

**MBH** BANK

# NEGYEDÉVES MAKROGAZDASÁGI KITEKINTŐ



2025. február

**Tartalom**

<b>ÖSSZEFOGLALÓ</b> .....	<b>3</b>
<b>II. MAGYAR MAKROGAZDASÁG FOLYAMATOK</b> .....	<b>7</b>
Gazdasági növekedés .....	7
Foglalkoztatottság, bérdinamika.....	9
Infláció.....	10
Monetáris politika, jegybanki alapkamat.....	11
Költségvetési folyamatok .....	12
Ingatlanpiac.....	14
<b>III. NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK</b> .....	<b>15</b>
Az USA gazdasági folyamatai .....	15
Az eurózóna gazdasági folyamatai .....	18
<b>IV. PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP</b> .....	<b>19</b>
A forintárfolyam alakulása .....	19
Magyar állampapírpiac, hozamok.....	21
<b>A JELEN KIADVÁNY KÉSZÍTŐI</b> .....	<b>23</b>



**LEZÁRVA: 2025. február 11-én 14:30-kor.**

## ÖSSZEFOGLALÓ

### Főbb üzeneteink a hazai gazdaság kapcsán:

#### *GDP növekedés*

A magyar gazdaság 2025-re vonatkozó kilátásai kedvezőbbek 2024-hez képest, köszönhetően elsősorban a belső kereslet élénkülésének, amit a fogyasztás várható növekedése hajt. A tavaly sokat csökkenő beruházások is stabilizálódhatnak idén, ami annak is köszönhető, hogy a **Demján Sándor-program** keretében jelentős források érkeznek a gazdaságba. A programon keresztül több mint 1 400 milliárd forint forrás juthat a gazdaságba kedvezményes beruházási hitel-, lízing- és tőkeprogramok, valamint részben vissza nem térítendő támogatások formájában. Eközben a **kevésbé szigorú költségvetési politika** is hozzájárul a gazdasági fellendüléshez. A fogyasztást a **reálbérek emelkedése** és a **családi adókedvezmény** növelése is támogatja, valamint az állampapírok utáni kifizetések és lejáratok, illetve a munkáshitel is hozzájárul a belső kereslet növekedéséhez. **A hazai gazdasági növekedés 2025 végére akár a 4%-ot is elérheti. A 2025-ös évre vonatkozóan összességében azonban 2,6%-ra csökkentettük GDP-növekedési várakozásunkat**, ugyanis a külpiaci helyzet továbbra is csak lassan javulhat, és a nagy járműipari beruházások is inkább az év második felére fordulhatnak termőre. Termelési oldalról nézve, **az ipari kibocsátás kilábalását a jelentős feldolgozóipari fejlesztések, mint a BMW és a CATL gyárainak beindulása segíti**, valamint a **BYD építése** és esetleges próbaüzeme is elősegíti a növekedést. Az **euróövezeti gazdasági mutatók közelmúltbeli javulása**, különösen a németországi beszerzési menedzser-index emelkedése adnak némi reményt, ugyanakkor Németország esetében a várható politikai változásokat követő gazdaságélénkítés is elengedhetetlen feltétele a kilábalás megindulásának. A fentiek mellett **az utóbbi hetekben megnőtt az esélye, hogy az orosz-ukrán háború belátható időn belül lezáruljon, ami ugyancsak segítené a magyar gazdaságot**. Így összességében a gazdaság idén erőteljesebb növekedési pályára állhat, amit a belső és külső gazdasági tényezők összességében (a tavalyi évhez képest) egyaránt támogathatnak.

#### *Munkaerőpiac*

A munkaerőpiacon míg 2024 júliusig a foglalkoztatottak száma szinte minden hónapban emelkedni tudott, addig **augusztustól a kedvező trend megfordult, és fokozatosan csökkent a foglalkoztatottak száma. A munkanélküliségi ráta az őszi hónapokban 4,5%-on ragadt, majd decemberben 4,3%-ra mérséklődött**. Ugyanakkor látható, hogy a gazdaságilag nem aktívak száma is 9 ezer fő felett emelkedett, tehát a **munkanélküliek jelentős hányada az év utolsó hónapjában már kikerült az aktív munkaerőpiacról, nem is keresett munkát**. A következő hónapokban a szokásos szezonális minta és a közelmúltbeli gyenge konjunkturális helyzet miatt a munkanélküliségi ráta további néhány tized százalékpontos emelkedése várható. **Az idei évben azonban összességében fokozatosan magára találhat a gazdaság, amit némi késéssel követhet a munkaerőpiac is**. Ennek megfelelően 2025 végére a jelenleg látható munkanélküliségi rátánál

alacsonyabb értékek várhatóak, ugyanakkor az év egészét tekintve **2025-ben az átlagos munkanélküliségi rátában csak mérsékelt csökkenés prognosztizálható**, a 2024-es 4,4%-ot követően 2025-ben 4,3%-os munkanélküliségi rátával számolunk. A bérdinamika vélhetően továbbra is meghaladja a következő hónapok inflációs adatait, amely révén a háztartások számára elkölthető jövedelem is tovább emelkedhet.

### **Infláció**

2024-ben átlagosan 3,7%-kal emelkedtek az árak idehaza. A legalacsonyabb szintet a tavalyi évben szeptemberben érte el az infláció, amikor az éves átlagos áremelkedés a 3%-os célértékre csökkent. **Az infláció a tavalyi negyedik negyedévben fokozatosan emelkedett**, részben bázishatás, részben a forint gyengülése nyomán. A decemberi 4,6%-os év/év alapú áremelkedést követően **2025. januárban 5,5%-kal emelkedtek a fogyasztói árak, minden várakozást felülmúlva**. A maginfláció utoljára egy éve látott magas szintre került, 5,8%-ra, ami **az inflációs nyomás váratlanul erős megrugását jelzi**. Az élelmiszerárak várt feletti bővülése mellett nagyobb meglepetést okozott a szolgáltatások árának megrugása. 2023 elején láttunk utoljára hasonló áremelkedést, az akkori inflációs sokk közepette. **Az infláció szerkezete kedvezőtlennek tűnik**, és gyakorlatilag azt jelenti, hogy tartósan és érdemben az MNB inflációs célsávja felett fog alakulni a mutató idén egész évben. **A januári megrugó inflációs adat hatására inflációs várakozásunkat 4,1%-ról 4,6%-ra emeljük 2025-re**. A béremelési dinamika relatíve magas maradhat a következő években - a 3 éves bérmegállapodás mellett -, ami nyomást helyezhet az inflációra a későbbiekben is. Így **a 2026-ra várt átlagos inflációs várakozásunkat összességében kismértékben felfelé korrigáltuk, 3,4%-ra**. A 3%-os jegybanki inflációs cél stabilan fenntartható elérése is kitolódik, inkább csak 2027-re várható.

### **Monetáris politika**

A januári, jelentős negatív meglepetést okozó inflációs adatok megjelenése után az látható, hogy **tartósan és érdemben az MNB inflációs célsávja felett fog alakulni az inflációs mutató idén egész évben**. Emellett a Fed részéről is megkérdőjelezzük a piacok, hogy befér-e még két kamatcsökkentés idén, mindemellett a forint árfolyama is csak január második felében kezdett érdemben erősödni. **Az idei év közepéig a Fed és az EKB monetáris politikája közötti divergencia folytatódhat, ami a dollár jelentősebb gyengülése ellen hat**. Várakozásunk szerint abban az esetben **lehet tere a kamatcsökkentésnek itthon**, amennyiben a Fed is 4% alá tudja csökkenteni az irányadó eszköz kamatának a célsávját év végére, és a nemzetközi kockázatvállalási hajlandóság sem romlik drasztikusan. A magasabb inflációs pálya mellett legfeljebb az év végén jelenthet be egy kisebb kamatvágást az MNB várakozásunk szerint. **2025 végére 6,25%-os, míg 2026 végére 5,25%-os alapkamatot várunk**.

### Forintárfolyam

**A forint árfolyama az elmúlt hónapokban jelentős volatilitást mutatott, az őszi gyengülést január közepétől erősödés követte.** Az új amerikai adminisztráció beiktatása előtti vámmal kapcsolatos fenyegetések kezdetben negatívan érintették a forintot, azonban később fordult a hangulat: a vámforgatókönyvek enyhülése és Trump fosszilis energiatervei, amelyek csökkenthetik a globális inflációs nyomást, kedvezően hatottak a forintra. **Belföldön eközben az MNB az inflációs nyomás növekedése miatt nem engedheti meg a forint további gyengülését, ami stabil kamatpolitikát és a január eleji állapotokhoz képest érdemben erősebb forintárfolyamot valószínűsít.** A forintot erősítő fundamentális tényező emellett a folyó fizetési mérleg többlete, valamint a csökkenő költségvetési hiány is. A kormány számára a gyengébb forint vonzereje szintén csökkent, mivel a devizaadósság aránya ismét 30% körüli, emellett **a lakossági állampapírok kamatfizetése miatt jelentős megtakarítások kereshetik új helyüket, ami szintén szükségessé teszi a forint stabilizálását.** A forint árfolyama a jövőben is érzékeny maradhat a globális gazdasági eseményekre, de az MNB szigorúbb hangvétele és a befektetői megítélés javulása miatt nagymértékű gyengülés nem várható. **Az előrejelzésünk szerint az euróval szembeni átlagos árfolyam 2025-re 404 forint, 2026-ra 407,5 forint körül alakulhat.** Az elmúlt napokban pozitív kockázatként jelent meg egy közeljövőbeli béke lehetősége Ukrajnában. Amennyiben az orosz-ukrán konfliktus körüli számtalan bizonytalan tényezőt tényleg gyorsan sikerülne megoldani, az az általunk vártnál erősebb forintárfolyamot is eredményezhet.

### Államháztartás

**A 2024-es költségvetés pénzforgalmi szemléletben közel 4 096 milliárd forintos hiányt halmozott fel. Eredményszemléletben a GDP arányos hiányt 4,8%-ra várja a pénzügyekért felelős minisztérium a tavalyi évre.** Ezzel kismértékben, 0,3%-kal teljesülhetett felül az eredetileg tervezett, 4,5%-os GDP-arányos célhoz képest a hiány. A 2023-as évben 6,7%-os GDP-arányos mínuszhoz viszonyítva **elmondható, hogy jelentős javulás következett be a költségvetésben tavaly, miközben a gazdaság ciklikus pozíciója érdemben romolhatott (azaz a hiánycsökkentés komoly ellenszélben történhetett),** mely az év közben elrendelt hiánycsökkentő intézkedéseknek, illetve a szigorú költségkontrollnak tudható be.

A 2025-re várható, felpörgő gazdasági növekedés, valamint a kamatkidadások jelentős csökkenése összességében **önmagában, további intézkedések nélkül is jelentősen javíthatja a költségvetés helyzetét, a hiány 4% közelébe mérséklődhet** várakozásunk szerint. A 3,7%-os kormányzati hiánycél elérése azonban kétséges, tekintettel a tervezetthez (3,4%) képest várhatóan alacsonyabb gazdasági növekedésre. **2026-ra kismértékben tovább mérséklődő költségvetési hiánnyal számolunk, azonban a 3% alatti hiány elérése jelenleg nem tűnik valószínűnek.** A kamatkidadások már kevésbé csökkenhetnek, miközben a gazdasági növekedés támogathatja a javuló hiánypályát. **Idén a gazdasági növekedés erősödésével, illetve a csökkenő**

hiánnyal számolva a **GDP-arányos adósságráta 73,5% csökkenhet**, amit 2026-ban további mérséklődés követhet a hiány további enyhe mérséklődése és a GDP-növekedés további gyorsulása következtében.

Magyar alappályabeli előrejelzések táblázata						
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	TÉNY		VÁRHATÓ*	ELŐREJELZÉS		
Reál GDP éves változás, %	4,6	-0,9	0,5	2,6	4,3	3,5
Háztartási fogyasztás, %	6,8	-1	3,5	4,3	4,4	3,8
Állóeszköz-felhalmozás, %	1,4	-7,4	-11,8	-0,1	7,1	5,9
Export, %	11,4	0,9	-2,2	3,5	7,0	6,9
Import, %	10,8	-4,3	-3,0	5,3	6,8	6,9
Ipari termelés, %	5,8	-5,5	-3,8	1,0	7,0	4,5
Építőipari termelés, %	2,9	-5,2	0,7	-0,9	7,7	4,1
Kiskereskedelmi forgalom, %	5,1	-7,7	2,6	3,2	6,0	3,4
Fogyasztóiár-index éves átlag, %	14,5	17,6	3,7	4,6	3,4	3,1
Munkanélküliségi ráta, %	3,6	4,1	4,4	4,3	3,9	3,6
Nemzetgazd. Bruttó átlagkereset, %	17,6	14,2	13,2	8,5	7,5	7,0
ÁHT egyenleg ESA-95, GDP %-a	-6,2	-6,7	-4,8	-4,1	-3,6	-3,1
Bruttó államadósság, GDP %-a	74,1	73,5	74,0	73,5	71,9	70,5
Folyó fizetési mérleg, GDP %-a	-8,2	0,2	2,5	1,7	1,9	2,0
Pénzpiaci előrejelzések összefoglalása						
EUR/USD év végi	1,0705	1,1039	1,0354	1,05	1,08	1,10
EUR/HUF év végi	400,25	382,78	410,09	405,0	410,0	415,0
EUR/HUF éves átlag	391,33	381,95	396,20	404,0	407,5	412,5
USD/HUF év végi	375,68	346,44	393,60	385,7	379,6	377,3
USD/HUF éves átlag	373,12	353,25	365,24	387,5	383,2	378,4
MNB alapkamat év végi	13,00%	10,75%	6,50%	6,25%	5,25%	4,50%
EKB betéti ráta év végi	2,00%	4,00%	3,00%	2,00%	2,00%	2,00%
FED alapkamat év végi	4,25-4,50%	5,25-5,50%	4,25-4,50%	3,75-4,00%	3,25-3,50%	3,00-3,25%
3-hónapos BUBOR év végi	16,18%	9,96%	6,50%	6,20%	5,25%	4,60%
5-éves ÁKK ref. hozam év végi	9,73%	5,78%	6,07%	6,20%	5,30%	5,15%
10-éves ÁKK ref. hozam év végi	8,98%	5,86%	6,55%	6,40%	5,45%	5,30%

\*Pénzpiaci adatok esetében tények szerepelnek 2024-re.

## II. MAGYAR MAKROGAZDASÁG FOLYAMATOK

### Gazdasági növekedés

**A 2025-ös évre egyértelműen jobb előjelekkel fordul rá a magyar gazdaság**, mint amit a 2023-24-es években láttunk. A belső kereslet oldalán a beruházások a tavalyi csökkenő dinamika után nagyjából stabilizálódhatnak, a fogyasztás tovább bővílhet, miközben a költségvetés felől sem kell annyira restriktív politikára számítani, mint 2024-ben. Emellett lassan termőre fordulhatnak a járműipari beruházások is. Ugyanakkor a külpiacok továbbra is gyengélkednek, miközben egyre jelentősebbek a vámfenyegetések. Mégis, a bizonytalansági tényezők ellenére a következő negyedévekben érdemi kilábalással számolunk a magyar gazdaságban, **így 2025 végére akár 4%-ot megközelítő éves reál GDP növekedés is elérhető lehet. Összességében 2025-re éves átlagban 2,6%-os növekedés tűnik elérhetőnek.** 2026 elejére nem kizárt, hogy 5% körüli éves reálnövekedési indexet lássunk, aminek következtében **jövőre éves átlagban 4% feletti növekedés sem tűnik ebben a pillanatban elérhetetlennek.**

**2024-ben** a gazdaság teljesítménye a nyers adatok szerint 0,5%-kal, a szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok szerint 0,6%-kal meghaladta az előző évit. Az **utolsó negyedév bővülésének köszönhetően a magyar gazdaság kilábalta a technikai recesszióból, azonban az egész évet tekintve a GDP növekedése alacsonyabb volt a vártnál**, amelyet felhasználási oldalról a beruházások jelentős csökkenése, míg termelési oldalról az ipar, a mezőgazdaság és az építőipar gyengélkedése okozott. A szolgáltatások együttes teljesítménye viszont növekedéstámogató tényező volt.

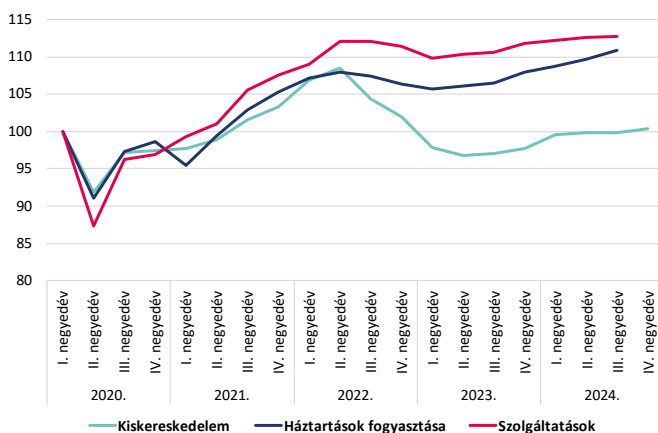
Ami a **belső felhasználást** illeti, mind a végső fogyasztás, mind a beruházások szempontjából kedvező, hogy idén kevésbé kell számítani további jelentős kiigazításra, ami a belső keresletet fékezné. A fogyasztás bővülését a **reálbérek folytatódó emelkedése**, az **állampapírok után esedékes kifizetések** egy kisebb részének fogyasztásra történő felhasználása mellett az **önkéntes nyugdíjpénztárak adómentes felhasználása**, illetve a **munkáshitel konstrukció** is támogathatja, valamint az év második felétől a **családi adókedvezmény emelése** is segíteni fogja a fogyasztást. A beruházások tavaly az egész évet tekintve jelentősen estek, de kérdés, hogy a csökkenés milyen mértékű volt a negyedik negyedévben. Ez a tétel nagy bizonytalansági tényezőt jelent, véleményünk szerint. **A hazai és összeurópai kilátásokat az amerikai fosszilis energiahordozók magasabb kitermelésével várhatóan csökkenő energiaárak is segítik**, azonban az orosz-ukrán háború folytatódása beárnyékolja azokat. **Fontos a beruházások várható stabilizálódása**, amelyhez hozzájárul a vállalkozások méretugrását elősegíteni hivatott **Demján Sándor-program**. A programon keresztül idén több mint **1 400 milliárd forint forrás juthat a gazdaságba kedvezményes beruházási hitel-, lízing- és tőkeprogramok**, valamint részben vissza nem térítendő támogatások formájában. A februári német választásokat követően vélhetően az új kormány a gazdaság élénkítésébe kezd, amely a külpiaci konjunktúra javulásához is hozzájárulna, a fiskális lazítás a magyar növekedési kilátásokat is támogatná. Ugyanakkor a

beruházások dinamikáját gyengíti, hogy a kapacitáskihasználtság viszonylag alacsony, és a külpiaci konjunktúrával kapcsolatban is nagy a bizonytalanság, ami a beruházási döntések elhalasztását okozhatja a vállalatoknál.

**A termelési oldalt vizsgálva**, a hazai ipar kilábalását támogathatja, hogy a tervek szerint számos jelentős feldolgozóipari fejlesztést helyeznek üzembe, köztük a **BMW, valamint a CATL első gyára is megkezdte a termelést idén – és a BYD építése és esetleges próbaüzeme is segíti a növekedés** -, ami részben megalapozza a 2025-ös, tavalyi évhez képest gyorsuló növekedést. Továbbá azt látjuk, hogy termelési oldalról továbbra is fontos növekedéstámogató tényező marad a szolgáltatások bővülése, amely a kiskereskedelmi forgalom gyengélkedése ellenére is egy erős háztartási fogyasztási dinamikát jelenthet 2025-ben is.

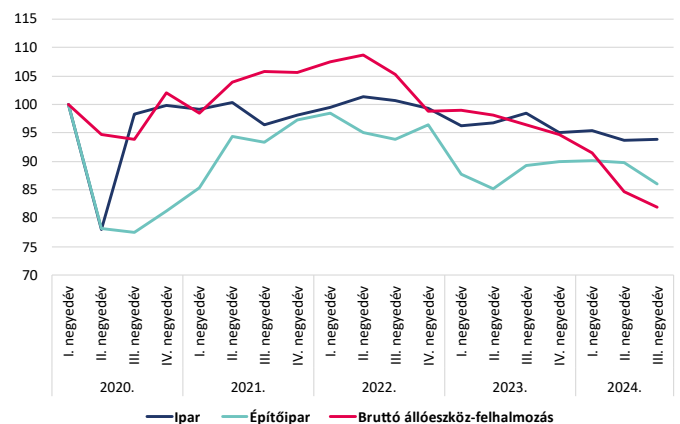
Pozitív hír, hogy az **euróövezeti kompozit beszerzésimenedzser-index januárban 50,2 pontra erősödött**, ami **2024 augusztusa óta a legmagasabb szintet jelenti**. Ehhez hozzájárult, hogy a **feldolgozóipari BMI nyolc hónapja a legmagasabbra ugrott**. Kiemelendő, hogy ebben benne van a németországi nyolchavi csúcsnak számító 50,5 pont is. Az üzleti bizalmat illetően az euróövezeti vállalatok 2025 elején továbbra is optimisták voltak a termelés növekedésével kapcsolatban, a feldolgozóipari optimizmus hét hónapos csúcsra erősödött, a szolgáltatászektor bizalmi indexe azonban mérséklődött. Az euróövezet tavalyi negyedik negyedéves teljesítménye valamivel jobban alakult, mint a piaci várakozások, 2024 utolsó negyedévében a szezonálisan kiigazított GDP az euróövezetben stagnált, az EU-ban pedig 0,1%-kal nőtt. További fontos nemzetközi fejlemény a fentiek mellett, hogy **az utóbbi hetekben megnőtt az esélye, hogy az orosz-ukrán háború belátható időn belül lezáruljon**, ami ugyancsak segítené a magyar gazdaságot.

**1. ábra: A kiskereskedelem, a szolgáltatások és a háztartások fogyasztása (2020.Q1 – 2024.Q4) 2020.Q1=100%**



Forrás: KSH

**2. ábra: Az ipar, építőipar és a bruttó állóeszköz-felhalmozás (2020.Q1 – 2024.Q3), 2020.Q1 = 100%**



Forrás: KSH



**Foglalkoztatottság, bérdinamika**

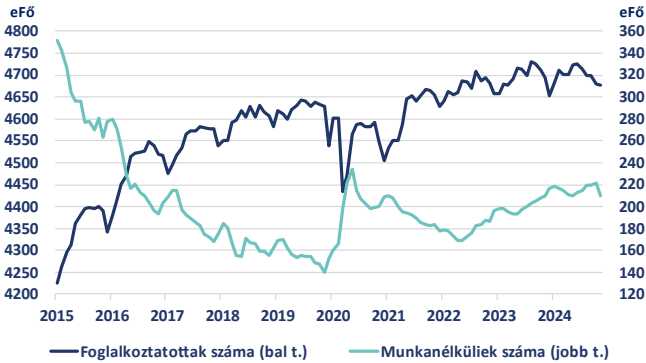
A 2024. decemberi adatok vegyes munkaerőpiaci helyzetet mutattak, de érdemi javulásról a nyári szintekhez képest nem beszélhetünk. Folytatódott a foglalkoztatottság csökkenése: a 15-74 év közötti munkaképes korú népesség körében a foglalkoztatottak száma 4 millió 678 ezer fő volt, ami 16 ezer fővel kevesebb, mint egy éve. A gazdaságilag aktívák száma egy évvel ezelőttihez képest több, mint 19 ezer fővel csökkent, 4 millió 888 ezerre. A munkaerőpiaci trendet mutató háromhavi időszakban, 2024. október-decemberben a foglalkoztatottak átlagos létszáma a 15–74 évesek körében **4 millió 688,9 ezer fő volt**, ami 24 ezer fővel múlja alul az egy évvel korábbit. A háromhavi időszakban a 15–64 évesek foglalkoztatási aránya összességében gyakorlatilag megegyezett az egy évvel korábbival, 75,1% volt. **A legutóbbi adatok szerint, 2024. decemberben az egyhavi munkanélküliségi ráta 4,3%-ra mérséklődött a novemberi 4,5%-ról.** Decemberben a munkanélküliek száma egy év alatt alig változott, míg az előző hónaphoz képest 11 ezer fő felett csökkent. Ugyanakkor látható, hogy **a gazdaságilag nem aktívák száma is 9 ezer fő felett emelkedett**, tehát **a munkanélküliek jelentős hányada az év utolsó hónapjában már kikerült az aktív munkaerőpiacról, nem is keresett munkát.** Így elmondható, hogy összességében csak statisztikai értelemben látható javulás a munkanélküliség esetében. A háromhavi adatokban 0,3 százalékponttal 4,4%-ra mérséklődött a munkanélküliségi ráta, ami megegyezik az egy évvel korábbi értékkel. A következő hónapokban a szokásos szezonális minta és az aktuálisan gyenge konjunkturális helyzet miatt a munkanélküliségi ráta további néhány tized százalékpontos emelkedése várható. A szezonális minta alapján még további, akár több tízezer fős foglalkoztatás-csökkenés sem lenne meglepő.

A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat nyilvántartásai alapján december végén **a regisztrált álláskeresők száma 220,8 ezer fő volt**, ami 1,8 százalékpontos mérséklődést mutat az egy évvel korábbihoz képest. Az adat havi alapon is ugyanilyen mértékben csökkent. A **potenciális munkaerőtartalék** (a munkanélkülieken kívül az alulfoglalkoztatottak, az ugyan dolgozni szándékozó, de aktívan munkát nem keresők, valamint azon inaktívak tartoznak ide, akik akkor sem tudnának két héten belül munkába állni, ha megfelelő állást találnának) szintje 2024. október-december között **307 ezer főt tett ki**, ami 6 ezer fővel kevesebb, mint egy évvel korábban.

**Az idei évben azonban összességében fokozatosan magára találhat a gazdaság, amit némi késéssel követhet a munkaerőpiac is.** Ennek megfelelően 2025 végére a jelenleg látható munkanélküliségi rátánál alacsonyabb értékek várhatóak. Ugyanakkor az év egészét tekintve **2025-ben az átlagos munkanélküliségi rátában csak mérsékelt csökkenés prognosztizálható**, a 2024-es 4,4%-ot követően 2025-ben 4,3%-os munkanélküliségi rátával számolunk. **A KSH legfrissebb adatai szerint 2024. novemberben a bruttó bérek 11,9%-kal, 695 100 forintra emelkedtek.** A nettó bérek is 11,9%-kal emelkedtek, a **reálkeresetek pedig 7,9%-kal haladták meg az egy évvel korábbit.** A reálbérek idén átlagosan közel 4%-kal bővíülhetnek. Mivel a bruttó

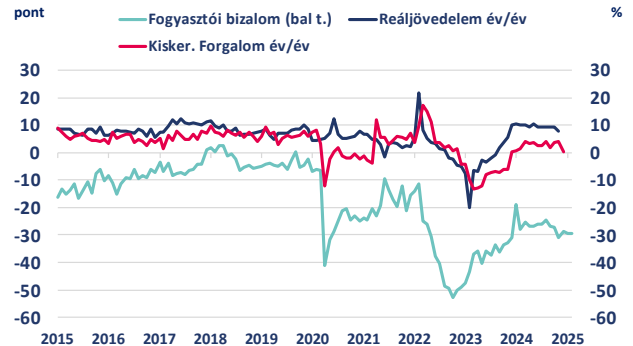
bérek növekedése még mindig meghaladja az infláció mértékét, ezáltal tovább nőhet a lakosság által elkölthető jövedelem is. **A reálbérek emelkedése elengedhetetlen a fogyasztás visszaépüléséhez.**

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



*Forrás: KSH, Bloomberg*

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



*Forrás: KSH, MBH Bank*

## Infláció

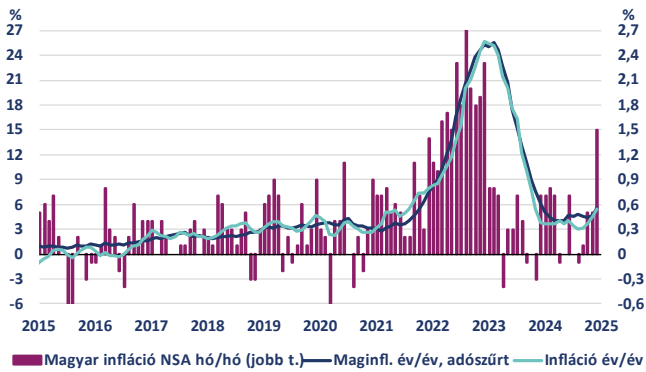
**Az infláció a tavalyi negyedik negyedévben fokozatosan emelkedett.** Októberben és novemberben még toleranciasávon belül mozgott a fogyasztói árindex, ugyanakkor decemberben már 4,6%-os volt az átlagos év/év alapú áremelkedés, szemben a megelőző negyedév végén közölt 3%-os mértékkel. Az év végi emelkedés egyik legfőbb oka a bázishatás volt, emellett a forint gyengülése is érződött a tartós fogyasztási cikkek árának emelkedésében. A tartós fogyasztási cikkek egy hónap alatt 0,6%-kal drágultak, ilyen mértékű emelkedést utoljára 2023 elején láthattunk. **Tavaly átlagosan 3,7%-kal emelkedtek az árak,** amely megfelelt a várakozásunknak. **2025. januárban 5,5%-kal emelkedtek átlagosan a fogyasztói árak idehaza.** Az adat felülmúlta várakozásunkat (4,9%) és a piaci konszenzust (4,8%) is. Az előző hónaphoz képest 1,5%-kal nőttek az árak, szemben az általunk várt 0,8%-kal. Az éves maginfláció még a fő adathoz képest is gyorsabban, 4,7%-ról 5,8%-ra emelkedett januárban. **A maginfláció utoljára egy éve látott magas szintre került,** mindez az inflációs nyomás váratlanul erős megugrását jelzi.

A havi árváltozás részletei alapján a fogyasztói kosárban 30%-ot meghaladó súlyú élelmiszerek főcsoportnál 1,9%-kal emelkedtek az árak, ami magasabban alakult várakozásunkhoz képest. Az üzemanyagárak 2,7%-kal emelkedtek januárban. **Az igazán negatív meglepetést a szolgáltatások árának emelkedése jelentette,** egy hónap alatt 2,2%-kal kellett többet fizetni a szolgáltatásokért. A tartós fogyasztási cikkek 0,7%-kal kerültek többbe, ami ugyancsak viszonylag gyors drágulás, és a forintgyengülés hatására alakulhatott magasban.

Előretekintve, a **következő néhány hónap fontos kérdése az lesz,** hogy a januári, komoly év eleji áremeléseket tartalmazó adatközlés után **a havi drágulási ütem milyen szintre tud visszacsökkenni a következő hónapokban.**

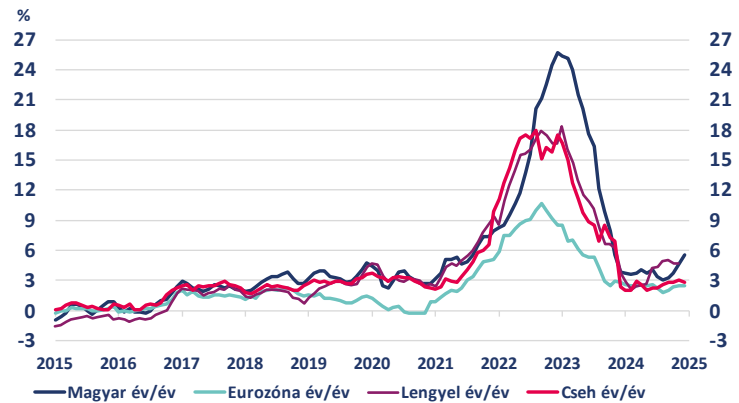
A januári megrugó inflációs adat hatására inflációs várakozásunkat 4,6%-ra emeljük 2025-re. A béremelési dinamika relatíve magas maradhat 2026-ig, ami nyomást helyezhet az inflációra a későbbiekben is. Így a 2026-ra várt átlagos inflációs várakozásunkat összességében kismértékben felfelé korrigáltuk, 3,4%-ra. A 3%-os jegybanki inflációs cél stabilan fenntartható elérése is kitolódik, inkább csak 2027-re várható, de az éves átlagos infláció még ekkor is 3% fölötti lehet.

5. ábra: A hazai infláció alakulása (év/év, %)



Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)

6. ábra: Régiós infláció alakulása



Forrás: Bloomberg, KSH

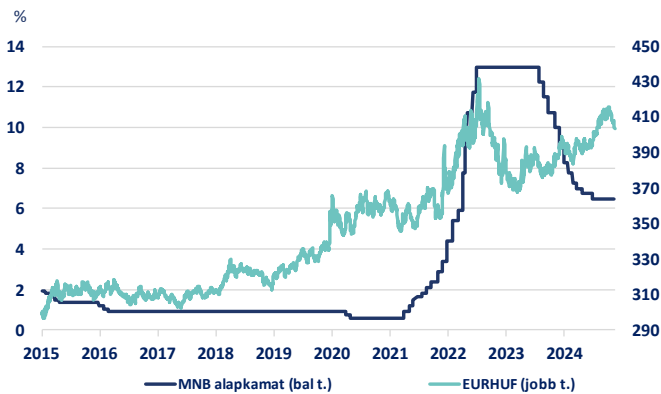
## Monetáris politika, jegybanki alapkamat

A tavalyi negyedik negyedévben az MNB szüneteltette a kamatcsökkentéseket, így az irányadó ráta 6,50%-on maradt az év végéig, valamint a 2025. januári kamatdöntő ülésen is kamattartásról szavazott a Monetáris Tanács. Az MNB mozgásterére nem javult az idei év első hónapjában. Az **MNB előrettekintő iránymutatása megváltozott** a legutóbbi kamatdöntő ülés során: egyrészt a korábbi, kamatcsökkentés szüneteltetésére utaló megjegyzés kikerült a Monetáris Tanács közleményéből, másrészt a geopolitikai feszültségek, a változékony pénzügyi környezet és az inflációs kilátásokat övező kockázatok (többek között az év eleji átárazások, árfolyam továbbgyűrűző hatásai) is **szigorú monetáris kondíciók fenntartását indokolják. Az MNB mozgásterét szűkítette a Fed várható kamatpályájának feljebb kerülése, valamint a magasabb szintet elérő forintárfolyam is.** Emellett az inflációs nyomás is emelkedett év végére, amely szintén nem tette lehetővé a kamatcsökkentést. Az MNB – bevallottan – kifejezetten figyel a forint árfolyamára, ugyanis utóbbinak már érezhető hatásai vannak, például a tartós fogyasztási cikkek árának emelkedésében.

A januári, jelentős negatív meglepetést okozó inflációs adatok megjelenése után az látható, hogy **tartósan és érdemben az MNB inflációs célsávja felett fog alakulni a mutató idén egész évben.** Emellett a Fed részéről is megkérdőjelezzük a piacok, hogy befér-e még két kamatcsökkentés idén, mindemellett a forint árfolyama is csak január második felében kezdett érdemben erősödni. **Az idei év közepéig a Fed és az EKB monetáris politikája közötti divergencia folytatódhat, ami a dollár jelentősebb gyengülése ellen hat.** Várakozásunk szerint abban az esetben lehet tere a kamatcsökkentésnek itthon, amennyiben a Fed is 4% alá tudja

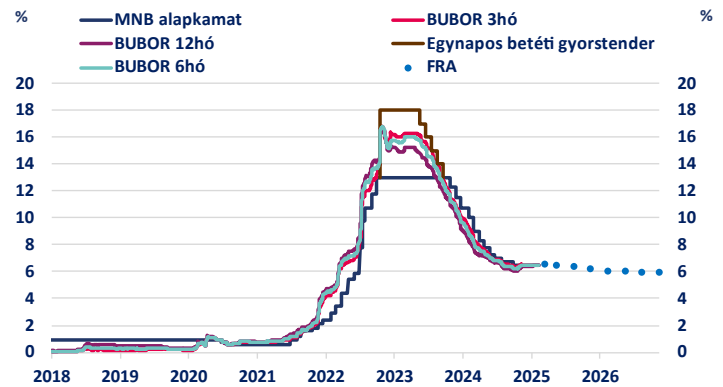
csökkenteni az irányadó eszköz kamatának a célsávját év végére, és a nemzetközi kockázatvállalási hajlandóság sem romlik drasztikusan. A magasabb inflációs pálya mellett legfeljebb az év végén jelenthet be egy kisebb kamatvágást az MNB várakozásunk szerint. **2025 végére 6,25%-os, míg 2026 végére 5,25%-os alapkamatot várunk.**

**7. ábra: A forint árfolyam és az MNB alapkamat**



*Forrás: Bloomberg, KSH*

**8. ábra: Bubor és határidős kamatlábak**



*Forrás: Bloomberg*

**2024. negyedik negyedévben kismértékben változott a régiós (lengyel, cseh, román alapkamathoz viszonyított) relatív hazai kamatelőny.** 2024 végén 1,08 százalékpontot tett ki a kamatkülönbségek átlaga, ami a harmadik negyedév végén még 1,0 százalékpont volt. A legutóbbi negyedévben csak a cseh jegybank lazított a kamatkondíciókon, 25 bázisponttal, a román és lengyel alapkamat nem változott a harmadik negyedév végéhez képest. A lengyel jegybankelnök szerint a felgyorsult infláció akár 2025 negyedik negyedév utánra is eltolhatja a kamatcsökkentést. A cseh jegybank a 2025. februári kamatvágás után ugyanakkor lát teret a kamatcsökkentésre, így ezáltal az átlagos kamatkülönbség is nőhet a térségben.

### Költségvetési folyamatok

**A 2024-es költségvetés pénzforgalmi szemléletben közel 4 096 milliárd forintos hiányt halmozott fel.** Ez ugyan bőven meghaladja a 2023 nyarán eredetileg tervezett, 2 514 milliárd forintos hiányt, de a tavaly október elejére sokadjára megemelt, **4 790 milliárd forintos mínuszhoz képest jóval alacsonyabb értéket jelent.** Eközben eredményszemléletben **a GDP arányos hiányt 4,8%-ra várja a pénzügyekért felelős minisztérium a tavalyi évre.** Ezzel kismértékben, 0,3%-kal teljesülhetett felül az eredetileg tervezett, 4,5%-os GDP-arányos célhoz képest a hiány. A 2023-as évben még 6,7%-os GDP-arányos mínuszt produkált a költségvetés, **így mindenképpen elmondható, hogy jelentős javulás következett be a költségvetésben tavaly, miközben a gazdaság ciklikus pozíciója érdemben romolhatott (azaz a hiánycsökkentés komoly ellenszélben történhetett).** Ez az év közben elrendelt hiánycsökkentő intézkedéseknek, illetve a szigorú költségkontrollnak tudható be.

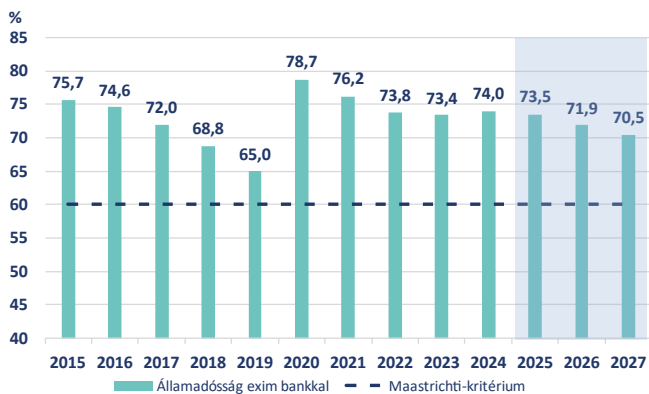
A 2025-re várható, felpörgő gazdasági növekedés, valamint a kamatkidadások jelentős csökkenése összességében **önmagában, további intézkedések nélkül is jelentősen javíthatja a költségvetés helyzetét.** A

kamatkiadások a GDP arányában nagyságrendileg egy százalékponttal mérséklődhetnek idén, 2024-hez képest. Ez a tavalyi, várhatóan 4,8%-on teljesült GDP arányos eredményszemléletű hiányt automatikusan 4% közelébe mérsékli. A 3,7%-os hiánycél elérése azonban kétséges, tekintettel a tervezetthez (3,4%) képest várhatóan alacsonyabb gazdasági növekedésre. Mivel a gazdasági növekedés felpörgetése egyértelmű kormányzati szándék, miközben a magyar költségvetési hiány a régióban sem mondható kifejezetten magasnak, ezért arra számítunk, hogy a kormányzat kismértékű elcsúszás esetén nem fog mindenáron ragaszkodni a 3,7%-os hiánycél teljesítéséhez, mivel az a GDP-re negatív hatást gyakorolhatna. A 4,8%-ról 4,1% környékére csökkenő hiányadat ráadásul megfelelő mértékű csökkentés lehet a túlzottdeficit-eljárás szempontjából is.

**2026-ra kismértékben tovább mérséklődő költségvetési hiánnyal számolunk, azonban a 3% alatti hiány elérése jelenleg nem tűnik valószínűnek.** A kamatkiadások már jóval kevésbé csökkenhetnek 2026-ban, mint idén, ami nehezíti a 3% alatti hiány elérését. **A gazdasági növekedés ugyanakkor segíthet:** a gazdaság bővülése várhatóan 2026-ban érdemben meg fogja haladni a potenciális GDP növekedést, ami a költségvetés elsődleges egyenlegének javulásához hozzájárulhat (persze mindez nem javítja a ciklikusan igazított költségvetési egyenleget). 2026-ban ugyanakkor várhatóan a kormány nem fog jelentős hiánycsökkentő lépéseket tenni, hiszen választási évről beszélünk. Ráadásul egy nagyjából fél százalékpontos egyenlegjavulás a befektetők és az Európai Bizottság megítélése szerint is elegendő lehet, így **túlságosan nagy kényszer alatt sem lesz a büdzsé 2026-ban, amennyiben a gazdasági növekedés megfelelően erős lesz.**

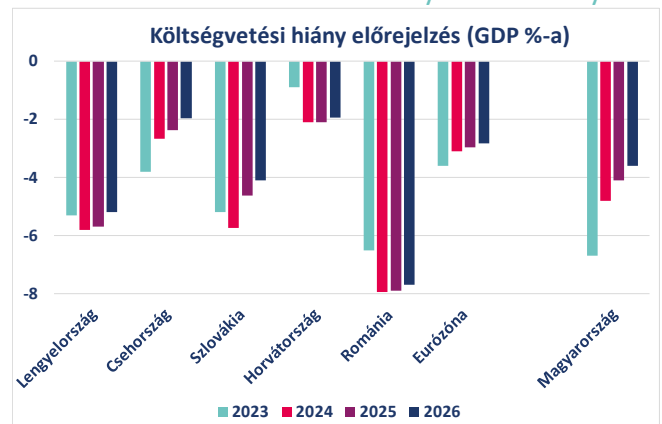
**Az államadósság GDP-arányos rátája tavaly év végére némileg emelkedhetett a nemzetgazdasági miniszter bejelentése szerint:** a 2023-as, 73,4%-os GDP-arányos szintről 74%-ra nőhetett a mutató. **Idén a gazdasági növekedés erősödésével, illetve a csökkenő hiánnyal számolva a GDP-arányos adósságráta érdemben csökkenhet,** amit 2026-ban további mérséklődés követhet a hiány további enyhe mérséklődése és a GDP növekedés további gyorsulása következtében.

9. ábra: Bruttó államadósság a GDP arányában



Forrás: KSH, MBH Bank előrejelzés (árnyékolt terület)

10. ábra: Az államháztartási hiány a GDP arányában



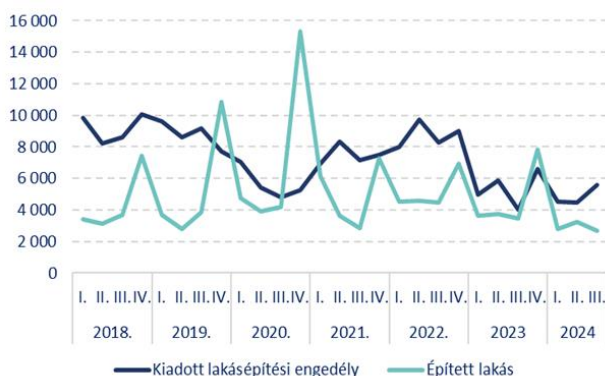
Forrás: Eurostat, jegybanki várakozások, MBH Bank

## Ingtatlanpiac

**Már jó ideje látszik a fordulat a lakáspiaci adásvételek számában**, amivel párhuzamosan a lakásárak is emelkedésnek indultak. **A lakásépítések trendje ugyanakkor egyelőre még csökkenést mutat, de 2025-ben itt is érkezhethet egy kisebb élénkülés.** Jelentős fellendülést hozhatnak a lakáspiacon azok az intézkedések, amelyekkel a kormány a lakhatást igyekszik támogatni. A tavaly megjelent otthonteremtési támogatásoknak (CSOK Plusz, Falusi CSOK, Otthonfelújítási program, Új Gazdasági Akcióterv ingatlanpiacra vonatkozó pontjai), a kedvezőbb kamatkörnyezetnek és a gazdasági klíma oldódásának köszönhetően látványosan **javult a lakásvásárlási kedv.** Emellett az **állampapírokon 2025-ben mintegy 3 000 milliárd forint tőke- és kamatkifizetést realizál a lakosság**, mely érezhető stimulust ad a piacnak, a dinamikus bérnövekedés mellett.

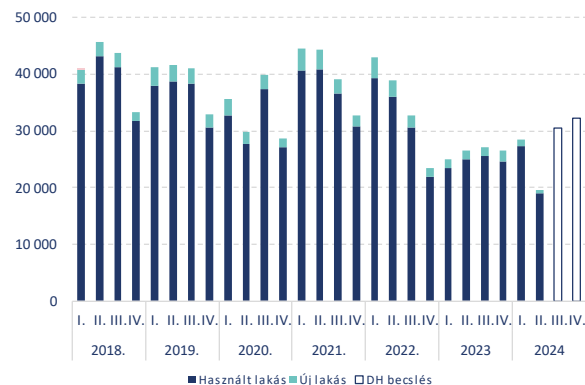
2024. harmadik negyedévben összesen **8 709 új lakás épült Magyarországon, 19%-kal kevesebb, mint egy évvel korábban.** A megyei jogú városokban 15, a többi városban 30, a községekben pedig 16%-kal csökkent az átadott lakások száma a 2023. harmadik negyedévhez képest. **Folytatódott a lakásépítések és a kiadott építési engedélyek számának csökkenése.** A kiadott építési engedélyek és egyszerű bejelentések száma 14 551 volt, ami ugyancsak 2,3%-kal maradt el a 2023. azonos időszaki adattól. A lakásépítési engedélyek alapján **látható egy kisebb élénkülés az építkezési kedvet tekintve:** 2024. második negyedévéhez képest 2024. harmadik negyedévben 25%-os emelkedés volt megfigyelhető a kiadott építési engedélyek számában, **de így is alacsony sávban mozog** (5 579 db). Látható, hogy a **lakásépítésekben tovább folytatódik a 2022 óta tartó csökkenő dinamika, 2024-ben számuk 15 ezer környékén mozoghat** (pontos éves adatokat később közöl a KSH). A lakásépítési kedvnek a 2026-ig meghosszabbított 5%-os új lakásra vonatkozó áfa kedvez.

**11. ábra:** Építési engedélyek és lakásépítések száma, db



*Forrás: KSH*

**12. ábra:** Magánszemélyek között létrejött adásvételi tranzakciók, db



*Forrás: Duna House*

**Tovább gyorsult a lakásárak növekedése.** Az aggregált MNB lakásárindex alapján 2024. harmadik negyedévben **negyedéves alapon 2,2%-kal nőttek a lakásárak** a második negyedévben látott 3,1%-os emelkedést követően. Az éves nominális növekedési ütem az előző negyedévben megfigyelt 13,1%-ról 14,5%-

ra gyorsult. **2025-ben tovább élénkülhet a magyar lakáspiac, ami az árak emelkedésével járhat** (kétszámjegyű emelkedéssel számolunk).

**2024-ben a Duna House adatai alapján 125 ezer tranzakció valósult meg** (pontos adatokat erről is később közöl a KSH). **Az aktivitás növekedése a 2024. évihez képest további 10-20 ezerrel magasabb tranzakciószámot eredményezhet 2025-ben,** amivel megközelíthető az utoljára 2021-ben tapasztalt 150 ezres érték.

### III. Nemzetközi gazdasági folyamatok

#### Az USA gazdasági folyamatai

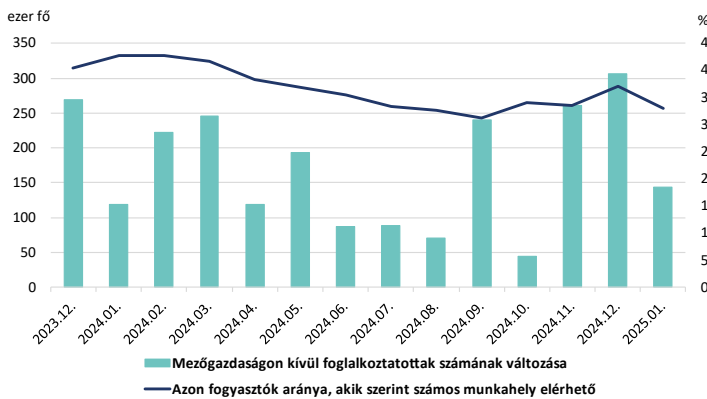
**Az USA gazdasága a tavalyi negyedik negyedévben kissé a várakozások alatti növekedést tudott felmutatni,** a reál GDP növekedés 2,3%-os volt. Az amerikai gazdaság legnagyobb részét kitevő fogyasztási kiadások 4,2%-kal nőttek egy év alatt. **Éves szinten 2,8%-kal bővült a gazdaság a tengerentúlon,** ami ugyan alacsonyabb az egy évvel korábbi növekedésnél, de még mindig a stabil gazdaság jeleit mutatja. **A Fed elnöke, Jerome Powell is megerősítette, hogy az amerikai gazdaság jó bőrben van** és emiatt sem szükséges a Fednek sietni a kamatvágásokkal. **Az ISM feldolgozóipari konjunktúramutató is bizalomra adhat okot,** 26 hónap után ismét 50 pont fölé emelkedett januárban. A jelentésből kiderült, hogy mind a kereslet növekedése, mind a termelés növekedése elősegítette az emelkedést. További jó jel, hogy a foglalkoztatottsági komponens is emelkedett.

Az **USA inflációja** 2024-ben szeptemberben volt a legalacsonyabb, ekkor elérte a 2,4%-os szintet, majd a **negyedik negyedévben elkezdett távolodni a 2%-os célértéktől.** Decemberben várt felett, 2,9%-ra emelkedett az amerikai fogyasztói árindex (év/év), ami romlást jelent a novemberi 2,7%-hoz képest. Az infláció mérséklődését a lakhatási költségek és a szolgáltatások árának magas szintje gátolja. A maginfláció ugyanakkor elmaradt a várttól, decemberben 3,2%-ra csökkent év/év alapon, ugyanezen mutató 2023 decemberében még 3,9% volt. A Fed decemberi előrejelzése szerint **a 2%-os célértékhez való visszatérés csupán 2027-re lehetséges,** 2025-ben 2,5%-os értékre számítanak, amely valamelyest javulást jelentene 2024-hez képest. Továbbra is **bízunk az inflációs cél elérésében,** ugyan ez a **vártnál lassabban következik be,** a gazdaságpolitikai intézkedések, főként **a vámok hatása is inkább egyszeri árfelhajtó tényezőként jelenhet meg** a fogyasztói árakban.

**A Fed kettős mandátuma miatt a munkaerőpiacot is figyeli.** A friss adatok szerint **lassult valamelyest az amerikai foglalkoztatottság 2025 elején,** januárban a mezőgazdaságon kívül foglalkoztatottak száma 143 ezer fővel nőtt, több, mint 30 ezer fővel elmaradva a várakozásoktól. Az év első hónapjában többen dolgoztak az egészségügyben, a kiskereskedelemben és a kormányzati szektorban, míg a bányászat, olaj- és gázkitermelés és az autógyártás terén csökkent a foglalkoztatottság. Januárban mintegy 600 ezren nem dolgoztak, a meglehetősen hideg időjárás miatt, emellett 1,2 millió fő volt, szintén az időjárási feltételek miatt, akik korábban teljes munkaidőben dolgoztak, de most csak részmunkaidős állást találtak. A megelőző

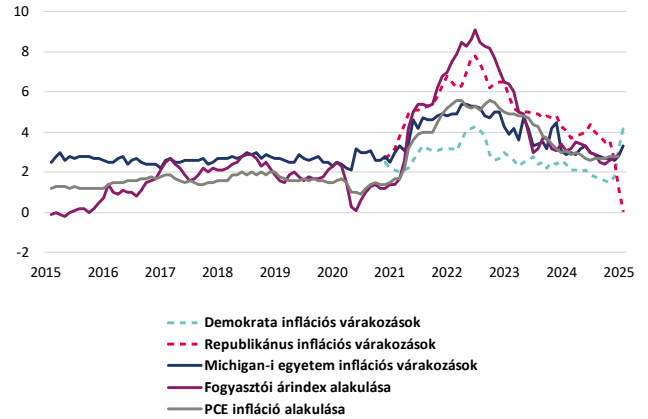
kéthavi adatot mintegy 100 ezerrel felfelé korrigálták. Ezen felül a korábbi adatokat is revideálták: **a 2024-es átlagos növekmény 166 ezer fő lett, a korábbi 186 ezer fő helyett.** Ez azt jelzi, hogy az amerikai munkaerőpiac gyengébb a korábban becsülnél, ugyanakkor megerősíti a Fed-elnök jelzését, hogy a munkaerőpiac stabil és nem generál inflációt sem.

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



*Forrás: Bloomberg*

**14. ábra:** Inflációs várakozások



*Forrás: Bloomberg*

A januári kamatdöntési közleményben optimistábban írták le a munkaerőpiac helyzetét, a munkanélküliség stabilizálódott és alacsony szinten maradt, ezt igazolják a friss adatok is, januárban 4,1%-ról 4,0%-ra jött le a mutató. A munkanélküliségi ráta esetében a 2025-ös prognózist 0,1 százalékponttal lejjebb hozta a Fed decemberben. Mivel azonban **a munkaerőpiac nem gyengült érdemben a tavalyi utolsó negyedévben, így a Fed alapkamatának várható pályája december végéig jelentősen felfelé tolódott.**

**2024 szeptembertől összesen 100 bázisponttal csökkentették az irányadó rátát,** majd a Fed elnöke decemberben elmondta, az amerikai kamatcsökkentési ciklus egy új szakaszba ért. Ha nem lesznek nagyobb negatív meglepetések az adatközléseknél, akkor januártól kezdve a Fed lassítani kívánja a kamatcsökkentések ütemét. 2025. januárban nem változtatott az amerikai jegybanki szerepet betöltő Federal Reserve Nyíltpiaci Bizottsága az amerikai alapkamat sávján (4,25-4,50%), a korábbi jelzésének megfelelően, és jelezték, hogy **nem szükséges sietni a kamatcsökkentéssel.** Míg rövid távon érzékelhetőek inflációs kockázatok, a hosszú távú inflációs várakozások jól horgonyoztak a Fed szerint. Powell elmondta, **közelebb kerültek a semleges kamatszinthez, a következő kamatcsökkentéshez az infláció további mérséklődése szükséges.** Január-február folyamán a piaci árazások azt mutatták, hogy a piaci szereplők kételkedtek abban, hogy év végéig lehet-e egynél több kamatcsökkentést végrehajtani. A kilátások tekintetében bizonytalanságot jelent, hogy az új adminisztráció intézkedéseit még nem látni (a kereskedelempolitikai lépések mellett a szövetségi munkaerő csökkentése, bevándorlás korlátozása vagy/és kitelepítések mértéke).

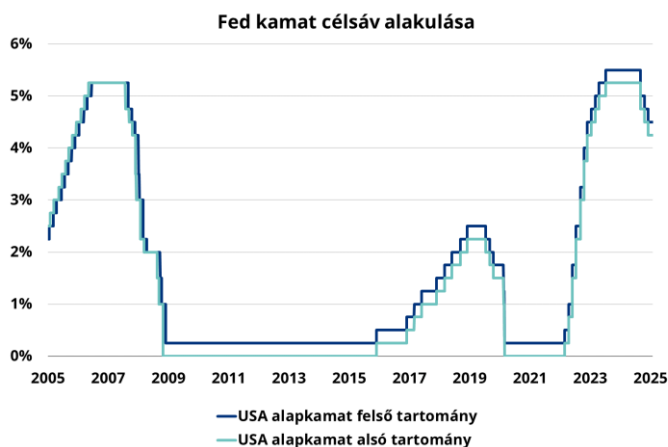


Össességében a várhatóan tovább gyengülő munkaerőpiac tompíthatja az inflációs nyomást, és a Fed 2025 második felében újabb kamatvágásokat jelenthet be. **Várakozásunk szerint két 25 bázispontos csökkentésről dönthetnek szeptemberben és decemberben, ezt követően, ha a kereskedelempolitikai bizonytalanságok is enyhülnek, 2026 elején is újabb kamatvágás jöhet a Fedtől.**

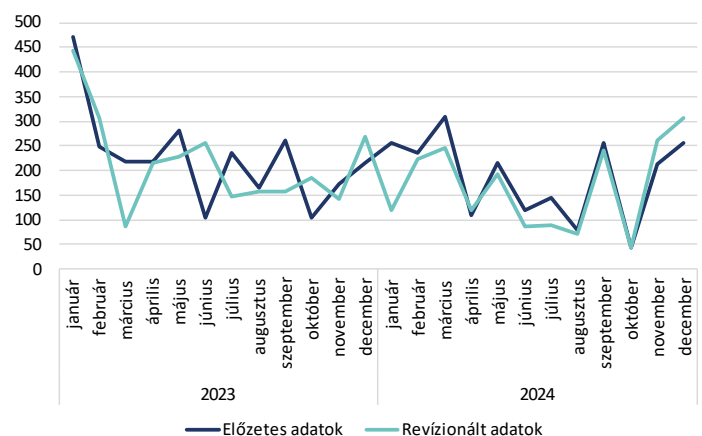
**Az amerikai elnökválasztás Donald Trump győzelmével ért véget. Az új elnöknek nagy a támogatottsága, várhatóan meg is tudja valósítani elképzeléseit.** Előzetesen magas vámokat és adócsökkentéseket ígért, de a gazdaságpolitikai intézkedésekkel kapcsolatban sok a bizonytalanság. Úgy tűnik, a totális kereskedelmi háború tényleges kirobbantása helyett **inkább tárgyalási pozíciójának javítására használja a vámfenyegetéseket az amerikai vezetés.** Noha az már kiderült, hogy Kínával szemben 10%-os vámokat léptetnek életbe, a Kanadát (kivéve energiahordozók 10%-os vámmal) és Mexikót sújtó 25%-os vámok bevezetését márciusig elhalasztották. **A vámok mintegy 1,3 ezer milliárd dollár értékű kereskedelmet érintenek,** ami a 2023-as adatok alapján az USA importjának 43%-át és az USA GDP-jének közel 5%-át teszi ki. Egy 2018-as Fed felmérés szerint 1 százalékponti vámemelés az USA GDP-jét 0,14%-kal csökkentheti, az inflációt pedig 0,09%-kal emelheti meg. Ez alapján **a bejelentett intézkedések 1,2%-kal csökkenthetik a GDP-t, 0,7%-kal emelhetik meg az inflációt az USA-ban.**

Az európai iparnak sem kedveznek a vámfenyegetések, ugyanakkor **az is látszik, hogy a főbb amerikai autóiipari vállalatok sem járnak jól a vámokkal.** Mivel a vámok az amerikai import közel felét érintik, ami nagyságrendileg megegyezik az ipari termelés teljes éves értékével, ezért meg kéne duplázni az ipari termelést ahhoz, hogy Amerika pótolni tudja az érintett importot. Ez rövid távon nem kivitelezhető, ami ugyancsak alátámasztja, hogy a vámok bevezetésének inkább a tárgyalási pozíció javítása lehet a célja.

15. ábra: Az USA irányadó kamata



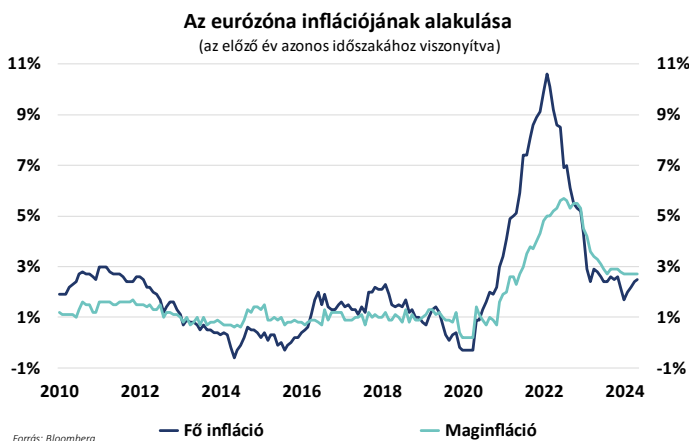
16. ábra: A mezőgazdaságon kívül foglalkoztatottak számának változása (revízió és előzetes adatok)



## Az eurózóna gazdasági folyamatai

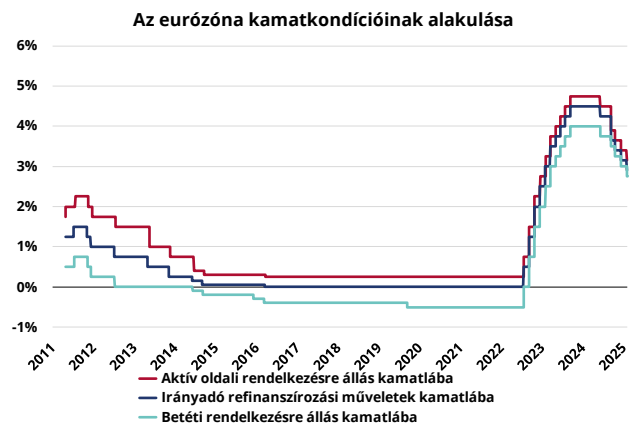
Az eurózóna gazdasága 2024 negyedik negyedében **0,9%-kal bővült az előző év azonos időszakához képest az előzetes adatok szerint**. A 2024-es év/év alapú növekedés végig pozitív volt az eurózónában, 2024 egészében 0,7%-os átlagos növekedésről szól az Eurostat előzetes adata. Európa legnagyobb gazdasága, **Németország 2024-ben sem tudott növekedni**, amely visszahúzta a térség növekedését is. Amennyiben az új megválasztott német kormány reformokat hajt végre az adósságfékkel kapcsolatban, abban az esetben is inkább csak a 2026-os növekedésre lehetnek hatással az intézkedések, ugyanakkor a gazdasági hangulat ennél korábban is javulni kezdhet. A francia gazdaság 1,1%-kal nőtt 2024-ben, a spanyol gazdaság 3,2%-os növekedést mutat az előzetes adatok szerint. Ugyanakkor, némiképp meglepetésre, mindenképpen **bizakodásra adnak okot a legutóbbi konjunktúramutatók**: a feldolgozóipari index ugyanis május óta nem látott szintekre emelkedett januárban, a szolgáltatászektor pedig 50 pont fölötti, növekedést jelző értéket mutat. A **reálbérek bővülése és a restriktív monetáris politika hatásainak fokozatos lecsengése** idővel várhatóan **támogatja a belföldi kereslet fellendülését**. Az új hitelek felvétele is fokozatosan olcsóbbá válik a vállalatok és a háztartások számára. 2025-ben várhatóan 1,1%-kal, 2026-ben 1,4%-kal 2027-ben pedig 1,3%-kal emelkedhet az eurózóna gazdasági teljesítménye az EKB szerint.

17. ábra: Az eurózóna éves inflációjának alakulása



Forrás: Bloomberg

18. ábra: Az eurózóna kamatkondícióinak alakulása



Forrás: Bloomberg

**Az infláció emelkedésnek indult az utolsó negyedévben**, részben bázishatás miatt. Az **átmenetileg** magasabb inflációs rátával az EKB is kalkulált előzetesen. A legutóbbi adatok szerint **2,5%-kal nőttek a fogyasztói árak év/év alapon januárban**, míg havi szinten 0,3%-os árcsökkenést mértek. A maginfláció várt felett, 2,7%-on alakult. Az EKB várakozása szerint **a dezinflációs folyamat jó úton halad**, az infláció összhangban mozog a jegybanki várakozásokkal és **idén várhatóan visszatér a Kormányzótanács 2%-os középtávú céljához**. A belföldi infláció még mindig magas, aminek fő oka az, hogy bizonyos ágazatokban még folyamatban van a bérek és az árak számottevő késsedelemmel való igazodása az infláció múltbeli megugrásához. A **bérek**

**növekedése a várt szerint mérséklődik, ugyanakkor az esetleges kereskedelempolitikai zavarok az eurózóna inflációs kilátásait bizonytalanabbá teszik.**

Az EKB a vártnak megfelelően folytatta a kamatcsökkentési ciklust, 2025. január végén 25 bázisponttal 2,75%-ra csökkentették a betéti rátát. Az EKB elnöke elmondta, nem beszéltek arról, hogy hol lehet a kamatcsökkentési ciklus vége. Nem meglepő módon Christine Lagarde újfent megerősítette, hogy **adatvezérelten, értekezletről értekezletre döntenek a jövőben is a kamatszintről, a Kormányzótanács előzetesen nem köteleződik el egy bizonyos kamatpálya mellett.** Az EKB stábjában a decemberi prognózisban **kissé optimistább várakozásokat közölt az inflációval kapcsolatban.** 2025-ben átlagosan 2,1%-os, 2026-ban 1,9%-os, 2027-ben pedig 2,1%-os inflációt várnak.

**Az infláció összhangban mozog a jegybanki várakozásokkal** és idén várhatóan visszatér a Kormányzótanács 2%-os középtávú céljához. **A kockázatok azonban lefelé mutatnak a növekedés terén** a globális kereslet, gyengébb bizalom és geopolitikai helyzet nyomán. Összhangban a piaci árazásokkal, **2,00%-ra várjuk az EKB betéti rátáját 2025 végére, miközben a piaci árazások szerint ennél akár alacsonyabb betéti rátának is számottevő a valószínűsége.**

#### **IV. PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI HELYZETKÉP**

##### **A forintárfolyam alakulása**

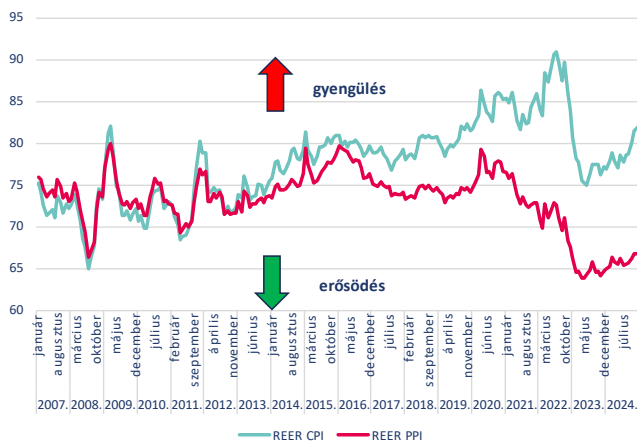
**A forint árfolyama az elmúlt hónapokban hektikus pályát futott be:** az ősz óta tartó gyengülést január első napjait követően egyértelmű erősödés követte. Az új amerikai adminisztráció beiktatása előtt tapasztalt vámmal kapcsolatos fenyegetések kezdetben kedvezőtlen hatást gyakoroltak a forintra. Azonban a piaci szereplők már az elnökválasztás eredményének ismeretében alkalmazkodtak, és **számos tényező, beleértve Donald Trump esetlegesen végrehajtandó intézkedéseit is, már beépülhetett az árfolyamokba.** A beiktatás utáni időszakban úgy tűnik, hogy a legsúlyosabb vámforgatókönyvek talán elkerülhetők, amely kedvez a feltörekvő piaci devizáknak. Továbbá Trump fosszilis energiahordozók kitermelésének növelésére irányuló tervei csökkenthetik a globális inflációs nyomást, ami szintén kedvezően hathat az amerikai kamatkilátásokra és így a forint erősödését is támogathatja. Ugyanakkor az USA vámjai belföldön egyértelműen többlet inflációs nyomást jelentenek, amelyet a Fed-nek figyelembe kell vennie.

Itthon a Magyar Nemzeti Bank a növekvő inflációs kilátások miatt véleményünk szerint **nem engedheti meg a forint további gyengülését,** amint arra az MNB alelnöke is utalt. Ennek eredményeként az MNB alapkamata várhatóan még hosszabb ideig változatlan marad. A közelmúltbeli kommentárok (Virág Barnabás és Pleschinger Gyula részéről) valamint a tengerentúli folyamatok és a KSH legújabb inflációs adatközlése miatt nagyon lecsökkent a valószínűsége, hogy még idén kamatot tudjon csökkenteni az MNB. Mindez ugyanakkor támogatólag hat a forintra, így a hazai fizetőeszközt erősítő fundamentális tényezők, mint a folyó fizetési

mérleg többlete, a csökkenő költségvetési hiány és a pozitív kamatkülönbözet, is jobban érvényesülhetnek. **Ráadásul nemcsak az inflációs kép miatt lenne szükség a forint stabilizálására.** Bár a kormány számára mindig vonzó lehet a gyengébb valuta esetleges gazdaságélénkítő hatása, **a devizaadósság utóbbi időben ismét 30% körüli szintre emelkedő aránya** csökkenti ennek a vonzerejét. Sőt, van talán egy még erőteljesebb tényező is: **az év első hónapjaiban ugyanis elég sok lakossági állampapír fizet kamatot,** valamint csökken le drasztikusan az általa kínált kamat, így **ezermilliárd forint feletti összegű megtakarítás keresheti a helyét.** Ilyen helyzetben pedig **nem túl jó, ha a forint nagyobb mértékben gyengül,** hiszen a lakossági **befektetők ennek a tetemes az összegnek egy jelentősebb részét akár devizára is válthatnák,** ami az állam finanszírozása szempontjából nem lenne jó hír. Bár a vámfenyegetések és az új MNB elnök miatti esetleges piaci bizonytalanság volatilitást okozhat a forintban a következő hónapokban, **a hazai fizetőeszköz összességében vélhetően nem fog tovább gyengülni, mivel az az inflációs képet tovább rombolná.**

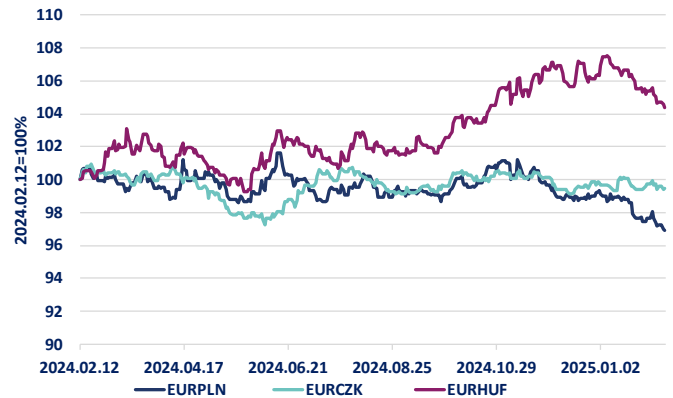
A forint az elmúlt években érzékenyen reagált a globális gazdasági eseményekre, beleértve az energiaválságot és a geopolitikai feszültségeket. Ráadásul **a kialakult inflációs különbség miatt a forint nominális egyensúlyi árfolyamszintje is feljebb tolódhatott,** miközben az említett gazdasági sokkokhoz hasonló fejlemények a jövőben is okozhatnak szélsőséges rövid távú elmozdulásokat az árfolyamban. Ugyanakkor az utóbbi hetekben a forint javuló teljesítménye mellett az MNB adatai szerint a külföldi befektetők elkezdtek csökkenteni kumulatív forint elleni állományukat. Mi is úgy véljük, hogy a 410 forint feletti árfolyamszintek az euróval szemben már indokolatlanul gyengék voltak. Az MNB felől mostanában tapasztalt szigorúbb hangnem, valamint a kedvezőbbé váló befektetői megítélés miatt úgy véljük, hogy a mostani szintekről tartós gyengülés a következő hónapokban nem valószínű. **Így előrejelzésünk szerint az euróval szembeni forintárfolyam az év végére 410 forint alatt, de 400 forint felett alakulhat. A 2025-ös évre vonatkozó átlagos árfolyamvárakozásunk 404 forint, míg 2026-ra 407,5 forintot prognosztizálunk az euró ellenében.** Az elmúlt napokban pozitív kockázatként jelent meg egy közeljövőbeli béke lehetősége Ukrajnában. Amennyiben a béke gyorsan megvalósul és nem lesz más megrázkódtatás a nemzetközi piacokon, úgy az euró árfolyama akár tartósabban is 400 forint alá süllyedhet az euró ellenében. Az infláció leszorítása miatt ezt a monetáris politika is vélhetően üdvözlölné. Amennyiben az orosz-ukrán konfliktus körüli számtalan bizonytalan tényezőt tényleg gyorsan sikerülne megoldani, az az általunk vártnál erősebb forintárfolyamot is eredményezhet.

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



*Forrás: MNB*

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



*Forrás: Bloomberg*

### Magyar állampapírcsúcs, hozamok

Az állam 2024 végén jelentősen lepassztotta a Kincstári Egységes Számla egyenlegét állampapírok visszavásárlásával: a decemberben végrehajtott, összesen közel 1 100 milliárd forintot kitevő állampapír-visszavásárlások mellett a folyó költségvetési hiány is csökkentette az állam likvid tartalékait, ami december végére 1 271 milliárd forintra apadt a novemberi 2 513 milliárd forintról. **Januárban azonban jelentősen növelhette tartalékait az állam**, hiszen 2,5 milliárd euró értékben vont be devizaforrást kötvénykibocsátásokkal, miközben a forintkötvényekre is jelentős keresletet lehetett tapasztalni a nagybani piaci aukciókon. Az év végi visszavásárlásokkal az ÁKK a kintlévő bruttó adósságtömeget igyekezett mérsékelni, azonban az adósságráta tavaly így is némileg növekedett.

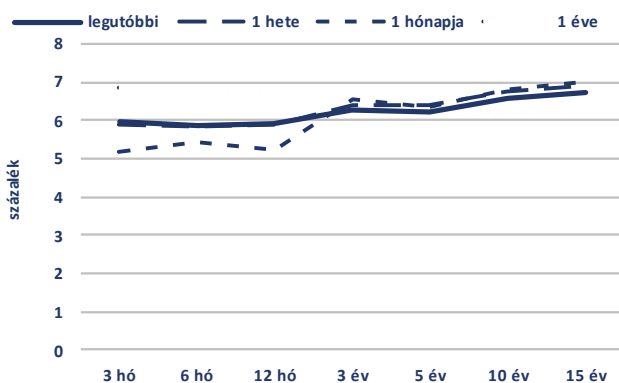
A 2025-ös év első felét elősorban a lakossági állampapírok (kiemelten a PMÁP) kamatainak kifizetésével, illetve a tavalyi, 3,7%-os infláció miatt jóval alacsonyabb szintre csökkenő kamat miatti esetleges visszaváltásokkal kapcsolatos kérdések uralják. Bár különböző felmérések akár jelentős mennyiségű, távozó lakossági forrással riogattak év elején, **januárban összesen 139 milliárd forintnyi nettó lakossági beáramlás érkezhett Nagy Márton nemzetgazdasági miniszter bejelentése alapján**. Mindez arra utal, hogy a lakosság az év első hónapjában nem fordult el a hazai állampapírcsúctól. **Elsősorban a FixMÁP értékesítése volt jelentős**, a 6,5%-ot fizető papír - a január 20-án kamatot fizető 2033/I papír esedékességét követően - két hét alatt mintegy 300 milliárd forintnyi friss befektetést vonzott.

**Bonyolítja ugyanakkor a helyzetet a hirtelen sokat romló inflációs kép:** az idej, várhatóan 4,6%-os infláció mellett a FixMÁP kamata is egyre kevésbé tűnik vonzósnak, miközben a korábbi papírt, amennyiben nem jár le, minimum 1%-os visszaváltási „költség” mellett lehet csak eladni, így csökkentve az alternatíva vonzerejét. Amennyiben a helyzet tovább romlana, az ÁKK akár a lakossági kamatok emelésére is kényszerülhet, akár a

likvid tartalékainak védelme, akár a lakossági arányok a benchmark alsó sávszéle (20%) feletti tartása érdekében. Mindenesetre a helyzet összességében kezelhetőnek tűnik, **az ÁKK-nak megvannak az eszközei arra, hogy a lakossági piacon zajló folyamatokat kézben tartsa.**

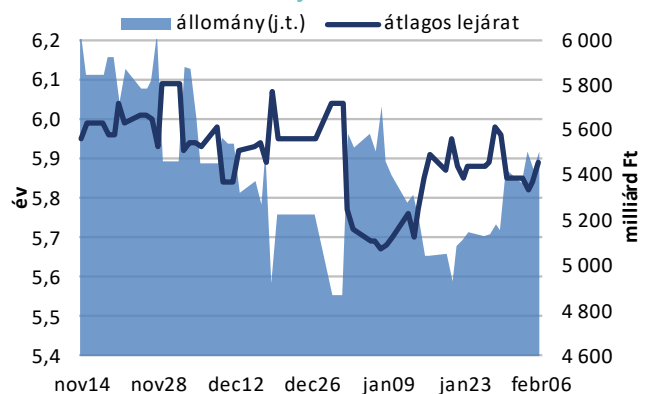
Eközben a nagybani forintpiacon jelentős túlkereslet mellett értékesített az ÁKK kötvényeket január folyamán. Ez arra utal, hogy **a jelenlegi hozamszinten igencsak erős a kereslet a magyar állampapírok iránt.** Bár az MNB kamatcsökkentéseinek tartós leállása nem segíti a hozamok csökkenését, a kereslet jelentős mértékét látva érdemi hozamemelkedést sem látunk indokoltnak. A német állampapírok feletti hozamfelár 430 bázispont körül mozgott február 11-én, ami sem túl magasnak, sem túl alacsonynak nem mondható. A német Bund hozamok jelentős emelkedése legfeljebb mérsékelten várható (tekintettel arra is, hogy további kamatcsökkentések érkehetnek az EKB-től nyárig), ami a magyar hosszú állampapírhozamokban sem indokol jelentős emelkedést. Ugyanakkor **a következő hónapokban jelentősebb hozamcsökkenés sem valószínűsíthető, ez csak akkor várható, ha az MNB előtt újra kinyílna a tér a kamatcsökkentésekre.**

21. ábra: A magyar hozamgörbe alakulása



Forrás: Bloomberg, ÁKK

22. ábra: Külföldiek forint állampapír-állománya és lejárat



Forrás: Bloomberg, MNB

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

	ÁKK célérték 2024	2024.12.31*	2021.12.31*
<b>Államadósság devizaaránya</b>	maximum 30%	<b>29,4%</b>	20,4%
<b>Devizaadósság összetétel (devizaswapok után)</b>	100% EUR	<b>100% EUR</b>	100% EUR
<b>Átlagos lejáratidő (ATM)</b>	minimum 5,5 év	<b>5,8 év</b>	5,1 év
<b>Átlagos átárazódásig hátralévő idő (ATR)**</b>	minimum 4,0 év	<b>4,7 év</b>	4,5 év
<b>Fix kamatozású papírok aránya</b>	60-80%	<b>67,8%</b>	81,5%
<b>Lakossági állampapírok aránya</b>	20-25%	<b>21,0%</b>	24,5%
<b>Zöldkötvények aránya</b>	-	<b>4,5%</b>	-

\*Forrás: ÁKK

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

A jelen kiadvány készítői



**Árokszállási Zoltán, CFA**

Elemzési Centrum vezető

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



**Balog-Béki Márta**

Szenior tőkepiaci elemző

[Balog-Beki.Marta@mbhbank.hu](mailto:Balog-Beki.Marta@mbhbank.hu)



**Rodic Ádám**

Makrogazdasági elemző

[Rodic.Adam@mbhbank.hu](mailto:Rodic.Adam@mbhbank.hu)



**Sümegi Ákos**

Gyakornok

[Sumegi.Akos@mbhbank.hu](mailto:Sumegi.Akos@mbhbank.hu)

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

## JOGI NYILATKOZAT

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

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

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

További tájékoztatás elérhető a Bank fiókjaiban, valamint az [mbhbank.hu](http://mbhbank.hu) honlapon.

6. A Bank jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani. A Bank továbbra is jogosult jóhiszeműen és a piacképzés szokásos módja szerint a jelen dokumentumban szereplő pénzügyi eszközök vonatkozásában kereskedésre, ügyletkötésekre vagy kereskedésre árjegyzőként az árjegyzés szokásos menete szerint, valamint egyéb befektetési tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást, illetve egyéb pénzügyi vagy kiegészítő pénzügyi szolgáltatást nyújtani a kibocsátónak és egyéb személyeknek.
7. A Bank rendelkezik a befektetési szolgáltatási tevékenységekkel kapcsolatosan potenciálisan felmerülő összeférhetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetlenségi Politikával, illetve a bank-és értékpapírtitoknak minősülő adatok kezelésére és átadására vonatkozó belső szabállyal.
8. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag a Bank előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. A Bank valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.
9. Ezt az üzenetet azért kapta, mert korábban feliratkozott hírlevelünkre vagy hozzájárult ahhoz, hogy Önt a Bank marketingcélú üzenetekkel megkeresse. Amennyiben a továbbiakban nem kíván tájékoztatást kapni az MBH Banktól, megadott hozzájárulását bármikor ingyenesen visszavonhatja. A vonatkozó adatkezelésekről, illetve az Önt megillető jogokról, azok gyakorlásának módjáról, valamint a jogorvoslati lehetőségekről további tájékoztatást az [mbhbank.hu](http://mbhbank.hu) honlapon található adatvédelmi irányelvekben, illetve az [Adatkezelési Tájékoztatóban](#), valamint a 06 80 333 660-as zöld számon kaphat. Amennyiben nem kíván a továbbiakban híreket, üzleti ajánlatokat kapni, hozzájárulását bármikor ingyenesen visszavonhatja a [telebankar@mbhbank.hu](mailto:telebankar@mbhbank.hu) e-mail címen, illetőleg a 06 80 333 660-as zöld számon. Hozzájárulását visszavonhatja postai úton is az MBH Bank Nyrt., 1134 Budapest, Kassák Lajos u. 16-18. címére küldött nyilatkozatával, amelyen kérjük, hogy jól olvashatóan tüntesse föl nevét, lakcímét és azt, hogy a közvetlen üzletszerzési célú (direkt marketing) megkeresések tiltását kéri. Az adatkezelésre vonatkozó tájékoztatás és az adatkezelési irányelvek elérhető a bankfiókokban és az [mbhbank.hu](http://mbhbank.hu) honlapon.
10. Az alkalmazott értékelési eljárások:  
A GDP számításához a GDP termeléséhez hozzájáruló ágazatokra készítünk előrejelzéseket negyedéves bontásban, figyelembe véve a negyedéves dinamikákat, 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 jelezük előre, amiket a fogyasztói kosárban betöltött súlyokkal vesszük figyelembe.