazdaság teljesítménye, így a négy negyedéve tartó visszaesés után korrigálta a technikai recessziós trendet a hazai gazdaság.** A harmadik negyedévben a fogyasztást a reálberek csökkenése továbbra is visszahúzta, amiben szerepet játszott **a háztartások kiváráó és fogyasztást elhalasztó magatartása** is a jelentősen megugrott árak miatt, amit jelez, hogy **a pénzügyi megtakarítások továbbra is dinamikusan növekednek aggregált szinten, bár a különböző társadalmi csoportokban eltérő mértékben.** Az ipari szereplők közül az energiaárak 2022-es megugrása negatívan érintette az **energiaigényes ágazatokat,** ahol akár a termelés leállítására is kényszerülhettek és az ebből való felépülés közepette 2023-ban a gyengébb hazai és globális konjunktúra is sújtotta őket. A korábban vártnál gyengébb tavalyi és idei évi növekedésben ezen felül szerepet játszik az állami és uniós finanszírozású **beruházások csökkenése,** a nem támogatott hiteleknél látott magas kamatok hűtő hatása miatt csökkenő beruházások és kereslet – ami különösen negatívan érinti az építőipart -, továbbá **az európai és a német konjunktúra gyengesége** sem segíti a külső kereslet gyors visszapattanását, bár ezt részben ellensúlyozza az import visszaesése.

Infláció

A várakozásoknál kedvezőbben alakulva 5,5%-ra, **két és fél éves mélypontra mérséklődött az infláció decemberben, ezzel a 2023-as éves átlagos infláció 17,6%-on alakult. A dezinflációs folyamatot továbbra is**

érdemben segítik a bázishatások, kikerült a háztartási piaci energiaárak egy évvel ezelőtti meredek emelkedése, valamint az élelmiszerárakban az egy évvel korábban még jelenlévő kiugró áremelkedés is az 5%-os éves drágulási ütem alá lassult. Az érdemben mérséklődő inflációhoz hozzájárult, hogy részben a forinterősödésnek, részben a mérséklődő keresletnek köszönhetően a tartós fogyasztási cikkek áremelkedése is kismértékben csökkent és az üzemanyagárak is süllyedtek az egy évvel korábbi magas bázishoz képest, **amit a szolgáltatások továbbra is látványos drágulása ellensúlyoz negatív irányba.**

Az idei év első hónapjaiban a bázishatások, a visszafogottabb kereslet, az élelmiszereknél megjelenő egyre szélesebb körű árkorrekciók, illetve a versenyt erősítő lépések, továbbá a forinterősödésből - éves alapon - 4%-on áll az árfolyam – következő, tartós cikkeknel látható kifulladás áremelkedés miatt az infláció további mérséklődésére számítunk. A bázishatásokban szerepet játszik, hogy a nemzetközi nyersanyag- és energiaárak többségében már a 2021-es szintekre estek vissza az utóbbi hónapokban. **Az alkohol- és dohánytermékek áremelkedése, valamint a szolgáltatók jelentős részénél továbbra is megfigyelhető áremelkedés mérsékli az infláció csökkenésének folyamatát, azonban összességében az üzemanyagok év eleji jövedéki adóemelése ellenére is 4,1%-ra mérséklődhet az idei éves inflációs ráta**, ami 0,2 százalékponttal magasabb előző prognózisunknál. Várakozásunk szerint a **harmadik negyedévben kerülhet a 4%-os jegybanki célsáv alá először az inflációs mutató**, azonban a piaci szereplőknek az év első két hónapjában hozott átárazási döntéseinek mértéke hordozhat kockázatot. **A fő kérdés jelenleg a jegybanki inflációs célhoz való visszatérés üteme az egyszámjegyű szint elérése után, ami lassabb folyamat lehet, mint az eddig látott gyors dezinfláció.**

Munkaerőpiac

A legutolsó adatok szerint a tavaly szeptember-novemberi időszakban továbbra is csúcson állt a foglalkoztatottság, **a hazai elsődleges munkaerőpiacon 34 ezer új munkahely jött létre az előző év azonos időszakához képest.** A közfoglalkoztatottak száma 6 ezer fővel csökkent, a külföldre ingázók pedig 13 ezerrel voltak többen, **így a legutolsó háromhavi átlag alapján a gazdaság teljes foglalkoztatotti létszáma 4 755 ezer fő volt.** A legutolsó elérhető adatok szerint az októberi átlagbér-emelkedés eközben 14,0% volt a hazai munkaerőpiacon, ami továbbra is az inflációs környezetre való reagálást és a feszes munkaerőpiacot jelzi.

A következő negyedévekben a munkanélküliség továbbra is a 4%-os szint körül ingadozhat, a tavalyi éves átlagos ráta pedig 4,0% lehetett, ami a munkaerőpiacon aktívak között közel teljes foglalkoztatást jelent. **Így a korábbi mérsékelt recessziós és magas kamatkörnyezet mellett is igaz marad, hogy a teljes foglalkoztatottság közelében áll a hazai piac.** Ennek egyik oka, hogy a két évvel ezelőtti helyreállási problémákból kiindulva a jelenlegi alacsonyabb keresleti szint mellett is igyekeznek megtartani a bevált munkaerőt a piaci szereplők, ami egyben azt is jelzi, hogy a piaci szereplők is egy átmeneti gazdasági

visszaesésre számítanak. Ezzel párhuzamosan a béremelkedés mértéke 14,6% lehetett a tavalyi évben, míg az idei évben 10% körüli lehet az éves bérnövekedési ütem, amit támogatnak a decembertől 15%-kal és 10%-kal emelkedő bérminimumok.

Monetáris politika

2023. szeptemberben az egynapos betéti gyorstender kamatának 100 bázispontos csökkentésével 13%-on összezárt az egynapos betéti kamat az alapkammattal, majd a három 75 bp-os kamatcsökkentést követően az irányadó ráta a várakozásoknak megfelelően 10,75%-on zárta a tavalyi évet. A kamatcsökkentésnek teret engedett, hogy az infláció a vártnál is meredekebben mérséklődött a tavalyi második félévben, látványosan javult a külső egyensúly, emellett a globális befektetői hangulat is kedvezőbben alakult az év végére és Magyarország kockázati megítélése is kedvező maradt. A fejlett piaci hozamok lefelé korrigáltak, erősödtek a fejlett piaci kamatcsökkentési várakozások 2024-re, bár megítélésünk szerint jelenleg túlzóak a csökkentési ütem meredekségével kapcsolatos prognózisok. Szintén támogató hatású, hogy az uniós forrásokhoz való hozzáférés kapcsán kedvező döntés született decemberben, ami javítja hazánk kockázati megítélését és külső finanszírozási képességét, emellett a források beérkezése kedvezően hat az államadósság-pálya alakulására is.

2024-ben is folytatódhat a dezinfláció, a hazai gazdaság sérülékenysége is várhatóan tovább csökken a külső pozíción keresztül, így az alapkamat csökkentése az eddigi ütemben folytatódhat a következő hónapokban. A geopolitikai feszültségek, amelyek általánosan növelik a világgazdasági kilátásokat övező kockázatokat, ezen felül a globális dezinflációt övező kockázatok, és a nemzetközi befektetői hangulat változékonysága is körültekintő monetáris politikát indokolnak, amely mellett az óvatosabb, eddigi ütemben folytatódó kamatcsökkentés mellett tesszük le voksunkat. Várakozásunk szerint az inflációs célhoz való visszatérés lassabban valósulhat meg, ezt csak 2025-ben várjuk, a kamatcsökkentési ciklus 2024. első félév vége felé lassabb ütemre válthat. A jegybank a pozitív reálkamat fenntartását szükségesnek tartja, így fenntartjuk, hogy 2024. harmadik negyedév elejére 6%-ra csökkenhet az alapkamat, amely az év végéig fennmaradhat, szem előtt tartva az óvatossági motívumot.

Forintárfolyam

A tavalyi negyedik negyedév elején még a 390-es szintnél is járt a forint az euróval szemben, azonban már októberben a 385-ös szint alá került, párhuzamosan azzal, hogy az irányadó kamatszint csökkentése a várt ütemben folytatódott az év hátralévő részében is. Az EUR/HUF árfolyam az előző év utolsó két hónapjában a 376-384-es, szűkebb sávban stabilizálódott, majd idén január első hetében a 378-as szintre került.

A kamatcsökkentések és a továbbra is vonzó kamatfelár mérséklődésének hatását ellensúlyozza a külső egyensúly és a folyó fizetési mérleg markáns javulása – az 1%-os többletet is megközelítheti a mérleg idén

-, ami nettó forintvételi pozíciót jelent, **továbbá az EU-s források gyakorlati érkezésével kapcsolatos hír is pozitív fundamentálisan**, illetve a jelentős volumenben beáramló FDI is pozitív háttérelmet jelent. Emellett a jelenlegi kamatcsökkentési pályát, **a hazai kamatok normalizálódását már beárazták a határidős piacok, így a kamatcsökkentési lépések várt ütemben való megvalósulása nem jelent forintgyengítő tényezőt.** Továbbá látványosan pozitívvá vált a reálkamat, és az infláció fokozatos mérséklődésével is bőven pozitív marad, amely mellett az elvárt hozam is csökkenhet. A régiós devizák euróval szembeni teljesítményét vizsgálva látható, hogy a forint továbbra is jelentős korrekciós trendet mutat és 4%-kal a tavaly ilyenkorinál szintje alatt tartózkodik, ezzel is segítve az import infláció leszorítását, azonban a régiós első helyet immár kismértékben átvette a lengyel zloty erősödése, miközben a cseh korona masszívabb gyengülő trendet mutat.

A forint kapcsán negatív tényezőként figyelembe lehet venni, hogy egy esetlegesen újból tartósan megugró energiaárhullám és romló külső egyensúly a 2022-ben látottakhoz hasonlóan turbulenciát okozhat, mivel a magyar gazdaság külső energiafüggősége ugyan kismértékben csökkent a két évvel ezelőtti szinthez képest, de továbbra is jelentős. Kockázatot jelenthet az EU-val, illetve az EU-s források kapcsán esetlegesen újból elmérgesedő politikai vita, vagy a költségvetési hiánycél tarthatóságával kapcsolatos eljárások.

A várakozásunk jelenleg 2024 végére 372,50-es árfolyamszint, mivel a pozitív és a negatív irányú kockázatok megközelítőleg kiegyensúlyozottak, jelenleg kismértékben pozitív többletűek. A 2023-ban látott szélsőséges kilengésekre jelenleg kisebb az esély, de váratlan geopolitikai fejlemények hordozhatnak negatív irányú kockázatot, azonban egy ilyen forgatókönyv esetén a forint nem lenne egyedül ezzel a problémával a világpiacon.

Magyar alappályabeli előrejelzések táblázata*

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	TÉNY				ELŐREJELZÉS		
Reál GDP éves változás, %	4,9	-4,5	7,2	4,6	-0,5	3,5	4,0
Háztartási fogyasztás, %	4,5	-1,7	4,1	6,6	-1,9	3,3	3,6
Kormányzati fogyasztás, %	9,2	3,8	3,5	0,6	0,7	1,4	2,0
Állóeszköz-felhalmozás, %	12,8	-7,1	6,5	1,2	-9,8	4,1	4,6
Export, %	5,5	-6,1	9,8	12,6	1,0	5,4	6,1
Import, %	8,2	-3,9	8,2	11,6	-3,9	4,9	4,7
Ipari termelés, %	5,6	-6,0	9,5	5,8	-4,3	7,1	5,1
Építőipari termelés, %	20,4	-9,7	12,1	3,0	-5,1	-1,1	5,2
Kiskereskedelmi forgalom, %	6,3	-0,1	3,7	5,2	-8,3	5,1	4,6
Külkereskedelmi egyenleg, mrd €	4,33	5,62	1,62	-8,59	10,7	8,3	8,9
Fogyasztóiár-index éves átlag, %	3,4	3,3	5,1	14,5	17,6	4,1	3,1
Munkanélküliségi ráta, %	3,3	4,1	4,1	3,6	4,0	3,9	3,5
Nemzetgazd. bruttó átlagkereset, %	11,4	9,7	8,5	17,6	14,6	10,2	7,6
Nettó reálbér, %	7,8	6,2	3,4	3,0	-2,2	5,8	4,3
ÁHT egyenleg ESA-95, GDP %-a	-2,1	-7,8	-6,8	-6,2	-5,9	-3,0	-2,9
Bruttó államadósság, GDP %-a	65,3	79,3	76,8	73,3	71,9	69,6	66,9
Folyó fizetési mérleg, GDP %-a	-0,8	-1,1	-4,2	-8,2	-0,1	0,9	1,5
Pénzpiaci előrejelzések összefoglalása							
EUR/USD év végi	1,1211	1,2215	1,1382	1,0705	1,1039	1,12	1,14
EUR/HUF év végi	330,52	365,10	365,70	399,73	383,39	372,50	370,00
EUR/HUF éves átlag	325,36	359,00	357,75	391,33	381,55	376,80	370,50
USD/HUF év végi	294,74	296,94	321,34	373,34	347,22	332,60	324,60
USD/HUF éves átlag	290,69	307,84	300,91	373,12	352,93	338,60	329,50
MNB alapkamat év végi	0,90%	0,60%	2,40%	13,00%	10,75%	6,00%	4,50%
EKB betéti ráta év végi	0,50%	0,50%	0,50%	2,00%	4,00%	3,50%	3,00%
FED alapkamat év végi	1,75%	0,25%	0-0,25%	4,25-4,50%	5,25-5,50%	4,50-4,75%	3,25-3,50%
3-hónapos BUBOR év végi	0,16%	0,75%	4,21%	16,18%	9,96%	5,90%	4,50%
5-éves ÁKK ref. hozam év végi	1,17%	1,42%	4,35%	9,89%	5,84%	5,20%	5,00%
10-éves ÁKK ref. hozam év végi	2,01%	2,17%	4,51%	9,11%	5,93%	5,40%	5,10%

*A táblázatban a fehér háttér a múltbeli adatokat jelzi, a kék háttér a várakozásokat jelenti

II. MAGYAR MAKROGAZDASÁG FOLYAMATOK

Gazdasági növekedés

2023. harmadik negyedévében 0,4%-kal csökkent a hazai GDP az előző év azonos időszakához képest, míg szezonálisan és munkanaphatással megtisztítva a csökkenés 0,3% volt, míg 2023. I–III. negyedévében a gazdaság teljesítménye a nyers és a kiigazított adatok alapján is 1,2%-kal csökkent az előző év azonos időszakához képest. **Az előző negyedévhez képest 0,9%-kal nőtt a gazdaság teljesítménye, így a négy negyedéve tartó visszaesés után korrigálta a technikai recessziós trendet a hazai gazdaság. Az éves teljesítmény csökkenésében a legnagyobb mértékben az ipar és kisebb mértékben a piaci szolgáltatások, ezen belül a kereskedelem, a logisztika és a tudományos-műszaki tevékenység játszott szerepet, míg a visszaesést érdemben mérsékelte a mezőgazdaság erősen pozitív teljesítménye.** A szolgáltatások teljes hozzáadott értékének csökkenését részben ellensúlyozta az egészségügyi és a szociális ellátási szolgáltatások növekedése. A harmadik negyedévben a felhasználási oldalon a háztartások fogyasztásának visszaesése mérsékelt volt és a mértéke lefeleződött az előző negyedévhez képest, míg a szintén jelentősebb súlyú bruttó állóeszköz-felhalmozás a gyengébb várakozásokat is meghaladó mértékű zsugorodást mutatott. **A külkereskedelem egyenlegének javulása szignifikánsan járult hozzá a GDP-hez,** mivel bár az export is kismértékű visszaesést mutatott a negyedévben, azonban az import visszaesésének mértéke ennek több mint a duplája volt.

Az ipar és egyes szolgáltatói ágazatok gyenge teljesítménye miatt 2023-ban az éves GDP 0,5%-os visszaesésére számítunk, míg 2024-ben 3,5% lehet a növekedés mértéke, amit elsősorban az ipar helyreálló és új kapacitásokból eredő növekedése, valamint a szolgáltatások, azon belül a kereskedelem és a fogyasztáshoz kapcsolódó iparágak helyreállása támogathat; valamint a 2023-as alacsony bázis is segítséget jelent.

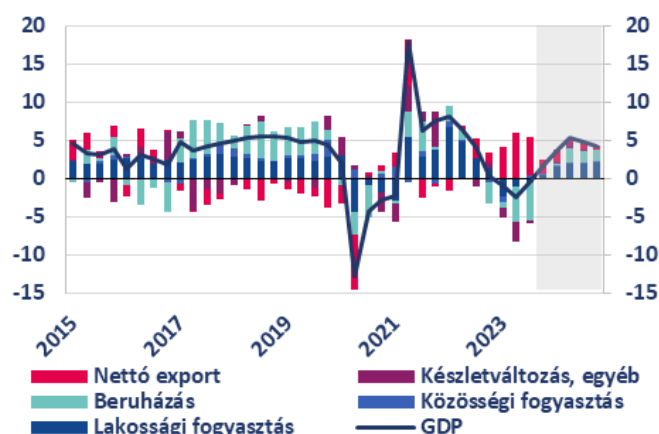
A tavalyi harmadik negyedévben a fogyasztást a reálberek csökkenése továbbra is visszahúzta, **amiben szerepet játszik a háztartások kiváráó és fogyasztást elhalasztó magatartása is a jelentősen megugrott árak miatt, amit jelez, hogy a pénzügyi megtakarítások továbbra is dinamikusn növekednek aggregált szinten, bár a különböző társadalmi csoportokban eltérő mértékben.** Az ipari szereplők közül az energiaárak 2022-es megugrása negatívan érintette az energiaigényes ágazatokat, ahol akár a termelés leállítására is kényszerülhettek és az ebből való felépülés közepette 2023-ban a gyengébb hazai és globális konjunktúra is sújtotta őket. A korábban vártnál gyengébb tavalyi és ideji évi növekedésben ezen felül szerepet játszik az állami és uniós finanszírozású beruházások csökkenése, a kiemelkedően magas kamatok hűtő hatása miatt csökkenő beruházások és kereslet – ami különösen negatívan érinti az építőipart –, továbbá az európai és a

német konjunktúra gyengesége sem segíti a külső kereslet gyors visszapattanását, bár ezt részben ellensúlyozza az import visszaesése.

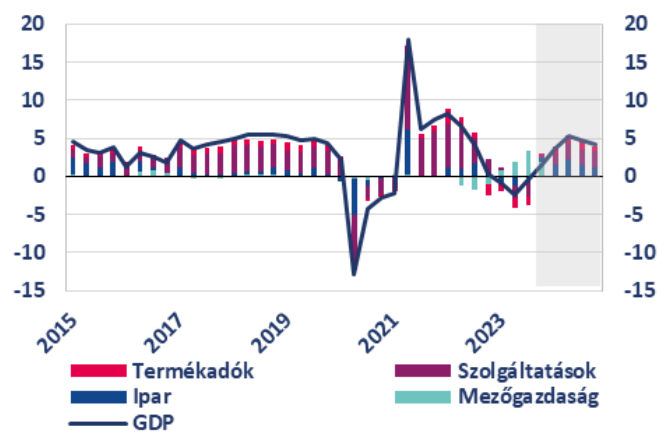
A gyenge tavalyi első félévi teljesítmény után **a harmadik negyedévtől** a visszaesett energiaárak átgyűrűzésének, a gyengébb bázishatásnak és az egyes, már ismert alágazatok korábbi negyedévhez képesti pozitívabb teljesítményének köszönhetően **elindult a pozitív fordulat**, amit a mezőgazdaság visszapattanása és jó teljesítménye is támogatott. A beruházási komponenst a magas kamatok és az állami beruházások visszafogása csökkenti, de a jelentős beáramló FDI részben ellensúlyozhatja ezt. A hazai és összeurópai kilátásokat a korábbinál érdemben alacsonyabb szinten stabilizálódott energiaárak segítik, azonban az ukrajnai háború és a magas globális kamatok miatt lassuló belső és külső kereslet beárnyékolja azokat. Kedvező, hogy az ipar novemberi belföldi rendelésállománya továbbra is növekedést mutat – míg az export állomány két hónapja kisebb csökkenést -, a növekedéshez pedig fokozatosan hozzájárulnak az új feldolgozóipari kapacitások is. A növekedési kilátásokat 2023. második felében a nettó export is tovább támogatja, miután az importvolumen tovább mérséklődik, többek közt az alacsonyabb belföldi felhasználásnak köszönhetően. Az export a külső kereslet gyengélkedése ellenére is mérsékelt pozitív tényezőt jelent, majd ez a pozitív exporthatás 2024-ben is megmarad, de már jóval kisebb mértékben.

Az idei év elejétől az EU-s források harmadát jelentő 10,2 milliárd eurónyi feloldott és fokozatosan beérkező **EU-s források növekedésösztönző szerepe** is támaszt nyújthat, illetve a beruházási fázisban lévő feldolgozóipari kapacitások üzembe helyezése is támogatja az ipart és a növekedést. **Az idei dinamikus növekedést ezen felül támogatja az elhalasztott fogyasztás pótlása, a várhatóan mérséklődő kamatok hatására feltehetően élénkülő beruházások.** Az utóbbiak különösen 2025-ben lehetnek erőteljesebbek, mivel a tervek szerint számos jelentős feldolgozóipari fejlesztést helyeznek üzembe, köztük a BMW, valamint a CATL első gyára is megkezdte a termelést – és a BYD építése és esetleges próbaüzeme is segíti a növekedést –, ami részben megalapozza a 2025-ös, az idei évhez képest kismértékben gyorsuló növekedést.

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



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



Forrás: KSH, MBH Bank (árnyékolt terület)

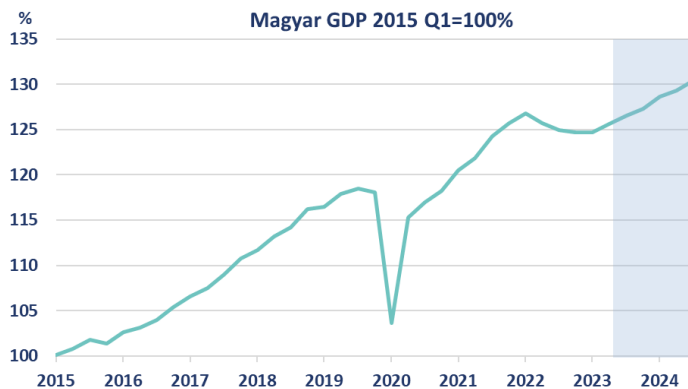
Forrás: KSH, MBH Bank (árnyékolt terület)

A hazai GDP megközelítőleg 3%-át kitevő mezőgazdaság hozzáadott értéke a megelőző évi alacsony bázishoz képest kiemelkedően, 88,2%-kal bővült 2023. harmadik negyedévében, így ez önmagában 3,4 százalékponttal mérsékelte a GDP visszaesését.

2023. harmadik negyedévében az ipar, valamint a feldolgozóipar hozzáadott értéke rendre 5,4%-kal, illetve 4,1%-kal csökkent az egy évvel ezelőtti sinthez képest, az előző negyedévben mutatott 5,7%-os, illetve 4,2%-os mérséklődést követően. Az ipari termelés visszaeséséhez az elmaradó exportteljesítményen és a csökkenő belföldi keresleten túl a kényszerű energiamegtakarítások miatt az energiaipar csökkenése is hozzájárult. Az ipari termelés összesen 0,9 százalékponttal rontotta a gazdasági teljesítményt. 2023 első tizenegy hónapjában a tényadatok alapján 4,8%-kal csökkent az ipari termelés. Az energiaválság fokozatos kiárazódása miatt élénkülésre számítunk ebben a szegmensben, amit a belső kereslet fokozatos helyreállása, valamint új kapacitások várható üzembe helyezése is támogathat. **2024-ben a felfutó új kapacitások és a némileg élénkülő külső kereslet hatására élénkülhet az ipari termelés, amit a 2023-as gyenge bázis is segít, így annak növekedése elérheti a 7%-ot. Tavaly a harmadik negyedévben az építőipar hozzáadott értéke 1,6%-kal maradt el az egy évvel korábbihoz képest, így 0,1 százalékpontot vett el a növekedésből.** 2023. első tizenegy hónapjában 5,3%-kal alacsonyabb volt az építőipar teljesítménye, mint az előző év azonos időszakában. Az építőipari vállalkozások november végi szerződésállományának volumene az épületek építésére vonatkozó szerződéseknél 15,6%-kal, míg az egyéb építményekre vonatkozó infrastrukturális beruházásoknál 25,3%-kal maradt el az előző év azonos időszakától. Rövid távon a GDP 5,5%-át kitevő iparág nehezek lehet a gazdasági növekedésben, azonban a kamatok várható normalizálódásával stabilizálódhat, majd fokozatosan ismét élénkülhet az iparág számára különösen fontos lakásépítési kedv.

A szolgáltatói ágazatok összesített hozzáadott értéke 3,1%-kal csökkent, romlást mutatva az előző negyedévben mért 2,8%-os csökkenéshez képest, így 1,7 százalékponttal járult hozzá a GDP visszaeséséhez 2023. harmadik negyedévében. A kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás teljesítménye 9,3%-kal csökkent, míg a szállítás, raktározás ágazat teljesítménye 8,0%-kal esett. Több ágazat továbbra is növekedést mutatott, így többek között az információ, kommunikáció (+2,1%), azonban a pénzügyi, biztosítási tevékenység csökkent 1,3%-kal, az ingatlanügyletek szintén -1,0%-ot mutatott, míg a szakmai, tudományos, műszaki tevékenységek alágazat jelentősen, 6,4%-kal esett éves alapon. A közigazgatás, védelem, közszolgáltatások alágazat 1,6%-os növekedést mutatott, míg a művészet, szórakoztatás, szabadidős tevékenységek hozzáadott értéke 1,1%-kal csökkent, részben azért, mert egyes intézmények az energiaárak emelkedése miatti bezártak és az újrainyitás sem feltétlen valósult meg minden esetben. A „technikai” jellegű termékadók- és támogatások egyenlege a korábbi évek átlagához képest jóval nagyobb mértékben befolyásolta a GDP alakulását és 1,1 százalékponttal rontotta a negyedéves növekedést.

3. ábra: A GDP alakulása 2015. évi bázison



Forrás: Bloomberg, MBH Bank számítás

4. ábra: A GDP negyedéves és éves növekedési ütemei (%-ban)



Forrás: Bloomberg, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)

A GDP részletes felhasználási oldala alapján a tavalyi harmadik negyedévben a háztartások végső fogyasztása 0,9%-kal csökkent, ami mérséklődés az előző negyedév 1,9%-os visszaesése után, így a fogyasztás 0,5 százalékponttal mérsékelte a GDP-t. A háztartások végső fogyasztásának visszaesését jelentősen mérsékelte a kormányzattól kapott társadalmi juttatások 6,4%-os növekedése. A közösségi fogyasztás 4,4%-kal emelkedett, így 0,5 százalékponttal mérsékelte a GDP visszaesését.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás 2023. harmadik negyedévében 15,1%-kal csökkent az előző év azonos időszakához képest. Az időszakban 19 nemzetgazdasági ágból 13-ban csökkent a beruházási teljesítmény, a nemzetgazdasági beruházások közel harmadát jelentő feldolgozóipar bővülésének dinamikája lassult, míg a második legnagyobb súlyt képviselő járműgyártás beruházási volumene dinamikusán nőtt, amihez több hazai járműipari, illetve beszállítói gyár kapacitásbővítő fejlesztése is hozzájárult. Növekedés jellemezte a gumi-, műanyag- és építőanyagipar, az elektronikai ipar, valamint a gépi berendezés gyártása alágakat, míg a többi kisebb súlyú ágban csökkenés valósult meg. A beruházások ebben a negyedévben 4,9 százalékponttal rontották a GDP növekedését, jelentős nehezéket jelentve a korábban említett okokból kifolyólag. A készletek változása 0,4 százalékponttal húzta lefelé a GDP-t, ami érdemben kisebb ütem, mint az előző negyedévben. A külkereskedelmi hozzájárulást tekintve az export volumene ugyan 3,2%-kal csökkent a legutolsó ismert negyedévben, az import volumene azonban jóval nagyobb mértékben, 8,2%-kal csökkent, így a külkereskedelmi egyenleg és a nettó export jelentősen, 5,0 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez, ezzel továbbra is a 2023-as gazdasági teljesítmény egyik pozitív hajtóerejét jelentve.

Foglalkoztatottság, bérdinamika

A legfrissebb adatok, azaz a szeptember-novemberi időszak alapján továbbra is csúcson állt a foglalkoztatottság, **a hazai elsődleges munkaerőpiacon 34 ezer új munkahely jött létre az előző év azonos időszakához képest**, a közfoglalkoztatottak száma 6 ezer fővel csökkent, a külföldre ingázók pedig 13 ezerrel voltak többen, **így a legutolsó háromhavi átlag alapján a gazdaság teljes foglalkoztatotti létszáma 4 755 ezer fő volt.**

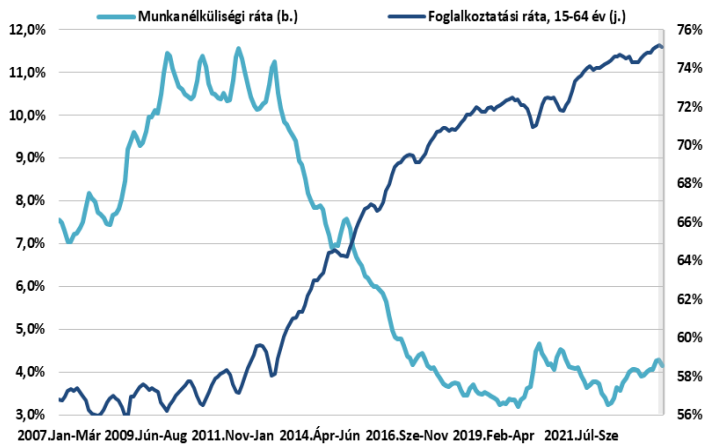
A legutolsó ismert november hónapban a nemzetközi módszertan szerinti munkanélküliségi ráta 4,2% volt az előző havi 4,1%-ot követően és az előző év azonos hónapjában mért 3,8% után, amely kismértékű emelkedést az inaktivitásból visszatérők számának növekedése okozza. Az NFSZ nyilvántartásában 226 ezer regisztrált álláskereső szerepelt ugyanebben az időszakban, ami az előző év azonos időszakához képest 3,2%-kal csökkent, a megelőző hónaphoz viszonyítva pedig érdemben nem változott. **A bejelentett betöltetlen álláshelyek száma a fenti időszak végén 85 ezer volt az előző hónap végén nyilvántartott 78 ezer után, vagyis tovább emelkedett a munkaerőpiaci feszesség is.** A foglalkoztatási ráta továbbra is historikusan magas, a legutolsó negyedévben a 15-64 éves népesség 75,0%-a dolgozott a megelőző negyedév 74,7%-os, illetve az előző év azonos időszakában mért 74,6%-os szinttel összevetve.

2023. októberben az átlagbér-emelkedés 14,0% volt a hazai munkaerőpiacon, ami továbbra is az inflációs környezetre való reagálást és a feszes munkaerőpiacot jelzi és egyben 3,7%-os reálbérnövekedést eredményezett a hónapban. **Az alapvető piaci tendenciákat némileg jobban megragadó és a monetáris politika számára is pontosabb iránymutatást jelentő versenyszférai béremelkedés 14,4% volt a megelőző hónap 14,6%-os mértéke után.**

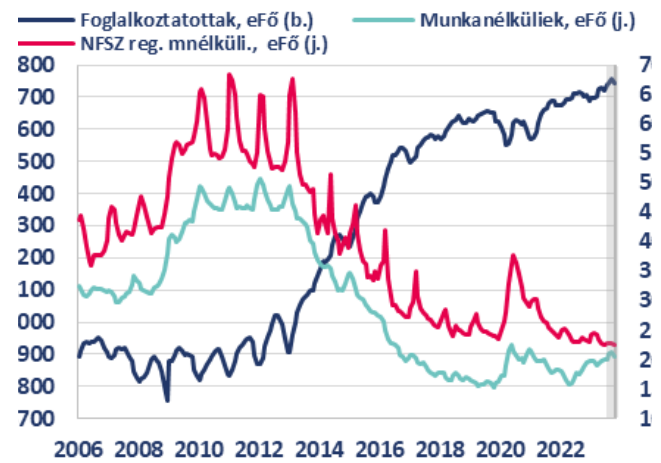
A következő negyedévekben a munkanélküliség továbbra is minimálisan a 4%-os szint körül ingadozhat, a tavalyi éves átlagos ráta pedig 4,0% lehetett, ami a munkaerőpiacon aktívak között közel teljes foglalkoztatást jelent. **Így a korábbi mérsékelt recessziós és magas kamatkörnyezet mellett is igaz marad, hogy a teljes foglalkoztatottság közelében áll a hazai piac, aminek egyik oka, hogy a két évvel ezelőtti helyreállási problémákból kiindulva a jelenlegi alacsonyabb keresleti szint mellett is igyekeznek megtartani a bevált munkaerőt a piaci szereplők,** ami egyben azt is jelzi, hogy a piaci szereplők is egy átmeneti gazdasági visszaesésre számítanak. Ezzel párhuzamosan a béremelkedés mértéke 14,9% lehetett a tavalyi évben, míg az idei évben 10% körüli lehet az éves bérnövekedési ütem, amit támogatnak a decembertől 15%-kal és 10%-kal emelkedő bérminimumok.

A hazai foglalkoztatottsági szint továbbra is rekordmagasságban tartózkodik, **miközben kismértékben a munkanélküliek száma is emelkedik az inaktivitásból a munkaerőpiacra visszatérők számának növekedése miatt és így az aktivitás is új csúcsra kerül, immár csak kismértékben elmaradva az 5 millió főtől.**

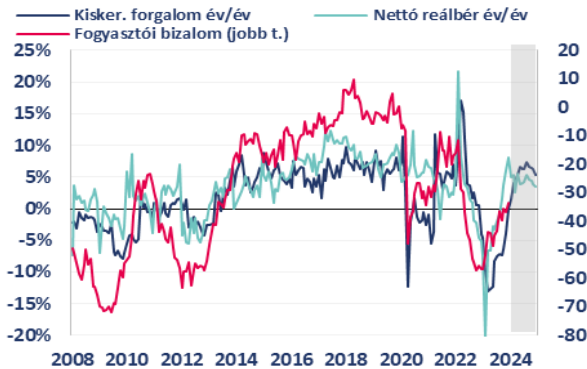
5. ábra: A munkanélküliségi és a foglalkoztatási ráta alakulása



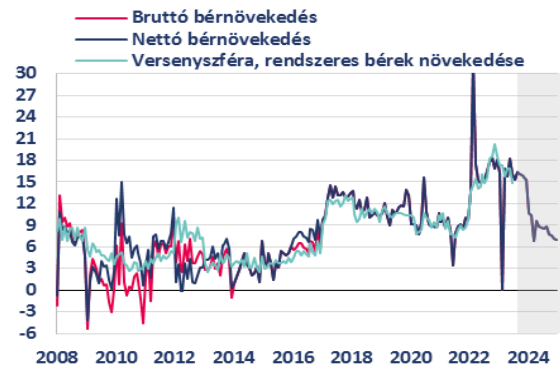
6. ábra: A munkanélküliek, regisztrált m.nélküliek és foglalkoztatottak létszáma



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



8. ábra: Az átlagbér, a nettó bér és a rendszeres bérek dinamikája



Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)

Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árny. ter.)

A fejlett munkaerőpiacok jelenlegi gyengébb, recessziós környezetben tapasztalt ilyen mértékű stabilitása – és további növekedése – némi meglepetésre ad okot, mivel a jelentősebb ideje zajló erőteljes jegybanki kamatemelések a korábbi tapasztalatok alapján ennyi idő után már elkezdnek hatást gyakorolni a munkaerőkeresletre. Eközben az említett aktivitás is új csúcokra ér, mivel láthatóan az inaktívak is egyre inkább visszatérnek a munkaerőpiacra az inflációs környezet következtében, így a foglalkoztatás bővülésével párhuzamosan a munkanélküliség is emelkedett minimálisan. A munkaerőpiaci feszesség továbbra is magas, a 80 ezret meghaladó bejelentett betöltetlen álláshelyek száma alapján továbbra is erős kereslet mutatkozik a munkaerő iránt, amit jelez a béryomás mértéke is, amely bár kismértékben lassult, de továbbra is közel van a 15%-os szinthez. Ez egyben a legutóbbi inflációs számok alapján már pozitív reálbér növekedést is jelez tavaly szeptember óta, fokozatosan támogatva a gyengébb fogyasztás helyreállítását.

Továbbra is a legakutabb kérdés, hogy az ár-bér spirál magasabb szinten történő beragadását valószínűleg sikeresen megakadályozó jegybankok mikor tudnak további hűtő hatást kifejteni a munkaerőpiacokra a fejlett gazdaságokban és elősegíteni a munkaerőpiaci feszesség és az ebből következő béremelkedési ütem olyan

szintű lassulását, ami támogatja a jegybanki inflációs célok elérését. **A továbbra is láthatóan erős munkaerőpiaci kereslet erősíti az aggodalmakat, hogy a 2%-os jegybanki inflációs célokhoz való visszatérés később következhet be és hogy mindez megvalósulhat-e puha landolással, vagyis erőteljesebb recesszió nélkül, vagy esetleg jóval hosszabban lesz szükséges a historikusan magas kamatokat fenntartani.** De érdemes megjegyezni, hogy a munkaerőpiacok reakcióideje kifejezetten lassú, a célzott változások akár 12-15 hónapos késéssel jelenhetnek meg a munkaerő iránti keresletben, így kifejezetten nehéz eltalálni a ciklus megfelelő szakaszát a monetáris politikai eszköztárral. 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 beruházásokat, amit eddig a kellő számban rendelkezésre álló munkaerő miatt nem valósítottak meg vagy nem térült volna meg,** ami továbbra is pozitív fejlemény a teljes nemzetgazdaság szempontjából.

2023. III. negyedévében szektorális bontásban is továbbra is bővülő képet mutatott a hazai munkaerőpiac. A mezőgazdaságban 12 ezer fővel nőtt a létszám, a feldolgozóiparban 5 ezerrel, az építőiparban 13 ezer fővel, a piaci szolgáltatások területén 13 ezerrel nőtt, a közszolgáltatások területén pedig ezer főn belül bővült a foglalkoztatotti létszám az előző év azonos időszakához képest.

Infláció

A várakozásoknál kedvezőbben alakulva 5,5%-ra, két és fél éves mélypontra mérséklődött az infláció decemberben az előző hónapban mért 7,9%-os éves áremelkedési ütemről, míg az előző hónaphoz képesti átárzás -0,3%-os volt. Szintén az enyhülő inflációs nyomást jelzi, hogy a maginfláció 7,6%-ra mérséklődött az előző havi 9,1%-ról. **A 2023-as éves átlagos infláció pedig 17,6%-on alakult a fenti adatból következően.**

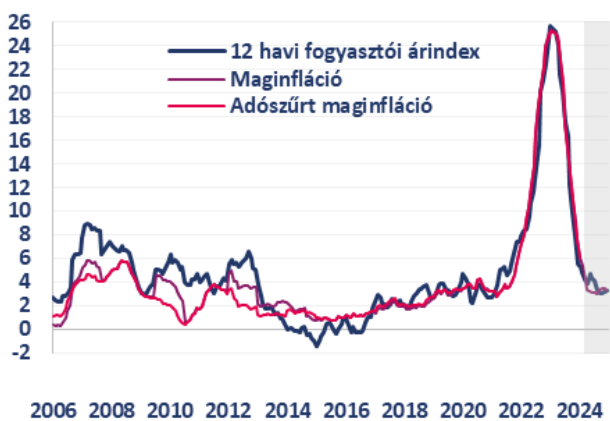
A dezinflációs folyamatot továbbra is érdemben segítik a bázishatások, kikerült a háztartási piaci energiaárak egy évvel ezelőtti meredek emelkedése, valamint az élelmiszerárakban az egy évvel korábban még jelenlévő kiugró áremelkedés is az 5%-os éves drágulási ütem alá lassult. Az érdemben mérséklődő inflációhoz hozzájárult, hogy részben a forinterősödésnek, részben a lassuló keresletnek köszönhetően a tartós fogyasztási cikkek áremelkedése is kismértékben csökkent és az üzemanyagárak is csökkentek az egy évvel korábbi magas bázishoz képest, **amit a szolgáltatások továbbra is látványos drágulása ellensúlyoz negatív irányba.**

Az idei év első hónapjában a bázishatások, a visszafogottabb kereslet, az élelmiszereknél megjelenő egyre szélesebb körű árkorrekciók, illetve a versenyt erősítő lépések, továbbá a forinterősödésből - éves alapon - 4%-on áll az árfolyam - következő tartós cikkeknel látható kifulladás miatt az infláció további mérséklődésére számítunk. A bázishatásokban szerepet játszik, hogy a nemzetközi nyersanyag- és energiaárak többségében már a 2021-es szintekre estek vissza az utóbbi hónapokban.

Az alkohol- és dohánytermékek áremelkedése, valamint a szolgáltatók jelentős részénél továbbra is megfigyelhető áremelkedés mérsékli az infláció csökkenésének folyamatát, **azonban összességében az üzemanyagok év eleji jövedéki adóemelése ellenére is 4,1%-ra mérséklődhet az idei éves inflációs ráta és a harmadik negyedévben kerülhet a 4%-os jegybanki célsáv alá először a mutató, azonban a piaci szereplőknek az év első két hónapjában hozott átárzási döntéseinek mértéke hordozhat kockázatot.**

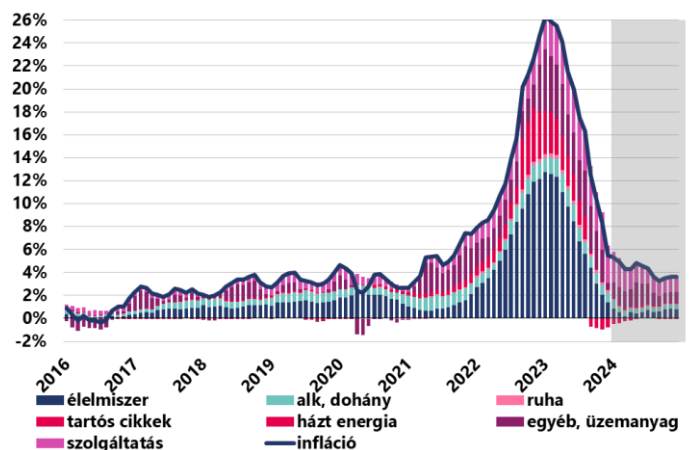
A legfrissebb inflációs adatok megerősítik a korábbi várakozásokat a tovább zajló dezinflációs folyamatokról és lehetővé teszik a monetáris politika számára a megkezdett lazítási ciklus folytatását és a kamatok további csökkentését az eddigi ütemben. **Azt azonban figyelembe kell venni, hogy a fő kérdés jelenleg a jegybanki inflációs célhoz való visszatérés üteme az egyszámjegyű szint elérése után, ami lassabb folyamat lehet, mint az eddig látott gyors dezinfláció.** A folyamatban az egyik megnevezhető kockázat, hogy a feszes munkaerőpiac és a tavaly decembertől 15%-kal, illetve 10%-kal emelkedő bérminimumok – és az emiatt feljebb tolódó teljes bérskála – érdemi támaszt jelent-e a keresletnek és a fogyasztásnak a reálbéremelkedésen keresztül, valamint a vállalatok a továbbra is erőteljesen növekvő bérköltségeket érvényesíthetik-e az árakban. A szintén jelentős inflációs tételt jelentő üzemanyagárakra továbbá kockázatot jelent az OPEC által bejelentett további kőolaj kitermeléscsökkentés hatása az árak „stabilizálása” érdekében, valamint esetlegesen a közel-keleti konfliktus további eszkalálódása, bár jelenleg a bázishatások segítik a mutató csökkenését.

9. ábra: A 12-havi infláció alakulása (növ. ütem %-ban)



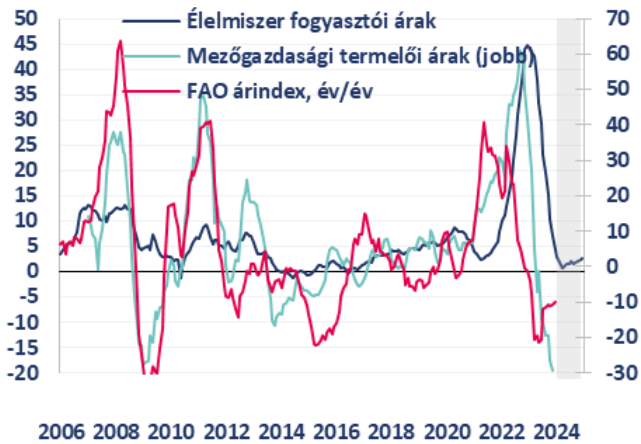
Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)

10. ábra: A fogyasztói árindex felbontása



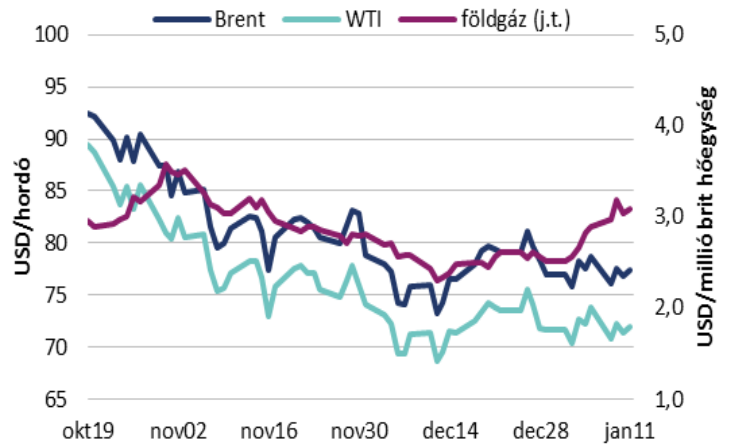
Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)

11. ábra: Termelői árindexek



Forrás: KSH

12. ábra: Egyes nyersanyagok árváltozása

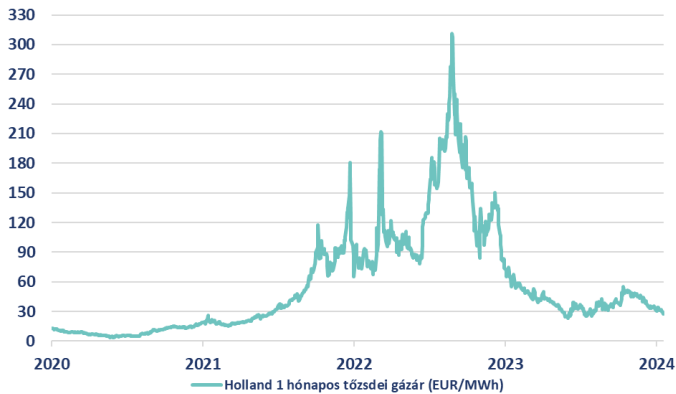


Forrás: Reuters

A terményárak tavaly előtt látott jelentős megugrása átmenetinek bizonyult, azóta a nemzetközi árjegyzések érdemben süllyedtek, amit a FAO globális élelmiszer árindex, illetve a hazai mezőgazdasági termelői árindex meredek visszaesése is tükröz, ez pedig segíti a legnagyobb súlyú inflációs komponens mérséklődését is. Szintén ezt a folyamatot segíti, hogy több élelmiszertermék esetében jelentettek be jelentősebb árcsökkentéseket, továbbá az élelmiszerárak emelkedését a visszaeső kereslet is fékezi. Ezenkívül a kiskereskedők több esetben elkezdték csökkenteni azon termékek árrését is, amelyekbe beépítették a korábbi árplafonon elszenvedett veszteséget és ezt az egyelőre még csökkenő kiskereskedelmi forgalom és az éles verseny is indokolja, amit az árfigyelő rendszer bevezetése is felerősített.

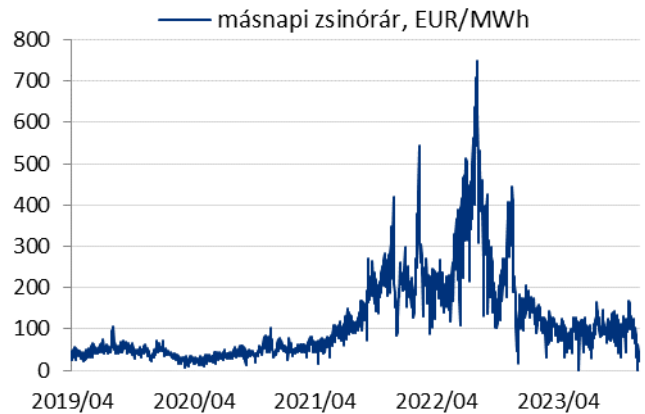
A legutolsó ismert hónapban az inflációs kosáron belül 29%-os súlyt kitevő élelmiszerárak 4,8%-kal nőttek éves összevetésben, ami részben bázishatások, részben pedig az egyre szélesebb körű árcsökkentések eredménye, a következő hónapokban egyre több élelmiszer ára csökkenhet a beszerzési árak visszaesése következtében. Az infláción belül 8%-os súllyal szereplő **szeszesitalok és dohányárak ára átlagosan 10,3%-kal emelkedett** a legutolsó hónapban az egy évvel ezelőtti sinthez képest, a 4%-os súllyal szereplő **ruházkodási cikkek árai 6,9%-kal nőttek** – amelynek az emelkedésében a szezonális szerepet játszik -, míg a 8%-os súlyt képviselő **tartós fogyasztási cikkek árai 1,0%-kal csökkentek**. Az 5%-os súllyal szereplő **háztartási energiaár 13,9%-kal csökkent**, a 20%-os súlyt képviselő **egyéb cikkek (gyógyszer, testápolás, kulturális cikkek, lakásfelszerelés) és üzemanyagok összevont kategória 3,2%-kal lett drágább**, míg 26%-os súllyal a második legnagyobb kategóriát jelentő **szolgáltatások áremelkedése érdemi lassulást nem mutatva 12,4%-os volt.**

13. ábra: Holland tőzsdei gázárak (EUR/MWh)



Forrás: Bloomberg, CEEGEX

14. ábra: Másnapi áramárak (EUR/MWh)

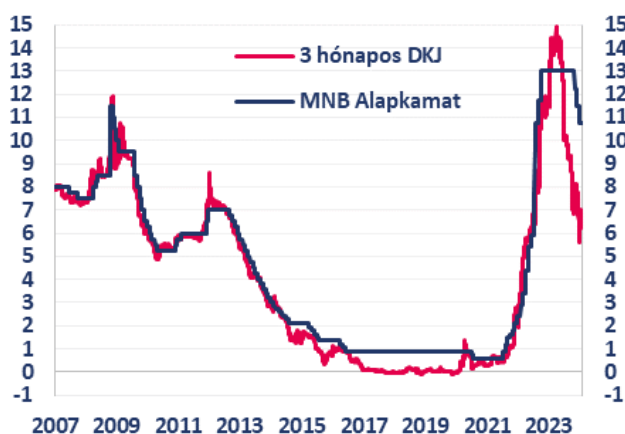


Forrás: HUPX

Monetáris politika, jegybanki alapkamat

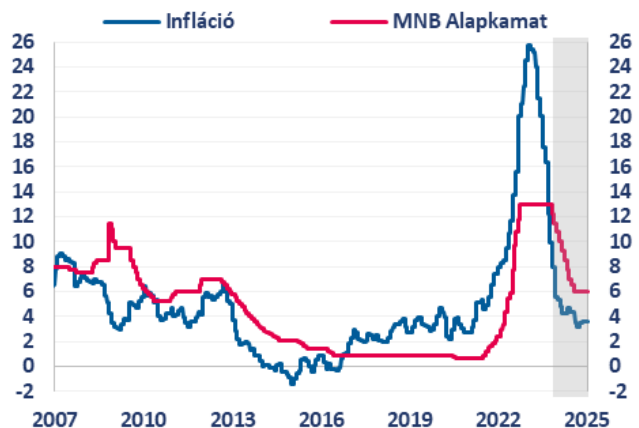
2023. szeptemberben az egynapos betéti gorstender kamatának 100 bázispontos csökkentésével **13%-on összezárt az egynapos betéti kamat az alapkamattal**. Az MNB által figyelt kulcsfontosságú külső és belső tényezők többsége a nemzetközi hangulat októberi romlása – fokozódó geopolitikai feszültség, magasabb olajárak – ellenére további javulást, stabilizálódást mutatott, aminek hatására **Magyarország kockázati megítélése kedvező maradt**, emellett várható volt az infláció meredek csökkenése, lehetővé téve az alapkamat 75 bázispontos csökkentését, és ezt az ütemet fenntartva a további két kamatcsökkentést követően az **irányadó ráta a várakozásoknak megfelelően 10,75%-on zárta a tavalyi évet**.

15. ábra: A 3 hónapos DKJ-hozam és a jegybanki alapkamat alakulása (%)



Forrás: ÁKK, MNB

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



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

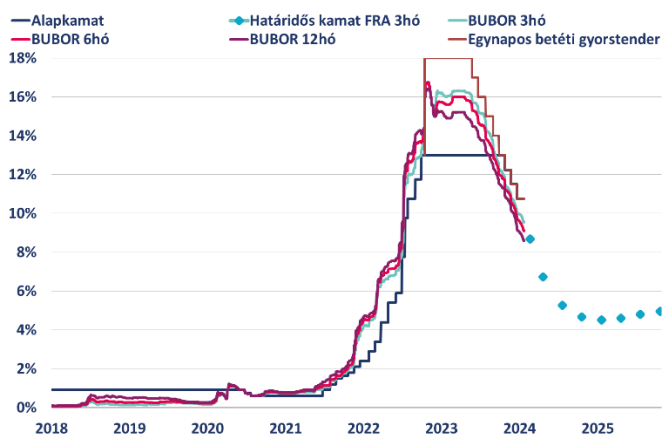
A kamatcsökkentésnek **teret engedett**, hogy az **infláció a vártnál is meredekebben mérséklődött** a tavalyi év második felében, látványosan javult a külső egyensúly, emellett a **globális befektetői hangulat is kedvezőbben alakult** az év végére. A fejlett piaci hozamok lefelé korrigáltak, erősödtek a fejlett piaci kamatcsökkentési várakozások 2024-re, bár megítélésünk szerint jelenleg túlzóak a csökkentési ütem

meredekségével kapcsolatos várakozások. Szintén támogató hatású, hogy az uniós forrásokhoz való hozzáférés kapcsán kedvező döntés született decemberben, ami javítja hazánk kockázati megítélését és külső finanszírozási képességét, emellett a források beérkezése kedvezően hat az államadósság-pálya alakulására is.

2024-ben is folytatódhat a dezinfláció, a hazai gazdaság sérülékenysége is várhatóan tovább csökken a külső pozíción keresztül, így **az alapkamat csökkentése az eddigi ütemben folytatódhat a következő hónapokban**. Várakozásunk szerint azonban az inflációs célhoz való visszatérés lassabban valósulhat meg, ezt csak 2025-ben várjuk, a kamatcsökkentési ciklus 2024. első félév vége felé lassabb ütemre válthat. A jegybank a pozitív reálkamat fenntartását szükségesnek tartja, **így fenntartjuk, hogy 2024. harmadik negyedév elejére 6%-ra csökkenhet az alapkamat, amely az év végéig fennmaradhat, szem előtt tartva az óvatossági motívumot**.

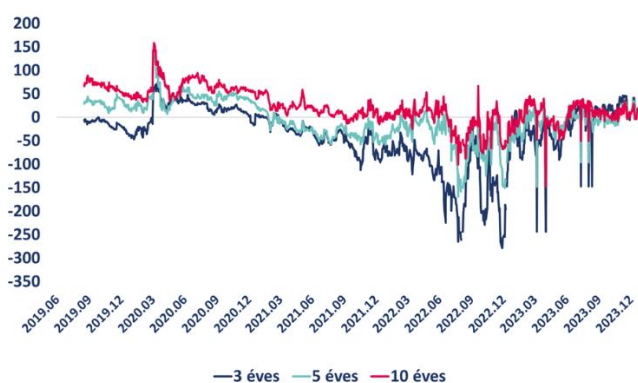
Január közepén felmerültek olyan várakozások, hogy az eddigi 75 bp-os kamatvágás helyett a 100 bp-os lépték is megléphető, és a magyar jegybank vezetői részéről is elhangzott, hogy **szóba kerülhet a következő ülése(ke)n, hogy gyorsítanak a jelenlegi kamatvágási ütemen** az inflációs tendenciák figyelembevételé miatt. Azonban az inflációs célhoz való visszatérés lassabban valósulhat meg az eddig látott gyors dezinflációnál, továbbá a **geopolitikai feszültségek**, amelyek általánosan növelik a világgazdasági kilátásokat övező kockázatokat, ezen felül a **globális dezinflációt övező kockázatok**, és a nemzetközi **befektetői hangulat változékonysága** is körültekintő monetáris politikát indokolnak, amely mellett az **óvatosabb, eddigi ütemben folytatódó kamatcsökkentés mellett tesszük le voksunkat**. A Monetáris Tanács a következő kamatdöntő ülések alkalmával folyamatosan értékeli a **beérkező makrogazdasági adatokat, az inflációs kilátásokat**, valamint a **kockázati környezet** alakulását, és ezek alapján dönt a monetáris kondíciók módosításáról.

17. ábra: Bubor és határidős kamatlábak



Forrás: MNB, Bloomberg

18. ábra: Állampapír és swap hozamok különbsége (bp)



Forrás: Bloomberg

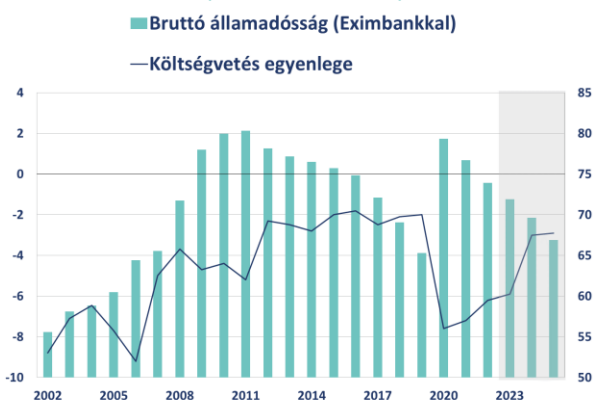
2024 első felében a régiós relatív kamatelőny fokozatosan csökken, elsősorban az MNB kamatcsökkentéseinek hatására, majd a kamatelőny a régiós kamatcsökkentések későbbi indulásának

tükrében fokozatosan tovább olvad 2024. második felében. Míg 2024 elején átlagosan 4,3 százalékpont a kamatkülönbség, ez 2024 végére 1,1 százalékpontra mérséklődhet a jelenlegi kamatvárakozások alapján. A lengyel jegybank 5,75%-ról márciustól csökkentheti az alapkamatot, ami év végére 4,75%-5%-ra jöhet le. A cseh jegybank 2023. decemberben döntött kamatcsökkentésről 2020 után először. 6,75%-ról folyamatos kismértékű kamatvágások következhetnek, de az év végére jelenleg várt 4%-os alapkamat az inflációs folyamatok fényében akár magasabban is alakulhat. A román jegybank 2023. januárban emelt utoljára, azóta 7%-on áll az irányadó ráta. 2024-ben az év eleji inflációs megugrás után nagyobb defláció jöhet, az első kamatvágás májusban következhet, és 5,75%-ra csökkenhet a román irányadó ráta 2024-ben.

Költségvetési folyamatok

A legutolsó ismert részletes adatok alapján 4 074 milliárd forint hiány keletkezett a központi költségvetésben 2023 első tizenegy hónapja során, így az előirányzat 119,8%-a teljesült. Az első tizenegyhavi hiányadat 608 milliárd forinttal volt magasabb 2022. azonos időszakához képest, amely még tartalmazta az szja-visszatérítést, valamint a fegyveres testületek munkavállalóinak járó fél éves juttatást, az ún. fegyverpénzt is. **A pénzügyminisztérium gyorsjelentése szerint 2023 egészét tekintve 4 593 milliárd forint hiány keletkezett,** ez 79 milliárd forinttal alacsonyabb hiány a 2022-es évhez képest, és a 2023-as előirányzat 135%-a. A költségvetés pénzforgalmi egyenlegét rontja, hogy az első tizenegy hónapban az uniós pályázatok előlegkifizetései elérték a 2 402 milliárd forintot, míg a beérkező EU-s bevételek csupán 1 265 milliárd forintnál tartottak, enélkül számolva a pénzforgalmi hiány 1 137 milliárd forinttal lett volna alacsonyabb (az eredményszemléletű egyenleget ugyanakkor nem érintik ezek a bevételek és kifizetések). **2024-től javulhat az előfinanszírozások okozta deficit mértéke, mivel a 2023-as év végén az Európai Bizottság a Magyarországnak járó 10,2 milliárd eurós forrás felszabadításáról döntött,** valamint az előfinanszírozott pályázatokról benyújtott számlák kifizetése is megkezdődött.

19. ábra: Az államháztartás fő mutatószámai (a GDP %-ában)



Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)

20. ábra: Az államháztartás finanszírozási képessége



Forrás: MNB

A kormány tavaly októberben az orosz-ukrán konfliktus következményeiként nyújtott rezsivédelmi támogatás magas költségei és a honvédelmi kiadások növekedése miatt a GDP 5,2%-ra emelte a 2023-as hiánycélt.

A kormány 2023. év végi makrogazdasági előrejelzése alapján **2023-ban a költségvetés 5,9%-os eredményszemléletű hiányt ért el.** A hiány növekedését részben a támogatásokra fordított kiadások megelőző évhez viszonyított 1 436 milliárd forintos megugrása okozta, amelyből 945 milliárd magyarázható a rezsivédelmi támogatások növekedésével, miközben a nettó kamatkidadások 516 milliárd forinttal emelkedtek a megelőző évhez képest. A gazdasági növekedés helyreállításával és a 2023-as évet terhelő egyszeri tételek kiesésével (rezsitámogatások, áfa-visszaigénylések átmeneti megugrása) a következő években fokozatosan újra a 3%-os maastrichti kritérium alá süllyedhet az államháztartás hiánya, azonban ehhez kifejezetten feszes költségvetésre van szükség.

2020-ban a magas finanszírozási igény és a tartalékok feltöltése miatt az **Eximbank beszámításával az államadósság a GDP 79,3%-ára emelkedett**, 2021-től azonban a mérséklődő finanszírozási igény, valamint az érdemben megugró nominális növekedés hatására **ismét csökkenő pályára állt, így 2022-ben 73,3%-ra mérséklődött az adósságráta, ami 2023. év végére 72% közelébe süllyedhet, többek között az erőteljes nominális GDP-növekedésnek köszönhetően.** Az államadósság alakulásában kedvező, hogy folytatódott a lakosság állampapír-állomány dinamikus növekedése, ami csökkenti az államadósság finanszírozásának sérülékenységet. A devizakötvény-kibocsátások hatására átmenetileg a központi költségvetés adósságának **26%-a fölé emelkedett a devizaadósság aránya**, amely azonban így is érdemben elmarad a 2008-as válság mélypontján jellemző 45-50%-os szinttől.

Az idei hiánycél kapcsán felmerül a túlzottdeficit-eljárás (EDP) kérdése is. Az EDP-be kerülés nem okoz jelentős azonnali hatásokat, az eljárás során a Bizottság személyre szabott ajánlásokat küld az adott tagállam számára, amelyek betartása segítene az államháztartás és az államadósság csökkentésében. Amit, ha nem tart be az adott ország és nem hajlandó megfelelő lépéseket tenni a hiány csökkentésére, akkor - a legfrissebb miniszteri megegyezés szerint - várhatóan a GDP 0,05%-át kitevő bírsággal sújtható addig, amíg vissza nem tér az adott tagállam a kijelölt pályára, továbbá korábban az uniós források befagyasztása is a lehetséges szankciók között szerepelt. A 2023. év végén megkötött megállapodásban a forrásbefagyasztás nem merült fel szankcióként, azonban a végleges jogszabály csak az Európai Parlamenttel történő megegyezés után jelenik meg a következő hónapokban.

Magyarország mellett jelentős számú uniós tagország is esélyes az EDP-be kerülésre, az Európai Bizottság 2023. novemberi előrejelzése alapján Belgium, Franciaország, Málta, Lengyelország, Románia, Spanyolország, Szlovákia, Szlovénia és Olaszország is 3% feletti államháztartási hiányt ér el 2023-ban és e fölélt is marad 2024-ben. Továbbá Finnország, Ausztria, Szlovénia és Németország ellen is eljárás indulhat ebben az esetben, mivel

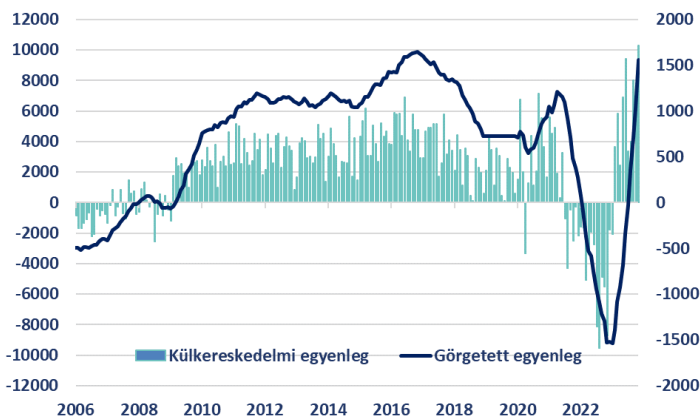
a novemberi előrejelzés szerint nem várható megfelelő mértékű csökkenés a bruttó államadósság kapcsán, vagyis amennyiben ismételten kemény feltételek mentén tér vissza az EDP eljárásrendje, akkor az EU-s tagállamok több mint fele az eljárás alá kerülhet.

Külkereskedelem

A legutolsó ismert adatok alapján **a várákosokat érdemben felülmúló, rekord 1,7 milliárd eurós többlet keletkezett a külkereskedelemben tavaly novemberben.** A gyenge külső kereslet és az ipari termelők árak csökkenése mellett visszafogottan, 3,8%-kal csökkent az export euróértéke, **ugyanakkor a belső kereslet mérséklődése és az energiaárak zuhanása miatt az import értéke 25%-kal esett vissza az előző év azonos időszakához képest.** 2023. január-októberben a kivitel értéke 125,6 milliárd euró, a behozatalé 117,7 milliárd euró volt, az első tíz hónapban 6,6%-kal nőtt az export euróértéke, míg az importé 6,1%-kal csökkent, **ennek köszönhetően 7 929 millió euró többletbe fordult a külkereskedelem egyenlege, ami az előző év októberéhez képest 15 346 millió eurós növekedést jelent az egyenlegben.** Összehasonlításként, a korábbi negatív rekordot jelentő 2022-es évben még összességében 19,5%-kal nőtt az előző évhez képest az export, míg 29%-kal az import euróértéke, ennek megfelelően az egyenleg 9 133 millió euró hiányt mutatott az egy évvel korábbi 1 623 millió eurós többlettel szemben, amiből az energiaegyenleg önmagában 9 988 millió euróval járult hozzá az évben.

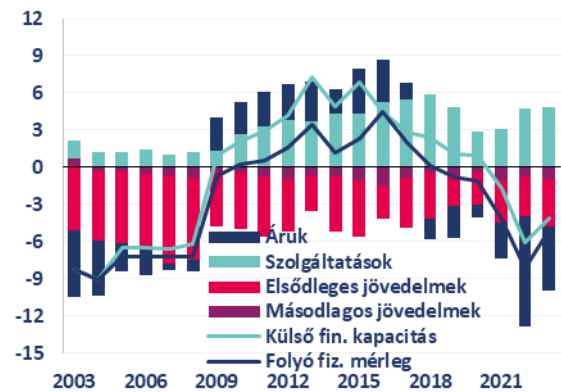
A korábbi rendkívüli kockázatot jelentő energiaárak 2022. év vége óta jelentősen csökkentek, így szignifikánsan javultak a hazai gazdaság külkereskedelmi cserearányai. Mivel az energiaárak továbbra is a jelenlegi szint körüli stabilitást mutatnak, **így a novemberig ismert adatok alapján a külkereskedelmi egyenleg 10 milliárd euró feletti többletet is mutathatott a tavalyi év egészében, érdemben hozzájárulva a folyó fizetési mérleg javulásához, amit egyéb tényezők is javíthatnak.** A külkereskedelmi mérleget nem csupán a javuló cserearányok, hanem a visszaeső importvolumenek is pozitívan befolyásolhatják. A takarékosági intézkedéseknek köszönhetően a számottevően csökkenő gázfogyasztás hatására a gáztárolók töltöttsége jóval meghaladja az egy évvel ezelőtti szintet, így kevesebb importra van szükség a tárolók feltöltéséhez és a fogyasztási szint kielégítéséhez. Az üzemanyagfogyasztás szintén csökken a korábban megemelkedett áraknak köszönhetően, ami a nyersolaj- és olajszármazék importot csökkenti. Az áramfogyasztás szintén csökkent, azonban az áram esetében a napenergia térnyerése és rekordmértékben bővülő, 6000 MW-ot közelítő hazai napelempkapacitás is segíti az import volumenének csökkentését. **A beruházások és a fogyasztás tavalyi lassulása, valamint a cserearányok markáns javulása miatt érdemben javult a tavalyi év külkereskedelmi egyenlege – ami az idei évben is fennmaradó tendencia lehet –,** amit az ellátási problémák enyhülése, valamint új termelőkapacitások üzembe helyezése is támogathat az export javulásán keresztül, amit az idei év második felétől a némileg helyreálló világgazdasági kereslet is segíthet.

21. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása



Forrás: KSH

22. ábra: A külső finanszírozási kapacitás és komponenseinek alakulása (GDP %-a)



Forrás: MNB

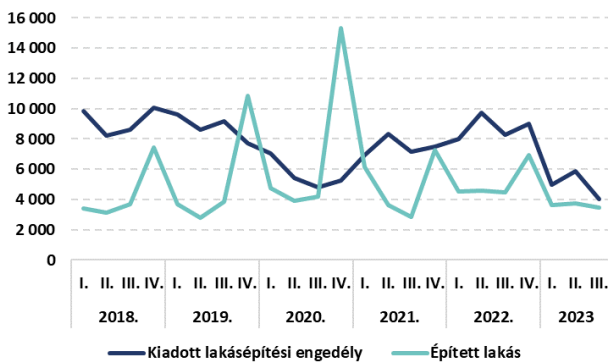
Ingyatlanpiac

2023 gyenge év volt a hazai lakáspiacon, amelyet a vásárlói bizalom romlása, a recesszió, illetve a magas inflációs környezet miatt a háztartások reál értelemben vett rendelkezésre álló jövedelmének mérséklődése okozott. A lakáspiacon elérhető hozamok sem voltak kedvezőek a befektetők számára, ezért más eszközökben, például állampapírban kerestek helyet a pénzüknél. A magas hitelkamatok a saját célú vásárlók jelentős részét távol tartotta a piactól, elhalasztott keresletet okozva. Mindez visszavetette a tranzakciószámot, és megakasztotta az áremelkedést a lakáspiacon 2023-ban.

A tendenciákat tekintve **folytatódott a lakásépítések és a kiadott építési engedélyek számának csökkenése:** 2023. I–III. negyedévében 10 808 új lakás épült, 21%-kal kevesebb az egy évvel korábbinál. A kiadott építési engedélyek és egyszerű bejelentések alapján építendő lakások száma 14 894 volt, ez 43%-kal kisebb, mint 2022. azonos időszakában. Ebből következik, hogy az építőiparnak ebben a szegmensében nem 2023, hanem 2024 lesz a mélypont (az építkezések átfutási ideje miatt várhatóan idén is nagyon kevés lakást fognak átadni), így **csak lassú kilábalásra számítunk.** A következő években - lakáspiaci szakértők átlagos becslése alapján - 15-17 ezer új lakás átadásával lehet számolni országosan, ami nagyjából fele a 2008 előtti éveknek. A 2018 eleje óta eltelt időszakban a lakásépítési engedélyek száma összesen 174 235, míg az átadások száma 55 973 volt, azaz 56 ezerrel több engedélyt adtak ki, mint amennyi lakás megépült.

2023. első három negyedévében 10 808 lakást vettek használatba az országban, 21%-kal kevesebbet az egy évvel korábbinál. Budapesten 29%-os visszaesés történt, 3 234 lakás épült. A vármegyeszékhelyeken 37%-kal, a többi városban 8,6%-kal, a községekben 8,1%-kal csökkent az épített lakások száma 2022. azonos időszakához képest. Az építési kedv az összes településkategóriában csökkent, a települési kategóriák közül a kisebbek felé haladva egyre nagyobb a visszaesés: a fővárosban és a vármegyeszékhelyeken 39%-kal, a többi városban 43%-kal, a községekben 49%-kal kevesebb lakás építését tervezik.

23. ábra: Lakás építések összesen (db)



Forrás: KSH

24. ábra: Duna House tranzakciószám becslés (db)



Forrás: Duna House

A KSH legfrissebb, a tavalyi harmadik negyedéves adatokat tartalmazó előzetes lakásárindexe alapján **továbbra is a lakásárak stagnálása látható**: a megelőző negyedévhez képest 0,3%-os árcsökkenés, az előző év azonos időszakához képest pedig 1,5%-os áremelkedés következett be. Így elmondható, hogy **2022. második fele óta szinte egyhelyben állnak a lakásárak**. Viszont reál értelemben az MNB adatai szerint egy év alatt 18,5%-kal mérséklődtek a lakásárak. **2024. őszéig nem érdemes jelentős áremelkedésre számítani, jóllehet a felújított lakások ára jobban követheti az inflációt, mint a rosszabb állapotú társaiké.**

A magas infláció, a gazdasági bizonytalanságok, illetve a hitelkamatok növekedése egyaránt visszavetette a hitelkeresletet 2023-ban. 2023. utolsó negyedévében még visszafogott maradt az állományi növekedés, a CSOK Plusz bejelentésével és 2024-ben kezdődő elindításával azonban az eddig vártnál magasabb dinamika mentén folytatódhat a növekedés.

2022. májusában (a Zöld Otthon Programos lakáshitelek szerződésének csúcspontján) fordult elő korábban utoljára, hogy a teljes lakossági új hitelszerződések volumene, és ezen belül a lakáshiteleké egyaránt növekedett volna év/év alapon. Most mindkettő emelkedett novemberben: a lakossági hitelfelvétel 23%-kal 167 milliárd forintra, a lakáshitel-felvétel 35%-kal 67 milliárdra. 2023. első 11 hónap adatai alapján azonban a lakáshitelpiac így is 54%-os, a babaváró hitelpiac 40%-os visszaesésben volt a 2022-es év első 11 hónapjához képest. A kamattámogatott lakáscélú hitelek esetében novemberben kisebb volt a volumennövekedés (+6%), mint a piaci kamatozású hiteleknél (+46%), ami alapján okkal feltételezhető, hogy a kamatok csökkenésének és a THM-plafonnak nagyobb jelentősége volt a lakáshitelpiacon, mint a CSOK-változásoknak.

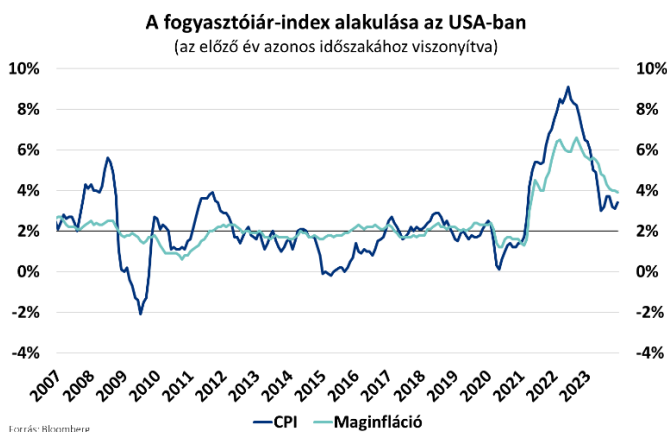
A hitelpiacon 2024-re bővülés várható, de a 2021-2022-ben látott új szerződéses volumenek visszatérése idén még nem reális. Minden jel arra utal, hogy 2024 élénkebb év lehet a magyar lakáspiacon. A csökkenő inflációval együtt a csökkenő kamatok aktivizálhatják azokat a vásárlókat, akik tavaly még kivártak a vásárlással. Az állami ösztönzők lendületet adhatnak az elhalasztott kereslet realizálásának, vagy az érintett fiatalok vásárlási hajlandóságának, miközben idővel a befektetők is újra elkezdhetnek megjelenni a vásárlók között.

III. Nemzetközi gazdasági folyamatok

Az USA gazdasági folyamatai

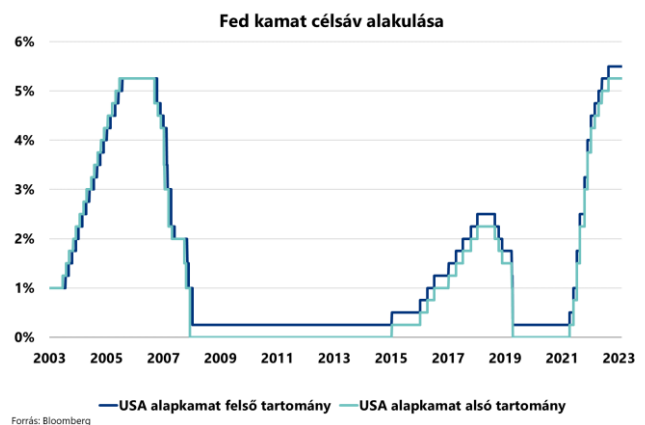
Az inflációs nyomás enyhült az elmúlt egy évben az Egyesült Államokban, de a tavalyi negyedik negyedév végén ismét magasabban alakult. Decemberben az elemzői várakozásokat felülmúlva 3,4%-ra emelkedett az amerikai fogyasztói árindex (év/év), ami romlást jelent a novemberi 3,1%-hoz képest. Korábban a deflációs folyamat nyár végi átmeneti megtorpanását az energiaárak megugrása okozta, decemberben pedig a fogyasztói kosárban legnagyobb súllyal szereplő lakhatási költségek 6,2%-os emelkedése ellensúlyozta az energiaárak 2%-os csökkenését. A maginfláció esetében - amit a Fed is kiemelten figyel - lassabb volt a defláció 2023-ban, decemberben a tisztított mutató 3,9%-ra csökkent év/év alapon a novemberi 4%-ról, elmaradva a 3,8%-os elemzői konszenzustól. A Fed decemberi előrejelzése az infláció csökkenését vetíti előre, de a 2%-os jegybanki célhoz való visszatérés nehezkesebb, az inflációs kockázatokat továbbra is kiemelten figyelik, emellett még mindig láthatóak bizonytalanságok a szolgáltatások árazásában. Arra számít a Fed, hogy az infláció csökkenését a munkanélküliség érdemi növekedése nélkül el tudják érni.

25. ábra: Az USA éves fogyasztóiár-indexe (CPI)



Forrás: Bloomberg

26. ábra: Az USA irányadó kamata



Forrás: Bloomberg

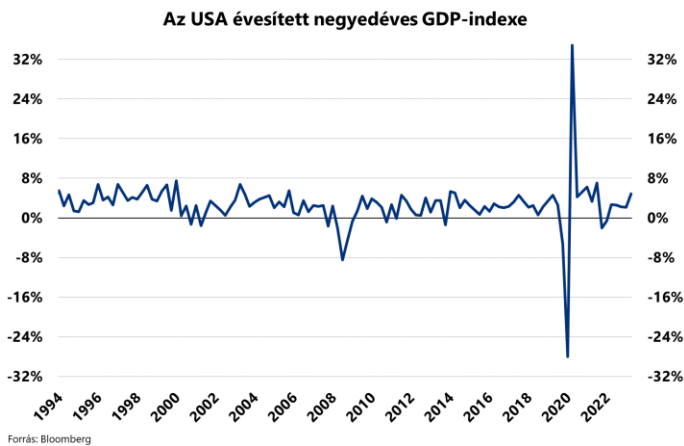
Decemberben a Fed a piaci és a mi várakozásunknak megfelelően az irányadó ráta tartását jelentette be (5,25-5,50%), ezzel sorozatban a harmadik kamatdöntő ülésen maradt változatlan a kamatszint. A Fed elnöke, Jerome Powell elmondta, hogy a kedvező inflációs folyamatok ellenére további megerősítést várnak, a monetáris politikának szigorúnak kell maradnia addig, amíg az adatok nem mutatják meggyőzően a 2%-os inflációs cél felé történő elmozdulást. Ismét kiemelte, hogy a beérkező adatok alapján hozzák meg a kamatdöntést. A gazdaság lassulni kezdett, az infláció mérséklődik; ezek azok a folyamatok, amelyeket látni szeretnének, de indokolt még az óvatosság. Annak meghatározásakor, hogy milyen további lépések lehetnek szükségesek a 2%-os inflációs cél eléréséhez, a testület figyelembe veszi az eddigi szigorítások hatását, ezek késleltetett megjelenését a gazdasági aktivitásra és az inflációra, továbbá a gazdasági és pénzügyi

fejleményeket. A bankrendszer helyzete stabil és ellenálló, a szigorúbb pénzügyi- és hitelkondíciók kihatnak a gazdasági folyamatokra, amelyek hatásai továbbra is bizonytalanok. **A kamatvágások decemberben szóba kerültek**, de a kamatcsökkentés **időzítését illetően nem adott iránymutatást a Fed elnöke**.

A Fed kamatpálya előrejelzése (ami a 19 jegybankár aktuális helyzetértékelését mutatja) optimistább volt decemberben a széleskörű várakozásoknál. **2024-re összesen 75 bázispontos kamatcsökkentést jeleztek a jegybankárok, ami meghaladja a szeptemberben jelzett 50 bp-os csökkentés mértékét. A puha landolás forgatókönyv és az alacsonyabb kamatpálya előrejelzés ismertetése után a piacok még agresszívebb Fed kamatcsökkentési pályát áraztak**, 150 bp kamatvágást 2024-re. Míg korábban 2024. második felére vártuk az első Fed kamatcsökkentést, most **azzal számolunk, hogy 2024. második negyedévében jelenthetik be az első lazító lépést, amit negyedévente egy-egy újabb lazítás követhet**. A piac jelenleg 50%-os valószínűséggel áraz kamatcsökkentést a márciusi Fed-ülésre (január elején ez 70% felett is járt), azonban a jelenlegi fundamentumok alapján ezt a kezdeti időpontot korainak gondoljuk.

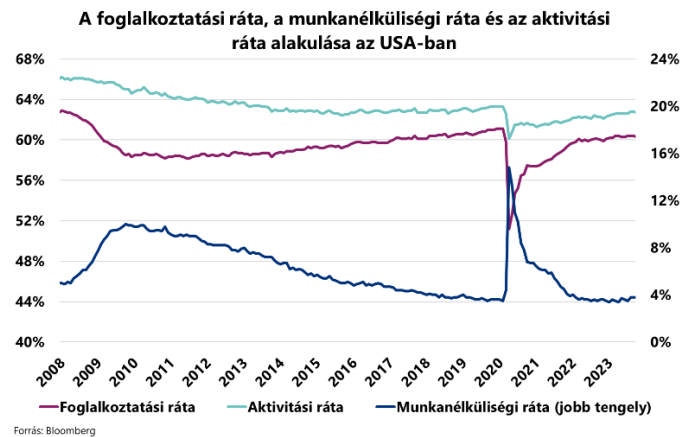
Az amerikai gazdaság közel két éve nem látott ütemben bővült 2023. harmadik negyedévében. Az amerikai GDP-növekedés 4,9% volt az évesített negyedéves adatok szerint, ami kismértékben elmarad az előzetesen közölt 5,2%-tól, de magasabb a tavalyi első félév átlagos 2,1%-os növekedésénél. A lakossági fogyasztás a korábban vártnál kisebb mértékben bővült (3,6% helyett 3,1%-kal), szolgáltatásokra kevesebbet költött a lakosság, de ezzel is 2021. negyedik negyedéve óta nem látott mértékű a fogyasztás növekedése. A magánkészletek, az export és az import is az eredetileg várthoz képest kisebb ütemben nőttek, a lakásberuházásokat és a kormányzati kiadásokat felfelé korrigálták. Korábban, a járvány idején a kormányzattól kapott támogatások **növelték a megtakarításokat**, de ezek fokozatosan kimerülhetnek. **Visszafogottabb fogyasztási hajlandóságot vetít előre a bérnövekedés várható fokozatos mérséklődése.** Aggasztó lehet az egyre nagyobb mértékű eladósodottság is, az ősszel újraindult diákhitel-törlesztéseknél 9 millióan elmaradásban vannak. A kormányzati kiadások (védelmi eszközök nélkül) is támogatták a növekedést, a 2021. novemberben elfogadott infrastrukturális fejlesztési program révén, ugyanakkor az adóssághatár egyezség részeként elfogadták, hogy **következő 2 évben a költségvetés kiadásait lefaragják**, ami szintén mérsékelheti a növekedést az előttünk álló negyedévekben. A lakossági lakáscélú beruházások ugyan két év után először bővültek a harmadik negyedévben, fellendülést a kamatszintek csökkenése hozhat. Az amerikai gazdaság a tavalyi utolsó negyedévben 2,4%-os növekedést mutathatott, s **visszafogottabb növekedés jellemezheti a 2024-es évet is, miután a korábbi kamatemelések reálgazdasági hatása késleltetve láthatóvá válik.**

27. ábra: Az USA évesített negyedéves GDP-indexe



Forrás: Bloomberg

28. ábra: Az USA különböző munkaerőpiaci mutatóinak alakulása



Forrás: BLS

A konjunktúramutatók vegyes képet mutatnak. A feldolgozóipari beszerzésimenedzser-index októberben még stagnálást jelzett, az év utolsó két hónapjában azonban lefelé fordult, elsősorban az új megrendelések csökkenése miatt, ami gyengébb belső keresletre utalt, de tükrözi a világgazdaság növekedésével kapcsolatos bizonytalanságot is. A **visszaeső megrendelések** mellett a **készletek leépítését célzó törekvések** jelzik, a következő hónapokban is alacsonyabb lehet a termelés a feldolgozóiparban. Az **energiaárak átmeneti emelkedése** a működési költségeket is emelte, de a gyenge kereslet mellett a vállalatok ezt **kevésbé tudták áthárítani az ügyfelekre**. Ebben a környezetben a vállalatok csökkentették a foglalkoztatottak számát is, a távozókat nem pótolják. Továbbra is figyelemmel kell kísérni az **ellátási láncot érintő kockázatokat**, legfőképp a hajózás tekintetében, mivel az esetleges feszültségek gyorsan átgyűrűzhetnek a magasabb árakba.

Az amerikai **szolgáltató ágazat** az augusztus-szeptemberi megtorpanás után **egyre bővülő teljesítményt mutat, a decemberi növekedés öt hónapja nem látott mértékű volt**, de még elmarad a tavaszi/kora nyári hónapokban látottól. A járványhelyzet után az árucikkek vásárlásáról a szolgáltatások irányába történt elmozdulás támogatta a szektort a nyár első felében, de a szolgáltató szektor kilátásait árnyalta a korábbi kamatemelések fokozatos begyűrűzése, a lakosság pedig kevesebbet költött utazásra vagy szabadidős tevékenységre. Decemberben az új megrendelések hat hónapja nem látott ütemben emelkedtek, miután a kamatkörnyezetben bekövetkező változások, **a 2024-es kamatcsökkentésekkel kapcsolatos optimizmus javította az üzleti hangulatot**, támogatta a foglalkoztatottságot is az ágazatban. Az élelmiszerárak emelkedése és a bérköltségek továbbra is nyomást gyakorolnak a szolgáltatóipari vállalatokra, **az új értékesítésre irányuló törekvések az eladási árak lassabb emelkedéséhez vezettek**, ami a Fed számára is kedvező hír.

A munkaerőpiaci feltételek feszessége csak lassan enyhül. Decemberben ugyan várt felett, 216 ezer fővel bővült a mezőgazdaságon kívül foglalkoztatottak száma, de a megelőző két havi adatot lefelé korrigálták,

ezzel a negyedik negyedéves átlagos foglalkoztatásbővülés 166 ezer főt tett ki, ami nagyjából a fele a 2023. első negyedévében látott átlagos bővülésnek. A munkanélküliségi ráta 3,7%-on maradt, de elmondható, hogy **a munkanélküli amerikaiaknak tovább tart munkát találni**, emellett a teljes munkaidőben foglalkoztatottak száma 2020. április óta nem látott mértékben csökkent. A **munkaerőpiaci részvételi arány** lényegében nem változott októberben és novemberben, azonban aggodalomra adhat okot, hogy **decemberben 0,3%-kal 62,5%-ra jött le**, ez a legnagyobb csökkenés az elmúlt három évben. Az átlagos órabérek bővülése 4,1%-ot tett ki decemberben, ami magasabb a vártnál és a novemberben látott közel két és fél éves mélyponthoz képest is felfelé mozdult el, ami inflációs tekintetben jelenthet kockázatot. Látható, hogy **a kamatemelési ciklusból következő lassulás csak lassan mutatkozik meg a munkaerőpiaci adatokban**, ami óvatosságra intheti az amerikai jegybankot a kamatcsökkentési ciklus kezdetének meghatározásakor is. **A Fed várakozása szerint a munkanélküliségi ráta 2026-ig várhatóan nagyjából szinten marad**, mivel a potenciálisnál alacsonyabb kibocsátásnövekedés hatásait ellensúlyozza a munkaerőpiac működésének további javulása.

Az eurózóna gazdasági folyamatai

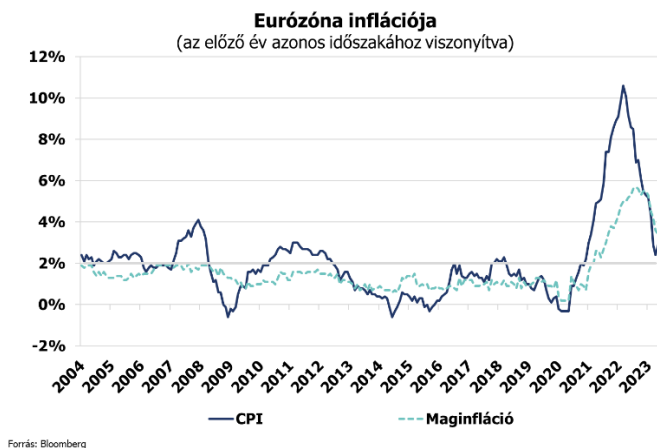
Az infláció mérséklődése folytatódott az eurózónában, de az inflációs mutatók csak lassan javulnak és még mindig messze járnak az árstabilitás 2%-os szintjétől. Az inflációs ráta 2022. októberében indult csökkenésnek, a trend tavaly áprilisban átmenetileg megtört, majd májustól ismét folytatódott a defláció, egészen az év utolsó hónapjáig. Decemberben **2,9%-ra emelkedett az eurózóna inflációja, ami megfelelt a várakozásoknak**, azonban magasabb a novemberben látott 2,4%-os értéknél. A háttérben az energiaárak csökkenésének kisebb üteme áll leginkább (-11,5% után -6,7% év/év alapon, bázishatás miatt), emellett a szolgáltatások esetében is fennmaradt a 4%-os éves drágulás, a novemberi hónaphoz hasonlóan.

Az EKB számára fontosabb **maginfláció** – amely jobban tükrözi az inflációs alapfolyamatokat – a vártnál nagyobb mértékben **3,6%-ról 3,4%-ra mérséklődött**. A maginfláció esetében már az ötödik egymást követő hónapban is alacsonyabb számot közöltek, de a tisztított ráta még továbbra is messze a jegybanki céltól. Az Európai Központi Bank **elsődlegesen a maginflációt veszi figyelembe a monetáris politikai döntéseknél**. Az EKB is számolt azzal, hogy **átmenetileg ismét megemelkedhet a fogyasztói árindex**, továbbá a belső ároldali nyomás magas marad a fajlagos munkaerőköltség erős növekedése miatt. A múltbeli kamatemelések hatása a hitelezés csökkenésén keresztül már látható, ez az egyik tényező az infláció fokozatos csökkenése mögött. **A belső inflációt** (elsősorban a béreket és a profitokat) **illetően** még nem látható a csökkenés, **több adat szükséges a folyamatok értékeléséhez**.

Az EKB friss negyedéves előrejelzésében a várakozásoknak megfelelően a **2024-es inflációs előrejelzését kismértékben lefelé módosította**. 2024-ben 2,7%-os (előző: 3,2%), 2025-ben változatlanul 2,1%-os inflációval számolnak. A maginfláció esetében a 2024-es prognózis 0,2 százalékponttal mérséklődött a szeptemberi várakozáshoz képest.

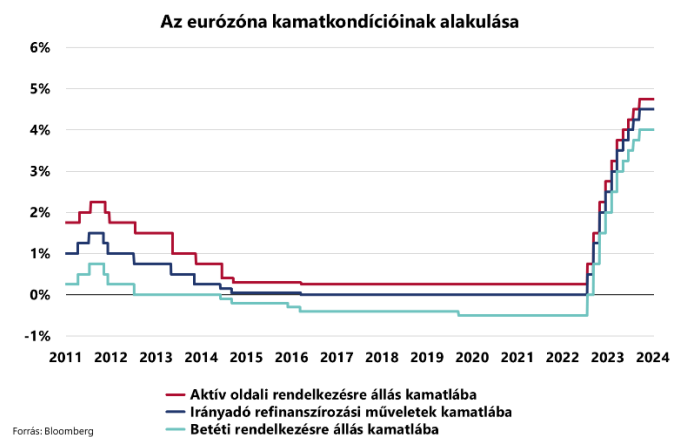
Novemberben **6,4%-ra csökkent az eurózána munkanélküliségi rátája** az októberi 6,5%-ról, ezzel ismét történelmi mélypontra süllyedt. Az európai historikus értékekhez mérve, és a gazdaság gyenge teljesítménye ellenére a munkaerőpiac továbbra is feszes, ebben a környezetben a bérek emelkedése csak lassan mérséklődhet, ami elnyújthatja a dezinflációt.

29. ábra: Az eurózána éves inflációjának alakulása



Forrás: Eurostat

30. ábra: Az eurózána kamatkondícióinak alakulása



Forrás: Bloomberg

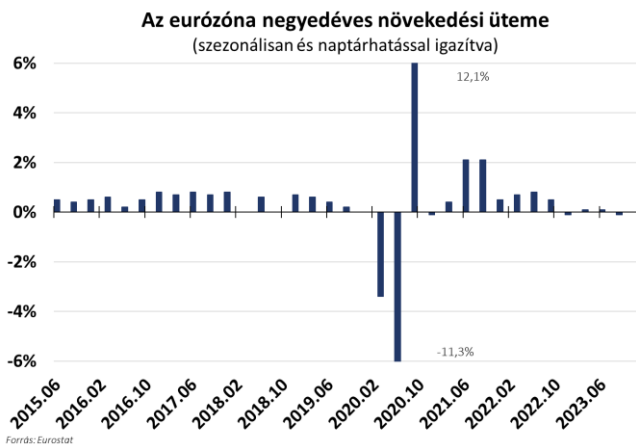
Az Európai Központi Bank a 2022. július és 2023. szeptember között végrehajtott 10 kamatemelést követően tavaly **októberi és decemberi ülésén is a kamatszintek tartását jelentette be**, az irányadó refinanszírozási műveletek kamatlába 4,5%-on, a betéti ráta pedig 4,0%-on maradt. **Christine Lagarde**, az EKB-elnöke **megerősítette**, hogy a jövőbeli döntéseket a **makroadatok alakulásának függvényében** hozzák meg. Az EKB egyetlen célja az árstabilitás biztosítása. Továbbra is úgy vélik, hogy a **mostani kamatszint, ha megfelelően hosszú ideig fennmarad**, jelentősen hozzájárulhat a 2%-os inflációs cél eléréséhez. A kamatdöntések alapját továbbra is az képezi, hogy milyenek ítélik meg az inflációs kilátásokat a beérkező gazdasági és pénzügyi adatok, az inflációs alapfolyamat dinamikája és a monetáris politikai transzmisszió erőssége fényében. Míg a piacok 130 bp-os kamatcsökkentést áraznak az idei évre, **kamatcsökkentésre várakozásunk szerint legkorábban 2024. közepén nyílhat tér**, ha az említett inflációs kockázatok mérséklődnek.

Az **eurózána gazdasága 0,1%-kal csökkent 2023. harmadik negyedévében, az előző negyedévhez képest, és stagnált év/év alapon**. A nagy tagállamok közül a francia és a német gazdaság 0,1%-kal zsugorodott, míg az olasz gazdaság 0,1%-ot javított, a spanyol gazdaság pedig 0,3%-kal bővült. A harmadik negyedéves gyenge teljesítmény hátterében főként **a készletek csökkenése állt, stagnáltak a beruházások, a fogyasztás azonban támogatta a növekedést**. Az export is (-1,1%) és az import is (-1,2%) közel hasonló mértékben csökkent, ezek eredőjeként a nettó exportnak érdemi hatása nem volt a növekedésre. A gyenge külső kereslet és geopolitikai kockázatok mellett **2023. negyedik negyedévben** is hasonló visszaesés várható, így **ismét recesszióba kerülhet az eurózána gazdasága**, de a pandémiás időszakokkal összevetve ennek mértéke jóval kisebb.

Középtávon az infláció enyhülése eredményezhet javulást a kilátásokban, ami stabilizálhatja az áruk iránti keresletet is, ugyanakkor az EKB kamatemelései nyomán megdrágult hitelek mellett nagy felfutás nem várható a növekedést tekintve.

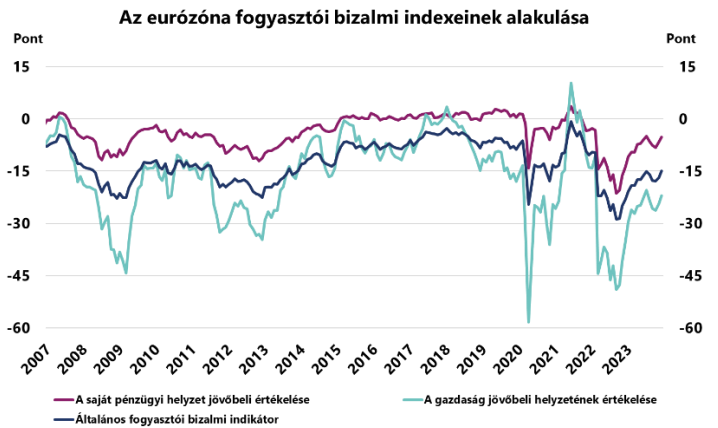
Az eurózóna magánszektora 2023 végén is zsugorodott, miután a csökkenő kereslet az aktivitást is visszafogta, elsősorban a feldolgozóiparban, de a szolgáltatóipar teljesítménye is már öt hónapja a csökkenést jelző tartományban mozog, bár itt a csökkenés egyre kisebb mértékű. Az inflációs folyamatok továbbra is vegyesen alakultak, a szolgáltató szektorban a vállalatok agresszívabbak voltak az árképzésben az amúgy csökkenő input költségek mellett is, ami egy újabb tényező, hogy az EKB nem fog tud gyorsan és markánsan kamatot csökkenteni. Ezzel szemben a feldolgozóiparban már kilenc hónapja csökkennek a bekerülési árak és az eladások ösztönzésére a vállalatok rendre nagyobb árkedvezményeket jelentenek be.

31. ábra: Az eurózóna negyedéves GDP-növekedésének alakulása (igazított)



Forrás: Eurostat

32. ábra: Az eurózóna fogyasztói bizalmi indexeinek alakulása



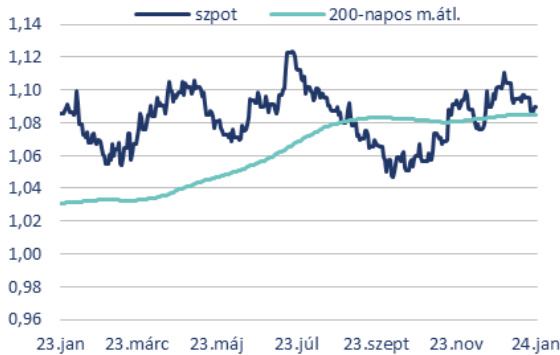
Forrás: Eurostat

Az eurózónában a fogyasztói bizalmi index javulást mutatott a tavalyi utolsó negyedévben, az októberi stagnálást követően novemberben és decemberben is magasabb értékeket közöltek. Az eurózóna háztartásai kedvezőbben látják a saját pénzügyi helyzetüket, illetve a gazdaság várható helyzetét is, a munkanélküliségtől való félelem is alábbhagyott a lakosság körében.

IV. PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP

Nemzetközi devizapiacok

33. ábra: Az EUR/USD keresztárfolyama



Forrás: Bloomberg

34. ábra: Az USD/JPY keresztárfolyama



Forrás: Bloomberg

A nyár közepén még a magasan maradó dollárkamatokkal kapcsolatos várakozások erősítették a dollárt, amely **október elejéig** egészen az 1,045-ös szintig menetelt az euróval szemben. Itt **fordulat érkezett az EUR/USD árfolyamban**, majd novemberben begyorsult az emelkedés, ami ugyan megtört, de a Fed decemberi kamatdöntő ülését követően ismét gyengülést mutatott a dollár az euróval szemben. A **kamatemelési ciklus tetejének elérése után egyre inkább a kamatcsökkentések kezdete került napirendre az év végén**, de az is látható 2024 elején, hogy a piac túlfűtött várakozásait a jegybankárok is igyekeznek hűteni. A **kedvezőbb amerikai makroadatokat, illetve az átmenetileg emelkedő inflációs mutatók is azt jelzik, az év első hónapjaiban nem jön még el a kamatvágások ideje a fejlett piacokon.**

A jegybankok igyekeztek elkerülni a túlszigorítást, de óvatosak az első kamatvágást illetően is, mert ha túl korán lazítanak a monetáris kondíciókon, és visszakozni kell, annak negatív hatásai sokkal erősebbek lehetnek. Azzal pedig, hogy a **piacok előrementek a kamatvágások árazásával** és azzal, hogy lejöttek a hozamok, már lényegében a kamatcsökkentés hatását érik el, **szűkítve a teret a kamatcsökkentések előtt. A később kezdődött európai szigorítási ciklus után várhatóan 2024-ben a kamatcsökkentések terén is kivárhat az EKB és csak a Fed első lazító lépését követően hoz majd hasonló döntést.** 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 fakad az európai közös monetáris politika sodródónak tűnő jellege. Ezen túlmenően fundamentális szempontból továbbra is az euró moderált erősödése indokolt a devizakereslet arányaiból kifolyólag, mivel **az euróövezetnek a megdrágult, de azóta jelentősen korrigáló import energiaárak és a némileg magára találó ipari exportnak köszönhetően továbbra is fizetési mérleg többlete van (2023 Q3: +33,8 Mrd EUR). Míg ezzel élesen ellentétes a pandémia előtti szinthez képest is masszívan negatív amerikai fizetési mérleg (2023 Q3: -200,3 Mrd USD),** amit az amerikai gazdaság ellenállóságából fakadó kereslet, illetve a beruházások importvonzata

is erősít. Továbbra is jelen van az amerikai pénzügyi szektorral kapcsolatos félelem a korábban magasra emelkedő kamatok későbbi begyűrűzésének fényében, ami középtávon még mindig stabilitási kockázatot jelenthet. **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.

2024 abban a tekintetben is különleges, hogy soha annyi választást nem tartottak még egy évben, mint idén. Több, mint 60 országban járulnak az urnákhoz a választók. Nagyságrendjét tekintve a választásokban érintett országok lakossága 4 milliárd embert tesz ki, ami a **Föld népességének felét jelenti.** Egy adott országban zajló választások kimenetele általában az adott nemzet és a szűkebb régió lakosságát, gazdasági és üzleti folyamatait, jövőképét érintik. Van azonban néhány olyan választás, amelynek kimenetele jelentős befolyással bír a regionális vagy akár a globális folyamatokra is. Hazai szemszögből nézve fontos a **júniusi Európai Parlamenti választás** és itthon az azzal egyidőben esedékes önkormányzati választás. A napirenden lévő ügyek között a **közös európai költségvetés** ügye és a **költségvetési fegyelem** kiemelt figyelmet kaphat, miután már több helyen felmerült, hogy nem feltétlenül szükséges szigorúan kezelni a maastrichti kritériumokat, a növekedést lazább fiskális politikával érdemes támogatni, majd az újonnan létrejövő parlament közös döntése alapján nyílhat vagy szűkülhet a mozgástér ebben a kérdésben. Az **őszi időszak kardinális kérdése az amerikai elnökválasztás.** Bár Trump indulása kapcsán még vannak jogilag rendezendő kérdések, ám az eddigi felmérésekből az körvonalazódik, hogy **Trump és Biden személyéről, az általuk képviselt értékekről szól majd a kampány.** A választások kimenetelének előrejelzése nagy kihívást jelentett az elmúlt években, a közvélemény-kutatások még a választás előtti utolsó hetekben is rendre félremérték az eredményt.

Míg az elmúlt 1-2 évben a magasabb fejlett piaci kamatok hatását tompították a kormányzatok támogató intézkedései – ezek között az amerikai fiskális lazítás nagyságrendekkel volt magasabb az EU-ban látottnál –, most azonban **ezek az intézkedések éppenhogy megnehezítik a hatalomra készülő vagy azt megtartani szándékozó politikai erők gazdasági programjainak kialakítását.** Az IMF előrejelzése szerint az **USA költségvetési hiánya a bruttó hazai termékhez viszonyítva 6,5% és 8% között alakulhat a következő négy évben,** míg 2022-ben még a GDP 4%-át sem érte el. Az amerikai kamatkidadások a GDP 3%-a alatt voltak 2022-ben, azonban 2028-ig a GDP 4,5%-ára emelkedhetnek. De nemcsak a költségvetés, hanem **az államadósság szintje is rekordokat döntöget, ez elmondható az Egyesült Államok, az Egyesült Királyság mellett a feltörekvő országokra is,** az IIF becslése szerint utóbbiak esetében az államadósság átlagosan a GDP 68,2%-át érte el. A győztes pártok költségvetési ígéretei gyakran meghatározzák a piaci reakciókat, de érdemes megjegyezni, hogy hosszú távon nincs egyértelmű összefüggés a kormánypárt és a piaci teljesítmény között.

A forintárfolyam alakulása

A tavalyi negyedik negyedév elején még a 390-es szintnél is járt a forint az euróval szemben, azonban már októberben a 385-ös szint alá került, párhuzamosan azzal, hogy az irányadó kamatszint csökkentése a várt ütemben folytatódott az év hátralévő részében is. **Az EUR/HUF árfolyam az előző év utolsó két hónapjában a 376-384-es, szűkebb sávban stabilizálódott**, majd január első hetében az év végi várakozásunknak megfelelő **378-as szintre került**.

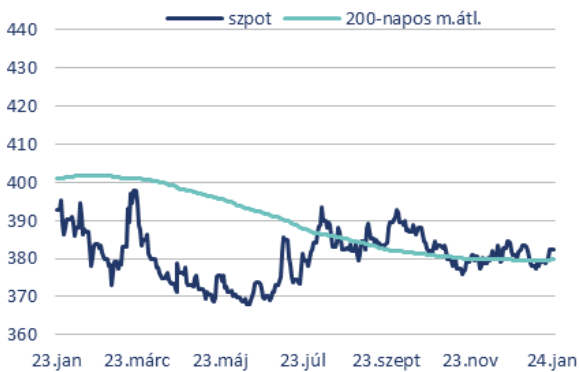
A kamatcsökkentések és a továbbra is vonzó kamatfelár mérséklődésének hatását ellensúlyozza a külső egyensúly és a folyó fizetési mérleg markáns javulása – az 1%-os többletet is megközelítheti a mérleg idén –, ami nettó forintvételi pozíciót jelent, **továbbá az EU-s források gyakorlati érkezésével kapcsolatos hír is pozitív fundamentálisan**, illetve a jelentős volumenben beáramló FDI is pozitív háttérelemet jelent. Emellett a jelenlegi kamatcsökkentési pályát, **a hazai kamatok normalizálódását már beárazták a határidős piacok, így a kamatcsökkentési lépések várt ütemben való megvalósulása nem jelent forintgyengítő tényezőt**. Továbbá látványosan pozitívvá vált a reálkamat, és az infláció fokozatos mérséklődésével is bőven pozitív marad, amely mellett az elvárt hozam is csökkenhet. Ezen felül a hazai gazdaság kockázati megítélésének javulása, a sikeres devizakötvény kibocsátások a kockázati felárak szűkülését is eredményezték, valamint az amerikai dollár fokozatos mérsékelt leértékelődése is segíti a feltörekvőnek elkönnyvelt devizákat. További pozitív tényezőt jelent a hazai deviza kapcsán, hogy a tavalyi év óta a kiemelten vonzó forint lakossági állampapírok is erősítik a forint iránti keresletet és bizalmat, szemben a devizában való megtakarítással.

A hazai irányadó kamatszint továbbra is kiemelkedően magas, így kellő védelmet nyújt a forintnak és a **fennmaradó régiós relatív kamatelőny is segít a következő hónapokban a pozitív reálkamat fenntartásában**. A jelenlegi kamatszint mellett továbbra is drága a forint elleni short pozíciók felvétele és továbbra is megéri forintban denominált eszközökben forintkamatért tartani a befektetéseket (bár csökkenő mértékben, de akár más, alacsonyabb kamatozású devizában felvett hitelből is, vagyis carry trade pozíciót is felvenni). Szintén a pozitív tényezők közt szerepel, hogy a nemzetközi befektetői hangulatot befolyásolni képest hitelminősítői döntések nem tartalmaztak negatív felülvizsgálatra vonatkozó megjegyzést az elmúlt időszakban. A régiós devizák euróval szembeni teljesítményét összehasonlító 37. ábrán látható, hogy a forint továbbra is jelentős korrekciós trendet mutat és 4%-kal a tavaly ilyenkor szintje alatt tartózkodik, ezzel is segítve az import infláció leszorítását, azonban a régiós első helyet immár kismértékben átvette a zloty erősödése, miközben a korona masszívabban gyengülő trendet mutat.

Ezek mellett a forint kapcsán negatív tényezőként figyelembe lehet venni, hogy egy esetlegesen újból tartósan megugró energiaárhullám és romló külső egyensúly a tavaly látottakhoz hasonlóan turbulenciát okozhat, mivel a magyar gazdaság külső energiafüggősége ugyan kismértékben csökkent tavaly óta, de

továbbra is jelentős. Kockázatot jelenthet az EU-val, illetve az EU-s források kapcsán esetlegesen újból elmérgesedő politikai vita, vagy a költségvetési hiánycél tarthatóságával kapcsolatos eljárások. Továbbá – bár egyre inkább „beépült kockázatként” van jelen – nemzetközi befektetői szempontból lényeges, hogy az orosz-ukrán háború egy közvetlenül szomszédos országban zajlik, ezért a földrajzi közelség miatt még a feltörekvő piacokon belül is kiemelt volatilitás jellemezheti a régiós devizákat negatív geopolitikai fejlemények esetén. Ezen felül az általános nemzetközi befektetői hangulat is szerepet játszik az eszközök árazásában, például nemzetközi menedékkeresés esetén egy erősödő dollár kockázatot jelent. Jelenleg éppen a kitolódó fejlett piaci kamatcsökkentési várakozások vannak a piaci fókuszban, ami később tágulni kezdő kamatfelárat jelent a feltörekvő piaci devizák számára, így a magas bétájú, önmagában kockázatot jelentő, a folyamatokat általában „túlreagáló” forint számára is. **A várakozásunk jelenleg 2024 végére 372,50-es árfolyamszint, mivel a pozitív és a negatív irányú kockázatok megközelítőleg kiegyensúlyozottak, kismértékben pozitív többletűnek látszanak jelenleg.** A 2023-ban látott szélsőséges kilengésekre jelenleg kisebb az esély, de váratlan geopolitikai fejlemények hordozhatnak negatív irányú kockázatot, azonban egy ilyen forgatókönyv esetén a forint nem lenne egyedül ezzel a problémával a világpiacon.

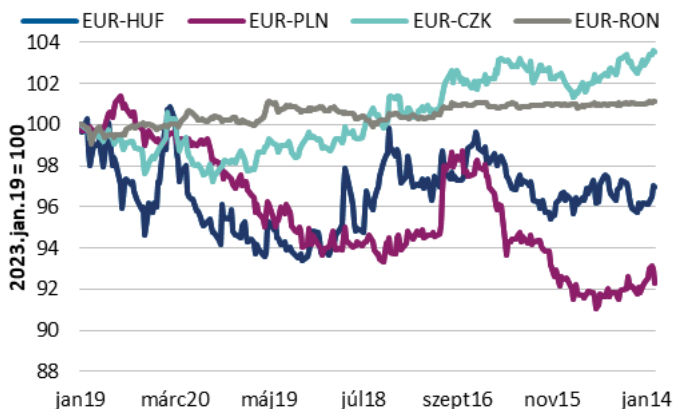
35. ábra: Az EUR/HUF keresztárfolyam



36. ábra: Az USD/HUF keresztárfolyam

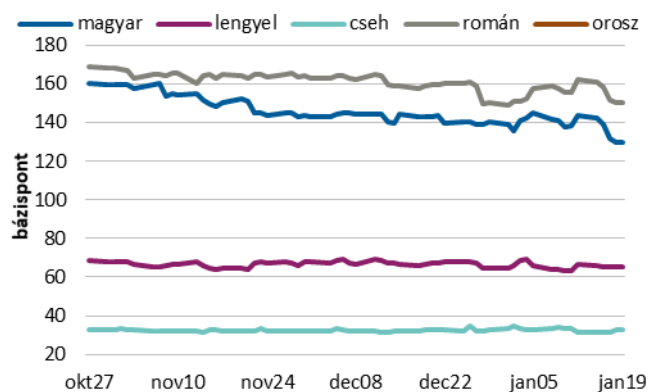


37. ábra: Az EUR/régiós devizák relatív telj. (előző év azonos időszaka=100)



Forrás: Bloomberg

38. ábra: A régiós csőd-kockázati CDS felárak alakulása

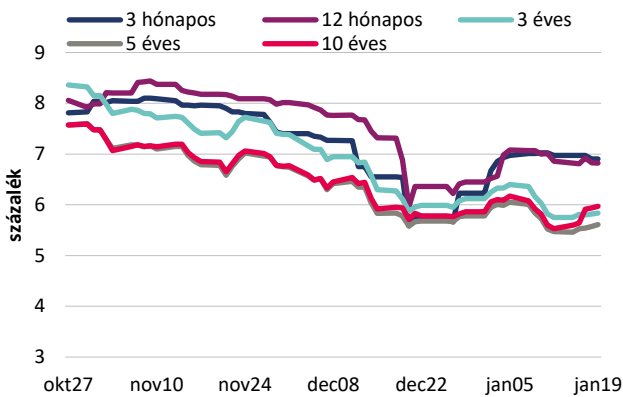


Forrás: Bloomberg

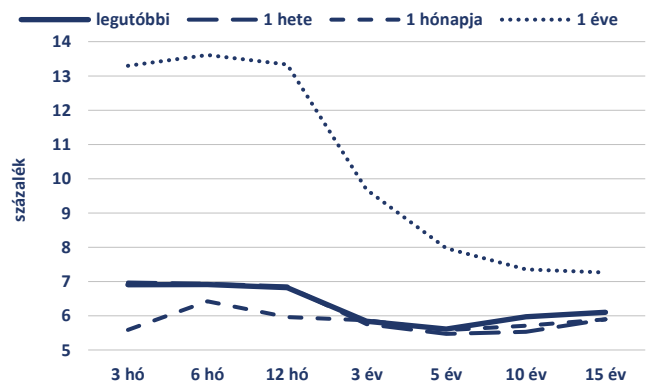
A magyar 5 éves csőd-kockázati CDS felár a háború előtti 55bp-os szintjéhez képest továbbra is 100bp felett mozog, de 136 pontos szintje kismértékben alacsonyabb az előző negyedévi szintjénél, így további fokozatos csökkenés látszik a hazai felárakban. Eközben az ukrajnai háború kapcsán hasonló földrajzi helyzetben lévő lengyel CDS szintén kismértékben csökkent az előző negyedévhez képest, míg a román CDS hasonlóan csorgott lefelé, azonban jól látszik az esetleges háborús földrajzi érintettség szerepe is, mivel eközben a cseh felár éves összevetésben is érdemi stabilitást és alacsony szintet mutat.

Magyar állampapírpiac, hozamok

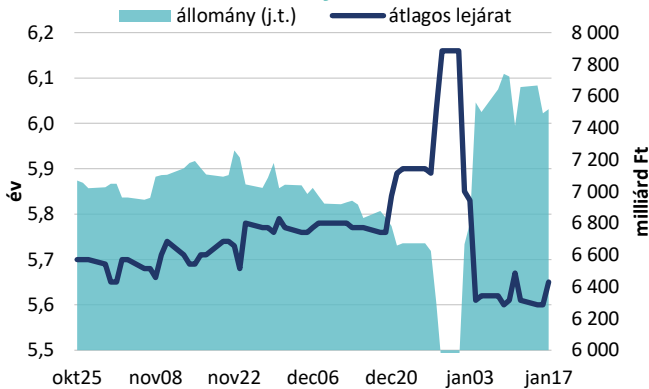
39. ábra: Magyar állampapírhozamok



40. ábra: A magyar hozamgörbe alakulása

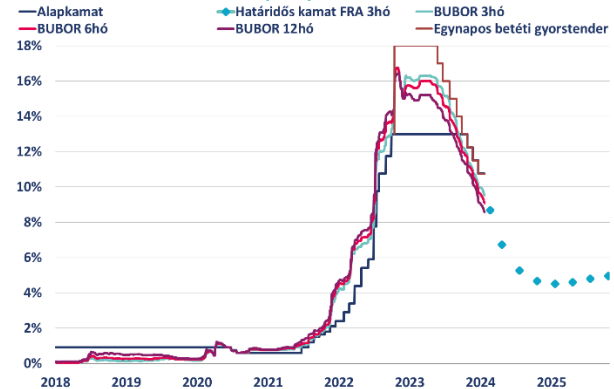


41. ábra: Külföldiek forint állampapír-állománya és lejárat



Forrás: Bloomberg, ÁKK

42. ábra: Magyar bankközi kamatok és a határidős kamatpálya lefutása



Forrás: Bloomberg, MNB

A magyar államháztartás finanszírozási helyzete továbbra is stabil, az ÁKK rendszeres aukcióin jelentős kereslet látszik minden lejáraton, amely keresletet ösztönzi a korábbi évekhez képest jelentősen megemelkedett – a kamatcsökkentések ellenére is - vonzó hozamszint; illetve a kormányzati lépések is, melyek az állampapírpiac felé szándékoznak terelni a lakossági és a vagyonkezelői likviditást. Ez a hatás látványossá is vált a hozamgörbe rövid oldalán, miközben a hozamgörbe hosszabb oldalát a fundamentumok javulásán túl az is segíti, hogy az MNB nem értékesíti a mérlegében lévő, a teljes adósságon belül 7%-os részarányt képviselő állampapír-állományát, a kötvényvásárlási programok keretében megvásárolt állampapírokat lejáratig tartja.

A vonzó hozamoknak köszönhetően a külföldiek továbbra is keresik a magyar forint alapú állampapírokat, az októberi 7 000 milliárdról január közepére 7 600 milliárd forintra emelkedett az általuk birtokolt állomány. 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 – így az infláció csökkenésével mérséklődhet a PMÁP dominanciája. Összességében a háztartások kezében közel 10 ezer milliárd forintnyi állampapír, vagyis a teljes államadósság 20%-a van jelenleg.

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

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

	ÁKK célérték 2023	2023.12.31*	2021.12.31*
Államadósság devizaaránya	maximum 30%	26,9%	20,4%
Devizaadósság összetétel (devizaswapok után)	100% EUR	100% EUR	100% EUR
Átlagos lejáratidő (ATM)	minimum 5,5 év	6,1 év	5,1 év
Átlagos átárazódásig hátralévő idő (ATR)**	minimum 4,0 év	4,9 év	4,5 év
Fix kamatozású papírok aránya	60-80%	68,6%	81,5%
Lakossági állampapírok aránya	20-25%	20,3%	24,5%
Zöldkötvények aránya	-	3,5%	-

*Forrás: ÁKK előrejelzés, 90 napos mozgóátlag

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

A teljes államadósságon belül a devizaarány jelenleg 26% fölött áll az ÁKK számításai alapján. A finanszírozáshoz kapcsolódóan az ÁKK - reagálva a piaci körülményekre - folyamatosan tolta felfelé a tolerálható maximális devizaarányt és jelenleg a 25-30%-os sávnál tart ez a stratégiai célszint, ami a finanszírozási stratégia manőverezési képességének növelésével indokolható, mivel a forinthozamok 2021. végétől látott – bár már korrigáló - jelentős megugrása kibocsátói oldalról egyre vonzóbbá tette és teszi az érdeemben alacsonyabb kamatszintű devizakötvény kibocsátásokat.

A 42. ábrán látható határidős kamatlefutás továbbra is relatíve gyors csökkenést áraz, ami illeszkedik a saját, 2024 végére 6%-os irányadó kamatszint várakozásunkhoz. A határidős kamatláb-megállapodások 2024 végére 6% alá csökkenő irányadó kamatszintekkel kalkulálnak, ami érthető, hiszen az inflációs folyamatok lehetővé fogják tenni a kamatvágás folytatását, amit az is indokol, hogy a jelenlegi magas kamatszintek tartós fennmaradása érdeemben fékezi a reálgazdasági növekedést több fronton is, ami egyik szereplőnek sem

érdeke. Ez a normalizálódás fokozatosan segítséget jelent majd az államadósság megugrott kamatterheinek és finanszírozási kockázatainak csökkentésében is, elsősorban a bankközi hozamokhoz indexált papírok esetében, illetve a rövid oldalon a gyors átárazódásnak köszönhetően, azonban a határidős kamatlefutás a múltbeli tapasztalatok alapján meglehetősen volatilis, így elsősorban elméleti irányjelző szerepet tulajdonítanánk a görbének.

A jelen kiadvány készítői



Kuti Ákos, CFA

Elemzési Centrum vezető

Kuti.Akos@mbhbank.hu



Horváth András

Vezető elemző

Horvath.Andras@mbhbank.hu



Balog-Béki Márta

Szenior tőkepiaci elemző

Balog-Beki.Marta@mbhbank.hu



Cserép Máté

Gyakornok

cserep.mate@mbhbank.hu

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

JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MBH Bank Nyrt. (székhely: 1056 Budapest, Váci u.38.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-040952; tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001.; a Budapesti Értéktőzsdé 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 kereskedelemre vonatkozó tilalom. A kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek, és a jelen tájékoztatás nem teljes körű.
3. A jelen kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, jegyzésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek, felhívásnak, ajánlattételnek, továbbá nem minősül adótanácsadásnak. A tájékoztatás nem teljes körű, a kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. A kiadvány nem minősül befektetési tanácsadásnak, abban az esetben sem, ha a dokumentum bármely része egyes pénzügyi eszköz vonatkozásában annak lehetséges árfolyam-, hozam-alakulásával kapcsolatos ismertetést tartalmaz. Jelen dokumentum nem veszi figyelembe az egyes befektetők egyedi igényeit, körülményeit és céljait, így személyre szóló ajánlás hiányában nem minősül befektetési tanácsadásnak.

A Bank kizárja a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, a konkrét egyedi befektetési döntésekért, az ebből eredő következményekért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért, veszteségekért.
4. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valódiságáról, pontosságáról, helytállóságáról és teljességéről a Bank biztosítékot nem kapott, ezért a dokumentumban leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban sem a dokumentum készítői, sem a Bank felelősséget nem vállalnak. A kiadványban megjelölt tartalmak és vélemények a kiadványt készítő szakembereknek, a kiadvány elkészítésének időpontjában fennálló piaci körülmények alapján kialakított, megítélését tükrözik, amelyek újabb információk, a piaci viszonyok, gazdasági körülmények változása esetén külön értesítés és figyelmeztetés nélkül megváltozhatnak. A Bank fenntartja a jogot, hogy a jövőben előzetes értesítés nélkül módosítsa a jelen dokumentumban foglalt megállapításokat.
5. Az árfolyamok, hozamok, egyéb adatok múltbeli alakulásából nem lehetséges a jövőbeni árfolyamokra, hozamra, illetőleg teljesítményre vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybevételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők a befektetésre vonatkozó döntés meghozatala előtt az adott pénzügyi eszközre és a befektetési szolgáltatásra vonatkozó üzletszabályzatot, tájékoztatót, egyéb szerződéses feltételeket, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthető el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével és befektetési céljaival, továbbá körültekintően mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatait, a díjakat, költségeket és a befektetésekből származó esetleges veszteségeket, károkat! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról, valamint a befektetésre vonatkozó döntésének meghozatalát megelőzően forduljon munkatársainkhoz, vagy keresse fel banki tanácsadóját!

További tájékoztatás elérhető a Bank fiókjaiban, valamint az mbhbank.hu honlapon.
6. A Bank jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.

A Bank továbbra is jogosult jóhiszeműen és a piacképzés szokásos módja szerint a jelen dokumentumban szereplő pénzügyi eszközök vonatkozásában kereskedelemre, ügyletkötésekre vagy kereskedelemre 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 szabályzattal.
8. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag a Bank előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. A Bank valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.
9. Ezt az üzenetet azért kapta, mert korábban feliratkozott hírlevelünkre vagy hozzájárult ahhoz, hogy Önt a Bank marketingcélú üzenetekkel megkeresse. Amennyiben a továbbiakban nem kíván tájékoztatást kapni az MBH Banktól, megadott hozzájárulását bármikor ingyenesen visszavonhatja. A vonatkozó adatkezelésekről, illetve az Önt megillető jogokról, azok gyakorlásának módjáról, valamint a jogorvoslati lehetőségekről további tájékoztatást az mbhbank.hu honlapon található adatvédelmi irányelvekben, illetve az [Adatkezelési Tájékoztatóban](#), valamint a 06 80 333 660-as zöld számon kaphat. Amennyiben nem kíván a továbbiakban híreket, üzleti ajánlatokat kapni, hozzájárulását bármikor ingyenesen visszavonhatja a telebankar@mbhbank.hu e-mail címen, illetőleg a 06 80 333 660-as zöld számon. Hozzájárulását visszavonhatja postai úton is az MBH Bank Nyrt., 1134 Budapest, Kassák Lajos u. 16-18. címére küldött nyilatkozatával, amelyen kérjük, hogy jól olvashatóan tüntesse föl nevét, lakcímét és azt, hogy a közvetlen üzletszerzési célú (direkt marketing) megkeresések tiltását kéri. Az adatkezelésre vonatkozó tájékoztatás és az adatkezelési irányelvek elérhető a bankfiókokban és az mbhbank.hu honlapon.
10. Az alkalmazott értékelési eljárások:

A GDP számításához a GDP termeléséhez hozzájáruló ágazatokra készítünk előrejelzéseket negyedéves bontásban, figyelembe véve a negyedéves dinamikákat, bázishatásokat, valamint áthúzó hatásokat. Az egyes ágazatokat a súlyuknak megfelelően vesszük figyelembe, majd korrigáljuk a naptárhatással. Ezt végül összhangba hozzuk a GDP felhasználási oldali tényezőivel – fogyasztás, kormányzati fogyasztás, beruházások, készletek, valamint export-import egyenleg-, amelyek esetében szintén megbecsüljük az egyes komponensek negyedéves dinamikáit is.

Az inflációs előrejelzés készítésénél a fogyasztói árindex komponenseit havi bontásban jelezzük előre, amiket a fogyasztói kosárban betöltött súlyukkal vesszük figyelembe.